

Työ- ja elinkeinoministeriön julkaisuja • Yritykset • 2023:35

Suomen Teollisuussijoitus Oy:n (Tesi) arviointi



Työ- ja elinkeinoministeriö
Arbets- och näringsministeriet

Työ- ja elinkeinoministeriön julkaisuja 2023:35

Suomen Teollisuussijoitus Oy:n (Tesi) arviointi

Työ- ja elinkeinoministeriö Helsinki 2023

Julkaisujen jakelu

Distribution av publikationer

**Valtioneuvoston
julkaisuarkisto Valto**

Publikations-
arkivet Valto

julkaisut.valtioneuvosto.fi

Julkaisumyynti

Beställningar av publikationer

**Valtioneuvoston
verkkokirjakauppa**

Statsrådets
nätbokhandel

vnjulkaisumyynti.fi

Työ- ja elinkeinoministeriö

This publication is copyrighted. You may download, display and print it for Your own personal use. Commercial use is prohibited.

ISBN pdf: 978-952-327-633-8

ISSN pdf: 1797-3562

Taitto: Valtioneuvoston hallintoyksikkö, Julkaisutuotanto

Helsinki 2023

Suomen Teollisuussijoitus Oy:n (Tesi) arviointi

| Työ- ja elinkeinoministeriön julkaisuja 2023:35 | | Teema | Yritykset |
|---|--|-----------|-----------|
| Julkaisija | Työ- ja elinkeinoministeriö | | |
| Tekijä/t | Kimmo Halme, Markku Maula, Gordon Murray, Vesa Salminen, Anne-Mari Järvelin, Heidi Uitto, Elisabeth Zapparucha, Heike Nachtigali ja Teresa Moreno Martos | | |
| Kieli | suomi | Sivumäärä | 205 |
| Tiivistelmä | <p>Arvioinnin kohteena on ollut työ- ja elinkeinoministeriön omistajaohjauksessa toimiva Suomen Teollisuussijoitus Oy:n (Tesi). Tesi on vuonna 1995 perustettu valtion omistama pääomasijoitusyhtiö, joka tekee vähemmistösjoituksia rahastoihin ja kohdeyrityksiin samoin ehdoin yksityisten sijoittajien kanssa.</p> <p>Arviointi tarkastelee Tesin toiminnan tehokkuutta, vaikuttavuutta ja yhteistyötä osana julkisen yritysrahoituksen kokonaisuutta pääomasijoitusmarkkinoilla vuosina 2015–2022.</p> <p>Pitkäjänteisen valtiollisen sijoittajan merkitys on korostunut epävarmoissa markkinatilanteissa ja markkinahäiriöissä. Viime vuosina erityisesti ilmastokriisi, koronapandemia ja Ukrainan sota ovat korostaneet Tesin roolia yhteiskunnallisten haasteiden ratkaisemisessa ja akuuttien markkinahäiriöiden tasaajana. Tesin toiminta muun muassa koronapandemian yhteydessä on laajasti koettu onnistuneena ja tärkeänä.</p> <p>Tesin rooli suomalaisessa pääomasijoitusmarkkinassa on merkittävä ja sen toiminta koetaan laadukkaana ja asiantuntevana. Kriittiset näkemykset liittyvät lähinnä Tesin koettuun portinvartijarooliin uusien rahastojen perustamisessa, sekä jossain määrin suoriin sijoituksiin. Tesillä on myös suuri merkitys tiedon tuottajana, sparraajana ja verkostojen rakentajana.</p> <p>Arviointi sisältää suosituksia sekä Tesin toiminnan kehittämiseksi että koko julkisen pääomasijoitustoiminnan vaikuttavuuden parantamiseksi.</p> | | |
| Asiasanat | yritykset, arviointi, yritysrahoitus, pääomasijoittaminen | | |
| ISBN PDF | 978-952-327-633-8 | ISSN PDF | 1797-3562 |
| Julkaisun osoite | https://urn.fi/URN:ISBN:978-952-327-633-8 | | |

Utvärdering av Finlands Industriinvestering Ab (Tesi)

| Arbets- och näringsministeriets publikationer 2023:35 | | Tema | Företag |
|---|---|-----------------|-----------|
| Utgivare | Arbets- och näringsministeriet | | |
| Författare | Kimmo Halme, Markku Maula, Gordon Murray, Vesa Salminen, Anne-Mari Järvelin, Heidi Uitto, Elisabeth Zaparucha, Heike Nachtigali och Teresa Moreno Martos | | |
| Språk | finska | Sidantal | 205 |
| Referat | <p>Ämnet för denna utvärdering har varit Finlands Industriinvestering Ab (Tesi), som verkar under arbets- och näringsministeriets ägarledning. Tesi är ett statligt ägt kapitalinvesteringsbolag grundat 1995, som gör minoritetsinvesteringar i fonder och portföljbolag under samma villkor som privata investerare.</p> <p>Utvärderingen har bedömt på effektiviteten och samarbetet i Tesis verksamhet som en del av den övergripande offentliga företagsfinansieringen på kapitalinvesteringsmarknaden. Granskningsperioden är 2015–2022.</p> <p>I slutsatserna konstateras att betydelsen av den långsiktiga statliga investeraren har betonats i osäkra marknadssituationer och marknadsstörningar. De senaste åren har särskilt klimatkrisen, coronapandemin och kriget i Ukraina lyft fram Tesis roll i att lösa sociala utmaningar samt att jämna ut akuta marknadsstörningar. Tesis aktiviteter, till exempel i sammanhang med coronapandemin, har allmänt uppfattats som framgångsrika och viktiga.</p> <p>Allt i allt är Tesis roll på den finska kapitalplaceringsmarknaden betydande och dess verksamhet upplevs som högkvalitativ och expert. Kritiska synpunkter är främst relaterade till Tesis upplevda portvaksroll i etableringen av nya fonder, och i viss mån till dess direktinvesteringar. Tesi har också en stor betydelse som informationsproducent, sparringspartner och nätverksbyggare.</p> | | |
| Nyckelord | företag, utvärdering, företagsfinansiering, riskkapitalinvesteringar | | |
| ISBN PDF | 978-952-327-633-8 | ISSN PDF | 1797-3562 |
| URN-adress | https://urn.fi/URN:ISBN:978-952-327-633-8 | | |

Evaluation of Finnish Industrial Investment Ltd (Tesi)

| | | |
|--|----------------|-------------|
| Publications of the Ministry of Economic Affairs and Employment 2023:35 | Subject | Enterprises |
|--|----------------|-------------|

| | |
|------------------|--|
| Publisher | Ministry of Economic Affairs and Employment of Finland |
|------------------|--|

| | |
|------------------|---|
| Author(s) | Kimmo Halme, Markku Maula, Gordon Murray, Vesa Salminen, Anne-Mari Järvelin, Heidi Uitto, Elisabeth Zapparucha, Heike Nachtigali and Teresa Moreno Martos |
|------------------|---|

| | | | |
|-----------------|---------|--------------|-----|
| Language | Finnish | Pages | 205 |
|-----------------|---------|--------------|-----|

Abstract

The subject of this evaluation is Finnish Industrial Investment Ltd (Tesi) that operates under the steering of the Ministry of Economic Affairs and Employment. Tesi is a government-owned investor founded in 1995, which makes minority investments in funds and portfolio companies pari passu with private investors.

The evaluation has looked at the efficiency, steering, effectiveness and collaboration of Tesi's operations as part of the overall government business financing in the venture capital market. The review period is 2015–2022.

The conclusions highlight the importance of a patient government investor in uncertain market conditions and disturbances. In recent years, especially the climate crisis, the COVID-19 pandemic and the war in Ukraine have emphasized the role of Tesi in addressing societal challenges and as a leveler of acute market disturbances. Tesi's activities, for example, in connection with the pandemic, have been widely perceived as successful and important.

All in all, Tesi's role in the Finnish Venture Capital market is significant and its operations are perceived as high-quality and expert. Critical views are mainly related to Tesi's perceived gatekeeper role in the establishment of new funds, and to some extent to its direct investments. In addition to its funding, Tesi also has great importance as a producer of information, a sparring partner and a builder of networks.

| | |
|-----------------|--|
| Keywords | enterprises, evaluation, business financing, venture capital |
|-----------------|--|

| | | | |
|-----------------|-------------------|-----------------|-----------|
| ISBN PDF | 978-952-327-633-8 | ISSN PDF | 1797-3562 |
|-----------------|-------------------|-----------------|-----------|

| | |
|--------------------|---|
| URN address | https://urn.fi/URN:ISBN:978-952-327-633-8 |
|--------------------|---|

Sisältö

| | |
|---|----|
| Tiivistelmä | 8 |
| 1 Johdanto | 14 |
| 1.1 Toimeksianto ja arvioinnin tavoitteet | 14 |
| 1.2 Arvioinnin toteutus | 16 |
| 2 Pääomasijoitusmarkkinan kehitys | 21 |
| 2.1 Kansainvälinen toimintaympäristö ja kehitystrendit | 21 |
| 2.2 Pääomasijoitusmarkkinan kehitys Suomessa | 26 |
| 2.3 Julkisen sektorin rooli pääomasijoitusmarkkinoilla | 35 |
| 2.4 Kirjallisuuskatsauksen keskeiset havainnot | 38 |
| 3 Tesin toiminta | 40 |
| 3.1 Tesin roolin kehitys | 40 |
| 3.2 Lainsäädäntö ja omistajaohjaus | 42 |
| 3.3 Organisaatio ja avainluvut | 44 |
| 3.4 Strategia ja tavoitteet | 46 |
| 3.5 Työnjako muiden julkisten rahoittajien kanssa | 50 |
| 4 Havainnot Tesin toiminnasta | 57 |
| 4.1 Tesin sijoitustoiminnan kehitys | 57 |
| 4.1.1 Hallinnoitavat pääomasijoitukset | 57 |
| 4.1.2 Rahastosijoitukset | 58 |
| 4.1.3 Tesin rooli rahastojen varainkeruussa | 60 |
| 4.1.4 Suorat sijoitukset | 63 |
| 4.1.5 Kasvurahastojen rahastot (KRR) | 67 |
| 4.1.6 Sijoitukset ulkomaisiin rahastoihin | 68 |
| 4.1.7 Sijoitustoiminnan kannattavuus | 71 |
| 4.2 Sidosryhmien näkemykset | 72 |
| 4.2.1 Tesin relevanssi ja kohdentuminen | 72 |
| 4.2.2 Koherenssi ja asemoituminen suhteessa muiden julkisten rahoittajien kanssa | 75 |
| 4.2.3 Tesin rahoituksen lisäarvo ja vaikutukset | 77 |
| 4.2.4 Tesin lisäarvo tiedon tuottajana sekä verkostojen ja osaamisen kehittämisessä | 83 |
| 5 Tesi kansainvälisessä vertailussa | 84 |

| | |
|--|-----|
| 6 Johtopäätökset ja suositukset | 89 |
| 6.1 Toiminnan relevanssi ja kohdentuminen | 89 |
| 6.2 Asemoituminen ja koherenssi..... | 93 |
| 6.3 Tesin rahoituksen lisäarvo ja vaikutukset | 98 |
| 6.4 Tesin rooli tiedon tuottamisessa ja osaamisen kehittämisessä | 102 |
| 6.5 Tesin rooli vastuullisuuden ja kestävän sijoittamisen edistäjänä | 103 |
| Lähdeluettelo | 105 |
| Appendix 1: International benchmarking | 108 |
| Overview of public equity investments | 108 |
| Case 1: British Business Bank (UK)..... | 114 |
| Case 2: The Danish Growth Fund (Denmark) | 137 |
| Case 3: Saminvest (Sweden)..... | 153 |
| Case 4: KfW Capital (Germany) | 163 |
| Case 5: Bpifrance (France)..... | 173 |
| Case 6: PMV (Belgium/Flanders)..... | 183 |
| Appendix 2: Literature review | 191 |

TIIVISTELMÄ

Tässä arvioinnissa tarkastellaan Suomen Teollisuussijoitus Oy:n (Tesi) toimintaa, roolia ja vaikutuksia Suomen pääomasijoitusmarkkinoilla vuosina 2015–2022. Toimeksiannon tavoitteena on ollut arvioida Tesin toimintaa, roolia ja vaikutuksia Suomen pääomasijoitusmarkkinoilla sekä yhtiön elinkeino- ja omistajapolitiittista ohjausta. Arvioinnin lopputuloksen on edellytetty sisältävän konkreettisia toimenpidesuosituksia Tesin toiminnan kehittämiseksi, Tesiä koskevan lainsäädännön ja omistajaohjauksen käytäntöjen ajantasaistamiseksi sekä yleislinjauksia julkisen sektorin tehokkaaksi työkalupakiksi suomalaisen pääomasijoitusmarkkinan kehittämiseksi. Arvioinnin toteuttajaksi valittiin avoimen kilpailutuksen perusteella 4FRONT Oy yhteistyössä Avestia Oy:n ja Technopolis France Sarl:n kanssa. Arviointi toteutettiin marraskuun 2022 ja huhtikuun 2023 välisenä aikana.

Suomen **pääomasijoitusmarkkina on kehittynyt erittäin positiivisesti** tarkastelujaksolla (2015–2022). Ulkomaisia sijoituksia on tullut erityisesti myöhempään vaiheeseen ja yksityinen rahoitus on kasvanut julkista nopeammin. Tilanne on näin ollen hyvin erilainen kuin arvioinnin tarkastelujakson alussa (2015). Tesillä on ollut oma tärkeä roolinsa suomalaisen pääomasijoitusmarkkinan kehittämisessä.

Pääomasijoitusmarkkina on luonteeltaan kuitenkin syklinen ja tilanteet vaihtuvat joskus nopeasti. Vuoden 2023 alussa pääomarahoituksen suhdannenäkymät ovat selvästi huonontuneet viime vuodesta, mikä vaikeuttaa rahastojen varainkeruuta, huonontaa sijoitusten tuotto-odotuksia, lisää yritysten riskejä alkuvaiheen rahoituksessa ja vaikeuttaa ulkomaisten VC-sijoittajien mukaan saamista isoille myöhäisen vaiheen sijoituskierroksille. Julkisella pääomarahoituksella on siksi **tärkeä tehtävä tasata markkinoiden syklisyyttä varsinkin kriittisillä kasvualoilla.**

Pitkäjänteisen valtiollisen sijoittajan merkitys on korostunut epävarmoissa markkina-tilanteissa ja markkinahäiriöissä. Viime vuosina erityisesti ilmastokriisi, koronapandemia ja Ukrainan sota ovat korostaneet Tesin roolia yhteiskunnallisten haasteiden ratkaisemisessa ja akuuttien markkinahäiriöiden tasaajana. Tesin toiminta muun muassa koronapandemian yhteydessä on laajasti koettu onnistuneena ja tärkeänä.

Tesin (ja laajemmin julkisen sektorin) **rooli suomalaisessa pääomasijoitusmarkkinassa on merkittävä**, varsinkin rahastosijoituksissa. Tesi on ollut mukana suurimmassa osassa viime vuosina perustettuja rahastoja. Kansainvälisesti verraten kotimaisen julkisen rahoituksen osuus VC-rahastojen varainkeruusta on linjassa eurooppalaisen keskiarvon kanssa. Tesin rahastokohtaiset sijoitusosuudet ovat lähellä eurooppalaista keskiarvoa.

Tesi toimii pääomasijoitusmarkkinoilla paitsi **markkinaehtoisesti (pari passu)** myös **liiketaloudellisesti kannattavasti (pitkällä aikavälillä)**. Linjaukset ovat tärkeitä sekä Tesin uskottavuuden, että pääomamarkkinoiden tasapuolisen kilpailun kannalta. Tesin toimiessa nykyisessä roolissaan markkinaehtoisena, pitkäjänteisenä sijoittajana, sen tehtävä näyttyy selkeänä, eikä arvioinnissa ole noussut esiin lainsäädäntöön liittyviä kehittämistarpeita.

Kantavina periaatteina Tesin markkinaehtoisuus ja liiketaloudellinen kannattavuus rajavat kuitenkin pois sellaisia fokusalueita ja toimintoja pääomasijoitusmarkkinoiden kehittämisessä, joissa voisi olla tarvetta voimakkaammalle riskinotolle ja yksityisten sijoitusten voimakkaammalle aktivoinnille. Nämä liittyvät erityisesti sellaisten nousevien kasvualojen kehittämiseen, joille ei muuten vielä ole riittävästi kiinnostusta pääomarahoitusharkkinoilla, ja joissa siksi tyypillisesti hyödynnetään epäsymmetristä voitonjakoa julkisten ja yksityisten pääomasijoittajien välillä.

Useimmissa verrokkimaissa julkisten pääomasijoittajien rooli on huomattavasti Tesin roolia laajempi ja siksi myös niiden käyttämä työkaluvalikoima on laajempi. Pitkän aikavälin liiketaloudellinen kannattavuus on kaikilla julkisilla pääomasijoittajilla ainakin lähtökohdiana, mutta sijoitusten markkinaehtoisuus ja pari passu -periaate pikemminkin tavoiteltava asia, josta markkinapuutteen korjaamisen edellyttäessä voidaan poiketa, kuin ehdoton vaatimus.

Tesin sijoitustoiminta on myös **varsin laaja-alaista**. Yleisesti eurooppalaisten pääomarahoitajien kehitys näyttää menevän kohti suurempia ja erikoistuneempia rahastoja. Tesin sijoitustoiminnan resurssit on tärkeä allokoida Tesin erityistehtävän mukaisesti erityisesti markkinakapeikkoihin, mikä tyypillisimmin tarkoittaa esimerkiksi varhaisen vaiheen ja scaleup-vaiheen uusia VC-rahastoja. Tarve strategisimmille valinnoille on tunnistettu myös Tesissä ja sille on luotu valmiuksia muun muassa tietoaisteista kehittämällä. Tesin strategia on määrä päivittää vuoden 2023 aikana, mikä tarjoaa hyvän mahdollisuuden toiminnan fokusointiin.

Myös **julkisten pääomasijoittajien** (Tesi, Ilmastorahasto, BFVC) **kenttä ja työnjako on muuttunut**. Se on lisännyt jännitettä organisaatioiden (erityisesti Tesin ja Ilmastorahaston) välillä ja tuonut viestinnällisiä haasteita. Organisaatioiden rooleja ja työnjakoa ei ole viestitty riittävän selkeästi. Yhteistyön tiivistäminen eri toimijoiden välillä sekä parempi ulkoinen viestintä toimijoiden rooleista ovat tärkeitä kehityskohteita organisatorisista

ratkaisusta riippumatta. On kuitenkin vähän näyttöä siitä, että tilanteesta olisi syntynyt (merkittävää) haittaa markkinoiden toiminnalle, eikä ilmeistä tai akuuttia tarvetta toimintojen yhdistämiselle ole arvioinnissa havaittu tästä näkökulmasta.

BFVC:n yhteistyö Tesin kanssa näyttäytyy pääosin toimivana BFVC:n keskittyessä varhaisemman vaiheen rahastoihin ja täydentäen Tesin keinovalikoimaa asymmetrisillä instrumenteilla. Nopeasti vaikeutunut VC-markkinatilanne ja Euroopan laajuiset muutokset teollisuuspolitiikassa tuovat enenevässä määrin tarvetta asymmetrisille rahoitusinstrumenteille, mutta joihin BFVC:n nykyiset resurssit ovat rajalliset. Tesin ja BFVC:n yhdistämisellä saattaisi olla mahdollista saada kattavampi ja saumattomampi instrumenttivalikoima pääomasijoitusmarkkinan kehittämiseen ja sitä kautta startupien ja kasvuyritysten tukemiseen. Harkitulla yhdistämisellä voitaisiin todennäköisesti myös selkeyttää julkisen pääomasijoitustoiminnan organisatorista kokonaisuutta, saavuttaa joitakin tehokkuushyötyjä sekä laajempaa vaikuttavuutta erityisesti varhaisen vaiheen markkinan kehittämisessä, jossa voi olla tarvetta suuremmalle riskinotolle ja julkisen sektorin roolille, varsinkin huonossa markkinatilanteessa. Erityyppisten (markkinaehtoinen vs. valtiontukea myöntävä) rahoitusmuotojen tarjoaminen saman organisaation kautta olisi toteutettavissa saman konsernirakenteen sisällä, kunhan toiminta on selkeästi rajattua ja viestittyä. Samalla on kuitenkin huomioitava, että mahdollisista organisaatiomuutoksista aiheutuisi todennäköisesti johtamiseen ja organisaatiokulttuuriin liittyviä haasteita ainakin lyhyellä aikavälillä. Lisäksi se entisestään korostaisi Tesin roolia markkinoilla. Yhdistäminen mahdollistaisi joustavamman resurssien allokoinnin pääomasijoitusmarkkinan kehittämisen työkalupakin pariin ja asymmetristen työkalujen välillä markkinatarpeiden mukaan, kun nykytilanteessa riittävästä resursoinnista kummankin tyyppisille kehitystyökaluille tulee huolehtia erikseen kahden eri organisaation kautta.

Tesi on toiminnassaan hyvin itsenäinen ja sen hallituksella on vahva mandaatti. Tämä on linjassa omistajaohjauksen yleisten periaatteiden kanssa. Ohjaussuhde Tesin ja TEM:n välillä toimii hyvin. Vuoropuhelu on avointa ja rakentavaa. Sen sijaan parannettavaa on valtion yritysrahoituksen toimijoiden (Tesi, Ilmastorahasto, BFVC, Finnvera, Business Finland ja ELY-keskukset) **”yhteisohjauksessa”**. Erikseen ohjatut rahoittajat johtavat helposti markkinan kannalta hajautuneisiin ratkaisuihin. Lisäksi on tarvetta selvästi vahvemmalle **pitkäjänteiselle elinkeinopoliittiselle ohjaukselle/strategialle**. Tesi tulisivatkin nähdä vain yhtenä työkaluna osana laajempaa elinkeino- ja innovaatiopolitiikan keinovalikoimaa.

Tesin rahastosijoituksilla erityisesti uusiin ja/tai alkuvaiheen rahastoihin on ollut **merkittävä lisäarvo**. Monet korostavat, että rahaston kokoaminen ei olisi ollut mahdollista ilman Tesin mukanaoloa. Sijoitusten lisäksi **Tesin rooli ”laadunvarmistajana” koetaan erittäin tärkeänä**.

Vakiintuneissa rahastoissa lisäarvo on ollut selvästi pienempi ja näissä tapauksissa Tesin roolia on tarvetta tarkastella kriittisesti. Tesin mukanaolo voi kuitenkin olla edelleen perusteltua esimerkiksi sukupolvenvaihdoilanteissa tai uusien mallien kehittämisessä. Mahdolliset muutokset Tesin painotuksissa olisi tärkeä viestiä selvästi ulospäin, jotta muille sijoittajille on selvää, miksi Tesi ei enää ole mukana myöhemmissä rahastoissa.

Tesin **sijoitustoiminta koetaan pääsääntöisesti hyvin laadukkaana** ja asiantuntevana. Kriittiset näkemykset liittyvät ennen kaikkea Tesin liian suurena koettuun **portinvartija-rooliin** (uusien) rahastojen markkinoille pääsystä. Tesin ohjauskirjeessä mainittu **julkisen sektorin 50 prosentin kokonaisuus** rahastosijoituksissa on edelleen hyvä lähtökohta rahastosijoituksille. On kuitenkin huomioitava, että linjaus rajaa muun muassa EIR:n rahoitusmahdollisuuksia ja voi vähentää suomalaisten VC-yhtiöiden kannusteita hakea EIR-rahaa, mikäli rahoituksen saaminen leikkaisi vastaavasti Tesin rahoitusta. Monissa verrokimaissa yhtä tiukkaa linjausta ei ole, tai sitä on selvästi laveammin tulkittu (esim. enintään 70 % varhaisen vaiheen rahastoissa).

Suurilla sijoituksilla voi olla laajempaa yhteiskunnallista vaikuttavuutta siinä tapauksessa, että niiden avulla pystytään osaltaan **rakentamaan ja kehittämään laajempaa ekosysteemiä Suomeen**. Joissakin tapauksissa suorien sijoitusten avulla on mahdollista vaikuttaa nopeammin ja tehokkaammin kuin rahastosijoitusten kautta. Toimintaympäristössä tapahtuneet muutokset (esim. yhdysvaltalaisen VC-sijoittajien 2022 puolivälin jälkeen vähentyneet sijoitukset myöhäisen vaiheen eurooppalaisiin kasvuyrityksiin) sekä kansainväliset trendit (esim. teollisuuspoliittisen kilpailun kiristyminen) osaltaan perustelevat tarvetta suorille sijoituksille. EU-instrumenttien tehokas hyödyntäminen edellyttää, että Tesillä on mahdollisuus tehdä myös suoria sijoituksia.

Samalla on kuitenkin tärkeää huomioida, että suorat sijoitukset ovat aina julkinen interventio yksittäisen yrityksen eduksi. Niissä tulisi käyttää **erityistä harkintaa ja tarveperustelua** (so. osoittaa, kuinka investointi hyödyttää laajemmin markkinan kehittymistä). Rahastojen ja monien sidosryhmien keskuudessa Tesin **suoriin sijoituksiin suhtaudutaankin pääsääntöisesti kriittisesti** ja ne nähdään perusteltuina lähinnä joissakin erityistilanteissa.

Yksittäiset **teollisuuspoliittiset sijoitukset ovat perusteltuja erityistilanteissa**. Epävarmuudet markkinoilla ja äkilliset/kiireelliset muutokset perustelevat tarpeen säilyttää teollisuuspoliittiset sijoitukset osana Tesin keinovalikoimaa. Teollisuuspoliittiset sijoitukset eivät kuitenkaan välttämättä noudata Tesin strategiaa tai sijoituskriteeristöä. On tärkeää erottaa (ja raportoida/seurata) selkeämmin Tesin strategian mukainen toiminta sen elinkeinopoliittisesta toiminnasta.

KRR nähdään pääsääntöisesti erittäin onnistuneena ja tärkeänä instrumenttina. Sen avulla on onnistuttu **aktivoimaan eläkeyhtiöitä sijoittamaan merkittäviä summia kotimaisiin rahastoihin**. Ilman KRR:a eläkeyhtiöt todennäköisesti sijoittaisivat selvästi vähemmän kotimaisiin rahastoihin, sillä se edellyttäisi heiltä lisäpanostuksia. On kuitenkin riskinä, että KRR:n onnistuminen kääntyy itseään vastaan ja vähentää institutionaalisten sijoittajien kiinnostusta ja kapasiteettia sijoittaa suoraan rahastoihin. Toisena riskinä näyttäytyy se, että KRR entisestään lisää Tesin roolia portinvartijana. Näin ollen hyvistä tuloksista huolimatta on tärkeää olla avoin KRR:n kehitystarpeille ja vaihtoehtoisille toteutustavoille jatkossa. Yleisesti ottaen on tärkeää saada lisää ankkurisijoittajia ja ulkomaisia rahastosijoittajia yksityisen rahan lisäämiseksi ja Tesin portinvartijaroolin vähentämiseksi.

On myös huomioitava, **KRR ei ole tällä hetkellä käytettävissä yksityisen rahoituksen kanavoimiseksi BFVC:n käynnistämiin varhaisen vaiheen VC-rahastoihin**. Jatkossa tulisi löytää järjestely, jolla tätä tai vastaavaa rahastojen rahasto -mekanismia voitaisiin hyödyntää myös varhaisen vaiheen VC-rahastojen yksityisen rahoituksen keräämisessä.

Kansainväliset rahastosijoitukset ovat vähentyneet selvästi viime vuosina ja niiden osuus kokonaisuudesta on suhteellisen pieni. Sijoitukset ovat pääsääntöisesti hyvin kannattavia ja Tesin salkussa olevien kansainvälisten rahastojen sijoitukset Suomeen ovat selvästi suuremmat kuin Tesin sijoitukset ko. rahastoihin. Suurin osa Suomeen kohdistuvista sijoituksista kuitenkin kanavoituu muutamien rahastojen kautta ja todennäköisesti suurin osa rahastoista sijoittaisi Suomeen ilman Tesin mukanaoloa rahastoissa.

Tesi saa kansainvälisten rahastosijoitusten kautta arvokasta osaamista ja tietoa, josta on laajempaa hyötyä suomalaiselle pääomasijoitusmarkkinalle. Kansainväliset rahastosijoitukset edesauttavat Tesin mahdollisuuksia rakentaa toimivaa pääomasijoitusmarkkinan ekosysteemiä Suomeen. Tietoa, verkostoja ja osaamista ei kuitenkaan jaeta riittävästi, mikä heikentää kansainvälisten rahastosijoitusten kautta saatavia vaikutuksia.

Tesillä on (rahoituksen ohella) selkeä lisäarvo rahastoille **tiedon tuottajana, sparraajana ja verkostojen rakentajana**. Tämän toteutuminen kuitenkin vaihtelee ja Tesiltä toivotaan jatkossa vahvempaa roolia tässä suhteessa. Tesissä onkin tehty huomattavia panostuksia tiedon tuottamiseen ja Tesin **tietoaineistot** ovat poikkeuksellisen kattavia ja kysytyjä. On tärkeää, että tieto on läpinäkyvää sekä helposti ja laajasti kaikkien saatavilla. Tiedon **hyödyntäminen ja jakaminen laajemmin esimerkiksi rahastojen suuntaan on ollut suhteellisen vähäistä**. Rahastoissa Tesin tuottama ja jakama tieto on koettu hyvin hyödylliseksi, mutta tietoa olisi tarvetta jakaa selvästi enemmän. Tähän liittyviä toimenpiteitä on kuitenkin jo mukana vuoden 2023 toimintasuunnitelmassa.

Tesillä ja Ilmastorahastolla on tunnistettavissa omat selkeät tehtävänsä ja luonteva työnjako ESG-kysymyksissä. Tesin lisäarvo **vastuullisuuskysymyksissä** korostuu edelläkävijänä ja esimerkin näyttäjänä sekä laajemman rahastokentän osaamisen kehittämässä ja ”perustason” vahvistamisessa. Tähän mennessä Tesissä on panostettu sisäisesti vastuullisuusteeman ja Tesin omien ESG-prosessien kehittämiseen. Tesi on myös pyrkinyt osaltaan edistämään vastuullisuuskysymyksiä sijoituskohteina olevissa yrityksissä ja rahastoissa.

Arviointi esitti seuraavat suositukset Tesin toiminnan ja suomalaisen pääomasijoitusmarkkinan kehittämiseksi:

Suositus 1: Suomen pääomasijoitusmarkkinaa tulee kehittää edelleen aktiivisesti.

Suositus 2: Tesin roolia portinvartijana tulee seurata ja pyrkiä ehkäisemään mahdollisia negatiivisia vaikutuksia.

Suositus 3: Joustavuutta pari passu -periaatteeseen harkittava markkinoiden kehittämisessä.

Suositus 4: Tesin tulee uudessa strategiassaan tehdä nykyistä terävämpiä strategisia valintoja.

Suositus 5: Tesin ja Ilmastorahaston välistä yhteistyötä tiivistettävä ja työnjakoa selkeytettävä.

Suositus 6: Tesin ja BFVC:n yhdistäminen selvitettävä, huomioiden tarpeet epäsymmetristen rahoitusinstrumenttien ja varhaisen vaiheen rahastojen kehittämiseksi.

Suositus 7: Valtion yritysrahoituksen konserniohjausta vahvistettava.

Suositus 8: Julkisen sektorin 50 prosentin osuuden rajoitusta joustavoitettava.

Suositus 9: Suorien sijoitusten painoarvoa tulee vähentää ja sijoitukset tulee kytkeä osaksi laajempia kehittämistarpeita ja elinkeinopoliittisia linjauksia.

Suositus 10: KRR:n ja rahastojen kehittämistarpeet selvitettävä tarkemmin.

Suositus 11: Kansainväliset rahastosijoitukset tulee säilyttää osana Tesin keinovalikoimaa.

Suositus 12: Tesin tulee ottaa aktiivisempi ja ulospäinsuuntautuneempi rooli tiedon tuottajana, sparraajana ja verkostojen rakentajana.

Suositus 13: Tesin tulee toimia aktiivisemmin suunnannäyttäjänä ESG- ja vastuullisuuskysymyksissä.

1 Johdanto

1.1 Toimeksianto ja arvioinnin tavoitteet

Arvioinnin tausta ja tavoitteet

Valtion pääomasijoitusyhtiö Suomen Teollisuussijoitus Oy (Tesi) perustettiin vuonna 1995 kehittämään Suomen pääomasijoitusmarkkinaa. Tesin roolia, toimintaa ja vaikutuksia on aika-ajoin arvioitu työ- ja elinkeinoministeriön (TEM) toimeksiannosta, ja viimeksi arviointi toteutettiin vuonna 2014.¹ Kuluneen vajaan vuosikymmenen aikana pääomasijoitusmarkkina niin Suomessa kuin maailmallakin on kehittynyt olennaisesti, mikä on heijastunut myös Tesin toimintaan ja sen kehittämiseen.

Yleistä sijoitustoiminnan kehitystä ovat leimanneet monet tekijät; ilmastonmuutokseen ja muihin suuriin yhteiskunnallisiin haasteisiin vastaaminen, elinkeinoelämän vihreän siirtymän edistäminen, ja laajentuneen yhteiskuntavastuun (ESG) sekä yleisemmin hyvän hallintotavan merkityksen korostuminen. Näiden yhteiskunnallisten tavoitteiden oikea sovittaminen pääomasijoitustoiminnan perinteisiin tavoitteisiin – talouskasvuun, elinkeinorakenteen uudistamiseen, jne. – on noussut tärkeäksi kysymykseksi. Vastavasti data-analytiikan hyödyntäminen pääomasijoitustoiminnassa, pääomasijoitustoiminnan kansainvälistyminen ja siihen liittyvät politiikkahaasteet, sekä diversiteetti- ja inklusiivisuusteemat ovat nousseet pääomasijoitusalan kehityksessä tärkeään rooliin. Pääomasijoitustoiminnan resilienssiä ja reagointikykyä on haastettu talouden nopeilla murroksilla, muun muassa koronaviruspandemiasta ja Ukrainan kriisistä seuranneilla äkillisillä lisärahoitustarpeilla.

1 Saarikoski, M., Roine, P., Ruohonen, J., Halonen, A., Sulin, J. & Lebret, H. (2014). Evaluation of Finnish Industry Investment Ltd. Työ- ja elinkeinoministeriön julkaisu, innovaatio 1/2014.

Tesin rooliin on sen perustamisesta asti kuulunut sijoittaa pääomasijoitusrahastoihin ja suoraan kasvuyrityksiin markkinaehtoisesti sekä samoin ehdoin ja tuotto-odotuksien yhdessä lähtökohtaisesti yksityisten sijoittajien kanssa.² Sijoitukset ovat pääsääntöisesti vähemmistösjointuksia suomalaisiin rahastoihin ja kohdeyrityksiin, ja ne toteutetaan yhdessä yksityisten sijoittajien kanssa. Tesi on kuluneen ajanjakson aikana kehittänyt toimintaansa ja laajentanut sijoitustoiminnan kehityksen ohella tukeaan tiedon ja osaamisen jakamisessa suomalaisen pääomasijoitusmarkkinan kehittämiseksi.

Edellä kuvattua taustaa vasten työ- ja elinkeinoministeriön toimeksiannosta on toteutettu arviointi, jossa tarkastellaan Tesin toimintaa, roolia ja vaikutuksia Suomen pääomasijoitusmarkkinoilla vuosina 2015–2022. Tavoitteena on ollut arvioida Tesin toimintaa, roolia ja vaikutuksia Suomen pääomasijoitusmarkkinoilla, sekä yhtiön elinkeino- ja omistajapoliittista ohjausta. Arvioitavia kokonaisuuksia ovat olleet 1) Tesin toiminnan vaikuttavuus, 2) Tesin ohjaus ja 3) tiedolla johtaminen. Arvioinnin toteuttajaksi valittiin avoimen kilpailutuksen perusteella 4FRONT Oy yhteistyössä Advestia Oy:n ja Technopolis France Sarl:n kanssa. Arviointi toteutettiin marraskuun 2022 ja huhtikuun 2023 välisenä aikana.

Raportin sisältö ja rakenne

Tässä raportissa esitetään arvioinnin havainnot, johtopäätökset sekä suositukset. Raportin ensimmäisessä luvussa on kuvattu arvioinnin tausta ja tavoitteet sekä toteutus, menetelmät ja aineistot. Arvioinnin toisessa luvussa on kuvattu Tesin toiminnan tausta ja nykytila sekä keskeiset pääomasijoitusmarkkinoilla tapahtuneet muutokset. Lukua täydentää raportin liitteenä oleva englanninkielinen kirjallisuuskatsaus (Appendix 2). Kolmannessa luvussa on esitetty arvioinnin havainnot koskien Tesin roolia ja asemoitumista pääomasijoituskentässä, mukaan lukien omistajaohjaukseen liittyvät havainnot. Neljännessä luvussa on kuvattu havainnot Tesin lisäarvosta ja vaikuttavuudesta. Viidennessä luvussa on esitetty yhteenveto arvioinnin osana toteutusta kansainvälisestä vertailusta, jonka

2 Markkinaehtoisuuden periaatteisiin kuuluu se, että rahoitusjärjestelyjen ehdot, kuten korot ja osingot, määräytyvät markkinakorkojen ja riskiluokituksen perusteella. Tyypillisesti markkinaehtoisella julkisella rahoituksella tarkoitetaan sitä, että julkinen toimija tai julkisomisteinen yhtiö myöntää yhdessä yksityisten markkinatoimijoiden (esim. pankkien, sijoitusyhtiöiden) kanssa rahoitusta yrityksille. Yksityisen rahoittajan mukanaololla pyritään varmistamaan, että sijoituksessa on mukana ns. ”yksityinen intressi” eikä julkisen rahoittajan mukanaolo vääristä markkinoita. EU:n terminologiassa markkinaehtoinen julkinen rahoitus viittaa ensisijaisesti julkisten rahoitusinstrumenttien (esim. InvestEU) kautta myönnettäviin lainoihin, pääomasijoituksiin, takauksiin ja vastatakauksiin, jotka kanavoidaan markkinoille yksityisten välittäjäorganisaatioiden (esim. pankit ja sijoitusyhtiöt) kautta.

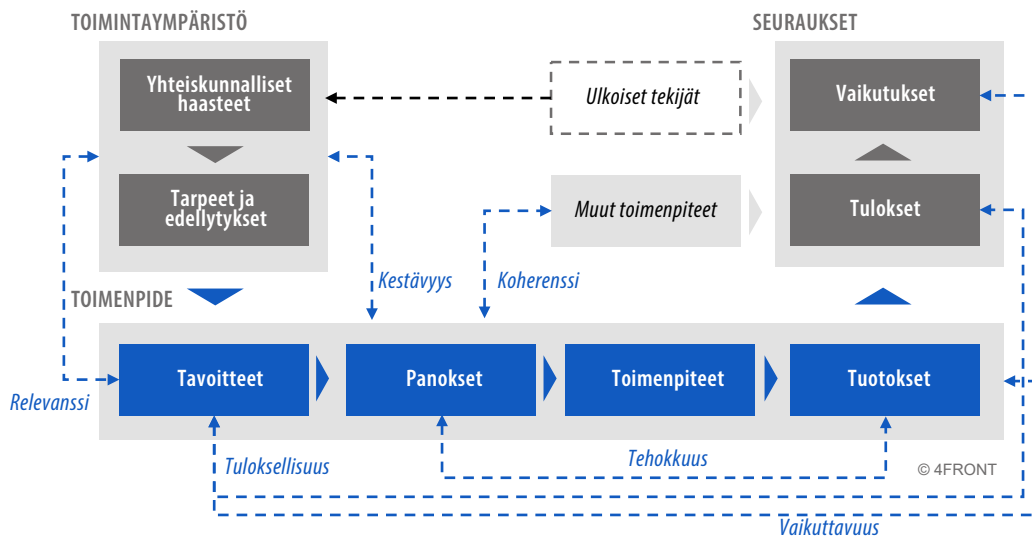
tarkemmat tulokset ja verrokkimaiden kuvaukset on sisällytetty raportin liitteeksi (Appendix 1, englanniksi). Arvioinnin johtopäätökset ja suositukset on esitetty raportin kuudennessa luvussa.

1.2 Arvioinnin toteutus

Arvioinnin lähestymistapa

Arvioinnin lähestymistapa nojautuu teoriaperusteiseen vaikuttavuusarviointiin. Käytännössä tämä tarkoittaa sitä, että arvioinnissa Tesin toimintaa tarkastellaan muutosteoriaan pohjautuvan vaikuttavuusmallin kautta (Kuvio 1). Tämän viitekehyksen avulla analysoidaan, miten Tesin toiminnan vaikuttavuus syntyy ja miten erilaiset tekijät (esimerkiksi toimintaympäristön muutokset, organisaatiomuutokset, resursointi) osaltaan vaikuttavat Tesin toimintaan, tuloksellisuuteen ja vaikuttavuuteen.

Kuvio 1. Vaikuttavuusarvioinnin viitekehys.



Soveltaen: OECD (2021) *Applying Evaluation Criteria Thoughtfully*. OECD; European Commission *Better Regulation Toolbox, Tool #46 Designing the Evaluation*.

Kansainvälisten arviointikäytäntöjen³ mukaisesti arvioinnissa tarkastellaan Tesin toimintaa seuraavien arviointikriteerien kautta:

- **Relevanssi (relevance).** Relevanssin arvioinnissa tarkastellaan sitä, missä määrin Tesin toiminta ja tavoitteet vastaavat yhteiskunnan tarpeita ja toimintaympäristössä tapahtuneita muutoksia.
- **Koherenssi (coherence).** Koherenssin arvioinnissa tarkastellaan sitä, kuinka hyvin Tesi toimii: i) sisäisesti ja ii) muiden kumppanien ja sidosryhmien kanssa yhteisten tavoitteiden saavuttamiseksi ja toisiaan täydentävinä toimijoina.
- **Tehokkuus (efficiency).** Tehokkuuden osalta arvioidaan Tesin resurssien kohdentumista, organisaation toiminnallista tehokkuutta sekä toimintaedellytyksiä tulosten saavuttamiseksi.
- **Tuloksellisuus (effectiveness).** Tuloksellisuusnäkökulmassa tarkastellaan, miten Tesi on edistynyt tavoitteidensa saavuttamisessa tai edistymisessä ja miten (lyhyen aikavälin) tulokset vertautuvat sen edeltäjäorganisaatioihin.
- **Vaikuttavuus (impact).** Vaikuttavuuden osalta tarkastellaan, kuinka Tesi on onnistunut saavuttamaan sille asetetut (pidemmän aikavälin) yhteiskunnallisen vaikuttavuuden tavoitteet. Analyysi pohjautuu ensisijaisesti aikaisempiin ja olemassa oleviin vaikutusarviointeihin ja seurantatietoihin.

Arviointikysymykset

Arvioinnille asetetut arviointikysymykset on jäsennelty edellä kuvattuja kriteereitä soveltaen oheisessa taulukossa.

3 Ks. esim. OECD: Evaluation Criteria <https://www.oecd.org/dac/evaluation/dacriteria-forevaluatingdevelopmentassistance.htm>; European Commission: Better Regulation Guidelines. <https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/better-regulation-guidelines-evaluation-fitness-checks.pdf>

Taulukko 1. Arviointikysymykset.

| Kriteeri | Arviointikysymys |
|---|---|
| Relevanssi ja toiminnan kohdentuminen | <p>Onko Tesin nykyinen toiminta (rahastosijoitustoiminta, suorat sijoitukset) vaikuttavasti kohdennettua ja mitoitettua ottaen huomioon markkinapuutteet, jotka liittyvät Suomen pääomasijoitusmarkkinan kehitykseen ja tulevaisuuden näkymään? Miten markkinoiden kehitys vaikuttaa Tesin toiminnan "tarvittavaan" volyyymiin ja painopisteisiin tulevina vuosina?</p> <p>Mikä on suorien sijoitusten merkitys Tesin sijoituspolitiikassa sekä arvio suorien sijoitusten roolista Tesin työkaluna tulevaisuudessa? Arvioi kotimaisen intressin toteutumisesta suorissa ensisijoituksissa.</p> <p>Onko pitkän aikavälin liiketaloudellisen kannattavuuden edellytys perusteltu lähtökohta julkiselle markkinapuutealueilla toimivalle pääomasijoittajalle [vs. markkinaehtoisuus hanketasolla toteutettuna]?</p> <p>Arvio Tesin merkityksestä koronapandemian aikana. Miten Tesin vakautus- ja venture bridge ohjelmat vastasivat markkinoiden odotuksia?</p> <p>Tesiä koskevan sääntelyn ajantasaisuuden arviointi.</p> <p>Miten Tesin nykyinen strategia resonoi vallitsevan markkinatilanteen kanssa nyt ja lähitulevaisuudessa?</p> |
| Koherenssi ja asemoituminen pääomasijoituksen- tässä | <p>Onko Tesin rooli osana muita julkisia pääomasijoittajia (Business Finland Venture Capital ja Ilmatorahasto) selkeä ja oikein mitoitettu? Onko valtion pääomasijoitustoiminta kokonaisuutena tarkasteltuna vaikuttavaa ja tehokasta? Onko nykyinen malli (ml. painopiste, instrumentit ja rakenteet/toimijat) toimiva ratkaisu vai miten valtion pääomasijoitustoimintaa tulisi kehittää?</p> <p>Mitä muita keinoja on edistää pääomasijoitusmarkkinoiden kehitystä? Mikä on kansainvälisten sijoittajien ja valtion rooli? Miten julkisen sektorin työkalupakkia pääomasijoitusmarkkinan edistämiseksi tulisi kehittää?</p> <p>Onko valtion erityisrahoitusyhtiön tehtävä ja rooli selkeä Tesin johdolle ja hallitukselle?</p> <p>Tesin rooli EU:n rahoitustuotteiden hyödyntämisessä ja EU-rahoitustuotteiden mahdollisuudet Tesin toiminnassa? Miten Tesin yhteistyötä Euroopan investointipankkiryhmän kanssa (tai InvestEU-ohjelman tarjoamien rahoitusmahdollisuuksia hyödyntäminen) tulisi kehittää?</p> |
| Tesin toiminnan ja ohjauksen tehokkuus | <p>Tesin ja keskeisten verrokkimaiden julkisten pääomasijoitusyhtiöiden toiminnan vertailu (benchmark). Miten keskeisissä verrokkimaissa (esim. Ruotsi, UK, Tanska, Saksa, Hollanti, Ranska) valtion pääomasijoitusyhtiöt toimivat ja keskeiset erot (tase, volyymi jne.) suhteessa Tesiin ottaen huomioon markkinoiden koko?</p> <p>Miten Tesin ulkoisten mandaattien (KRR, EIP) hallinto uutena liiketoimintamallina on toteutunut? Arvio Kasvurahastojen rahastomallin toimivuudesta ja jatkokehittämistä.</p> <p>Miten työ- ja elinkeinoministeriön toimintaa ja valtion omistajaohjausta (säädös-, omistaja- ja informaatio-ohjaus, kehitystoiminnan ohjaus) voitaisiin kehittää Tesin toiminnan vaikuttavuuden parantamiseksi?</p> |

| Kriteeri | Arviointikysymys |
|---------------------------------------|--|
| Tesin lisäarvo ja tuloksellisuus | <p>Miten Tesin kotimaiset rahastosijoitukset ovat kehittyneet, ja mikä on niiden merkitys rahastojen varainkeruussa (uudet hallinnointiyhtiöt, vakiintuneet toimijat) sekä kehitysnäkymä?</p> <p>Miten Tesi on onnistunut luomaan arvoa sijoituskohteilleen (suorat sijoitukset & rahastosijoitukset) pääomarahoituksen lisäksi?</p> <p>Tesin kansainvälisten rahastosijoitusten rooli, vaikuttavuus ja tarkoituksenmukainen mitoitus? Kuinka hyvin Tesi on onnistunut edistämään suomalaisen pääomasijoitusmarkkinan kansainvälistymistä ja lisäämään suomalaisten rahastojen, hallinnointiyhtiöiden ja sijoittajien kv-osaamista? Arvio kotimaisen intressin toteutumisesta kv-rahastosijoituksissa.</p> <p>Miten Tesi on onnistunut luomaan lisäarvoa panostuksellaan näkemyksellisen tiedon tuottamiseen pääomasijoitusmarkkinasta ja yrityksistä palvelemaan 1) omaa toimintaansa, 2) omistajaansa sekä 3) markkinatoimijoita a) kotimaassa ja b) ulkomailla (koskien suomalaista markkinaa)?</p> |
| Vaikuttavuus (pidemmällä aikavälillä) | <p>Miten Tesi on pitkällä aikavälillä vaikuttanut suomalaisen pääomasijoitusmarkkinan kehitykseen? Lyhyt katsaus Suomen pääomasijoitusmarkkinan nykytilanteesta.</p> <p>Miten Tesi on onnistunut sille asetettujen elinkeinopoliittisten tavoitteiden toteuttamisessa (erityisesti suhteessa omistajaohjaukirjeet)?</p> |
| Kestävyys | <p>Miten Tesi on onnistunut kestäväen kehityksen (ilmastonmuutos, vähähiilisyys) sekä vastuullisuus- ja ESG vaikuttavuusteemojen edistämiseksi sijoituskohteissaan? Miten henkilöstön osaamista on vahvistettu vastuullisuus- ja ESG-osaamisen saralla?</p> <p>Arvio Tesin toiminnasta vihreän siirtymän rahoituksen kontekstissa (ml. Ilmastorahaston toiminta). Esimerkiksi onko Tesin osalta tarvetta uusille rahoitusinstrumenteille tai toiminnan painopisteen muutoksille?</p> |

Menetelmät ja aineistot

Arvioinnin tiedonkeruu ja analyysi pohjautuvat pääosin laadullisiin menetelmiin. Seuraavassa on kuvattu tarkemmin keskeiset menetelmät ja aineistot.

Kirjallisuuskatsauksen avulla on tarkasteltu tutkimuskirjallisuuden ja harmaan kirjallisuuden pohjalta keskeisiä pääomasijoitusmarkkinoiden kehitystrendejä sekä tuloksia koskien julkisia pääomasijoituksia ja niiden vaikutuksia. Kirjallisuuskatsaus kattaa analyysin arvioinnin fokuksen kannalta keskeisistä tieteellisistä julkaisuista sekä aiemmista valtion pääomasijoitustoiminnan arvioinneista Suomessa ja muualla maailmassa. Lisäksi katsauksessa on analysoitu raportteja pääomasijoitusalan kehitystrendeistä. Kirjallisuuskatsauksen tulokset (englanniksi) on esitetty raportin liitteessä 2 (suomenkielinen tiivistelmä keskeisistä tuloksista on luvussa 2).

Pääomasijoitusmarkkinan kehityksen analyysia on täydennetty **dokumentti- ja tilastoanalyysilla**, jonka avulla on kuvattu pääomasijoitusmarkkinoiden kehitystä Suomessa sekä suhteessa kansainväliseen kehitykseen. Analyysissa on hyödynnetty muun muassa Invest European sekä Pääomasijoittajat ry:n tuottamia tilastoja. Analyysin tulokset on kuvattu raportin luvussa 2.

Dokumentti- ja tilastoaineiston analyysi pitää sisällään lisäksi muun muassa Tesiä koskevan lainsäädännön ja ohjausasiakirjojen analyysin sekä Tesin strategioiden, vuosikertomusten, rahoitustietojen ja muun saatavilla olevan, Tesin toimintaa kuvaavan, aineiston analyysin.

Sidosryhmähaastatteluiden kautta on koottu laajasti eri sidosryhmien näkemyksiä erityisesti Tesin roolista ja asemoitumisesta suhteessa muihin pääomasijoituskentän toimijoihin. Lisäksi haastatteluissa on koottu tietoa soveltuvin osin Tesin ohjauksen toimivuudesta sekä Tesin onnistumisesta tiedolla johtamisessa ja ESG-näkökulmien edistämisessä. **Sijoituskohteiden haastatteluissa** on koottu sijoituskohteiden (rahastot, yritykset, ml. sijoitusten ulkopuolelle jääneet) näkemyksiä Tesin roolista, rahoituksen lisäarvosta, vaikutuksista ja toimivuudesta. Haastatteluista arvioinnissa toteutettiin yhteensä 65 kpl. Haastatteluiden tarkempi jakauma on esitetty seuraavassa taulukossa. Luottamuksellisuus- ja tietosuojasyistä haastateltujen nimiä ei julkaista.

Taulukko 2. Arvioinnissa haastatellut kohderyhmät.

| Kohderyhmä | Haastattelut (kpl) |
|--|--------------------|
| Tesin johto ja hallitus | 10 |
| Suomalaiset rahastoyhtiöt, joihin Tesi on sijoittanut | 15 |
| Suomalaiset rahastoyhtiöt, joihin Tesi ei ole sijoittanut | 7 |
| Ulkomaiset rahastoyhtiöt | 4 |
| Tesin kohdeyhtiöt | 11 |
| Julkinen sektori (ministeriöt, muut julkiset rahoittajat ja sidosryhmät) | 15 |
| Muut (esim. järjestöt) | 3 |
| Yhteensä | 65 |

Arvioinnin osana toteutettu **kansainvälinen vertailu** koostuu kahdesta osasta. Ensimmäisessä vaiheessa laadittiin yleiskuva ja kartoitus julkisesta pääomasijoitustoiminnasta Euroopassa. Kartoituksen pohjalta valittiin kuusi verrokkiorganisaatiota tarkempaan tarkasteluun. Vertailun keskeiset tulokset on kuvattu raportin luvussa 5 ja tarkemmat kuvaukset (englanniksi) liitteessä 1 (Appendix 1).

2 Pääomasijoitusmarkkinan kehitys

Tässä luvussa luodaan tiivis katsaus pääomasijoitusmarkkinan kehitykseen tarkastellen sitä ensin kansainvälisesti ja keskittyen sen jälkeen pääomasijoitusmarkkinan kehitykseen Suomessa. Lopuksi tarkastellaan julkisen sektorin roolin kehitystä pääomasijoitusmarkkinoilla. Katsaus perustuu kirjallisuuteen ja julkisesti saatavilla oleviin tilastoihin. Viimeisessä alaluvussa esitetään lyhyt tiivistelmä, joka on laadittu aihealueen englanninkielisen lähdeaineiston perusteella. Varsinainen englanninkielinen kirjallisuuskatsaus on raportin liitteenä (Appendix 2).

2.1 Kansainvälinen toimintaympäristö ja kehitystrendit

Pääomasijoitusmarkkinan osa-alueet

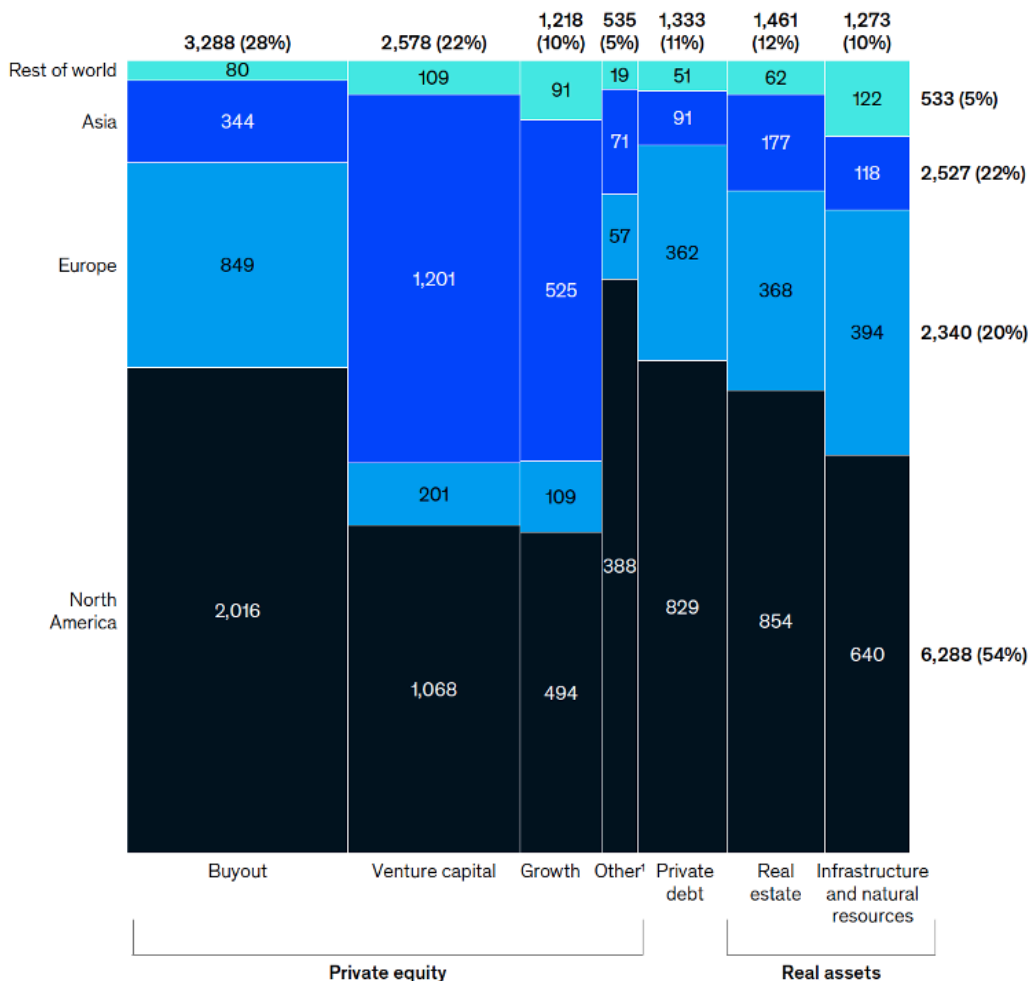
Globaali pääomasijoitusmarkkina koostuu useasta osa-alueesta. Osa-alueiden kokoluokkia on hahmotettu Kuviossa 2, joka kuvaa hallinnoitavien varojen määrää eri sijoitusluokissa ja eri maantieteellisillä alueilla kesäkuussa 2022. Pääomasijoitusmarkkina, englanniksi "private equity", jaetaan tyypillisesti kolmeen osa-alueeseen, buyout, venture capital, ja growth. Buyout, kypsempiin yrityksiin keskittyvät enemmistösjoiitukset, on näistä volyymitaan suurin. Venture capital (VC), varhaisemmassa kehitysvaiheessa oleviin startupeihin keskittyvät vähemmistösjoiitukset ovat globaalisti toiseksi suurin osa-alue. Näiden kehitysvaiheiden väliin sijoittuva growth, kypsempiin kasvuyrityksiin keskittyvät vähemmistösjoiitukset, muodostaa kolmannen pääomasijoitusmarkkinan osa-alueen. Pääomasijoitusmarkkinan osa-alueiden ohella listaamattomia sijoituksia kohdistuu listaamattomaan velkarahoitukseen (private debt ml. venture debt⁴), infrastruktuuriin ja kiinteistösjoiitukseen. Maantieteellisesti yli puolet näihin sijoituskategorioidiin kohdistuneista hallinnoitavista varoista kohdistuu yhdysvaltalaisiin kohteisiin Euroopan ollessa toiseksi suurin kohdemarkkina 20 prosentin osuudella globaalista markkinasta.

4 Venture debt on tyypillisesti nuorille innovatiivisille yrityksille suunnattu kasvurahoitus (quasi equity), jota tarjoaa mm. Euroopan Investointipankki EIP takausohjelmansa (EGF) kautta. Venture debt on korkean riskin pitkäkestoista lainarahoitusta joustavin ehdoin ja sitä käytetään tyypillisesti täydentämään pääomasijoituksia. Rahoituksen lopullinen hinta määräytyy lainanottajan menestyksen mukaan (esim. korko + warrantteja).

Arvioinnissa markkinakehityksen osalta keskitytään ennen kaikkea VC-markkinan kehitykseen, koska se on kansainvälisesti ja Suomessakin pääomasijoitusmarkkinoiden osa-alue, jossa on eniten tehty toimenpiteitä vaativiin markkinakapeikkoihin liittyen (tyypillisimmin erityisesti varhaisessa vaiheessa). Vaikka kypsempiin yrityksiin keskityviin buyout- ja growth -luokkiin on tyypillisesti löytynyt helpommin yksityistä rahaa, voi myös niiden toiminnassa esiintyä haasteita. Siksi näiden osa-alueiden toiminta sekä vahvojen kotimaisten toimijoiden mukanaolo markkinassa on olennaista yritysten kasvun ja uusiutumisen tukemiseksi.

Kuvio 2. Globaalin pääomasijoitusmarkkinan osa-alueet (VC, growth & buyout) 2022. Lähde: McKinsey.⁵

100% = \$11.7 trillion



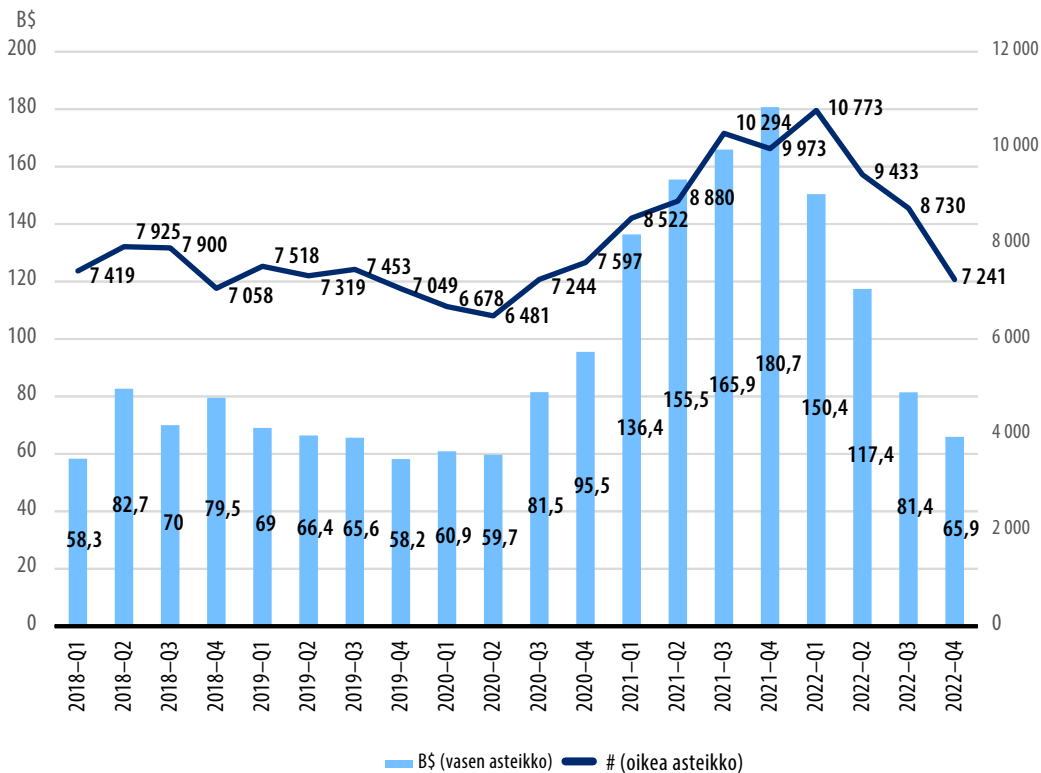
Note: Figures may not sum precisely, because of rounding.
¹Includes turnaround PE funds and PE funds with unspecified strategy.
 Source: Preqin

5 McKinsey & Company (2023). McKinsey Global Private Markets Review. Private markets turn down the volume. <https://www.mckinsey.com/industries/private-equity-and-principal-investors/our-insights/mckinseys-private-markets-annual-review>

Pääomasijoitusmarkkinan kehitys globaalisti

Pääomasijoitusmarkkina on syklinen etenkin VC-markkinan osalta. Viime vuosina globaali pääomasijoitusmarkkina on kasvanut voimakkaasti johtaen sen ennätysvolyymiin vuonna 2021 (v. 2021 globaali VC-markkina 415,2 B\$). Etenkin Yhdysvalloissa, mutta osittain myös Euroopassa ja Suomessa, VC-markkina jäähdyi vuoden 2022 aikana nopeasti. Ensimmäisen, koko vuoden 2022 kattavan raportin perusteella (CB Insight 2023) VC-sijoitusten globaali kokonaisvolyymi laski vuonna 2022 edellisvuoden huipusta 35 prosenttia. Erityisesti vuoden 2022 viimeinen vuosineljännes oli volyymiltaan 64 prosenttia matalampi kuin edellisvuoden viimeinen neljännes.

Kuvio 3. VC-sijoitusten kehitys globaalisti 2018–2022 vuosineljänneksittäin.⁶

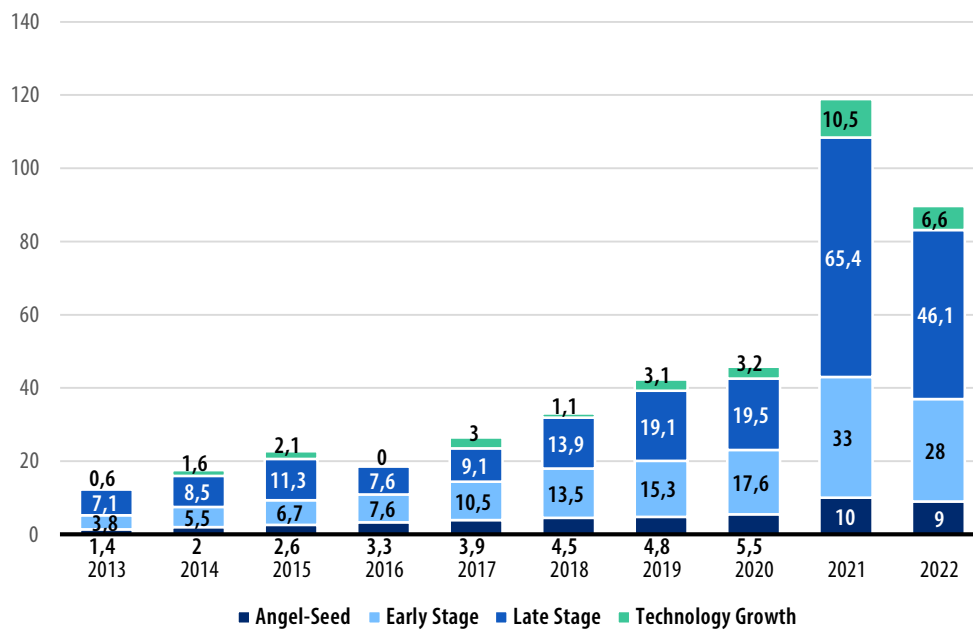


Myös Euroopassa vuosi 2021 oli muun muassa koronaviruksen aikaisen talouselvyytyksen johdosta kaikkien aikojen ennätysvuosi pääomasijoituksissa, ja vuoden 2022 pudotuksenkin jälkeen sijoitusvolyymit ovat olleet vielä historiallisesti kohtuullisen korkeita. Pääomasijoittajat ovat viime vuosina keränneet runsaasti rahastoja, mikä mahdollistaa

⁶ CBInsights (2023). State of Venture 2022 Report, s.13.

sijoitustoiminnan jatkumisen muutaman vuoden ajan myös synkempien talousnäkömien vallitessa.⁷ Eurooppalaisten pääomasijoittajien keräämät rahastot painottuvat kuitenkin varhaisempiin vaiheisiin, joten myöhäisemmän vaiheen sijoitukset ovat enemmän riippuvaisia ulkomaisista VC-sijoituksista, joissa haaste on toimijoiden keskittyminen omiin kotimarkkinoihinsa markkinatilanteen heikentyessä.

Kuvio 4. Venture capital -sijoitukset eurooppalaisiin yrityksiin 2013–2022.⁸



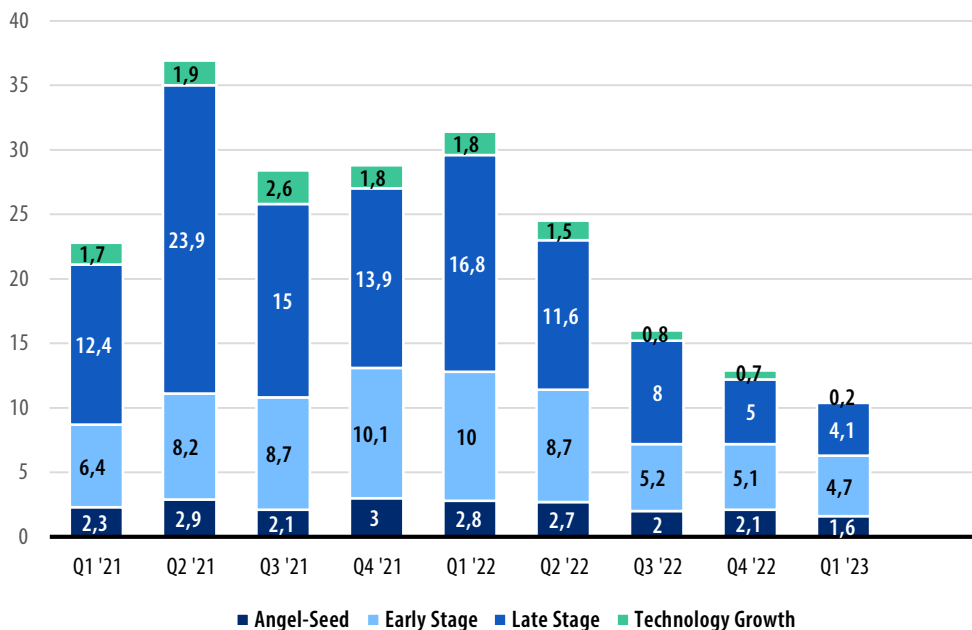
Vaikkei VC-markkina olekaan Euroopassa toistaiseksi pudonnut yhtä voimakkaasti kuin Yhdysvalloissa, tuoreimmat luvut Euroopasta viittaavat merkittävään laskuun alkuvuoden 2022 jälkeen (esim. Crunchbasen mukaan eurooppalaisiin venture-vaiheen yrityksiin

7 Atomico (2022). The State of European Tech 2022. <https://atomico.com/insights/the-state-of-european-tech-2022-the-path-ahead>

8 Teare, G. (2023). Europe venture fell in the second half of 2022, but not as steeply as other regions. Crunchbase. <https://news.crunchbase.com/venture/europe-venture-funding-falls-q4-2022/>

kohdistuneet sijoitukset olivat vuoden 2023 ensimmäisellä neljänneksellä 66 % pienemmät kuin vuotta aiemmin ja muiden tietolähteiden antama kuva kehityksestä on samansuuntainen).⁹

Kuvio 5. Venture capital -sijoitukset eurooppalaisiin yrityksiin Q12021–Q12023.¹⁰



Pääomasijoitusmarkkinan muut kehitysajurit

Inflaation ja korkotason nousun ohella pääomasijoitusmarkkinan heikkenemiseen on vaikuttanut vuonna 2022 Ukrainan kriisi sekä edellä mainittujen tekijöiden heikentämä irtautumismarkkina, jotka yhdessä ovat johtaneet selkeästi heikentyneisiin näkymiin

9 Vedantam, K. (2023). European VC funding drops 66% as seed takes a hit, US investors pull back. Crunchbase 2023 <https://news.crunchbase.com/venture/europe-vc-funding-drops-q1-2023/>; Sinclair, J., Scolari, F. (2023). Europe saw slowest fundraising quarter for six and a half years in Q1. Sifted.eu. <https://sifted.eu/articles/europe-slowest-fundraising-quarter-q1-2023>

10 Vedantam, K. (2023). European VC funding drops 66% as seed takes a hit, US investors pull back. Crunchbase 2023 <https://news.crunchbase.com/venture/europe-vc-funding-drops-q1-2023/>

eurooppalaisten VC-sijoittajien kyselyssä¹¹, sekä ennätysalhaisiin näkymiin varainkeruun osalta eurooppalaisten middle-market buyout-sijoittajien kyselyssä 2022.¹² Teknologia-sektorin volatilitteetti on globaalisti heikentänyt institutionaalisten rahastosijoittajien näkemystä VC-rahastojen houkuttelevuudesta, mutta sijoittajien aikeet allokoida varoja uusiutuviin energialähteisiin keskittyviin rahastoihin on ollut nousussa.¹³ Haasteita rahastojen varainkeruussa lisää ns. ”denominator effect”, joka aiheutuu siitä, että pääomasijoitusten valuaatiot ja tuotot ovat säilyneet melko vahvoina suhteessa muihin sijoitusluokkiin, joiden valuaatiot ovat pudonneet viimeisen vuoden aikana, jolloin monilla institutionaalisilla sijoittajilla pääomasijoitusten allokaatio (suhteellinen osuus portfolioista) on noussut liian suureksi, mikä estää uusien pääomarahastosijoitusten tekemistä. Yleisen talouskehityksen ajaman VC-markkinan syklisen kehityksen ohella pääomasijoitusmarkkinan kehitykseen vaikuttaa muita tekijöitä, joista yksi keskeinen on ilmastonmuutoksen aiheuttama globaali investointitarve vihreään siirtymään.¹⁴ Tämä muutostarve on johtanut merkittäviin julkisiin panostuksiin sekä regulaatioon, joka ohjaa myös yksityisiä pääomia kestävä kehityksen sijoituksiin. Koska julkisen sektorin rahoituksen ja regulaation rooli on vihreän siirtymän rahoituksessa suuri, siihen sekoittuu myös geopolittisia intressejä, joista esimerkki on Yhdysvaltojen loppuvuonna 2022 käynnistetyn Inflation Reduction Act (IRA) -ohjelman valmistusmaarajoitukset ja vastaavat teknologista omavaraisuutta ja Kiina-riippuvuuden vähentämistä tukevat politiikka-aloitteet Euroopassa.

2.2 Pääomasijoitusmarkkinan kehitys Suomessa

Pääomasijoitusmarkkinan kehitys alkoi Suomessa varsinaisesti 1990-luvulla ja se on Internet-kuplan ja finanssikriisin aiheuttamia pudotuksia lukuun ottamatta kasvanut varsin tasaisesti (joskin buyout- ja growth -sijoitusten osalta vaihtelevasti).

11 Kraemer-Eis, H., Block, J., Botsari, A., Diegel, W., Lang, F., Legnani, D., Lorenzen, S., Mandys, F., Tzoumas, I. (2022). EIF venture capital survey 2022: Market sentiment and impact of the current geopolitical & macroeconomic environment. EIF Working Paper 2022/82. Luxembourg: European Investment Fund.

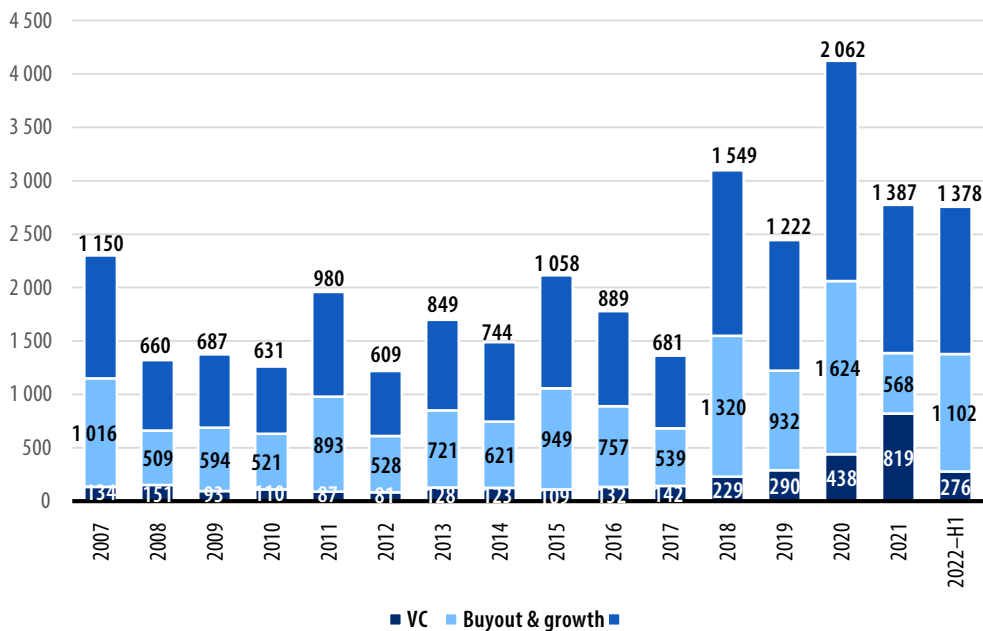
12 Kraemer-Eis, H., Block, J., Botsari, A., Diegel, W., Lang, F., Legnani, D., Lorenzen, S., Mandys, F., Tzoumas, I. (2022). EIF venture capital survey 2022: Market sentiment and impact of the current geopolitical & macroeconomic environment. EIF Working Paper 2022/82. Luxembourg: European Investment Fund.

13 Coller Capital (2022). Global Private Equity Barometer: Winter 2022-2023. <https://www.collercapital.com/coller-capital-global-private-equity-barometer-winter-2022-2023>

14 McKinsey Global Institute (2022). The net-zero transition: What it would cost, what it could bring. <https://www.mckinsey.com/capabilities/sustainability/our-insights/the-net-zero-transition-what-it-would-cost-what-it-could-bring>

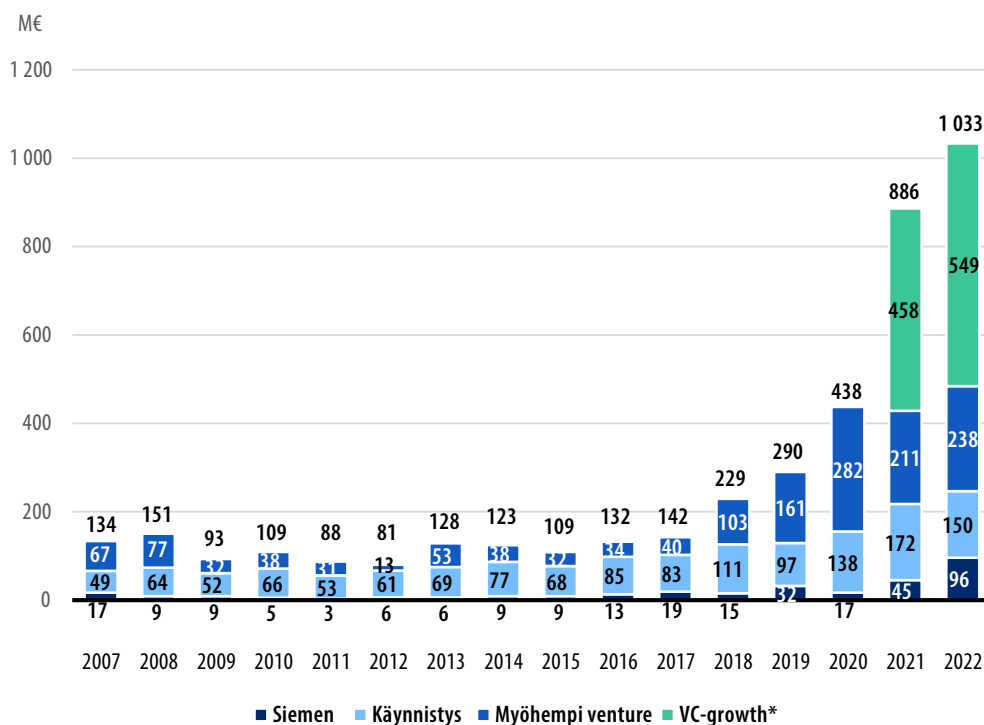
Pääomasijoitusmarkkina saavutti edellisen huippunsa vuonna 2020, mutta lienee rikkonut ennätyksensä vuonna 2022 erityisesti alkuvuoden suurien growth- ja buyout -sijoitusten johdosta (Kuvio 6).

Kuvio 6. Pääomasijoitukset suomalaisiin yrityksiin 2007–H1/2022.¹⁵



VC-sijoitukset jakautuvat eri vaiheisiin (siemen-, käynnistys, ja myöhempi venture), joiden osuus on hieman vaihdellut vuosittain (Kuvio 7). Merkittävin kasvu tapahtui vuosina 2020–2021 ulkomaisten sijoittajien dominoimissa myöhäisen vaiheen VC-sijoituksissa, joiden volyyymi putosi voimakkaimmin vuonna 2022. Vuoden 2021 ja vuoden 2022 alkupuoliskon kokonaisvolyymiin vaikutti yksittäiset erittäin suuret sijoituskierrokset (Relex 500 M€ ja Aiven 200 M€), jotka on sisällytetty tilastoihin vuodesta 2021 alkaen VC-growth-sijoituksina. VC-markkina on hidastunut merkittävästi myös Suomessa vuoden 2022 loppupuolelta alkaen, mutta Suomen osalta ei ole julkistettu vielä vuosineljänneskohtaisia tilastoja, joista vuoden 2022 lopun ja vuoden 2023 alun kehitys olisi nähtävissä.

¹⁵ Pääomasijoittajat ry (2022). Venture capital Suomessa H1/2022.

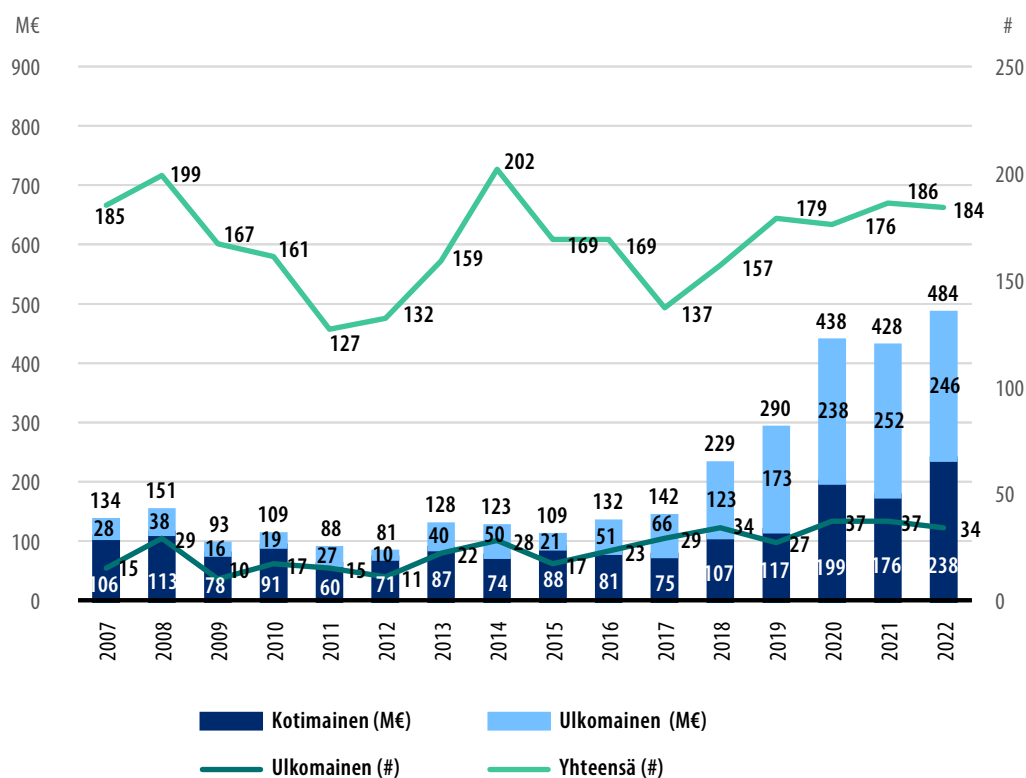
Kuvio 7. VC-sijoitukset suomalaisiin yrityksiin vaiheittain 2007–2022.¹⁶

Ulkomaisten pääomasijoitusten rooli suomalaisten yritysten rahoituksessa

Ulkomaisten pääomasijoitusten lukumäärä ja niiden osuus kaikista pääomasijoituksista suomalaisiin yrityksiin on pysynyt viime vuodet melko tasaisena. Ulkomaisten pääomasijoitusten osuus on noin 20 prosenttia kohdeyrityksistä, joita vuosittain on hiukan alle 200 kappaletta (Kuvio 8). Ulkomaisten pääomasijoittajien keskeinen rooli korostuu sijoitusten euromääräisessä volyymissa, jossa ulkomaisten sijoittajien osuus muodosti yli puolet (59 %) vuonna 2021 (VC-growth vaihe mukaan laskien ulkomaisten sijoittajien osuus peräti 75 %) ja on muinakin vuosina ollut samaa suuruusluokkaa kotimaisten VC-sijoittajien suomalaisiin yrityksiin sijoittaman pääoman kanssa. Ulkomaiset VC-sijoitukset ovat keskimäärin kotimaisia merkittävästi suurempia ja kohdistuvat myöhemmän vaiheen yrityksiin. Mitä suuremmasta sijoituskierroksesta on kyse, sitä todennäköisemmin mukana on yksi tai useampi ulkomainen pääomasijoittaja (esimerkiksi Teollisuussijoitus arvioi Deep Tech -tutkimuksessaan lähes kaikissa (80–90 %) yli 10 miljoonan euron sijoituskierroksissa olevan mukana ulkomaisia pääomasijoittajia).¹⁷

16 Pääomasijoittajat ry (2022). Venture capital Suomessa H1/2022.

17 Suomen Teollisuussijoitus Oy (2022). Deep tech -study Finland 2022. https://www.tesi.fi/userassets/uploads/2022/12/DeepTechStudy_2022_full_final.pdf

Kuvio 8. Kotimaiset ja ulkomaiset VC-sijoitukset suomalaisiin yrityksiin 2007–2022.¹⁸

Kansainvälisiä VC-sijoituksia tarkastellessa on hyvä huomata, että niitä tapahtuu sekä ulkomaisten pääomasijoittajien toimesta suomalaisiin yrityksiin että suomalaisten pääomasijoittajien toimesta ulkomaisiin kohdeyrityksiin. Sijoitusmäärien osalta suomalaisten yritysten saama rahoitus (kotimaisilta ja ulkomaisilta pääomasijoittajilta) on merkittävämpää kasvuyrittäjyyden kannalta kuin suomalaisten pääomasijoittajien sijoitukset Suomeen ja ulkomaille, mutta rahoitus vaihtelee voimakkaasti syklien mukaan (markkinan heikentyessä ulkomaiset sijoittajat vetäytyvät herkästi kotimarkkinalleen). Lisäksi kotimaiset sijoittajat ovat stabiilimpia kotimarkkinallaan, joten riittävän vahva kotimaisten sijoittajien joukko on tärkeä pääomasijoitusmarkkinan robustisuudelle kriisejä ja markkinasyklejä vastaan. Lisäksi ulkomaiset sijoittajat sijoittavat pääasiassa myöhemmille kierroksille (vain harvoin ensimmäisille kierroksille), joten uskottavien kotimaisten varhaisen vaiheen VC-sijoittajien merkitys on hyvin suuri sekä uusien yritysten varhaisen vaiheen riskirahoituksen (hankevuirran syntyminen myöhempisiin vaiheisiin) että ulkomaisten sijoittajien houkuttelun näkökulmasta (ulkomaiset sijoittajat kanssasijoittajina). Koska vuoden 2023 alun

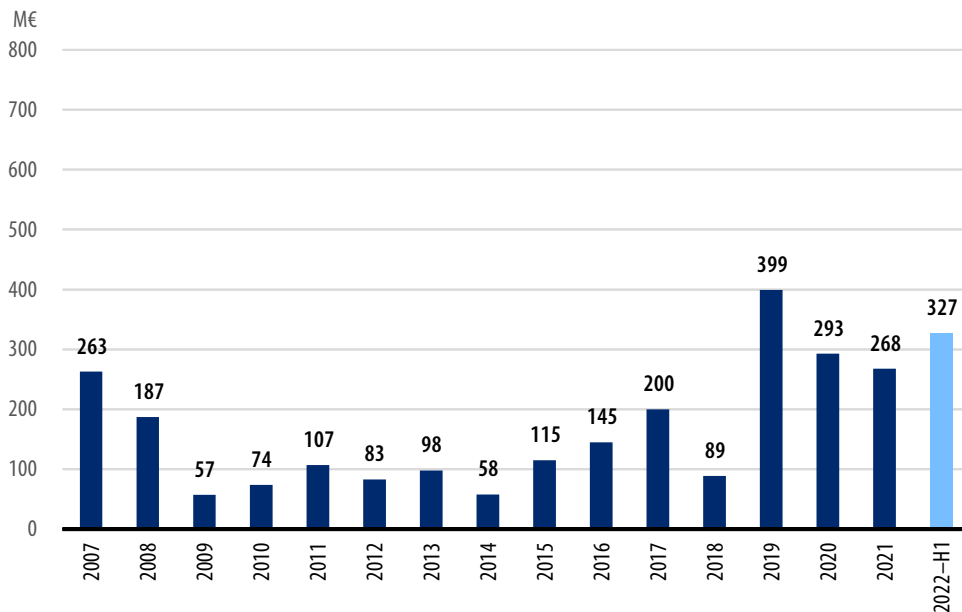
18 Pääomasijoittajat ry (2022). Venture capital Suomessa H1/2022; Pääomasijoittajat ry sekä Pääomasijoittajat ry:n erikseen toimittamat tiedot.

kansainväliset tilastot osoittavat VC-markkinan nopeaa laskua ja esimerkiksi yhdysvaltalaisen VC-sijoittajien vetäytymisestä Euroopasta, Suomessakin tulee varautua tukemaan ja täyttämään mahdollisesti kasvavaa aukkoa myöhäisen vaiheen isoissa VC-kierroksissa.

Suomalaisten VC-sijoittajien varainkeruu

Suomalaisten VC-sijoittajien vuotuinen varainkeruu on vaihdellut melko voimakkaasti taloussyklejä seuraten pudoten finanssikriisin jälkeen vuonna 2009 vain 57 miljoonaan euroon ja kasvaen viime vuosina 300–400 miljoonan euron volyyymiin (Kuvio 9). Viimeisten muutaman vuoden aikana kerätyt pääomat ovat vielä pääosin sijoittamatta, mikä mahdollistaa sijoitustoiminnalle jatkuvuutta useammaksi vuodeksi varainkeruuympäristön muutoksista riippumatta. Toisaalta on kuitenkin huomioitava, että suomalaisten VC-sijoittajien keräämät pääomat ovat viime vuosinakin olleet olennaisesti pienempiä kuin suomalaisiin yrityksiin kohdistuneet VC-sijoitukset, mikä johtuu ulkomaisten VC-sijoittajien suuresta merkityksestä (Kuvio 8). Tämä korostaa tarvetta onnistuneelle varainkeruulle ja ulkomaiden sijoittajien houkuttelulle tulevaisuudessakin.

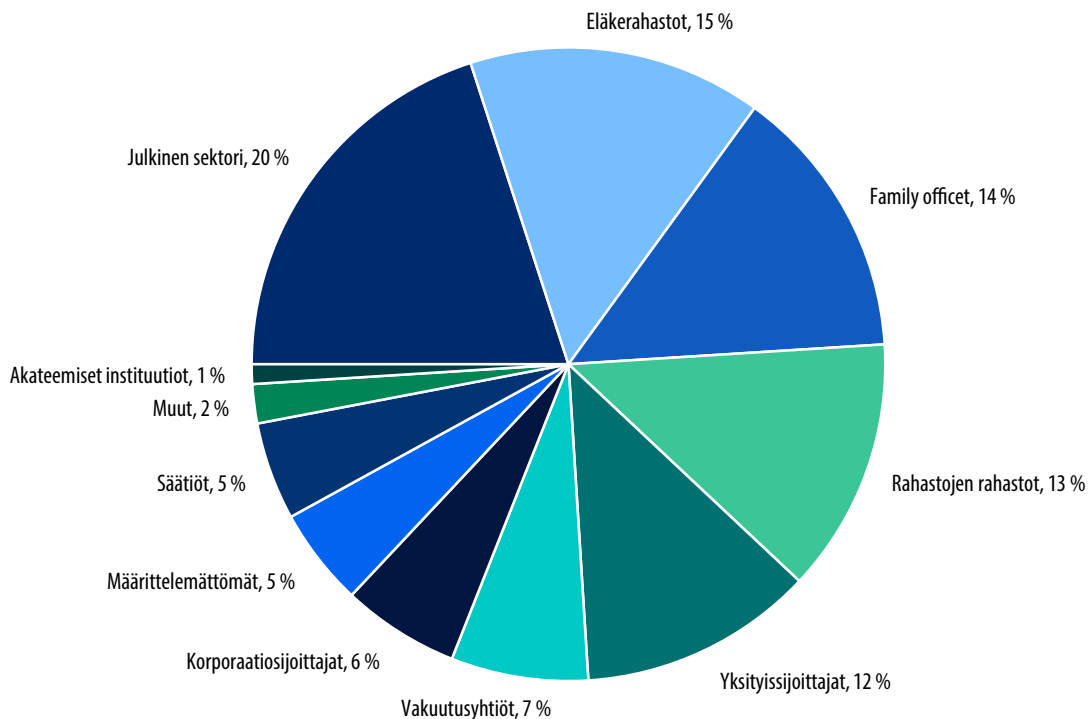
Kuvio 9. Suomalaisten VC-sijoittajien varainkeruu 2007–H1/2022.¹⁹



¹⁹ Pääomasijoittajat ry (2022). Venture capital Suomessa H1/2022.

Varainkeruun osalta on huomioitava, että suomalaisten VC-sijoittajien rahastojen koko on edelleen pieni; rahastojen mediaanikoko on 43 miljoonaa euroa ja keskipöytä 54 miljoonaa euroa vuosina 2017–2021, minkä lisäksi yli 100 miljoonan euron VC-rahastoja on edelleen hyvin vähän. Myös ulkomaisten sijoittajien osuus rahastoissa on edelleen melko pieni (14 % vuoden 2022 ensimmäisellä puoliskolla). Ulkomaisista sijoituksista VC-rahastoihin on valtaosa EIR:n tekemiä sijoituksia (yhteensä hieman yli 200 M€ vuodesta 2010 alkaen).²⁰ VC-rahastojen keräämistä varoista 20 prosenttia tuli suomalaisilta julkisilta sijoittajilta (sis. Tesi ja Business Finland VC). Tämän lisäksi osa rahastojen (mm. Kasvurahastojen rahasto) kautta tulleista sijoituksista on julkisista lähteistä (Tessin osuus rahastojen rahastosta). Osuus ei myöskään sisällä Euroopan investointirahaston (EIR) tekemiä rahastosijoituksia. Varainkeruuympäristön tiukentuessa vuoden 2022 lopulla myös buyout-rahastojen varainkeruu on markkinatiedon perusteella muodostunut haastavaksi erityisesti sukupolvenvaihdosta läpikäyvillä buyout-rahastoilla. Buyout-puolella suomalaisten rahastojen koko on ollut melko pieni, ja isommat yritysjärjestelyt ovat pääsääntöisesti ruotsalaisten tai muiden ulkomaalaisten isompien buyout-rahastojen toteuttamia.

Kuvio 10. Suomalaisten VC-sijoittajien varainkeruun lähteet 2021.²¹



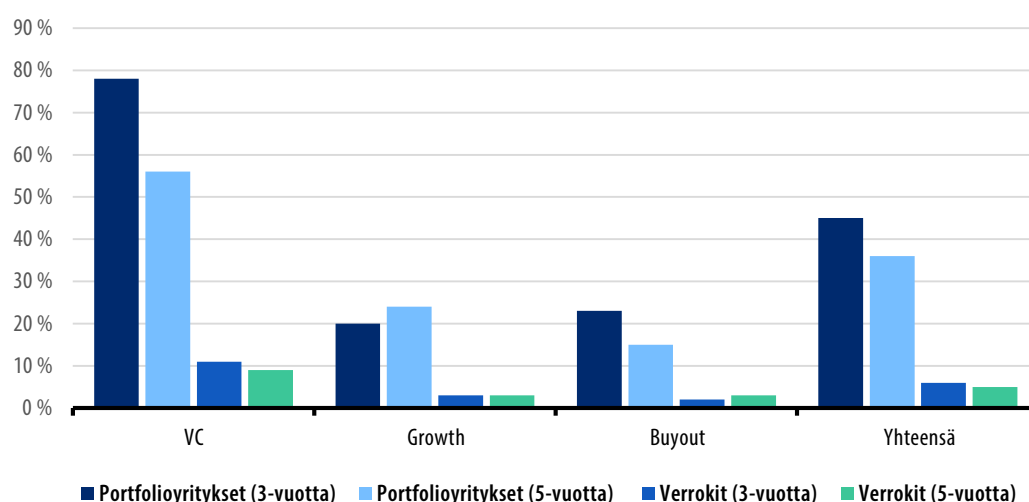
²⁰ Pääomasijoittajat ry (2022). Venture capital Suomessa 2021.

²¹ Pääomasijoittajat ry (2022). Venture capital Suomessa 2021.

Suomalaisten pääomasijoitusten vaikuttavuus

Pääomasijoitusten vaikutus kohdeyritysten kasvuun on selvitysten perusteella ollut hyvin positiivista niin VC- kuin myös growth- ja buyout-luokissa.²² PwC:n ja Pääomasijoittajat ry:n vaikuttavuustutkimuksessa, joka kattoi 512 ensisijoitusta saanutta kohdeyritystä vuosina 2012–2021, kohdeyritysten vuotuisen liikevaihdon kasvu kolmen vuoden kuluessa oli 45 prosenttia verrattuna vertailuryhmän kuuteen prosenttiin (Kuvio 11), mikä tarkoittaa keskimäärin yli 20 miljoonan euron absoluuttista kasvua.

Kuvio 11. Pääomasijoittajien kohdeyritysten liikevaihdon vuotuinen kehitys Suomessa.²³

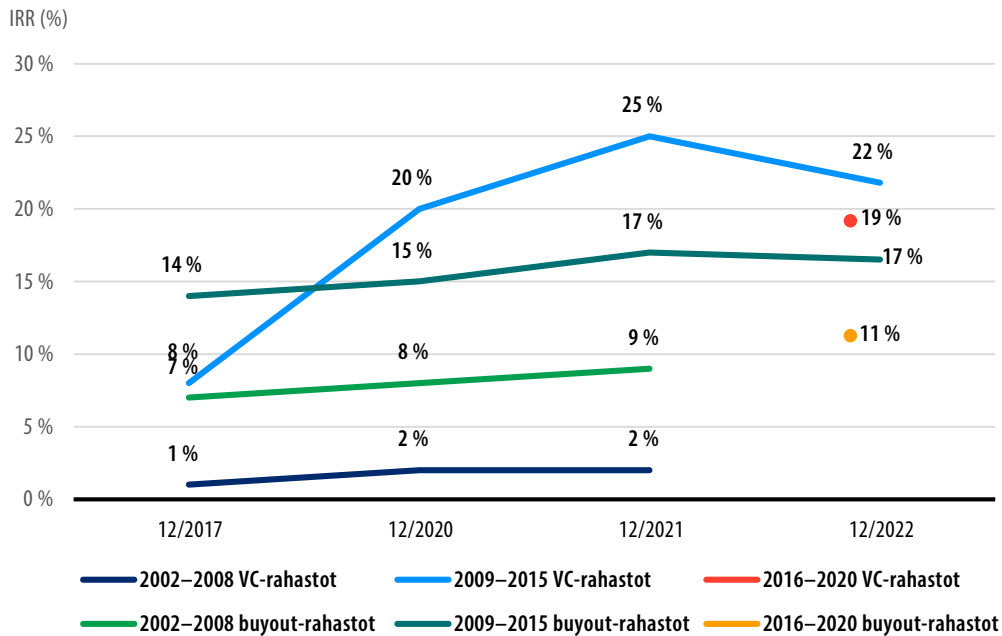


Suomalaisten pääomasijoitusten tuotot

Suomen pääomasijoitusmarkkinan tuottoista on saatu viime vuosina tarkempaa tietoa Tesin toistaiseksi neljä kertaa (12/2017–04/2022) tekemistä tuottotutkimuksista (Kuvio 12). Tuottotutkimukset kattavat kaikki Tesin sijoituskohteena olevat pääomasijoitusrahastot sekä joukon sellaisia, joissa Tesi ei ole sijoittajana mukana (yhteensä noin 40 rahastoa).

22 PwC & Pääomasijoittajat ry (2022). Pääomasijoittajien vaikutus yritysten kasvuun 2012–2021. Vaikuttavuustutkimus. https://paaomasijoittajat.fi/wp-content/uploads/Paaomasijoittajat_PwC_Vaikuttavuustutkimus_2022.pdf

23 PwC & Pääomasijoittajat ry (2022). Pääomasijoittajien vaikutus yritysten kasvuun 2012–2021. Vaikuttavuustutkimus. https://paaomasijoittajat.fi/wp-content/uploads/Paaomasijoittajat_PwC_Vaikuttavuustutkimus_2022.pdf

Kuvio 12. Suomen pääomasijoitusmarkkinan tuottojen kehitys.²⁴

Tuottolukemissa merkillepantavaa on hyvin suuret erot ennen finanssikriisiä 2002–2008 perustettujen rahastojen ja finanssikriisin jälkeen 2009–2015 perustettujen rahastojen välillä, joista jälkimmäisten tuotot ovat olennaisesti parempia. Etenkin suomalaisten VC-sijoitusten keskimääräinen nettotuotto on noussut korkeaksi (22 % IRR 12/2022) ja vuosina 2009–2015 perustetuista rahastoista yli puolet kuuluu tuotoiltaan Euroopan parhaimpaan neljännekseen. Myös uusimpien 2016–2020 perustettujen VC-rahastojen tuotto (19 % IRR 12/2022) on korkea ja suomalaisista rahastoista kolme neljäsosaa Euroopan kahdessa parhaassa neljänneksessä. Buyout-rahastojen tuotto on ollut hieman matalampaa, mutta eurooppalaisittain kovaa tasoa (kypsissä 2009–2015 rahastoissa myös yli puolet rahastoista Euroopan parhaassa neljänneksessä). Tuottojen kehitys heijastaa Suomen pääomasijoituskentän oppimista ja vahvaa kehitystä viime vuosina ja antaa positiivisen kuvan edellytyksistä suotuisalle kehitykselle jatkossakin. Tuottoluvuissa on kuitenkin huomiotava, että raportoidut tuotot perustuvat suurelta osin realisoimattomiin sijoituksiin etenkin uusissa VC-rahastoissa, joissa irtautumiset toteutuvat pääsääntöisesti vasta rahastojen loppuvuosina. Näin ollen tuleva markkinakehitys voi vielä vaikuttaa rahastojen lopullisiin tuottoihin.

24 Suomen Teollisuussijoitus Oy (2022). Suomen pääomasijoitusmarkkinan tuottotietoja.

Muita näkökulmia Suomen pääomasijoitusmarkkinan kehitykseen

Pääomasijoitusmarkkinan volyymin, kansainvälistymisen ja tuottojen kehityksestä huolimatta Suomen pääomasijoitusmarkkinassa voidaan havaita kapeikkoja ja muita kehityshaasteita, kuten vihreän siirtymän tuomat erityistarpeet, diversiteettihaasteet, kotimaisten pääomasijoittajien kapasiteetti vetää isompia rahoituskerroksia sekä täydentävien rahoitusinstrumenttien tarve (esim. venture debt) markkinan kehittyessä.

Vihreä siirtymä on tuonut uusia rahoitustarpeita, joihin nykyiset yksityiset ja julkiset rahoituslähteet osin siirtyvät ja vastaavat, mutta joihin rahoitustarpeen kokoluokan ja kiireellisyyden sekä vaikuttavuussijoittamisen erityisosaamistarpeiden takia tarvitaan lisäresursseja, joihin Ilmastorahasto pyrkii osaltaan vastaamaan kasvuyritysten osalta.²⁵

Pääomasijoitusmarkkinassa diversiteetti (erityisesti sukupuoliversiteetti) on toistaiseksi vähäistä sekä pääomasijoitusyhtiöiden johdossa että kohdeyritysten hallituksissa (esim. naisten osuus kohdeyritysten hallitusten jäsenistä pysyi matalana 11 prosentissa vuonna 2021).²⁶

Erityisesti *deep tech* -aloilla, mutta myös muissa suurilla pääomasijoituksia vaativissa kohteissa, suomalaisten VC-sijoittajien tyypillisesti pienet rahastokoot ja suurien VC-rahastojen vähäinen määrä rajoittaa suomalaisten sijoittajien kykyä toimia lead-sijoittajana etenkin myöhemmän vaiheen kierroksissa.²⁷ Vaikka nopeaan kansanväliseen kasvuun keskittyville myöhäisen vaiheen kohdeyrityksille onkin luontevaa, että pääomaa, osaamista ja markkinanäkemyksiä tulee myös kansainvälisiltä sijoittajilta, liian suuri riippuvuus ulkomaisista sijoittajista on Suomen pääomasijoitusmarkkinoille ja kasvuyrityskentälle haitallista. Riskit liiallisesta riippuvuudesta korostuvat markkinasentimentin heikentyessä, jolloin ulkomaiset pääomasijoittajat herkästi vetäytyvät kotimarkkinalleen. Sama koskee osin myös buyout-kenttää, joka on tärkeä kypsempien yritysten uudistumiselle, ja jossa suomalaiset toimijat eivät rahastokoon takia usein voi olla mukana isoimmista buyout-sijoituksissa (isoimmista buyout-sijoituksissa ruotsalaisilla ja muilla ulkomaisilla buyout-sijoittajilla on Suomessa keskeinen rooli).

25 Valle, H. & Tuominen, H. (2022). Vihreän siirtymän rahoitus kasvupolitiikan osana. Työ- ja elinkeinoministeriön julkaisuja 2022:41.

26 PwC & Pääomasijoittajat ry (2022). Diversiteettitutkimus: Sukupuoliversiteetti suomalaisten pääomasijoittajien portfolioyritysten hallituksissa. https://paaomasijoittajat.fi/wp-content/uploads/Paaomasijoittajat_PwC_Diversiteettitutkimus_2022.pdf

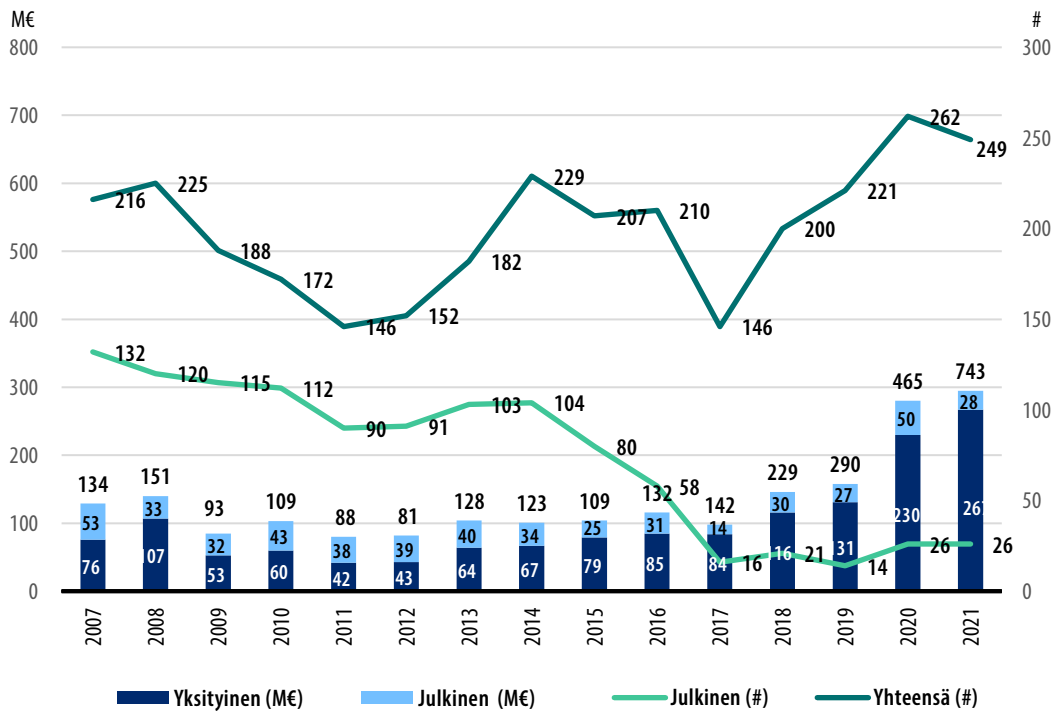
27 Suomen Teollisuussijoitus Oy (2022). Deep tech -study Finland 2022. https://www.tesi.fi/userassets/uploads/2022/12/DeepTechStudy_2022_full_final.pdf

Viime vuosina, ja erityisesti vuonna 2022, markkinasentimentin heikentyessä ja arvostustasojen laskiessa, kasvuyritysten lainapohjaisen rahoituksen (ns. "venture debt") rooli ja markkinakehitys on korostunut erityisesti Yhdysvalloissa ja Keski-Euroopassa.²⁸ Venture debt -instrumentit ovat mahdollistaneet isoja rahoituskierroksia ilman merkittävää omistussuuden liudentumista. Suomessa venture debt -instrumenttien käyttö on ollut melko vähäistä, mutta viime aikoina EIP on vahvistanut tässä rooliaan ja useampi suomalainen VC-vaiheen kohdeyritys on hyödyntänyt venture debt -instrumentteja osana rahoituspakettiaan. Venture debt -instrumentit voivat olla jatkossa käyttökelpoisia niin yleisesti VC-markkinan komplementtina kuin myös erityisesti vihreään siirtymään liittyvässä rahoituksessa.

2.3 Julkisen sektorin rooli pääomasijoitusmarkkinoilla

Suomessa julkisen sektorin rooli pääomasijoitusmarkkinoilla on viime vuosina koostunut pääosin Tesin tekemissä rahastosijoituksissa ja suorissa sijoituksissa, sekä pienemmässä määrin Business Finland VC:n rahastosijoituksissa sekä vuodesta 2021 alkaen Ilmastorahaston tekemissä suorissa sijoituksissa ja yhdessä rahastosijoituksessa. Suomalaisten julkisten VC-sijoittajien osuus kaikista suomalaisten VC-sijoittajien tekemistä sijoituksista on lukumääräisesti pudonnut vuodesta 2017 alkaen noin 10 prosenttia (Kuvio 13). Julkinen sektori on viime vuosina pyrkinyt tukemaan VC-markkinan kehittymistä ensisijaisesti rahastosijoituksin ja kokoamalla rahastojen rahastoja (Tessin kasvurahastojen rahasto) ja vain pienemmässä määrin suoria sijoituksin.

28 Kraemer-Eis, H., Block, J. (2022). EIF private debt survey 2021 - private debt for SMEs - market overview. EIF Research and Market Analysis Working Paper 2022/79. Luxembourg: European Investment Fund.

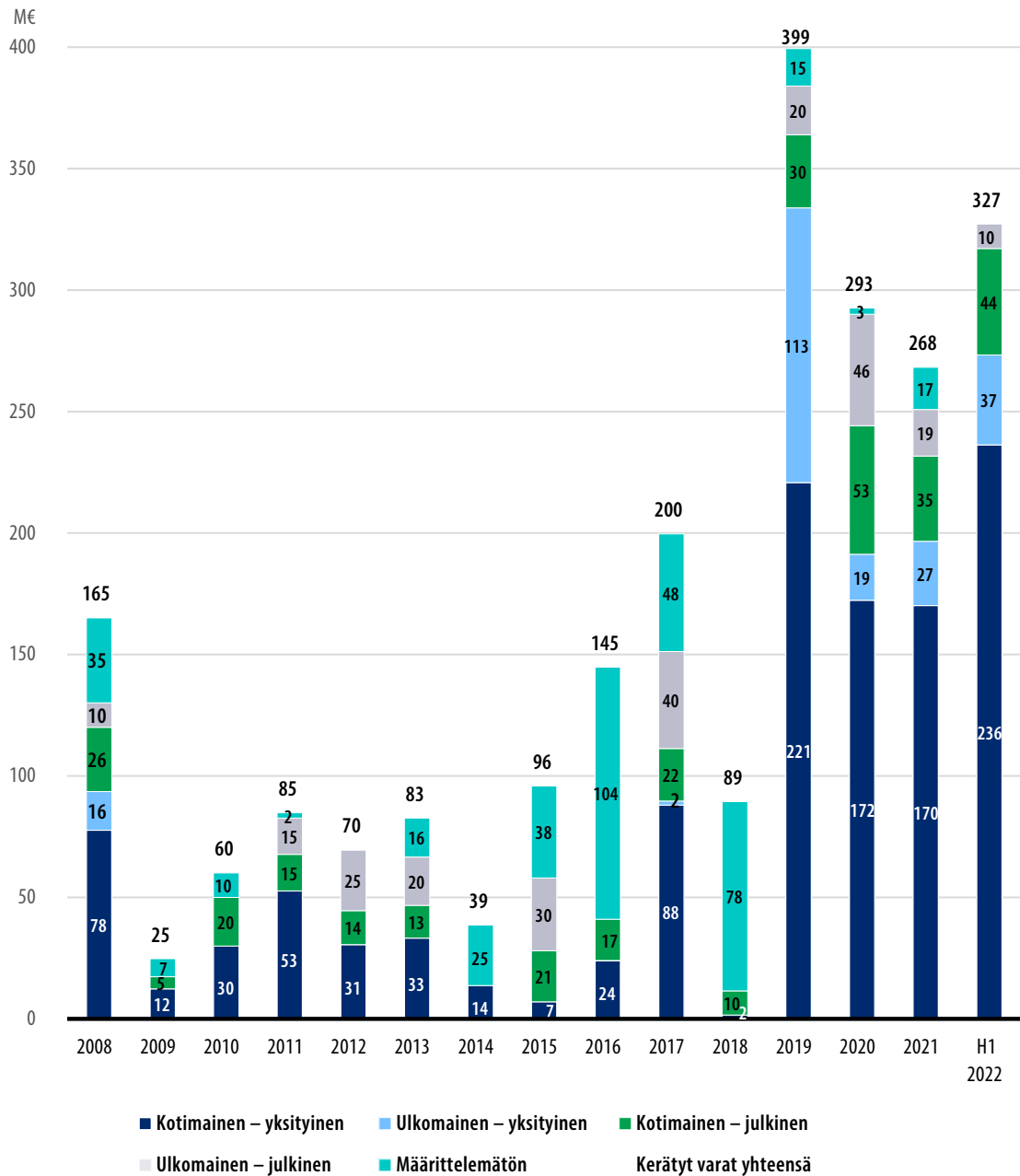
Kuvio 13. Suomalaisen yksityisten ja julkisten VC-sijoittajien sijoitukset yrityksiin 2007–2021²⁹.

Julkisten ja yksityisten sijoittajien roolia suomalaisten rahastojen varainkeruussa voidaan tarkastella Pääomasijoittajat ry:n keräämien tilastojen pohjalta. Kuvio 14 nähdään kotimaisten yksityisten ja julkisten lähteiden keskeinen rooli, joskin ulkomainen julkinen (EIR), ja joinakin vuosina myös yksityinen ulkomainen, rahoitus on muodostanut merkittävän lähteen. Kaikkina vuosina varainkeruun lähteistä ei ole saatu kattavaa tietoa ja määrittämättömien lähteiden rooli on suuri. Kansainvälisesti verraten kotimaisen julkisen rahoituksen osuus VC-rahastojen varainkeruusta (35 M€/13 % vuonna 2021 yhteensä 268 M€ varainkeruusta) on eurooppalaisen keskiarvon (18 %) ³⁰ alapuolella, joskin EIR-rahoituksen (19 M€) huomiointi nostaisi sen noin 20 prosentin osuuteen eli suunnilleen eurooppalaiselle keskitasolle.

29 Pääomasijoittajat ry (2022). Venture capital Suomessa 2021.

30 Invest Europe (2022). Investing in Europe: Private equity activity 2021: Statistics on fundraising, investments, & divestments. <https://www.investeurope.eu/media/5184/invest-europe-activity-data-report-2021.pdf>

Kuvio 14. Sijoittajakunnan jakautuminen vuoden 2008 jälkeen perustetuissa kotimaisissa rahastoissa.³¹



31 Salminen, V., Järvelin, A.-M., Halme, K. (2019). Selvitys Tesin kansainvälisten rahastosijoitusten vaikuttavuudesta. Työ- ja elinkeinoministeriö.

Yhteenveto

Pääomasijoitusmarkkinat ovat kehittyneet edellisten kolmen vuosikymmenen aikana vauhdikkaasti Internet-kuplaa ja finanssikriisin aiheuttamia pudotuksia lukuun ottamatta saavuttaen vuonna 2021 ennätysvolyymin niin Suomessa kuin muualla maailmassa. Vuoden 2022 aikana markkinakehitys on muuttunut melko dramaattisesti erityisesti Yhdysvalloissa teknologiayhtiöiden osakkeiden romahdettua inflaation ja muiden tekijöiden laukaisemana, ja markkina on kehittynyt negatiivisesti sekä sijoitusten että varainkeruun osalta. Euroopassa ja Suomessa markkinoiden pudotus ei toistaiseksi näy yhtä voimakkaasti tilastoissa ja suomalaiset toimijat ovat loppuvuonna 2022 olleet julkisuudessa ja haastatteluissa edelleen varovaisen toiveikkaita. Korkean inflaation jatkuessa näyttää kuitenkin selvältä, että varainkeruu- ja sijoitusympäristö on merkittävästi heikentynyt ja edelleen heikentymässä myös Suomessa, mikä lisää haasteita yksityisten toimijoiden varainkeruu- ja sijoitustoiminnassa sekä korostaa julkisen sektorin roolia vastasyklisenä toimijana pääomasijoitusmarkkinan vakauttajana.

Julkisen sektorin rooli on vuosien varrella painottunut suorista sijoituksista voimakkaammin rahastosijoituksiin, mikä vastaa valtion julkiselle pääomasijoitustoiminnalle asetettuja tavoitteita. Valtion suoraa sijoitustoimintaa on myös pidetty yllä, mutta se on kohdistettu entistä tarkemmin perusteltuihin erityistilanteisiin. Kokonaisuudessaan Suomen pääomasijoitusmarkkinat ja valtion rooli niissä näyttää kehittyneen suotuisasti luoden tukevan pohjan pääomasijoitusmarkkinoiden vakaalle toiminnalle viime vuonna alkaneesta VC-markkinan haastavammasta tilanteesta riippumatta ja sen aiheuttamiin haasteisiin vastaten, kunhan vastasyklisen sijoitustoiminnan ja vaikeassa markkinatilanteessa tarvittavan monipuolisen julkisen sektorin työkalupakin käytettävyydestä ja riittävästä resursoinnista pidetään huolta valtiotalouden paineiden alla.

2.4 Kirjallisuuskatsauksen keskeiset havainnot

Tässä alaluvussa esitetty tiivistelmä pohjautuu arvioinnissa toteutettuun kirjallisuuskatsaukseen, joka löytyy kokonaisuudessaan raportin englanninkielisenä liitteenä (Appendix 2).

Toimivat pääomasijoitusmarkkinat on tärkeä osa toimivaa yrittäjyyskosysteemiä, jota tarvitaan innovaatioiden ja talouskasvun edistämiseen. Pääomasijoitusmarkkinan toiminta voi kuitenkin kärsiä markkinapuuhteista ja -kapeikoista, mitkä johtuvat tällaisiin sijoituksiin liittyvistä ulkoisvaikutuksista, sekä sijoittajien ja yrittäjien välisestä asymmetrisestä informaatiosta – erityisesti alkuvaiheen pääomasijoituksissa tai tietyillä aloilla (esim. aloilla, joissa on poikkeuksellisen korkeat riskit ja mahdolliset tuotot sekä korkeat markkinoille pääsyn esteet, sekä sijoituksissa kohdistuen innovaatioihin, jotka synnyttävät merkittäviä

myönteisiä ulkoisvaikutuksia). Valtion roolia on tutkimuksissa yleensä pidetty tarpeellisena tällaisissa tilanteissa aiheutuvien markkinakapeikkojen korjaamiseksi ja pääomasijoitusmarkkinoiden kehityksen tukemiseksi.

Valtio voi merkittävästi tukea pääomasijoitusmarkkinoiden kehitystä sääntelytoimien ja epäsuoran tai suoran pääoman tarjonnan kautta. Tutkimukset viittaavat siihen, että valtion ensisijaisen roolin tulisi keskittyä toimivan sääntely-ympäristön luomiseen ja pääomasijoitusmarkkinoiden tehokasta toimintaa haittaavien rakenteellisten, verotuksellisten ja oikeudellisten esteiden poistamiseen. Epäsuora tai suora riskipääoman tarjonta voi kuitenkin olla tehokas keino puuttua markkinahäiriöihin ja edistää riskipääomamarkkinoiden kehitystä erityisesti alkuvaiheessa, mutta toisinaan myös muissa segmenteissä (esim. nopeasti kasvava kasvuyritykset, ns. "scale-ups").

Valtion tukitoimia pääomasijoitusmarkkinoiden kehittämiseen on toteutettu maailmalla eri tavoin, mukaan lukien valtion omistamien pääomasijoitusyhtiöiden perustaminen toteuttamaan joko suoria sijoituksia kohdeyrityksiin, tai rahastosijoituksia yksityisten pääomasijoitusyhtiöiden hallinnoimiin pääomarahastoihin (ns. yhteissijoitusmalli). Nämä lähestymistavat voivat auttaa täyttämään markkinakapeikkoja ja tukemaan pääomasijoitusmarkkinoiden kehitystä, mutta niihin liittyy myös joitakin haasteita ja mahdollisia haittoja. Epäsuoria lähestymistapoja (sijoitukset yksityisesti hallinnoituihin pääomasijoitusrahastoihin) pidetään yleensä suositeltavina, koska ne todennäköisemmin katalysoivat yksityisten pääomasijoitusyhtiöiden kehitystä ja muodostavat vähemmän todennäköisesti riskejä yksityisten pääomasijoitusten syrjäyttämisaikutuksille. Valtion suorat pääomasijoitukset ovat kuitenkin joissakin kiireellisissä tilanteissa nopeampia toteuttaa, tarjoavat enemmän kontrollia ja voivat siten olla perusteltuja erityisesti kriisitilanteissa ja muissa erityisolosuhteissa.

Samalla kun Suomen pääomasijoitusmarkkinat ovat kehittyneet ja vakiintuneet, tulee myös valtion rooli niiden kehittämisessä jatkuvasti kehittyä. Lisäksi pääomasijoitusmarkkinoiden monet keskeiset ajankohtaiset trendit, kuten kestävän kehityksen haasteet, diversiteettihaasteet, data-analytiikan ja tekoälyn vaikutukset, rajat ylittäviin pääomasijoituksiin liittyvät kysymykset, markkinoiden syklisyys, kriisit sekä uusien toimijoiden, teknologioiden ja rahoitusinstrumenttien (ns. fintech) ilmaantuminen, luovat tarpeen valtion pääomasijoitustoiminnan jatkuvalla kehityksellä, jotta se pystyy optimaalisesti tukemaan Suomen pääomasijoitusmarkkinoiden kasvua ja kehitystä. Hyvin hoidettu, rahoitettu, kokenut ja osaava valtion pääomasijoitustoimija voi toimia dynaamisesti ja tarvittaessa vastasyklisesti uusien markkinakapeikkojen tunnistamiseksi nykyisillä ja uusilla toimintatavoilla, ja siten toimia strategisesti ja edistää pääomasijoitusmarkkinoiden kehitystä yhteiskunnan etujen mukaisesti. Tällaista roolia kutsumme pääomasijoitusmarkkinoiden tulevaisuuden turvaajaksi (ns. "future-proofing").

3 Tesin toiminta

Tässä luvussa kuvataan lyhyesti Tesin toiminnan reunaehdot, ohjaus sekä keskeiset strategiset linjaukset, toiminnot ja tunnusluvut. Luku on luonteeltaan deskriptiivinen ja perustuu pääosin julkisesti saatavilla olevaan aineistoon.

3.1 Tesin roolin kehitys

Tesin tehtävää on täsmennetty ajan saatossa vastaamaan kulloistakin tilannetta ja kehittämistarpeita suomalaisilla pääomasijoitusmarkkinoilla. Vuonna 1994 Tesin rooli keskityi vahvistamaan ja kehittämään markkinoita, kun suomalainen pääomasijoitusmarkkina oli lamavuosien jäljiltä vielä volyymiltään varsin pieni ja kehittymätön. Vuoden 1994 hallituksen esityksessä, joka koski Tesin perustamista, määriteltiin Tesin tehtäväksi ”vahvistaa Suomen teollista rakennetta ja teollisuutta palvelevaa yritystoimintaa lisäämällä erityisesti pienten ja keskisuurten yritysten oman pääoman ehtoista rahoitusta.” Esityksen perusteluissa todetaan muun muassa seuraavaa: ”Pääomasijoitusmarkkinat ovat maassamme toimialan kehityksen alkuvaiheessa perustuneet hyvin voimakkaasti julkisten riskirahoittajien toimintaan. Yhtiön toiminnan kautta lisättäisiin yksityisen riskipääoman kiinnostusta riskisijoitusmarkkinoihin.”³²

Myöhemmin vuonna 1999, kun yksityinen pääomasijoitusmarkkina kehittyi nopeasti, tarvittiin julkista rahoitusta korjaamaan/täydentämään sen puutteita (siemen- ja käynnistysvaiheen riskipitoisempi rahoitus). Mukaan tulivat palveluyritykset, alueellinen verkosto ja EU-rahoitus. Lisäksi uutena instrumenttina tulivat suorat sijoitukset suurehkoihin yrityshankkeisiin. Vuoden 1999 hallituksen esityksessä Tesin roolia kuvattiin seuraavasti: Suomen Teollisuussijoitus Oy toimisi oman pääoman ehtoista sijoitustoimintaa harjoittavana valtionyhtiönä. Yhtiön toiminnan yleisenä tavoitteena olisi oman pääoman ehtoisen rahoituksen kohdistaminen sellaisiin yritysrahoituksen ongelma-alueisiin, joihin yksityinen sektori ei kanavoisi riittävästi varoja ilman julkisen sektorin toimenpiteitä.

32 Hallituksen esitys eduskunnalle laiksi pääomasijoitustoimintaa harjoittavasta valtionyhtiöstä. HE 282/1994.

Suomen Teollisuussijoitus Oy:n toiminnassa painotettaisiin erityisesti aikaisen kehitysvaiheen yrityksiin sijoittavien rahastojen pääomittamista ja perustamista, alueellisen rahastoverkoston kehittämistä ja pääomien kartuttamista sekä Euroopan unionin rahoituksen hallinnointia.³³

Vuonna 2006 lakia täsmennettiin siten, että Tesin sijoitustoimintaa ei enää rajoitettu vain oman pääomanehtoiseen sijoitustoimintaan. Samalla lisättiin lakiin säännös siitä, että yhtiön sijoitustoiminnan tulee kohdentua markkinapuutealueelle. Lakimuutoksella mahdollistettiin kansainväliset rahastosijoitukset: ”yhtiön sijoitustoiminta voidaan tarvittaessa laajentaa kattamaan myös Suomen rajojen ulkopuolelle tehtävät sijoitukset, silloin kun sijoitukseen liittyy suomalainen intressi”. Samalla liiketaloudellinen kannattavuusvaatimus esitettiin muutettavaksi siten, että ”yhtiön toiminnan tulee olla liiketaloudellisesti kannattavaa pitkällä aikavälillä”.³⁴

Vuonna 2013 Tesin mandaattia kehitettiin vastaamaan paremmin markkinoiden/teollisuuden nopeisiin ja voimakkaisiin rakennemuutoksiin. Näin ollen teollisuuspoliittiset sijoitukset ja osakehankinnat sekä niiden hallinnointi tulivat mukaan täydentämään yksityistä rahoitusta ja vakauttamaan markkinaa. Lakimuutosta edeltäneessä hallituksen esityksessä kuitenkin todetaan, että teollisuuspoliittiset sijoitukset olisivat poikkeustapauksissa tehtäviä sijoituksia ja osakehankintoja, joilla on painava teollisuuspoliittinen peruste, ja sijoitus vaatisi tavallista suuremman riskin ottamista.³⁵

Vuonna 2014 julkaistussa Tesin arvioinnissa korostettiin Tesin tavoitetason nostoa ja toiminnan aktivoitua markkinoiden kehittämisessä. Tavoitteena oli ”luoda vertailumaita parempi yksityiseen rahoitukseen perustuva innovaatioiden kaupallistamis- ja pääomasijoitusmarkkina ja sitä tukeva ekosysteemi”. Arvioinnissa suositeltiin muun muassa panostusten lisäämistä VC-ekosysteemin kehittämiseen, pääomien lisäämistä myöhäisempään VC-vaiheeseen, sekä suorien sijoitusten fokusointia suuriin VC-hankkeisiin ja teollisuuspoliittisiin markkinaehtoisin investointeihin.³⁶

33 Hallituksen esitys eduskunnalle laiksi Suomen Teollisuussijoitus Oy -nimisestä valtionyhtiöstä. HE 132/1999.

34 Hallituksen esitys eduskunnalle laiksi Suomen Teollisuussijoitus Oy -nimisestä valtionyhtiöstä annetun lain 1 ja 2 §:n muuttamiseksi. HE 180/2006.

35 Hallituksen esitys eduskunnalle laiksi Suomen Teollisuussijoitus Oy -nimisestä valtionyhtiöstä annetun lain muuttamisesta. HE 207/2013.

36 Saarikoski, M. ym. (2014). Evaluation of Finnish Industry Investment Ltd. MEE publications, 2014, p. 14-15.

Osaltaan Tesin rooliin ja sen kehitykseen viime vuosina ovat vaikuttaneet muun julkisen rahoituksen kentässä tapahtuneet muutokset, olennaisimpana BFVC:n perustaminen vuonna 2014 ja Ilmastorahaston (aiemmin Vake Oy) perustaminen vuonna 2020. Näiden toimijoiden välistä työnjakoa on kuvattu tarkemmin luvussa 3.5.

3.2 Lainsäädäntö ja omistajaohjaus

Tesin toimintaa ohjaava lainsäädäntö

Tesin toimintaa ohjaavat vuonna 2014 voimaan tulleet laki Suomen Teollisuussijoitus Oy nimisestä valtionyhtiöstä (ns. Tesi-laki, alkuperäinen laki vuodelta 1999)³⁷ sekä valtioneuvoston asetus Suomen Teollisuussijoitus Oy -nimisestä valtionyhtiöstä (ns. Tesi-asetus)³⁸.

Tesi-laissa määritellään organisaation ydintehtävät, keinot, tavoitteet sekä ohjaavat ja valvovat tahot. Laissa todetaan, että Tesin tarkoituksena on edistää erityisesti suomalaista pientä ja keskisuurta yritystoimintaa sekä erityisin perustein suomalaisen teollisuuden rakenteellista uudistumista. Tätä tarkoitusta toteuttaakseen Tesi voi tehdä sijoituksia pääomarahastoihin sekä suoria pääomasijoituksia, ja hankkia kohdeyrityksen osakkeita. Toiminnan tulee korjata pääomasijoitustoimialan rahoituksen puutteita ja sen tulee olla liiketaloudellisesti kannattavaa pitkällä aikavälillä. Kotimaisten sijoitusten lisäksi Tesi voi tehdä sijoituksia ulkomaisiin rahastoihin tai kohdeyrityksiin kuitenkin edellyttäen, että toiminta edistää taloudellista kehitystä kotimaassa. Vuoden 2014 lakiuudistuksessa laajennettiin Tesin roolia koskemaan teollisuuspoliittisia sijoituksia, joissa voidaan hyväksyä tavanomaista suurempi riski tai pienempi tuottotavoite.

Tesi-asetuksessa on säädetty tarkemmin muun muassa Tesin sijoitustoiminnan tavoitteista ja suuntaamisesta sekä teollisuuspoliittisista sijoituksista. Olennaisia, Tesi-lakia täydentäviä linjauksia ovat seuraavat asetuksen pykälät:

- ”Yhtiön pääomasijoitukset suunnataan erityisesti kasvuvaiheen yritysten rahoituksen parantamiseen. Lisäksi erityisin teollisuuspoliittisin perustein tehtävät sijoitukset suunnataan toimialoille, joilla on käynnissä tai ennakoitavissa merkittävä rakenneuudistus.” (1 §)

37 Finlex. Laki Suomen Teollisuussijoitus Oy -nimisestä valtionyhtiöstä. <https://www.finlex.fi/fi/laki/ajantasa/1999/19991352>

38 Finlex. Valtioneuvoston asetus Suomen Teollisuussijoitus Oy -nimisestä valtionyhtiöstä 54/2014. <https://www.finlex.fi/fi/laki/alkup/2014/20140054>

- ”Yhtiö toimii markkinaehtoisesti ja tekee sijoituksensa samoilla ehdoilla kuin yksityiset sijoittajat. Sijoitukset tehdään lähtökohtaisesti yhdessä yksityisten sijoittajien kanssa. Yhtiö toimii pääsääntöisesti vähemmistö-sijoittajana ja -omistajana kohdeyhtiöissä ja rahastoissa. Yhtiö tavoittelee sijoituksillaan tuottoa ja sijoitukseen liittyvää irtautumissuunnitelmaa. Sijoituksilla ei ole toimialarajoitetta.” (2 §)
- ”Teollisuuspoliittisten intressien perusteella tehtävät sijoitukset ja osakehankinnat voivat liittyä: 1) tietyn toimialan kehittämisen kannalta strategisesti tärkeän osaamisen tai teknologian taikka niihin perustuvan liiketoiminnan kehittämiseen tai säilyttämiseen Suomessa; 2) vaikutuksiltaan erityisen merkittäviin teknologiahankkeisiin; 3) vaikutuksiltaan erityisen merkittävien ulkomaisten investointien toteuttamiseen Suomessa; 4) muihin vastaaviin hankkeisiin.” (3 §)
- ”Tuottotavoite voidaan yhtiön teollisuuspoliittisen tehtävän täyttämiseksi asettaa yksittäisissä sijoituksissa ja osakehankinnoissa pidemmälle ajanjaksolle kuin yhtiön muussa pääomasijoitustoiminnassa. Kyseisiin sijoituksiin ja osakehankintoihin liittyvänä muuta pääomasijoitustoimintaa suurempana riskinä voidaan hyväksyä yksittäisen sijoituksen suuri koko, sijoitusajan poikkeuksellinen pituus, rajoitetut mahdollisuudet riskin hajauttamiseen tai muu vastaava syy.” (4 §)
- ”Elinkeino- ja teollisuuspoliittisen tehtävän toteuttamista palvelevan sijoitustoiminnan lisäksi yhtiö voi kohdentaa sijoituksiaan myös muihin rahastoihin ja suoriin sijoituksiin, jos se on yhtiön pitkän aikavälin liiketaloudellisen kannattavuuden turvaamiseksi välttämätöntä.” (5 §)

Omistajaohjaus

Tesi-lain mukaisesti yhtiön elinkeinopoliittisesta ja omistajaohjauksesta vastaa työ- ja elinkeinoministeriö (TEM). Omistajaohjauksessa noudatetaan valtion omistajaohjauksen yleisiä, osakeyhtiölakiin ja hyvään hallintotapaan perustuvia linjauksia.

Omistajaohjauksen pääasiallinen asiakirja on vuosittain täsmennettävä **ohjauskirje**, jossa määritellään Tesiä koskevat omistajapoliittiset tavoitteet, omistajaohjauksen strategiset tavoitteet, Tesin tehtävät ja niiden prioriteettijärjestys ja raportointia ja arviointia koskevat linjaukset. Vuoden 2021 ohjauskirjeessä omistajapoliittisissa tavoitteissa korostetaan muun muassa yhteiskuntavastuun roolia ja kestäväen kehityksen edistämistä, kotimaisen intressin edistämistä, markkinakapeikkojen tunnistamista ja paikkaamista sekä elinkeinopoliittista vaikuttavuutta ja kansainvälistymisen edistämistä tiedon ja osaamisen tuottamisen ja jakamisen kautta. Tavoitteissa määritellään strategisiksi painopisteiksi biotalous, cleantech, energiatehokkuus, ympäristöteknologia, terveysteknologia sekä kiertotalous, digitaalisuus ja tekoäly.

Ohjauskirjeen linjausten mukaisesti Tesin rooli on keskittyä pääomamarkkinoiden kehittämiseen ja yksityisen pääoman saatavuuden parantamiseen, suomalaisten yritysten toimintaedellytysten edistämiseen sekä kasvun ja kansainvälistymisen edistämiseen, eikä sen toiminta saa syrjäyttää yksityistä pääomaa, eikä vääristää kilpailua. Toiminnan tulee myös olla pitkällä aikajänteellä (10-15 vuotta) liiketaloudellisesti kannattavaa, tehokasta, vaikuttavaa ja hallitusohjelman mukaista. Ensisijaisena keinona tulee olla rahastosijoitukset lähtökohtaisesti suomalaisiin rahastoihin, joissa julkisen rahan osuus saa olla maksimissaan 50 prosenttia. Kohdealueina voivat olla 1) uusien hallinnointiyhtiöiden 1. ja 2. vaiheen rahastot, 2) myöhemmän vaiheen venture rahastot, 3) kasvu- ja pk-yritysjärjestely (buyout), 4) kasvurahastojen rahastot (KRR) tai 5) kansainväliset rahastosijoitukset, jos niissä on kotimainen intressi ja jos ne lisäävät kriittistä osaamista Suomessa.

Suorat sijoitukset määritellään ohjauskirjeessä toissijaiseksi keinoksi, joita voidaan tehdä 1) kansasijoituksina kotimaisten tai kansainvälisten rahastojen tai sijoittajien kanssa, tai 2) suorasijoitusohjelmien (kiertotalous tai ESIR-ohjelma) kautta venture- tai kasvuvaiheen yrityksiin. Kansasijoituksissa yksityinen sijoittaja toimii pääsääntöisesti johtavana, ja sijoitusohjelmat kohdentuvat hallitusohjelman painopistesektoreille. Näiden lisäksi Tesi voi poikkeustapauksissa tehdä teollisuuspoliittisia sijoituksia yrityksiin, joiden toimiala, osaaminen tai teknologian kehittäminen tai säilyttäminen on tärkeää Suomen kansantaloudelle.

Sijoitustoiminnan lisäksi Tesille on määritelty ohjauskirjeessä muita tehtäviä. Yhtiön tulee edistää suomalaisen pääomamarkkinan kansainvälistymistä luomalla verkostoja, lisäämällä osaamista ja aktivoimalla toimijoita, hyödyntää EU:n rahoitusta ja arvioida sen näkökulmasta markkinoiden tarpeita (EISR/InvestEU-ohjelma ja EIP), sekä hyödyntää ja kanavoida muuta EU-rahoitusta Suomeen (mm. EU:n budjettitakaus). Lisäksi Tesin tulee edistää kestävästä rahoituksen ja vaikuttavuussijoittamisen toimintakulttuuria.

3.3 Organisaatio ja avainluvut

Tesi-konserni

Tesin konserniin kuuluu emoyhtiön lisäksi kaksi hallinnointiyhtiötä (Tesi 100 %:n omistus) FEFSI Management Oy ja Tesi Fund Management Oy sekä kaksi pääomasijoitustoimintaa harjoittavaa tytäryhtiötä (Tesi 100 %:n omistus) Tesi Industrial Management Oy ja EAKR-Aloituserahasto Oy. Näiden lisäksi Tesi omistaa 66,4 prosenttia Aker Arctic Technology Oy:stä, joka on jäänmurtajien ja muiden arktisten alueiden laivojen suunnitteluun ja tekniseen konsultointiin erikoistunut yhtiö.

Tesin hallitus

Tesin hallituksen tehtävänä on huolehtia yhtiön hallinnosta ja toiminnan asianmukaisesta järjestämisestä sovellettavien lainsäännösten ja määräysten (erityislaki ja erityislakiin liittyvä asetus), yhtiöjärjestyksen sekä hallituksen työjärjestyksen mukaisesti. Lisäksi hallitus vastaa yhtiön strategisesta kehittämisestä, sen liiketoiminnan ohjaamisesta ja valvonnasta sekä päättää yhtiön keskeisistä toimintaperiaatteista ja seuraa niiden toteutumista. Hallitus tekee pääsääntöisesti yhtiön sijoituspäätökset sekä nimittää toimitusjohtajan ja johtoryhmän jäsenet.³⁹

Tesin hallituksen nimeämän Advisory Boardin tehtävänä on toimia neuvoa-antavana elimenä ja edistää yhtiön yhteiskuntasuhteita. Tällä hetkellä Advisory Board koostuu 12 jäsenestä, joista viisi on eri puolueiden kansanedustajia, ja muut jäsenet elinkeinoelämän edustajia/muita asiantuntijoita. Advisory Board kokoontuu 2–4 kertaa vuodessa. Sillä ei ole itsenäistä päätösvaltaa, yhtiöoikeudellista vastuuta tai lakisäätteisiä tehtäviä.⁴⁰

Tesin organisaatio

Tesin toimitusjohtaja raportoi yhtiön toiminnasta säännöllisesti hallitukselle ja hoitaa yhtiön juoksevaa hallintoa hallituksen antamien ohjeiden ja määräysten sekä voimassa olevien säädösten mukaisesti. Tesin johtoryhmä toteuttaa yhtiön strategiaa ja valmistelee sijoituspäätösesitykset yhtiön hallitukselle. Johtoryhmään kuuluvat toimitusjohtaja ja eri toimintojen vetäjät.

Tesin organisaatioon kuuluu kolme sijoitustiimiä: rahastosijoitukset, venture capital -sijoitukset sekä kasvu- ja teolliset sijoitukset. Tämän lisäksi organisaatiossa on omat yksikkönsä henkilöstö- ja lakiasioille, talousasioille ja omaisuuden hoitoon, sekä näiden rinnalla kehitystiimi ja viestintäyksikkö. Tesin henkilöstömäärä vuonna 2022 oli 48 henkilöä.

Tesin toiminnan avainlukuja

Seuraavassa taulukossa on esitetty Tesin toiminnan avainlukuja. Tesin sijoitustoimintaa on kuvattu tarkemmin luvussa 4.1. Avainlukujen osalta huomionarvoista on muun muassa se, että arviointijakson aikana Tesin oma pääoma on lähes kaksinkertaistunut. Tilikauden tulos on ollut vuosina 2015–2021 positiivinen, enimmillään 338 miljoonaa euroa vuonna 2021.

39 Suomen Teollisuussijoitus Oy (2021). Selvitys hallinto- ja ohjausjärjestelmästä 2021. <https://www.tesi.fi/userassets/uploads/2022/03/Selvitys-hallinto-ja-ohjausjarjestelmasta-2021.pdf>

40 Suomen Teollisuussijoitus Oy (2021). Selvitys hallinto- ja ohjausjärjestelmästä 2021. <https://www.tesi.fi/userassets/uploads/2022/03/Selvitys-hallinto-ja-ohjausjarjestelmasta-2021.pdf>

Vuonna 2022 tulos oli kuitenkin negatiivinen ensimmäistä kertaa tarkastelujaksolla. Tesin henkilöstömäärä ja -kulut ovat tarkastelujaksolla kasvaneet. Oman pääoman tuotto on tarkastelujaksolla ollut positiivinen pois lukien vuonna 2022. Parhaimmillaan (2021) oman pääoman tuotto oli 21 prosenttia. On kuitenkin huomioitava, että tarkastelujaksoa edeltävinä vuosina oman pääoman tuotto on ollut selvästi alhaisempi (-4,2 % vuonna 2014). Kulut hallinnoitavia pääomasijoituksia kohti ovat tarkastelujaksolla vähentyneet 0,8 prosentista 0,4 prosenttiin.

Taulukko 3. Tesi-konsernin avainlukuja. Lähde: Tesin vuosikertomukset vuosilta 2017–2022.

| Vuosi | 2022 | 2021 | 2020 | 2019 | 2018 | 2017 | 2016 | 2015 |
|--|---------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|--------|
| Oma pääoma (M€) | 1 929,1 | 1 755 | 1 417 | 1 088 | 996 | 978 | 913 | 868 |
| Tilikauden tulos (M€) | -26 | 338 | 179 | 78 | 55 | 66 | 45 | 86 |
| Oman pääoman tuotto | -1,4 % | 21,3 % | 14,3 % | 7,5 % | 5,5 % | 6,9 % | 5,0 % | 11,2 % |
| Henkilöstömäärä | 48 | 44 | 35 | 37 | 36 | 32 | 34 | 31 |
| Tilikauden palkat ja palkkiot (M€) | 5,8 | 5,0 | 4,6 | 4,2 | 3,9 | 3,7 | 3,9 | 3,6 |
| Kulut per hallinnoitavat pääomasijoitukset | 0,5 % | 0,4 % | 0,5 % | 0,7 % | 0,8 % | 0,6 % | 0,8 % | 0,8 % |
| Rahastosijoituksia, kpl | 111 | 109 | 97 | 92 | 87 | 91 | 93 | 91 |
| Rahastojen kohdeyhtiöiden lkm | 1 060 | 993 | 767 | 665 | 712 | 660 | 677 | 617 |
| Emoyhtiön kohdeyhtiöiden lkm | 104 | 94 | 73 | 51 | 45 | 37 | 36 | 37 |

3.4 Strategia ja tavoitteet

Strategia ja toimintasuunnitelma

Tesin tämänhetkinen, vuoteen 2030 asti ulottuva strategia on laadittu vuonna 2019. Strategia on määrä päivittää kevään 2023 aikana, huomioiden myös tämän arvioinnin suositukset sekä vuoden 2023 alussa aloittaneen uuden toimitusjohtajan painotukset. Pienempiä päivityksiä strategiaan on tehty vuosittain päivitettävän toimintasuunnitelman yhteydessä.

Strategiassa yhtiölle on määritelty kolme pääasiallista tehtävää: 1) Suomen pääomasijoitusmarkkinan kehittäminen ja yksityisen pääoman saatavuuden parantaminen Suomessa, 2) Suomalaisten yritysten toimintaedellytysten parantaminen sekä kasvun ja

kansainvälistymisen edistäminen, ja 3) Liiketaloudellisesti kannattava ja vaikuttavuudeltaan merkittävä toiminta. Edistääkseen markkinan kehitystä ja pääoman saatavuutta, Tesi tunnistaa rahoituksen kapeikkoja sekä tarjoaa rahoitusta kapeikoihin sekä suorina-, että rahastosijoituksina, vahvistaa ulkoisten mandaattiansa toimeenpanoa, lisää rahoituksen kysyntää jakamalla tietoa ja osaamista sekä ylläpitää ja kehittää verkostoja kotimaassa ja kansainvälisesti. Tukeakseen yritysten toimintaympäristöä, Tesi pyrkii edistämään kasvu- ja kansainvälistymishalukkaita yrityksiä, tehostaa tutkimuksen- ja kehitystyön kaupallistamista, uudistaa elinkeinorakenteita elinkeinopoliittisilla sijoituksilla, tasoittaa talouden syklejä sijoituksilla, jotka vaativat tavanomaista suuremman riskin ottamista sekä toimeenpanemalla sijoitusohjelmia (esim. kiertotalous).

Strategiansa mukaisesti Tesi pyrkii varmistamaan toimintansa liiketaloudellista kannattavuutta edellyttämällä sijoituksiltaan pitkän aikavälin kannattavuutta, asettamalla markkinaehtoiset tuottotavoitteet (poikkeuksena korkeamman riskin elinkeinopoliittiset sijoitukset) sekä edistämällä taloudellisen vaikuttavuuden lisäksi muita yhteiskunnallisia vaikuttavuustavoitteita.

Kuvio 15. Yhteenveto Tesin strategiasta. Lähde: Tesi (2023).



Uusimmassa, syksyllä 2022 Tesin hallituksessa hyväksytyssä toimintasuunnitelmassa on kuvattu tarkempi analyysi Tesin sen hetkisestä tilanteesta, markkinaskenaarioista sekä sijoitustoiminnan päälinjat ja strategiset painopisteet vuodelle 2023. Sijoitustoiminnan päälinjojen osalta toimintasuunnitelmassa on korostettu ajankäytön kohdistamista olemassa olevaan portfolioon sekä rahastojen rahoitusvarmuuden takaamiseen ja valittujen alaportfolioiden edistämiseen suorasijoitustoiminnassa. Lisäksi toimenpiteiden osalta korostuvat tiedon jakaminen markkinaa, seurannan ja mittaamisen kehittäminen, ja analytiikan parempi hyödyntäminen.

Yhteiskunnallinen vaikuttavuus ja yritysvastuu

Tesin vuonna 2021 päivittämässä yritys vastuun viitekehyksessä on määritelty Tesin oman toiminnan vastuullisuus (jalanjälki) sekä toiminnan välillinen yhteiskunnallinen vaikuttavuus (kädenjälki). Vastuullisuutta tarkastellaan neljän eri osa-alueen kautta: vauraus, ympäristö (E), ihmiset (S) ja hallinto (G).

Kuvio 16. Tesin yritysvastuun ja yhteiskunnallisen vaikuttavuuden viitekehys. Lähde: Tesi (2022).



Tesi on määritellyt viisi vaikuttavuusteemaa, joiden pohjalta sijoittamalla Tesi pyrkii edistämään YK:n Agenda 2030:n kestävä kehityksen tavoitteita: 1) kestävä tuotanto ja resurssitehokkuus, 2) kestävä kulutus ja kaupungit, 3) uusiutuva energia ja energiatehokkuus, 4) terveys ja hyvinvointi, 5) oppiminen ja yhdenvertaisuus⁴¹. Vaikuttavuusteemat ohjaavat jossain määrin Tesin sijoituksia ja niiden toteutumisesta raportoidaan. Tesin kiertotalousohjelma (75 M€:n sijoitusvarallisuus) toimii pilottina vaikuttavuussijoittamisessa.

3.5 Työnjako muiden julkisten rahoittajien kanssa

Kuten edellä on todettu, Tesin toimintakenttään on viime vuosina vaikuttanut olennaisesti muun julkisen rahoituksen kehitys, erityisesti Business Finland Venture Capital (BFVC) Oy:n sekä Ilmastorahaston (IR, aiemmin Vake Oy) perustaminen. Seuraavassa on kuvattu lyhyesti näiden julkisten pääomasijoittajien välistä työnjakoa ja yhteistyötä. Työnjaon toimivuus erityisesti BFVC:n ja IR:n kanssa on ollut yksi arvioinnin keskeisistä kysymyksistä. Tähän liittyviä havaintoja on kuvattu tarkemmin arvioinnin luvussa 4.

Ilmastorahasto

Ilmastorahasto Oy on 21.12.2020 perustettu erityistehtäväyhtiö. Ilmastorahasto perustettiin, kun vuoden 2020 syyskuun budjettiriihessä linjattiin, että Valtion kehitysyritys Vake Oy siirretään TEM:n omistajaohjaukseen ja nimi muutetaan Ilmastorahasto Oy:ksi. Ilmastorahasto keskittyy ilmastomuutoksen torjuntaan ja teollisuuden vähähiilisuuden vauhdittamiseen sekä digitalisaation edistämiseen Suomessa. Sen taseessa oli vuoden 2022 lopussa noin 3 miljardia euroa ja se oli tehnyt sijoituspäätöksiä 74,4 miljoonan euron edestä, joista valtaosa oli pääomainoja.^{42 43} Valtioneuvoston yleisistunto päätti yhtiön lisäpääomittamisesta 200 miljoonalla eurolla 24.11.2022, ja TEM:n ja Ilmastorahaston välinen sopimus allekirjoitettiin 30.11.2022.

Tällä hetkellä Ilmastorahasto on työ- ja elinkeinoministeriön ohjaama valtion erityistehtäväyhtiö, johon sovelletaan osakeyhtiölakia, arvopaperimarkkinalakia sekä valtion yhtiöomistuksesta ja omistajaohjauksesta annettua lakia sekä yhtiöjärjestyksen määräyksiä. Ilmastorahastoa koskeva pääasiallinen omistajaohjausasiakirja on 21.12.2020 julkaistu toimiohje, jossa määritellään sen pääasialliset tavoitteet ja toiminnan periaatteet.

41 Suomen Teollisuussijoitus Oy (2022). Vaikuttavuuskatsaus, Syksy 2022. https://www.tesi.fi/userassets/uploads/2022/08/Vaikuttavuuskatsaus_2021_korj..pdf

42 Ilmastorahasto. Ilmastorahaston talous. <https://www.ilmastorahasto.fi/ilmastorahaston-talous/>

43 Ilmastorahasto. Tilinpäätös ja toimintakertomus 2021. <https://www.ilmastorahasto.fi/wp-content/uploads/Ilmastorahasto-tilinpaatos-2021.pdf>

Ilmastorahasto myöntää oman ja vieraan pääoman ehtoista rahoitusta sekä välirahoitusta, ja se voi myös perustaa tai tehdä sijoituksia rahastoihin. Tesistä poiketen, Ilmastorahaston luonteeseen kuuluu, että se pyrkii toteuttamaan yhteiskunnallista tehtäväänsä mahdollisimman tehokkaasti, eikä se ei pyri maksimoimaan oman toimintansa tuottoja. Se voi myös käyttää valtiontukea osana rahoitusinstrumenttejaan ja näin ollen ottaa kovempaa riskiä, luopua osittain tai kokonaan voitoista tai muutoin olla rahoitusinstrumenteillaan tukemassa yksityisen rahoituksen ja/tai EU-rahoituksen toteutumista. Tästä huolimatta sijoitusten ja rahoituksen toiminnan kohteiden tulee toiminnaltaan olla pitkällä aikavälillä arvioiden itsekannattavaa. Yhtiön tulee myös ottaa rahoitustoiminnassaan huomioon additionaliteetti, eli hankkeeseen tehtävän investoinnin tulee olla sellainen, ettei se muuten toteutuisi, tai se toteutuu intervention ansiosta aikaisemmin tai suurempana. Ilmastorahasto toimii pääsääntöisesti pääomiensa tuotoilla.⁴⁴

Ilmastorahasto Oy -nimistä valtion kokonaan omistaa osakeyhtiötä koskeva hallituksen esitys (HE 116/2022) hyväksyttiin eduskunnassa vuoden 2023 alussa ja laki⁴⁵ astui voimaan helmikuussa 2023 (tämän arvioinnin ollessa käynnissä). Laissa säädettiin muun muassa yhtiön tarkoituksesta, organisoinnista, ja taloudellisista toimintaperiaatteista sekä mahdollisuudesta käyttää valtiontukea sijoitus- ja rahoitustoiminnassaan. Lain myötä Ilmastorahasto voi yhdistellä markkinaehtoista ja tukimuotoista asymmetristä rahoitustoimintaa, mikä mahdollistaa markkinaehtoista edullisempien rahoitusehtojen tarjoamisen. Kyse ei kuitenkaan ole avustusmuotoisesta rahoituksesta, vaan valtiontuen yhdistämisestä muutoin markkinaehtoiseen rahoitukseen. Käytännössä tämä tarkoittaa, että yhtiö voi valtiontukea koskevien säännösten ja määräysten puitteissa päätöksellään ottaa sijoitustoiminnassaan ja muussa rahoitustoiminnassaan suurempaa riskiä tai tyytyä pienempään tuottoon kuin mitä yksityiset sijoittajat ovat tai olisivat valmiita hyväksymään. Ensisijaisina sijoituskohteina ovat teollisen mittaluokan skaalaukset, joissa on kyse esimerkiksi uuden teknologian demonstraatiovaiheen hankkeista. Näiden sijoitusten kokoluokka on tyypillisesti 10–50 miljoonaa euroa. Hallituksen esityksessä korostettiin myös, että Ilmastorahaston on keskityttävä rahoituksessaan alueille, joihin muiden (esimerkiksi Suomen Teollisuussijoitus Oy:n, Finnvera Oyj:n tai Business Finlandin) toimijoiden toimet eivät yllä tai joissa eri toimijoiden toimet täydentävät ja tukevat toisiaan.⁴⁶

44 Ilmastorahaston talous. Ilmastorahaston toimiohje. <https://www.ilmastorahasto.fi/wp-content/uploads/Ilmastorahaston-toimiohje.pdf>

45 Finlex. Laki Ilmastorahasto Oy -nimisestä valtion kokonaan omistamasta osakeyhtiöstä (173/2023). <https://finlex.fi/fi/laki/alkup/2023/20230173>

46 Työ- ja elinkeinoministeriö. Hallituksen esitys eduskunnalle laiksi Ilmastorahasto Oy -nimisestä valtion kokonaan omistamasta osakeyhtiöstä. <https://tem.fi/hanke?tunnus=TEM092:00/2021>

Tesin antamassa, hallituksen esitystä koskevassa lausunnossa korostetaan politiikkakoherenssia ja päällekkäisen toiminnan karsimista. Lausunnossa todetaan, että nykyisten valtion omistamien yhtiöiden toiminta kattaa jo rahastosijoitukset, suorat osakesijoitukset ja oman pääoman ehtoiset lainainstrumentit kasvuyrityksiin, sekä vieraan pääoman ehtoiset junior-lainainstrumentit kasvuyrityksille. Näin ollen Ilmastorahaston tulisi Tesin lausunnon mukaan pitäytyä muissa kuin edellä mainituissa keinoissa, eikä hakeutua tai ajautua omistajan rooliin kohteissaan.⁴⁷

Ilmastorahasto on arvioitu vuonna 2022. Arvioinnin havaintojen mukaan sillä on selkeä rooli erityisrahoituslaitoksena, eikä sen toiminta ole päällekkäistä muiden valtiollisten rahoituslaitosten kanssa. Arvioinnissa suositeltiin muun muassa strategisen keskustelun aloittamista siitä, missä määrin Ilmastorahaston sijoitusten riskitasoa on syytä nostaa esimerkiksi käytössä olevaa rahoitusinstrumenttivalikoimaa laajentamalla. Arviointiraportissa todettiin myös, että Ilmastorahastoa tulisi lisäpääomittaa 300 miljoonalla eurolla, jotta se pystyisi toteuttamaan tavoitteen mukaisen 130 miljoonan euron vuosittaisen rahoitusvolyymin vuosina 2023–2026. Valtioneuvoston yleisistunto päätti yhtiön pääomittamisesta 200 miljoonalla eurolla 24.11.2022. 100 miljoonaa euroa esitettiin myöhempää pääomittamista varten.⁴⁸

Business Finland Venture Capital Oy

Business Finland Venture Capital Oy (BFVC) on Suomen valtion kokonaan omistama erityistehtäväyhtiö, joka kuuluu työ- ja elinkeinoministeriön hallinnonalaan ja sen omistajaohjauksesta vastaa Innovaatiorahoituskeskus Business Finland. Yhtiö on perustettu vuonna 2014. Yhtiön tehtävänä on edistää yritysten alkuvaiheen liiketoimintaa perustamalla uusia rahastoja, tekemällä oman ja vieraan pääoman ehtoisia sijoituksia rahastoihin ja myöntämällä takauksia pääomarahastojen yksityisille sijoittajille (L 967/2013 2 §).

BFVC:llä (tilanne huhtikuussa 2023) on rahasto-osuuksia 14 eri rahastossa, joista seitsemän on tehty yhtiön valtioneuvoston tukiohjelman perustuen alkavan vaiheen yrityksiin sijoitaviin pääomarahastoihin. Yhtiöllä on Euroopan investointirahaston (EIR) kanssa yhteinen EAF Finland -enkelirahasto, joka tekee yhteissijoituksia alkavan vaiheen yrityksiin valikoitujen suomalaisten enkelisijoittajien kanssa. Yhtiöllä on myös kuusi rahasto-osuutta niin sanotuissa Vigo-kiihdyttämörahastoissa. BFVC:n antamien sijoitussitoumusten yhteismäärä on noin 81 miljoonaa euroa ja sen kohderahastojen koko on yhteensä noin 217 miljoonaa euroa.

47 Tesin lausunto talousvaliokunnalle 8.11.2022 koskien hallituksen esitystä eduskunnalle laiksi Ilmastorahasto Oy -nimisestä valtion kokonaan omistamasta osakeyhtiöstä (HE 116/2022 vp).

48 Työ- ja elinkeinoministeriö (2022). Ilmastorahasto Oy:n ulkoinen arviointi. <https://www.ilmastorahasto.fi/wp-content/uploads/Ilmastorahaston-ulkoinen-arviointi-20221201.pdf>

Tesistä poiketen BFVC tekee markkinaehtoisten sijoitusten lisäksi valtiontukea sisältäviä rahastosijoituksia, jotka perustuvat sen joulukuussa 2020 voimaan tulleeseen riskirahoitusohjelmaan. Tietyissä tapauksissa hyödynnetty valtiontukikomponentti perustuu epäsymmetriseen voitonjakoon, josta hyötyvät kohderahastojen yksityiset sijoittajat. Epäsuorasti valtiontuesta hyötyvät kuitenkin myös sijoitukset kohteena olevat yritykset.

Arvioinnin aikana 15.12.2022 voimaantullut lakimuutos (HE 266/2022) ulottaa valtiontukikomponentin koskemaan myös erityistapauksissa tehtäviä BFVC:n suoria teollisuuspoliittisia pääomasijoituksia. Lakimuutoksesta huolimatta toiminnan painopisteenä olisi kuitenkin alkuvaiheen riskirahoituksen edistäminen. Käytännössä teollisuus- ja elinkeinopoliittiset sijoitukset olisivat poikkeuksellisia, TEM:n toimeksiantoihin pohjautuvia toimenpiteitä, jotka yhtiö voisi siirtää hallinnointisopimuksella esimerkiksi Tesin hallinnoitaviksi. Tukielementti voisi olla luonteeltaan esimerkiksi sellainen, että valtio luopuisi osasta korkotuotostaan vaihtovelkakirjalainajärjestelyissä. Järjestelyssä esimerkiksi lainan korko voitaisiin sopia markkinaehtoista korkoa alemmalle tasolle. Tesin antamassa lausunnossa yhtiö puolsi tehtävää lakimuutosta, mutta korosti, että markkinahäiriöiden välttämiseksi valtiontukea sisältävät sijoitukset tulisi olla viimesijainen keino. Tesi ei myöskään nähnyt lakimuutoksen tuottavan päällekkäistä toimintaa muiden valtionomistamien sijoitusyhtiöiden kanssa.

BFVC:n riskirahoitusohjelma on arvioitu vuonna 2018. Arvioinnin keskeisissä tuloksissa todetaan muun muassa, että toiminta on kohdentunut tärkeälle markkinapuutealueelle ja se on onnistunut tehokkaasti myötävaikuttamaan uusien alkuvaiheen pääomasijoitusrahastojen syntymiseen sekä edistänyt uusien sijoittajien sijoittamista VC-rahastoihin. Keskeisimpiä suosituksia olivat muun muassa ehtojen muuttaminen niin, että kotimaisuusastevaatimusta lievennettäisiin ja kohderahastojen maksimikokoa suurennettaisiin. Tämän lisäksi arvioinnissa suositeltiin tiiviimpää yhteistyötä Tesin kanssa.⁴⁹

Yhteenveto Tesin, BFVC:n ja Ilmatorahaston rooleista

Tarkasteltaessa Tesin, BFVC:n ja Ilmatorahastojen rooleja dokumenttiaineiston pohjalta havaitaan, että vaikka toimijoiden työnjaossa on tiettyjä yleisen tason päällekkäisyyksiä (kaikki tekevät pääomasijoituksia), on niiden välillä tunnistettavissa myös selviä ja perusteltuja eroja. Ilmatorahasto on erityisesti ekologiseen vaikuttavuuteen erikoistunut rahoituslaitos, jonka pääasiallinen rahoitusinstrumentti on pääomalainat. Se sijoittaa sekä rahastoihin, että kohdeyrityksiin. BFVC puolestaan sijoittaa ainoastaan rahastoihin, mutta pääasiallisesti varhaisemman vaiheen kuin Tesi. BFVC:n roolina on toimia uusien rahastojen käynnistäjänä, kun taas Tesillä fokus on jo vakiintuneempien rahastotiimien

49 Maula, M. (2018). Business Finland Venture Capital Oy:n riskirahoitusohjelman arviointi. Raportti 9/2018. Business Finland. <https://www.businessfinland.fi/globalassets/julkaisut/bfvc-arviointiraportti-2018.pdf>

rahoittamisessa. Sekä Ilmastorahaston että BFVC:n rahoitusehdot eroavat Tesin rahoitusehdoista olennaisesti siinä mielessä, että ne pystyvät tarjoamaan rahoitusta epäsymmetrisin ehdoin, eli niin, että niissä on mukana valtiontukikomponentti. Tesi on siis toimijoista ainoa, joka on puhtaasti markkinaehtoinen toimija.

Taulukko 4. Tesin, Ilmastorahaston ja BFVC:n vertailu.

| | Tesi | Ilmastorahasto | BFVC |
|---------------------------------------|---|--|---|
| Perustiedot | Valtion omistama erityistehäväyhtiö, TEM:n omistajan ohjauksessa, perustettu 1994 | Valtion omistama erityistehävä yhtiö, perustettu 2020 Vaken pohjilta | Valtion omistama erityistehävä yhtiö, BF:n omistajan ohjauksessa, perustettu 2014 |
| Ohjaus | TEM (Innovaatiot- ja yritysrahoitusosasto) | TEM (ohjausyksikkö) | Business Finland (BF:n ohjauksesta vastaa TEM:n innovaatiot- ja yritysrahoitusosasto) |
| Portfolio | Rahastosijoitusten lkm: 111 Kohdeyhtiöiden lkm: 1060 | 15 rahoituspäätöstä, joista 14 kpl pääomainoja ja 1 rahastosijoitus | Rahastosijoitusten lkm: 14 |
| Henkilöstö | 48 | 24 | 3 |
| Asymmetriset sijoitukset/ valtiontuki | Ei | Kyllä | Kyllä |
| Ensisijainen rooli/ mandaatti | Pääomasijoitusmarkkinan kehittäminen; teollisuuspoliittiset sijoitukset | Ilmastoratkaisujen rahoittaminen vaikuttavuusperusteisesti | Rahastojen käynnistäminen |
| Rahastot vs. suorat sijoitukset | Molemmat (vain markkinaehtoiset) | Ensisijaisesti suorat pääomainat (rahastosijoitukset mahdollisia mutta ei fokusessa) | Rahastosijoitukset, myös asymmetriset ⁵⁰ |
| Sijoituskohteiden elinkaaren vaihe | VC, Growth, Buyout | Kehittyneet yritykset ja uudet tai etabloituneet rahastot | Elinkaaren alkuvaiheen yritykset |
| Teemat/toimialat | Yleisesti ei fokusta, joitakin teemoja ja ohjelmia | Ilmastoratkaisut | Ei toimialafokusta |

50 2022 lakimuutoksen myötä myös suorat teollisuuspoliittiset sijoitukset erityistapauksissa, mutta sijoitusten hallinnointi kuitenkin Tesissä.

Julkisten pääomasijoittajien väliseen työnjakoon ja yhteistyöhön on kiinnitetty huomioita myös useissa aikaisemmissa selvityksissä. Esimerkiksi vuonna 2019 toteutetussa, selvitysmies Jouni Hakalan selvityksessä suositeltiin valtion pääomasijoitustoimintojen keskitämistä siten, että ensimmäisessä vaiheessa Vake Oy yhdistettäisiin Tesiin, jonka jälkeen toisessa vaiheessa arvioitaisiin Tesin ja BFVC:n yhdistäminen.⁵¹ Valtion pääomasijoitus-toimintaa harjoittavien yhtiöiden omistusten kriittistä tarkastelua esitettiin myös yhtenä mahdollisena toimenpiteenä julkisen talouden tasapainottamiseksi valtiovarainministeriön keväällä 2023 julkaisemassa julkisen talouden meno- ja rakennekartoituksessa. Sen mukaan ”osinkoa tuottavia pääomia voitaisiin siirtää takaisin valtioneuvoston kanslialle, jotta osinkotulot tuloutuisivat budjettitalouteen. Lisätuloutus voisi olla suuruusluokaltaan 50–80 miljoonaa euroa vuodessa.”⁵²

Työnjako muiden julkisten rahoittajien kanssa

BFVC:n ja Ilmastorahaston lisäksi Tesillä on tiivistä yhteistyötä muiden julkisten rahoittajien, erityisesti Business Finlandin ja Finnveran kanssa. Tesin yhteistyö ko. organisaatioiden kanssa ei ole tämän arvioinnin fokuksessa, mutta rajapinta ja työnjako on tärkeää huomioida.

Business Finland tarjoaa innovaatorahoitusta ja kansainvälistymispalveluita yrityksille ja tutkimusorganisaatioille sekä edistää Suomeen kohdistuvaa matkailua sekä investointeja. Rahoitusinstrumentteihin kuuluvat avustukset ja lainat, mikä lisäksi rahoituskeskus tarjoaa palveluita (esim. kansainvälistymispalvelut, ohjelmalvelut) asiakkailleen. Business Finlandin ohjauksesta vastaa työ- ja elinkeinoministeriö (innovaatiot- ja yritysrahoitusosasto). Business Finland puolestaan vastaa sen tytäryhtiön BFVC:n ohjauksesta. Business Finlandin toimintaa ohjaavat sitä koskeva erityislainsäädäntö sekä kansalliset ja EU-tason valtioneuvostokäytännöt.

Finnvera Oyj on Suomen valtion kokonaan omistama erityisrahoitusyhtiö. Finnveran pääasiallisena roolina on täydentää rahoitusmarkkinoita tarjoamalla yrityksille lainoja, takauksia ja vientitakuita. Valtion Finnveralle asettamia elinkeino- ja omistajapoliittisia tavoitteita ovat muun muassa yritystoiminnan lisääminen, pienten ja keskisuurten yritysten muutostilanteiden rahoituksen mahdollistaminen sekä yritysten kasvun, kansainvälistymisen ja viennin edistäminen.

51 Hakala, J. (2019). Selvitys valtion sijoitusyhtiöistä.

52 Valtiovarainministeriö (2023). Julkisen talouden meno- ja rakennekartoitus. Valtiovarainministeriön julkaisu – 2023:13, s.99.

Yhtiön tehtävänä on korjata rahoituspalvelujen tarjonnassa esiintyviä puutteita, minkä vuoksi pääsääntönä on riskinjako muiden rahoittajien kanssa. Valtio osallistuu yhtiön pk-yrityksille kohdennettavan kotimaan rahoitustoiminnan luotto- ja takaustappioiden korvaamiseen, minkä vuoksi yhtiö voi lainaustoiminnassaan ottaa suurempia riskejä kuin pankit. Finnvera on Suomen virallinen vientitakuulaitos eli Export Credit Agency (ECA). Finnveran toimintaa ohjaavat sitä koskeva erityislainsäädäntö, valtion asettamat elinkeino- ja omistajapoliittiset tavoitteet sekä yhtiön oma strategia.

4 Havainnot Tesin toiminnasta

Tässä luvussa on kuvattu arvioinnin keskeiset havainnot perustuen Tesin sijoitustoiminnan analyysiin (luku 4.1) sekä arvioinnissa toteutettuihin haastatteluihin (luku 4.2.). Luvussa ei esitetä arvioinnin johtopäätöksiä tai suosituksia, jotka on kuvattu luvussa 6.

4.1 Tesin sijoitustoiminnan kehitys

4.1.1 Hallinnoitavat pääomasijoitukset

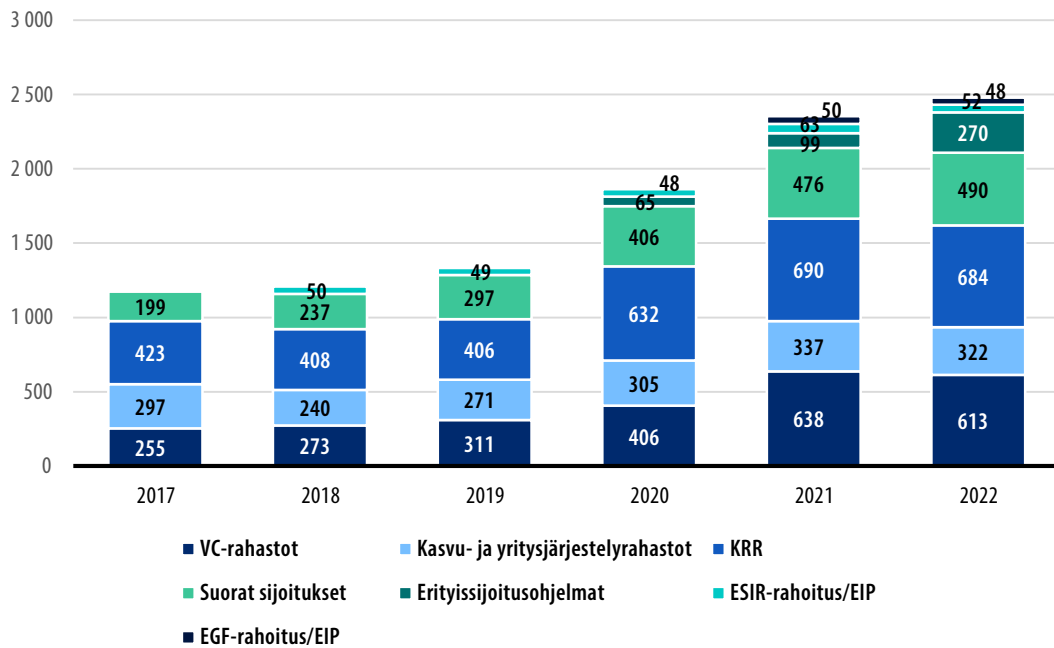
Tesin hallinnoitavat pääomasijoitukset ovat lähes kaksinkertaistuneet 1 174 miljoonasta eurosta vuonna 2017 noin 2 496 miljoonaan euroon vuonna 2022. Kasvua on tapahtunut kaikissa sijoitusluokissa, minkä lisäksi koronavuosien erityissijoitusohjelmat ovat tulleet uutena luokkana vuonna 2020 ja EGF-rahoitus vuonna 2021. Suurimmat sijoitusluokat tarkastelujaksolla olivat kasvurahastojen rahastot (33 %, huom. sisältää 406 M€ työeläkeyhteisöjen pääomia) ja VC-rahastot (24 %). Suorien sijoitusten osuus oli 20 prosenttia, ja kasvu- ja yritysjärjestelyrahastojen 18 prosenttia. Euromääräisesti eniten kasvua on tapahtunut venture capital -rahastoissa (383 M€), suorissa sijoituksissa (277 M€) ja kasvurahastojen rahastoissa (267 M€).

Osan vuosien 2020–2022 pääomien kasvusta selittää koronapandemian vuoksi aloitetut erityissijoitusohjelmat, jotka rahoitettiin kokonaan valtion pääomituksilla, ja jotka palautuvat valtiolle siinä määrin kuin ohjelmista kertyy palautuksia. Vuoden 2022 loppuun mennessä pääomituksien erityissijoitusohjelmia varten olivat yhteensä 350 miljoonaa euroa ja sijoitettavia varoja oli jäljellä 95 miljoonaa euroa.⁵³ Erityissijoitusohjelmat lopetettiin ensisijoitusten osalta maaliskuussa 2022, mutta jatkosijoitukset niiden kautta ovat edelleen mahdollisia.⁵⁴

53 Suomen Teollisuussijoitus Oy (2022). Vuosikertomus 2021, taloudellinen katsaus.

54 Suomen Teollisuussijoitus Oy (2023). Vuosikertomus 2022.

Kuvio 17. Hallinnoitavat pääomasijoitukset (miljoonaa euroa).⁵⁵ Lähde: Tesin vuosikertomus 2022.

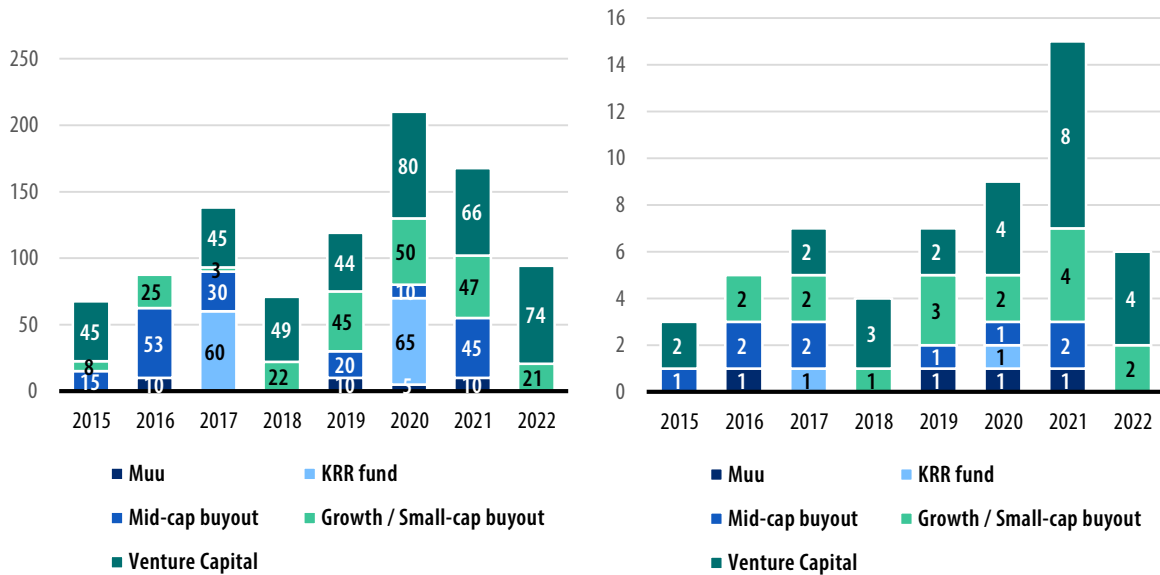


4.1.2 Rahastosijoitukset

Tesin rahastosijoitusten vuosittainen kokonaisvolyymi on vaihdellut reilun 70 miljoonan euron ja 210 miljoonan euron välillä vuosina 2015–2022. Koronavuosina 2020–2021 on sijoituksia tehty eniten. Sijoitukset KRR-rahastoihin vuosina 2017 ja 2020 nostavat rahastosijoitusten kokonaisvolyymiä kyseisinä vuosina. Sijoitukset ovat kohdentuneet erityisesti venture capital -vaiheen rahastoihin (poikkeuksena vuosi 2016) sekä growth/small-cap buyout -vaiheen rahastoihin. Mid-cap buyout -vaiheen rahastoihin sijoituksia on tehty vaihdellen, erityisesti vuosina 2016 ja 2021. Lukumääräisesti eniten rahastosijoituksia on tehty venture capital -vaiheen rahastoihin. Growth/small-cap buyout rahastoihin on tehty vuosittain 0–4 sijoitusta ja mid-cap -buyout rahastoihin 0-2 kappaletta. Vuonna 2020 tehtiin eniten rahastosijoituksia, yhteensä 15 kpl. Muina vuosina rahastosijoitusten lukumäärä on vaihdellut 2–9 kappaletta välillä.

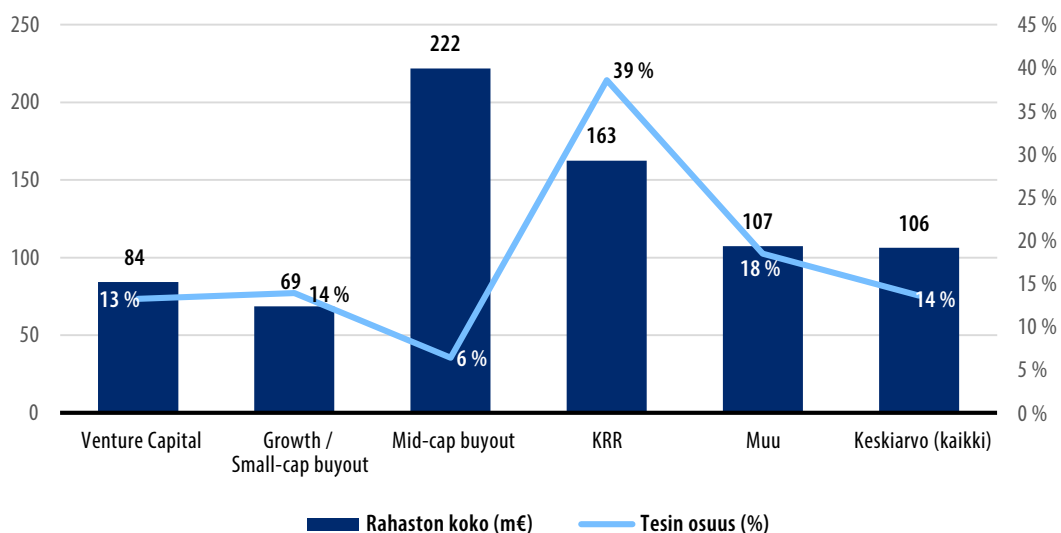
⁵⁵ Tesin hallinnoimat KRR:t (4kpl) sisältävät yhteensä 405 miljoonan euron arvosta työeläkeyhtiöiden pääomia.

Kuvio 18. Vasen: Tesin rahastosijoitukset kotimaisiin rahastoihin 2015–2022 (€). Ei sisällä KRR:n kautta tehtyjä sijoituksia. Oikea: Tesin rahastosijoitukset kotimaisiin rahastoihin 2015–2022 (kpl). Ei sisällä KRR:n kautta tehtyjä sijoituksia.



Tesin osuus eri vaiheen rahastoissa oli keskimäärin 14 prosenttia vuosina 2015–2022. KRR:ssa osuus on ollut 39 prosenttia, venture capital -rahastoissa 13 prosenttia, growth/small-cap buyout -rahastoissa 14 prosentti ja mid-cap buyout -rahastoissa kuusi prosenttia. Luvuissa on mukana vain ne rahastot, joihin Tesi on sijoittanut suoraan tai KRR:n kautta.

Kuvio 19. Tesin rahastositoumusten keskimääräinen osuus rahastosta sekä rahastojen keskimääräinen koko, vuosien 2015–2022 keskiarvot. Mukana vain rahastot, joihin Tesi on sijoittanut.

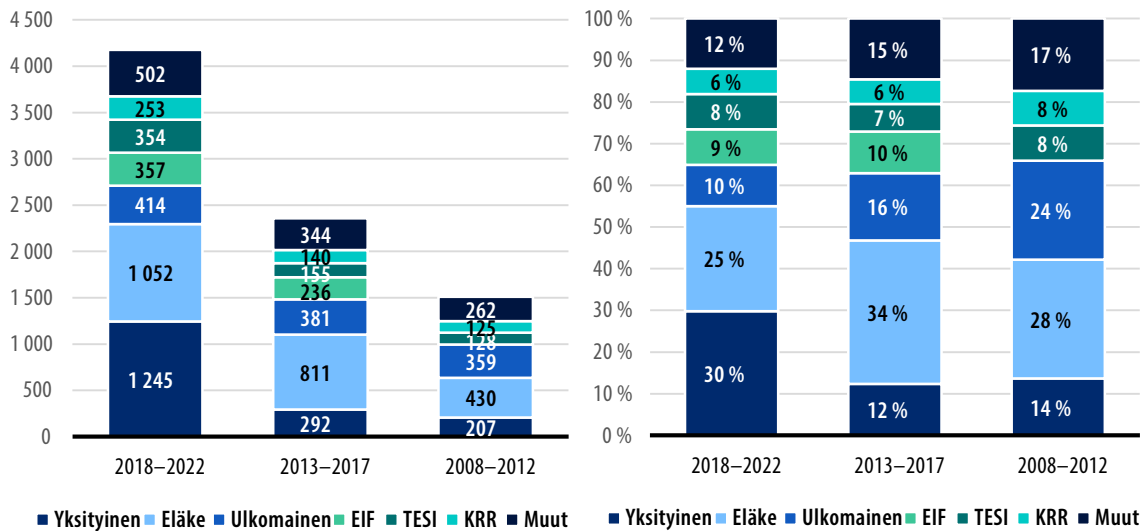


4.1.3 Tesin rooli rahastojen varainkeruussa

Tesin roolia rahastojen varainkeruussa tarkasteltiin arvioinnissa Tesiltä saadun aineiston perusteella. Aineistossa on mukana kaikki rahastot, joihin Tesi on sijoittanut, sekä lisäksi muita Tesin seurannassa olevia rahastoja. On kuitenkin mahdollista, että aineistosta puuttuu joitakin rahastoja erityisesti varhaisemmilta vuosilta.

Rahastojen sijoitusvarallisuus Suomessa on lähes kolminkertaistunut 1 510 miljoonasta eurosta 4 177 miljoonaan euroon tarkastelujaksolla 2008–2022. Vuosina 2018–2022 varainkeruun suurimmat lähteet olivat yksityiset sijoittajat (1 245 M€; 30 %) ja eläkeyhtiöt (1 052 M€; 25 %). Ulkomaisista lähteistä kerättyä sijoitusvarallisuutta oli yhteensä 414 miljoonaa euroa (10 %) ja EIR:n kautta kerättyä 357 miljoonaa euroa (9 %). Tesin volyyymi oli 354 miljoonaa (8 %) ja KRR lähes yhtä paljon 253 miljoonaa euroa (6 %). Loppuosa varallisuudesta tuli muista lähteistä (502 M€; 12 %).

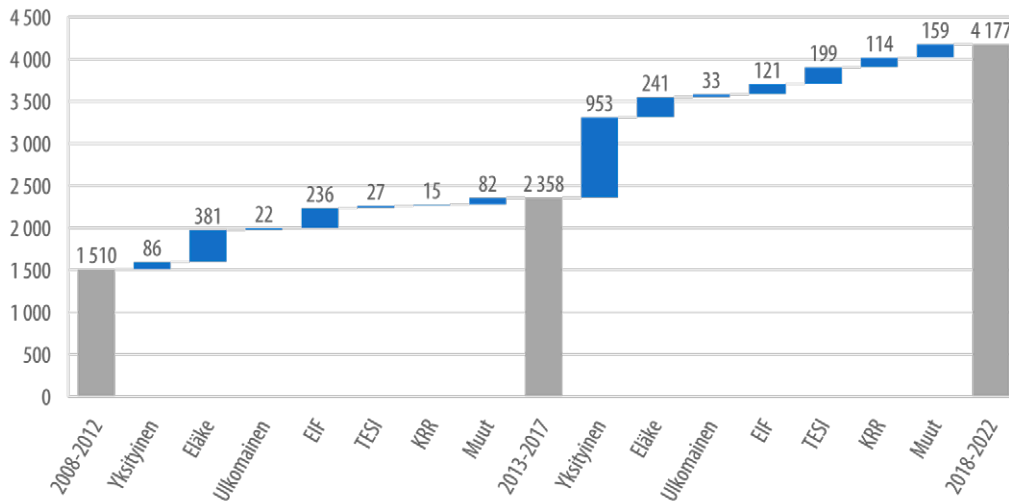
Kuvio 20. Vasen: Rahastojen sijoittajat, varainkeruu 2008–2018. Oikea: Rahastojen sijoittajat, varainkeruu 2008–2022.



Ensimmäisen (2008–2012) ja toisen periodin (2013–2017) välillä suurin euromääräinen kasvu tapahtui eläkeyhtiöiden kautta kerätyissä sijoituksissa (+381 M€) ja EIR:n kautta kerätyissä sijoituksissa (+236 M€). Varainkeruu Tesin kautta kasvoi 27 miljoonaa ja KRR:n kautta 15 miljoonaa euroa. Lisäksi EIR tuli mukaan uutena varainkeruun lähteenä. Yksityinen sijoitusvarallisuus kasvoi 86 miljoonaa euroa. Osuuksissa mitattuna eläkeyhtiöiden suhteellinen osuus kasvoi kuusi prosenttiyksikköä ja EIR:n kymmenen prosenttiyksikköä. Muiden lähteiden suhteellinen osuus pieneni ensimmäisen ja toisen tarkasteluperiodin välillä.

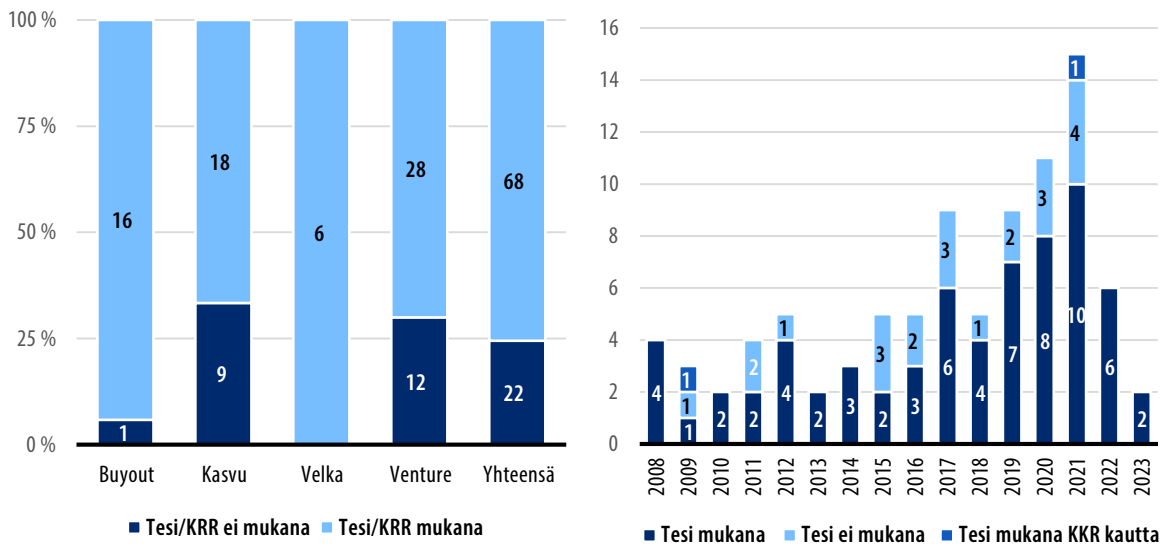
Toisen (2013–2017) ja kolmannen periodin (2018–2022) välillä kasvua tapahtui eniten. Euromääräisesti kasvu oli erityisen suurta yksityisistä lähteistä kerätyssä sijoitusvarallisuudessa (+953 M€). Eläkeyhtiöiltä kerätty varallisuus kasvoi 241 miljoonaa euroa ja ulkomaisista lähteistä 33 miljoonaa euroa. Tesin kautta kerätty varallisuus kasvoi 199 miljoonaa euroa ja KRR:n kautta 144 miljoonaa euroa. Myös EIR sijoitti suomalaisiin rahastoihin huomattavasti enemmän (121 M€). Suhteellisissa osuuksissa mitattuna kasvu oli suurinta yksityisessä varallisuudessa (+ 17 prosenttiyksikköä). Tesin ja KRR:n yhteenlaskettu osuus kasvoi kaksi prosenttiyksikköä. Muiden varallisuuserien suhteellinen osuus pieneni toisen ja kolmannen periodin välissä. Suhteellisesti eniten pieneni eläkeyhtiöiden osuus (–9 prosenttiyksikköä) sekä ulkomaisen varallisuuden osuus (– 6 prosenttiyksikköä). Suhteellisten osuuksien pieneneminen selittyy ennen kaikkea yksityisen varallisuuden runsaalla kasvulla. Kuten edellä on mainittu, euromääräisesti varainkeruu kasvoi kaikissa lähteissä.

Kuvio 21. Rahastojen sijoittajat, muutos (M€) 2008–2022.



Tesin oman seuranta-aineiston mukaan Tesi on ollut mukana 76 prosentissa vuoden 2008 jälkeen perustetuista rahastoista (ml. 2 rahastoa, johon Tesi on sijoittanut ainoastaan KRR:n kautta). Sijoitusvarallisuudeltaan ne rahastot, joissa Tesi on ollut mukana käsittävät 82 prosenttia rahastojen keräämästä sijoitusvarallisuudesta. Rahastoja, joissa Tesi ei ole ollut mukana on yhteensä 22 kappaletta. Näistä kuitenkin kahdeksassa Tesi on tullut myöhemmässä vaiheessa mukaan saman yhtiön seuraavaan rahastoon – tai se on ollut mukana aikaisemmassa, mutta ei enää myöhemmässä vaiheessa. Monet rahastoista ovat olleet sellaisia, joissa BFVC tai Ilmastorahasto (1 rahasto) ovat olleet mukana. Sellaisia rahastoja, joissa mikään näistä toimijoista ei ole ollut mukana missään vaiheessa, on aineiston perusteella yhteensä 11 kappaletta.

Kuvio 22. Tesin ja KRR:n rooli rahastojen varainkeruussa vuosina 2008–2022. Otoksessa Tesin seuraamat pääomarahastot, jotka on perustettu vuoden 2008 jälkeen. On mahdollista, että markkinaan on tullut rahastoja, jotka eivät ole mukana seurannassa.

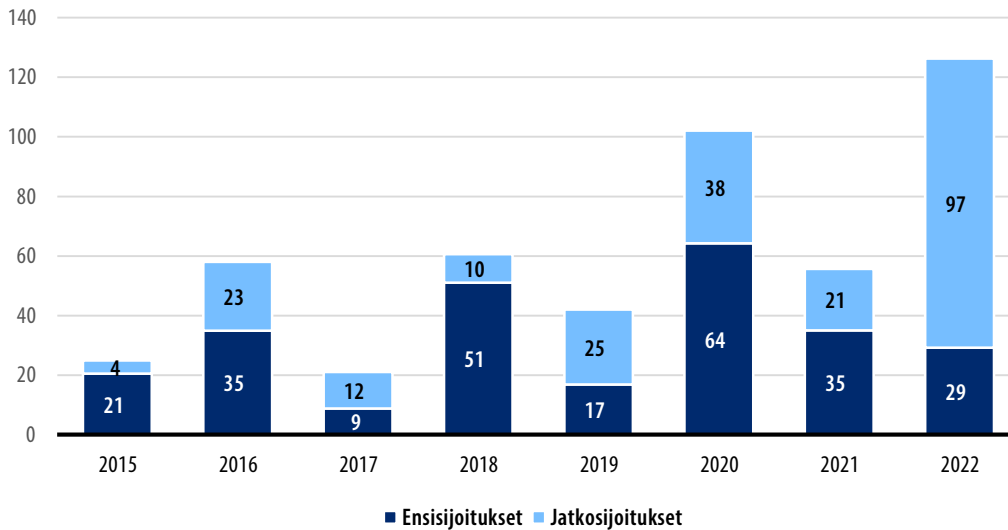


4.1.4 Suorat sijoitukset

Yleiskuva

Tesin suorien sijoitusten kokonaisvolyymi on vaihdellut vuosittain, mutta trendi on ollut kasvava.⁵⁶ Vuodet 2020 ja 2022 erottuvat erityisen suurina sijoitusvolyymeiltään ja vastaavasti vuodet 2015 ja 2017 pieninä. Vuosien 2015–2022 suorat sijoitukset ovat olleet yhteensä 490,5 miljoonaa euroa. Tesin suorat sijoitukset voidaan jakaa ensi- ja jatkosijoituksiin. Ensisijoitukset tarkastelujaksolla ovat olleet hieman suuremmat (260,4 M€) kuin jatkosijoitukset (230,1 M€). Vuosittainen vaihtelu on kuitenkin suurta. Esimerkiksi vuonna 2022 Tesi teki yli kolme kertaa enemmän jatkosijoituksia (97,1 M€) kuin ensisijoituksia (29,2 M€). Muina vuosina ensisijoituksia on tehty huomattavasti enemmän tai lähes saman verran.

⁵⁶ Aiemmin Finnveran hallinnoitavana ollut EAKR-Aloituserahaston portfolio siirtyi Tesille syksyllä 2021. EAKR-Aloituserahaston sijoitukset eivät ole mukana esitetyissä luvuissa.

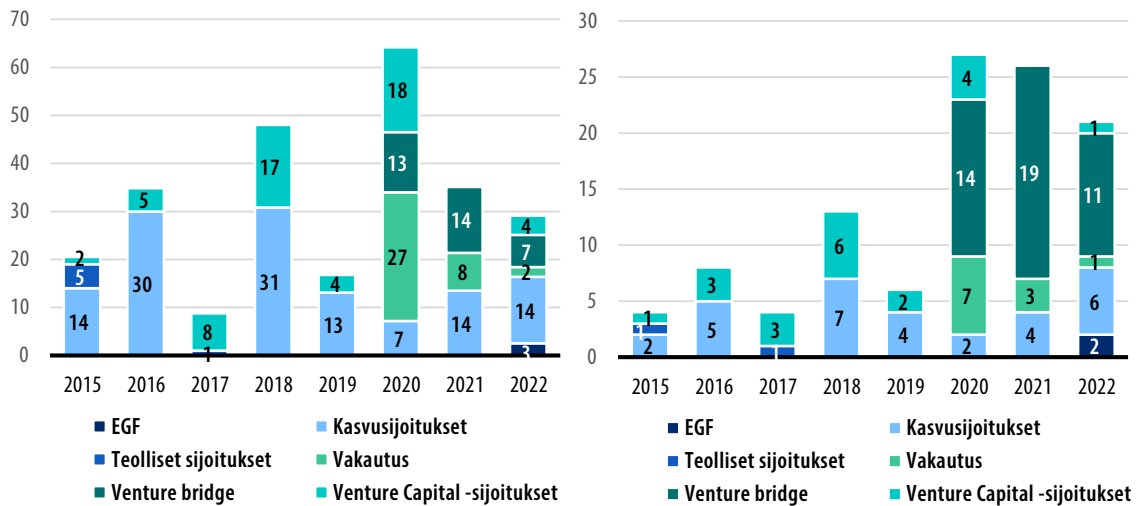
Kuvio 23. Ensi- ja jatkosijoitukset, suorat (M€). Ei sisällä KRR:n kautta tehtyjä sijoituksia.

Tarkasteltaessa sijoitusten kohdentumista toimialoittain vuosina 2015–2022, havaitaan, että selvästi eniten sijoituksia on kohdistunut palvelut ja kuluttajat -alan yrityksiin (104,1 M€). Toiseksi eniten on kohdistunut teollisuusyrityksiin (48,8 M€) ja kolmanneksi eniten ohjelmisto- ja SaaS-yrityksiin (37,7 M€). Sijoitukset Deep tech -yrityksiin ovat 29,5 miljoona euroa, terveys- ja hyvinvointialan yrityksiin 21,7 miljoona euroa ja kiertotalousyrityksiin 15,5 miljoona euroa. Tiedot perustuvat Tesin verkkosivujen tietoihin. Jokainen sijoitus on luokiteltu vain yhteen toimialaan. Kyse on suuntaa antavasta jakautumasta.

Ensisijoitukset

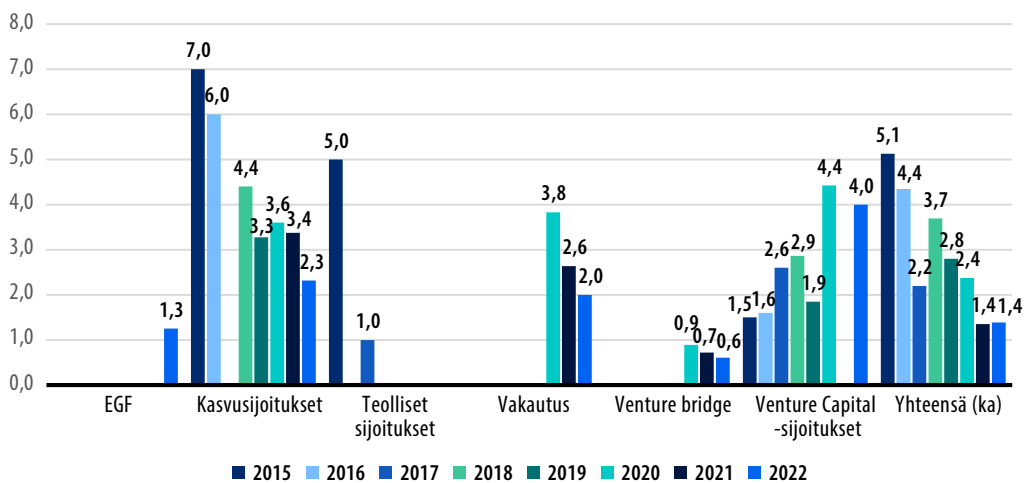
Suoria ensisijoituksia on tehty erityisesti kasvusijoituksina (48 % kaikista sijoituksista v. 2015–2022, 122,5 M€) ja venture capital -sijoituksina (22 %; 56,7 M€). Kasvusijoitukset ovat keskimääräiseltä kertavolyymiltään suurempia kuin VC-sijoitukset. Kasvusijoituksia on tehty yhteensä 30 kpl ja VC-sijoituksia 20 kpl. Vuosittainen vaihtelu on suurta, mutta molempien suhteellinen osuus kaikista sijoituksista on pienentynyt koronavuosina, jolloin painopiste siirtyi vakautus- ja venture bridge -ohjelmien kautta tehtyihin sijoituksiin. Vakautus-ohjelman kautta tehdyt sijoitukset käsittävät 14 prosenttia (36,7 M€) kaikista sijoituksista tarkastelujaksolla ja venture bridge -ohjelman kautta tehdyt 13 prosenttia (32,9 M€). Näiden kahden ohjelman kautta tehtiin sijoituksia vain koronavuosina 2020–2022. Volyymiltään nämä ovat olleet huomattavasti pienempiä, mutta niitä on tehty lukumäärältään enemmän. Vakautusohjelman kautta tehtiin 11 sijoitusta ja venture bridge -ohjelman kautta 44. Teollisten sijoitusten osuus on pieni, kaksi prosenttia (6 M€). Teollisia sijoituksia on puolestaan tehty kaksi kappaletta vuosina 2015 ja 2017.

Kuvio 24. Vasen: Tesin suorat ensisijoitukset instrumenteittain 2015–2022 (M€). Perustuu Tesin kautta saatuihin tietoihin, joita täydennetty Tesin verkkosivujen perusteella. Oikea: Tesin suorat ensisijoitukset instrumenteittain 2015–2022 (kpl). Perustuu Tesin kautta saatuihin tietoihin, joita täydennetty Tesin verkkosivujen perusteella.



Tesin suorien sijoitusten keskimääräinen koko vaihtelee vuosittain ja instrumenteittain noin seitsemän miljoonan euron ja alle miljoonan euron välillä. Kasvusijoitusten keskimääräinen koko on pienentynyt tarkastelujaksolla, ja venture capital -sijoitusten koko on kasvanut. Venture bridge -sijoitukset ovat keskimäärin pieniä, alle miljoonan euron sijoituksia.

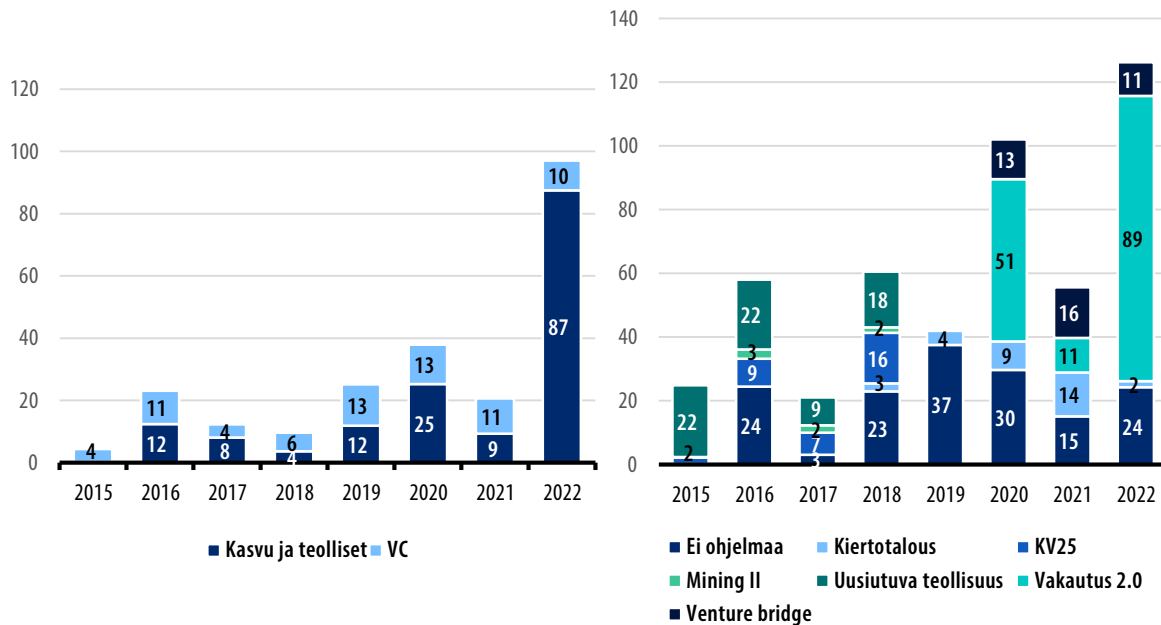
Kuvio 25. Tesin suorien ensisijoitusten keskimääräinen koko instrumenteittain 2015–2022 (M€).



Jatkosijoitukset

Tesi teki jatkosijoituksia vuosina 2015–2022 yhteensä 490,5 miljoonalla eurolla. Noin 70 prosenttia sijoituksista tehtiin kasvu ja teolliset -tiimin kautta ja 30 prosenttia venture capital -tiimin kautta. Eniten jatkosijoituksia on tehty vuosina 2020 ja 2022, mikä selittyy koronavuosiin liittyvien vakautus- ja venture bridge -ohjelmien kautta tehtyjen sijoitusten kasvulla. Ennen vuotta 2019 Tesi teki sijoituksia uudistuva teollisuus sekä mining II -ohjelmien kautta, joita ei olla jatkettu sen jälkeen. Kiertotalousohjelman kautta sijoituksia on tehty vuosina 2018–2022.

Kuvio 26. Vasen: Tesin tiimikohtaiset jatkosijoitukset, 2015–2022 (M€). Oikea: Tesin ohjelmakohtaiset jatkosijoitukset, 2015–2022 (M€).



Irtautumiset

Vuosina 2015–2022 tehtyjen suorien sijoitusten status vuoden 2023 alussa on esitelty seuraavassa taulukossa. Aineistossa olevista 120 sijoituksesta Tesi on irtautunut 30 sijoituksesta ja 77 on yhä aktiivisia. 13 sijoitusten osalta tietoa ei ollut saatavilla. Irtautumisista kaksi on ollut myyntejä toiselle pääomasijoittajalle, kahdeksan on puolestaan ollut yrityskauppoja ja loput 20 ”muuta irtautumisia”. Tähän lukuun sisältyy myös konkurssin tehneet yritykset.

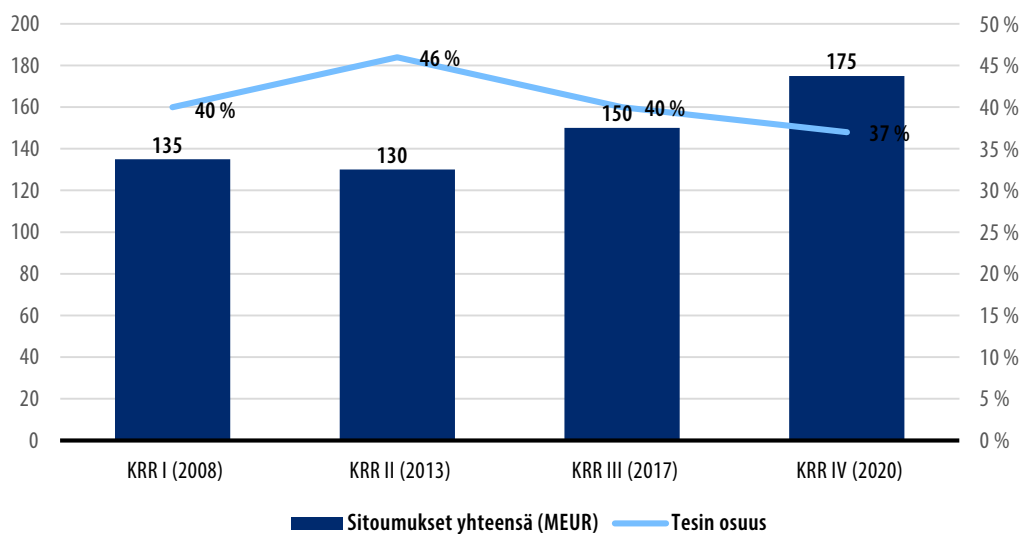
Taulukko 5. Tesin vuosina 2015–2022 tekemien suorien sijoitusten status (tammikuu 2023). Tiedot perustuvat Tesin verkkosivujen tietoihin. Huom. Taulukko ei sisällä kaikkia sijoituksia.

| | EGF | Kasvu- sijoitukset | Teolliset sijoitukset | Vakautus | Venture bridge | VC- sijoitukset | Yhteensä |
|--|----------|-----------------------|--------------------------|-----------|-------------------|--------------------|------------|
| Aktiivinen | 2 | 20 | 1 | 1 | 38 | 15 | 77 |
| Myynti toiselle pää- omasijoittajalle | | | | 1 | 1 | | 2 |
| Yrityskauppa | | 2 | | | 3 | 3 | 8 |
| Muu irtautuminen | 5 | 1 | 2 | 1 | 1 | 10 | 20 |
| Ei tietoa | | 3 | | 8 | 2 | | 13 |
| Yhteensä | 7 | 26 | 3 | 11 | 48 | 28 | 120 |

4.1.5 Kasvurahastojen rahastot (KRR)

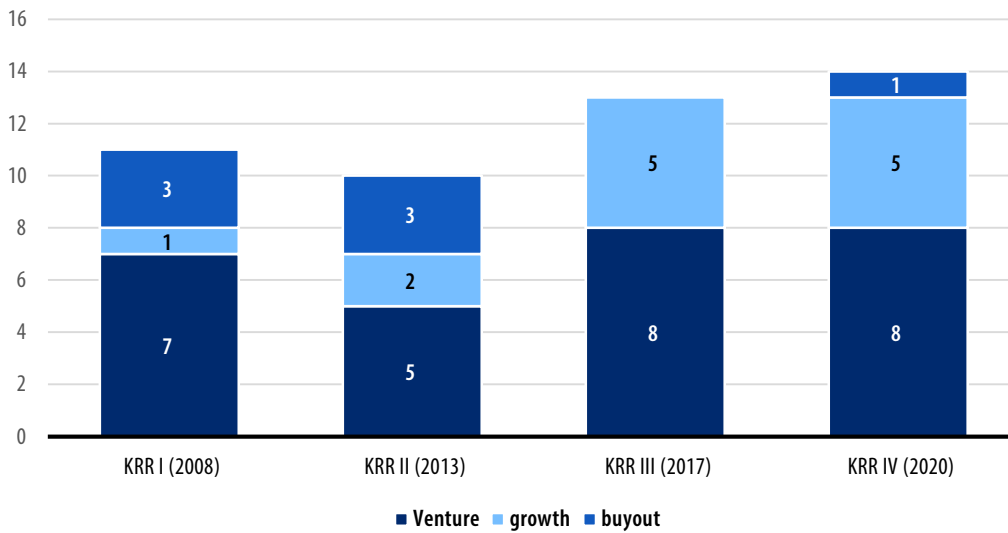
Tesin hallinnoimia kasvurahastojen rahastoja (KRR) on perustettu yhteensä neljä kappaletta vuosina 2008, 2013, 2017 ja 2020. Rahastojen koko on kasvanut vuosien varrella ja viimeisimmän rahaston sitoumusten yhteenlaskettu volyymi on 175 miljoonaa euroa. Tesin osuus rahastoissa on ollut 37–46 prosenttia.

Kuvio 27. Kasvurahastojen rahastojen sitoumukset ja Tesin osuus. Lähde: Tesi.



Kasvurahastojen rahastot toimivat ankkurisijoittajina suomalaisissa venture capital-, growth- ja buyout -rahastoissa. Seuraavassa kuviossa on esitelty eri vaiheen KRR:jen sijoitukset rahastoihin. Kaikkien kohderahastojen yhteenlaskettu lukumäärä on 46. Valtaosa sijoituksista on kohdentunut venture -vaiheen rahastoihin (28 kpl) ja kasvuvaiheen rahastoihin (13 kpl). Buyout -vaiheen rahastoihin on tehty yhteensä viisi sijoitusta ja niiden määrä on vähentynyt.

Kuvio 28. KRR:jen kohderahastojen lukumäärä. Lähde: Tesi.

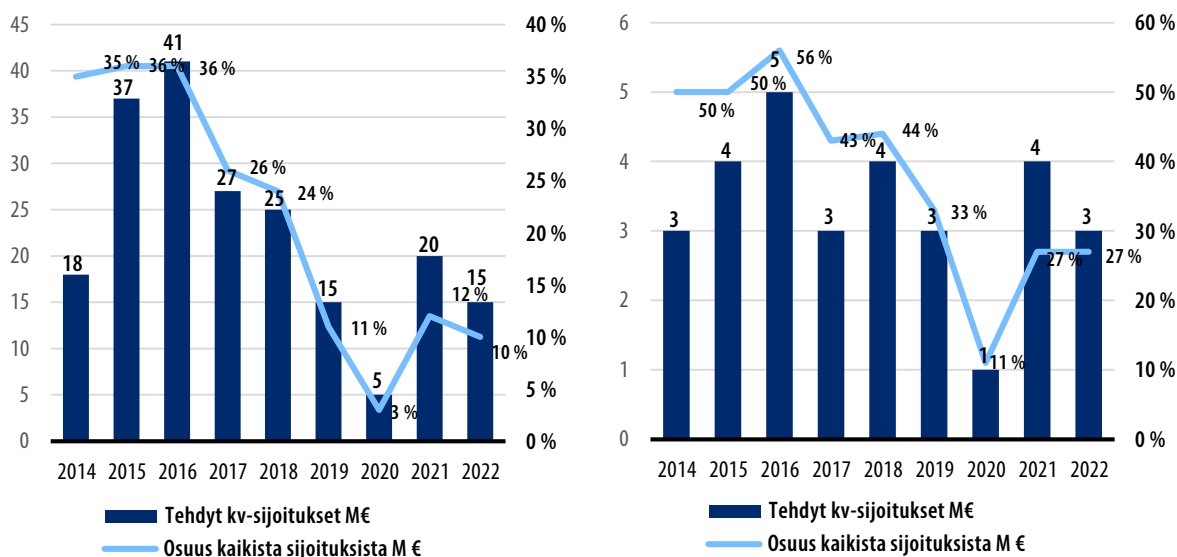


Kuviossa 28 on vertailtu Tesin ja KRR:jen tekemien rahastosijoitusten sitoumusten volyyymiä ja kappalemäärää. Yleisesti Tesin tekemät rahastosijoitukset ovat sekä volyymitään että kappalemääriltään suurempia kuin KRR:jen kautta tehdyt rahastosijoitukset. KRR:jen osuus rahaston varainkeruusta on vaihdellut alle kymmenestä prosentista reiluun 20 prosenttiin. Keskimääräinen osuus vuosina 2015–2022 on ollut 13 prosenttia, mikä on sama keskimääräinen osuus kuin Tesin omissa sijoituksissa.

4.1.6 Sijoitukset ulkomaisiin rahastoihin

Tesi on tehnyt vuosina 2015–2022 yhteensä 185 miljoonaa euroa sijoituksia 25 kansainväliseen rahastoon. Sitoumusten volyyymi sekä osuus kaikista sijoituksista on vähentynyt selvästi tarkastelujaksolla 2014–2015. Sijoitusten volyyymi on vaihdellut 41 miljoonan euron (2016) ja 5 miljoonan euron (2020) välillä.

Kuvio 29. Vasen: Tesin sijoitukset ulkomaisiin rahastoihin (M€ ja % kaikista sijoituksista). Oikea: Tesin sijoitukset ulkomaisiin rahastoihin (Kpl ja % kaikista sijoituksista). Lähde: Tesi.



Valtaosa sijoituksista (18 kpl, 111 M€) on tehty VC-vaiheen rahastoihin. Kasvuvaiheen rahastoihin on tehty kuusi sijoitusta (44 M€) ja buyout-vaiheen rahastoihin kaksi sijoitusta vuonna 2015 (yhteensä 25 M€). Rahastojen kotimaat ovat pääosin Pohjoismaissa (Norja 7, Ruotsi 7 ja Tanska 1 kpl). Neljä kohderahastoa sijaitsee Iso-Britanniassa, kolme Alankomaissa ja kaksi puolestaan Virossa.

Ulkomaisten rahastojen sijoitukset Suomeen

Kansainväliset rahastot, joihin Tesi on sijoittanut, ovat tehneet sijoituksia Suomeen yhteensä 280,7 miljoonaa euroa, mikä on 149,3 miljoonaa euroa enemmän kuin Tesin maksut ko. rahastoihin tarkastelujaksolla. Noin puolet sijoituksista (140,2 M€) on tullut kahden eniten Suomeen sijoittaneen rahaston kautta. 12 rahastoa ei ole tehnyt lainkaan sijoituksia Suomeen, ja 16 rahaston kohdalla Tesin sijoitukset rahastoon ovat tarkastelujaksolla suuremmat kuin rahaston sijoitukset Suomeen. Aineistossa ei ole tietoa kohdeyritysten määrästä.

Nämä numeeriset tiedot eivät kuitenkaan kerro sitä, olisivatko sijoitukset toteutuneet ilman Tesin sijoitusta rahastoon. Tätä kysymystä sekä kansainvälisten rahastosijoitusten muita mahdollisia hyötyjä on tarkasteltu tarkemmin haastatteluaineiston pohjalta luvussa 4.2.

Taulukko 6. Tesin salkussa olevien kansainvälisten rahastojen sijoitukset Suomeen vuosina 2015–2022. Lähde: Tesi. Rahastojen nimet ovat anonymisoitu.

| Rahasto | Tesin maksut rahastoon | Sijoitukset Suomeen | Erotus |
|-----------------|------------------------|---------------------|--------------|
| Rahasto 1 | 3,6 | 0 | -3,6 |
| Rahasto 2 | 4,7 | 0 | -4,7 |
| Rahasto 3 | 11,2 | 0 | -11,2 |
| Rahasto 4 | 6,1 | 7,8 | 1,7 |
| Rahasto 5 | 9,6 | 7,8 | -1,8 |
| Rahasto 6 | 9,7 | 17,2 | 7,5 |
| Rahasto 7 | 8,9 | 6,8 | -2,1 |
| Rahasto 8 | 8,4 | 88,2 | 79,8 |
| Rahasto 9 | 6,6 | 3,6 | -3 |
| Rahasto 10 | 5,8 | 0 | -5,8 |
| Rahasto 11 | 8,7 | 18,8 | 10,1 |
| Rahasto 12 | 7,2 | 0 | -7,2 |
| Rahasto 13 | 5,1 | 15,9 | 10,8 |
| Rahasto 14 | 3 | 0 | -3 |
| Rahasto 15 | 4,5 | 28,6 | 24,1 |
| Rahasto 16 | 6,9 | 0 | -6,9 |
| Rahasto 17 | 4 | 0 | -4 |
| Rahasto 18 | 4,1 | 2,4 | -1,7 |
| Rahasto 19 | 3,4 | 52 | 48,6 |
| Rahasto 20 | 3,8 | 16,4 | 12,6 |
| Rahasto 21 | 0,8 | 0 | -0,8 |
| Rahasto 22 | 1,3 | 9,8 | 8,5 |
| Rahasto 23 | 1,2 | 5,4 | 4,2 |
| Rahasto 24 | 2,2 | 0 | -2,2 |
| Rahasto 25 | 0,5 | 0 | -0,5 |
| Rahasto 26 | 0,1 | 0 | -0,1 |
| Yhteensä | 131,4 | 280,7 | 149,3 |

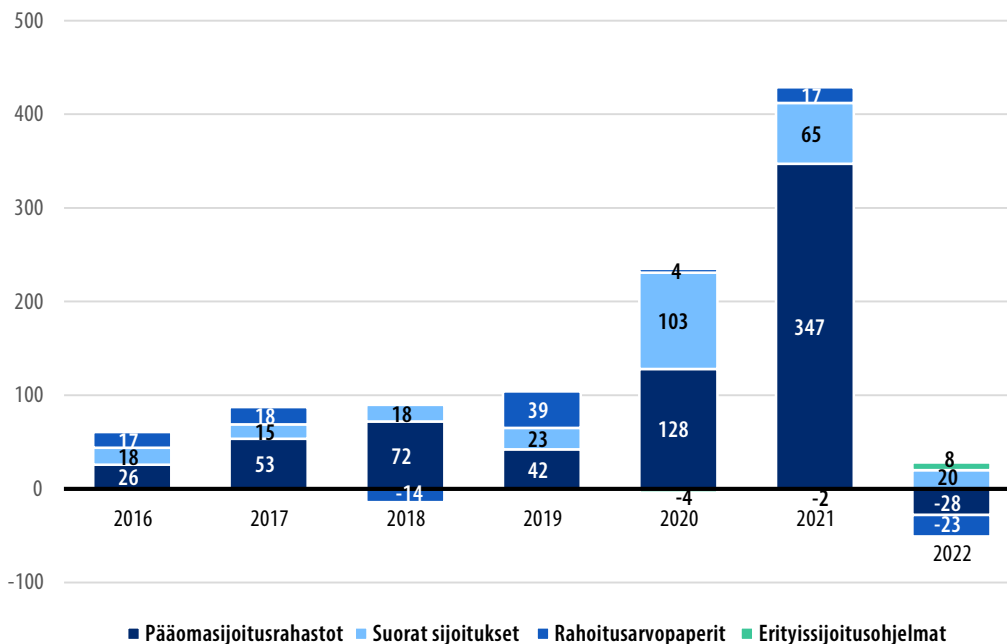
4.1.7 Sijoitustoiminnan kannattavuus

Tesin sijoitustoiminnan nettovoitot ovat vaihdelleet huomattavasti eri vuosina. Vuonna 2021 nettovoitot olivat yhteensä 427 miljoonaa euroa, kun taas vuonna 2022 sijoitustoiminta oli ensimmäistä kertaa tarkastelujaksolla tappiollista (-24 M€). Tesin vuoden 2022 vuosikertomuksen mukaan ”Venäjän hyökkäyssota Ukrainaan, inflaation paluu, korkojen nousu ja arvostustasojen lasku näkyivät pääomasijoitusmarkkinoilla ja Tesin tuloksessa, joka kääntyi usean voitollisen vuoden jälkeen tappiolliseksi.”⁵⁷ Ero on merkittävä etenkin verrattuna vuoteen 2021, jolloin nettovoitot olivat yhteensä 427 miljoonaa euroa. Eriyisesti pääomasijoitusrahastoihin tehdyt sijoitukset olivat hyvin kannattavia (nettovoitot 347 miljoonaa euroa). Huomionarvoista on, että myös suorat sijoitukset ovat olleet kannattavia tarkastelujaksolla.

Tarkasteltaessa tarkemmin pääomasijoitusrahastoihin tehtyjä sijoituksia havaitaan, että vuonna 2021 VC-vaiheen sijoitustoiminnan nettovoitot olivat 242 miljoonaa euroa, myöhemmän vaiheen sijoitustoiminnan nettovoitot 56 miljoonaa euroa ja rahastojen rahastojen nettovoitot 49 miljoonaa euroa. Vuonna 2022 myöhemmän vaiheen (7 M€) ja rahastojen rahastojen (10 M€) sijoitukset olivat edelleen voitollisia, mutta VC-vaiheen sijoitukset kääntyivät selvästi tappiollisiksi (-45 M€).

Sijoitustoiminnan kannattavuuskehityksen taustalla on yleisempi markkinatilanne. Vastavaa kehitystä on havaittavissa myös kansainvälisesti.

Kuvio 30. Tesin sijoitustoiminnan nettovoitot 2016–2022 (M€).



57 Suomen Teollisuussijoitus Oy (2023). Vuosikertomus 2022.

4.2 Sidosryhmien näkemykset

Alaluvussa on kuvattu keskeiset havainnot arvioinnissa kuultujen eri toimijoiden näkemyksistä arviointikysymykset huomioiden. Esitetyt havainnot ja näkemykset eivät ole arvioinnin johtopäätöksiä, vaan ne esitetään raportin kuudennessa luvussa.

4.2.1 Tesin relevanssi ja kohdentuminen

Tarve pitkäjänteiselle valtiolliselle sijoittajalle

Pääomasijoitusmarkkinan **positiivinen kehitys** (ks. luku 2) nostettiin laajasti esiin arvioinnin yhteydessä toteutetuissa haastatteluissa. Haastatellut sidosryhmät korostivat laajasti, että suomalainen pääomamarkkina on kehittynyt poikkeuksellisen suotuisasti ja se on myös kansainvälistynyt ja ammattimaistunut voimakkaasti arvioinnin tarkastelujaksolla (2015–2022). Erityisen myönteisenä kehitys nähtiin VC-vaiheessa. Sen sijaan buyout-vaiheen markkinan nähtiin pysyneen melko staattisena eikä uusia toimijoita ole juurikaan syntynyt. Yleisesti ottaen korostettiin pääomasijoitusmarkkinan **syklisyyttä**.

Toimintaympäristön muutokset, kuten ilmastokriisi, koronapandemia, Ukrainan sota sekä inflaatiosta johtuva rahapolitiikan kiristyminen, ovat useiden haastateltujen mukaan korostaneet Tesin roolia markkinoiden kehittämisen ohella **yhteiskunnallisten haasteiden ratkaisemisessa** ja **akuuttien markkinahäiriöiden tasaajana**. Monet haastatellut korostivatkin, että pitkäjänteisen valtiollisen sijoittajan merkitys korostuu erityisesti epävarmoissa markkinatilanteissa ja markkinahäiriöissä. Tesin toiminta muun muassa koronakriisin yhteydessä on laajasti koettu onnistuneena ja hyvänä esimerkkinä julkisen pääomasijoittajan roolista markkinassa. Toisaalta Tesin rooli talouden syklien tasaamisessa myös jakoi mielipiteitä. Osa oli sitä mieltä, että Tesin ei toiminnallaan tulisi liiaksi puuttua matalasuhdanteisiin kuuluvaan luonnolliseen talouden uudistumiseen. Osa taas näki, että Tesin kaltainen toimija voi tuoda tasapainoa pääomamarkkinaan pitkäjänteisellä sijoitustoiminnallaan. Näkemyksissä ei ollut suurta vaihtelua sen mukaan, millaista organisaatiota tai sidosryhmää haastateltu edusti.

Samalla osa haastatelluista oli kuitenkin huolissaan viimeaikaisesta kehityksestä, jossa julkisen sektorin toimijoiden rooli rahoitusmarkkinoilla on korostunut, mikä saattaa johtaa yksityisen pääoman syrjäyttämiseen ja kilpailun vääristymiseen. Monet myös tunnustivat, että kyse on laajemmasta kansainvälisestä kehityksestä, johon Tesin on osaltaan vaikea vaikuttaa.

Monet haastatellut nostivat esiin suomalaisen pääomasijoitusmarkkinan kehitykseen liittyviä **pullonkauloja**. Erityisesti nousivat esiin muun muassa

- institutionaalisten sijoittajien rahoituksen vähentyminen,
- LP-sijoittajien vähäinen määrä, riippuvuus kotimaisista LP-sijoituksista, sekä
- rahastojen pieni koko
- puute suurista sijoituksista (pidemmälle ehtineiden yritysten/mittelstandin tarpeet)
- paljon sijoittamatonta rahaa, ”dry powderia” (pula hyvistä sijoituskohteista)
- varhaisen vaiheen vaativammat, pitkäjänteiset sijoitukset (esim. deep tech, suuret investointihankkeet esim. vihreään siirtymään)

Tesin toivottiin omalta osaltaan edistävän edellä mainittujen pullonkaulojen ratkaisemista, joskin kyse on myös laajemmasta rakenteellisesta kysymyksestä.

Rooli pääomasijoitusmarkkinan kehittäjänä ja ”portinvartijana”

Kaiken kaikkiaan **Tesillä nähdään edelleen olevan tärkeä tehtävä pääomasijoitusmarkkinoilla** ja haastatellut tahot näkevät Tesin roolin markkinoiden kehittäjänä hyvin tärkeänä, erityisesti rahastosijoitusten kautta. Tesin LP-rooli ja due dilligence (DD) -prosessi koetaan hyvin tärkeänä laatuleimana, joka edistää rahastojen ja kohdeyritysten varainkeruuta myös yksityisiltä sijoittajilta.

Tesin merkittävään rooliin rahastojen varainkeruussa ja Tesin ”laatuleimaan” liittyy kuitenkin kääntöpuolena monien haastateltujen esiin nostama **huoli Tesin roolista ”portinvartijana”**. Monet sidosryhmien edustajat kokevat, että Tesin rooli portinvartijana on kasvanut tai kasvamassa liian suureksi. Käytännössä tämä ilmenee esimerkiksi siten, että jos Tesi ei ole mukana rahastossa, se herättää kysymyksiä rahaston sijoituskelpoisuudesta ja vähentää muiden rahastosijoittajien kiinnostusta ja hankaloittaa varainkeruuta. Joissain haastatteluissa nostettiin myös esiin, että Tesin mandaatti hallita KRR:jen kautta eläkeyhtiöiden sijoitusvarallisuutta entisestään, korostaa sen roolia portinvartijana. Aineiston pohjalta vastaavanlaista portinvartijan roolia ei noussut esiin suorien sijoitusten kohdalla.

”Pitää muistaa mihin ympäristöön Tesi aikoinaan perustettiin. Koko toimialasta ei tiedetty juurikaan ja toiminta oli pienimuotoista. Se, missä ympäristössä nyt ollaan, on aivan toinen. (...) Tesi kuitenkin toimii hyvin pitkälti alkuperäisellä mandaatillaan. (...) Unohtuu välillä, että Tesi on onnistunut silloin kun se on tehnyt itsensä tarpeettomaksi. Pitäisi pystyä vetäytymään markkinoilta. Nyt Tesi päättää liaksi millaisia rahastoja Suomeen syntyy.” (julkisen sektorin edustaja)

”Suomessa on tosi vähän rahastoja, jotka on koottu ilman Tesiä. Jos haluaa rahastoon mukaan [esimerkiksi] vakuutusyhtiöitä, se ei ole mahdollista ilman Tesin tekemää DD:tä.

Tämä on johtanut siihen, että kaikki rahastot ovat hyvin samankaltaisia.” (rahaston edustaja)

Pari passu -periaate ja liiketaloudellinen kannattavuus

Tesin mandaatin mukaisesti se toimii pääomasijoitusmarkkinoilla **ns. pari passu -periaatteella**.⁵⁸ Haastatteluissa korostui vahvasti, että linjaus on tärkeä sekä Tesin uskottavuuden että pääomamarkkinoiden tasapuolisen kilpailun kannalta. Monet kokivat, että periaatteesta poikkeaminen saattaisi horjuttaa Tesin uskottavuutta yksityisten kanssasijoittajien keskuudessa. Toisaalta aineistossa nousi esiin myös näkemyksiä, että joissakin tapauksissa – esimerkiksi seed-vaiheessa – voi olla perusteltua poiketa tästä periaatteesta. Tällä hetkellä alkuvaiheenrahastoihin sijoittavalla BFVC:llä (kuten myös Ilmastorahastolla) onkin mandaattinsa mukaisesti mahdollisuus poiketa pari passu -periaatteesta. Kysymys liittyykin olennaisesti Tesin ja BFVC:n väliseen työnjakoon, jota on tarkasteltu lähemmin seuraavassa alaluvussa.

Toinen keskustelua herättänyt periaate liittyy vaatimukseen Tesin **liiketaloudellisesta kannattavuudesta** pitkällä aikavälillä (ohjauskirjeen mukaisesti Tesin toiminnan tulee olla liiketaloudellisesti kannattava 10–15 vuoden aikajännteellä. Vaikka lähes kaikki vastaajat pitivät Tesin liiketaloudellista kannattavuutta tärkeänä periaatteena, monet vastaajat kuitenkin kokivat, että **lisääntynyt riskinotto** Tesin toiminnassa olisi suotavaa tietyissä tapauksissa. Tällaisia tapauksia ovat esimerkiksi tiettyjen sektoreiden tukeminen (pidemmän sijoitusaikaperspektiivin vaativat alat, kuten deep tech tai lääkekehitys), elinkeinopoliittiset sijoitukset, huoltovarmuutta koskevat sijoitukset, vastuullisuuskysymykset ja vihreä siirtymä tai talouden syklejä tasaava toiminta. Selvyyden vuoksi todettakoon, että vaikka osa haastatelluista koki voimakkaamman riskinoton suotavana, kukaan ei kuitenkaan puoltanut Tesin pitkän aikavälin liiketaloudellisesta kannattavuudesta luopumista. Joidenkin näkemysten mukaan suuremman riskinoton tietyissä sijoituksissa voisi mahdollistaa esimerkiksi se, että portfoliossa olisi mukana muita tuottoisampia vähemmän riskin sijoituksia. Liiketaloudellinen kannattavuus nähtiin tärkeänä periaatteena myös siinä, että Tesin laatuleima yksityisen pääoman silmissä säilyy.

”On käyty keskustelua myös siitä, että Tesin pitäisi tehdä vain asioita, mitä kukaan muu ei tee. Mutta jos pidetään kiinni kanssasijoituskriteeristä niin ei toimi. Pitää pystyä tekemään yhdessä yksityisten sijoittajien kanssa laajasti.” (rahaston edustaja)

58 Pari passu -periaate rahoituksessa tarkoittaa sitä, että sijoituspäätös on tehty tasavertaisesti ja samoin ehdoin eri rahoittajaosapuolten välillä, tyypillisesti nimenomaan julkisten ja yksityisten rahoittajien suhteen.

Osa haastatelluista koki, että Tesin pitäisi toiminnassaan vahvemmin keskittyä kehittämään markkinoita ja suuntaamaan toimintaansa sinne, missä on olemassa selkeitä puutteita. Yhtenä tällaisena puutteena nostettiin esiin isot, kansainvälisen tason rahastot, jotka kykenevät rahoittamaan keskisuuria suomalaisia yrityksiä.

4.2.2 Koherenssi ja asemoituminen suhteessa muiden julkisten rahoittajien kanssa

Näkemykset työnjaosta

Tesin, Ilmatorahaston ja BFVC:n välinen työnjako ja yhteistyö herätti runsaasti keskustelua etenkin ko. organisaatioiden ja muiden julkisten toimijoiden ja järjestöjen haastatteluissa. Sen sijaan suurelle osalle haastateltuja rahastoja ja yrityksiä Ilmatorahasto ja BFVC ovat suhteellisen tuntemattomia, eivätkä he näin ollen halunneet tai osanneet kommentoida työnjakoon ja yhteistyöhön liittyviä kysymyksiä kuin yleisellä tasolla.

Yleisesti ottaen näkemykset Tesin, Ilmatorahaston ja BFVC:n työnjaosta voidaan jakaa karkeasti kahteen ryhmään. Ensimmäisen ryhmän muodostavat ne, jotka näkevät Ilmatorahaston ja BFVC:n toiminnan päällekkäisenä Tesin kanssa ja kannattavat niiden yhdistämistä Tesiin. Tätä näkökulmaa edustavien mukaan näyttäytyy ongelmalliselta, että pääomasijoitustoimintaa harjoitetaan useammassa organisaatiossa. Tämän katsotaan paitsi heikentävän toiminnan tehokkuutta muun muassa osaamisen siiloutumisen ja hallinnollisten kustannusten kautta, myös aiheuttavan epätietoisuutta markkinoilla ja johtavan ”LP-shoppailuun” julkisten rahoittajien välillä. Yhdistämistä kannattavat korostivat, että organisaatioita yhdistämällä voitaisiin selkeyttää julkista pääomasijoitusmarkkinaa ja saavuttaa tehokkuus- ja synergiahyötyjä ja sitä kautta myös kustannussäästöjä valtiolle.

Toisen ryhmän muodostavat ne, joiden mukaan Tesi, Ilmatorahasto ja BFVC ovat luonteeltaan ja mandaatiltaan hyvin erilaisia toimijoita, jotka itsenäisinä toimijoina täydentävät julkista rahoituskenttää ja osaltaan myös vähentävät Tesin liian suureksi koettua roolia markkinoilla. Esimerkiksi joidenkin laajemmin julkista pääomasijoituskenttää tuntevien rahastojen edustajien kanssa nousi esiin näkemyksiä siitä, että useampi rahastosijoituskäytäntö tekevä organisaatio on rahastojen näkökulmasta vain hyvä asia, sillä se vähentää Tesin roolia portinvartijana uusille rahastoille. Lisäksi haastatteluissa nostettiin esiin, että vaikutavuusperusteisesti toimiva Ilmatorahasto korostaa rahoituspäätöksissään ilmastovaikutuksia, kun taas BFVC pystyy keskittymään erityisesti uusien rahastojen käynnistämiseen. Yhdistämisen nähtiin mahdollisesti vaarantavan näiden tärkeiksi koettujen tehtävien toteuttamisen.

Osa haastatelluista toi myös esiin sen, että (BFVC:n ja Ilmatorahasto) asymmetristen rahoitusinstrumenttien yhdistäminen Tesiin vaarantaisi Tesin roolin markkinaehtoisena toimijana. Vastaavasti osa haastatelluista näki, että yhdistäminen olisi kuitenkin toteuttavissa kansainvälisten esimerkkien tavoin saman konsernirakenteen sisällä.

“On vain ihan hyvä, että instrumenteissa jonkin verran päällekkäisyyttä. Ei ole lisäarvoa sillä, että jollain toimijalla on monopoli. On hyvä, että on diversiteettiä ja erilaisia toimijoita. [Työnjakoon liittyvät kysymykset on] kuitattavissa muutamalla yksinkertaisella lauseella viestinnässä.” (rahaston edustaja)

Tesin ja Ilmatorahaston välinen yhteistyö

Haastatteluaineiston perusteella yhteistyö Tesin ja Ilmatorahaston välillä on ollut jännitteistä ja osa haastatelluista on huolissaan Ilmatorahaston kasvaneesta roolista markkinoilla ja mahdollisista päällekkäisyyksistä muiden julkisten toimijoiden instrumenttien ja painotusten kanssa.

On huomioitava, että suurin osa haastatelluista Tesin kohderahastoista ja -yrityksistä eivät keskimäärin olleet kovinkaan hyvin tietoisia Ilmatorahastosta tai BFVC:sta, eivätkä halunneet näin ollen ottaa kantaa yhteistyötä ja työnjakoa koskeviin kysymyksiin. Täten vaikuttaa siltä, että ainakaan keskimäärin asiakkaiden suuntaan yhteistyö ja työnjako eri toimijoiden välillä ei näyttäydy merkittävänä ongelmana, ja mahdollisissa päällekkäisyyksissä on kyse lähinnä yksittäistapauksista. Useampi rahasto kuitenkin mainitsi, että organisaatioiden mandaatti ei näyttäydy selkeänä, eikä heillä ole riittävästi tietoa eri rahoittajien palveluista. Selkeämpää viestintää organisaatioiden roolituksesta toivottiin useammassa haastattelussa.

Haastatteluiden perusteella onkin selvää, että ko. organisaatioiden välisessä yhteistyössä esiintyy epätietoisuutta eri toimijoiden rooleista, ja työnjaon ulkoisessa viestinnässä on runsaasti kehitettävää. Keskustelu yhteistyön kehittämiseksi käynnistyi arvioinnin ollessa käynnissä ja yhteistyö vaikuttaisi selvästi tiivistyneen arvioinnin aikana. Näyttäisikin siltä, että Tesin ja Ilmatorahaston väliset näkemykset ovat lähentyneet, ja hyvät edellytykset sujuvalle yhteistyölle ja luontevalle työnjaolle ovat olemassa.

Tesin ja BFVC:n välinen yhteistyö ja työnjako

Tesin ja BFVC:n välinen yhteistyö ei noussut yhtä voimakkaasti esille haastatteluissa. Sekä Tesissä että BFVC:ssä yhteistyön katsotaan toimivan hyvin ja työnjako organisaatioiden välillä koetaan selkeänä BFVC:n keskittyessä varhaisemman vaiheen pienempiin tiimeihin. Suurin osa Tesin kohderahastoista ja -yhtiöistä eivät tunteneet BFVC:n toimintaa, eivätkä näin ollen halunneet ottaa kantaa sitä koskeviin kysymyksiin.

Sen sijaan monissa sidosryhmähaastatteluissa esitettiin näkemyksiä siitä, että BFVC on pienenä toimijana ”alikirittinen” ja se tulisi yhdistää Tesiin tehokkuus- ja synergiaetujen vuoksi (ks. edellä). Vaikka BFVC:n asiantuntemus ja osaaminen koettiin haastatteluissa erittäin laadukkaaksi, tuotiin haastatteluissa esiin myös huoli osaamiseen ja asiantuntijuuden riittävydestä. Yhdistyminen Tesin kanssa nähtiin mahdollisuutena täydentää asiantuntijuutta. Toisaalta esiin nousi myös huomio siitä, että jo nykyisellään BFVC saa tukea Business Finlandilla esimerkiksi valtioneuvoston tukimyksissä. Mahdollisen yhdistämisen kautta nähtiin myös uusia mahdollisuuksia eri rahoitusinstrumenttien tehokkaampaan hyödyntämiseen.

Yhteistyö ja työnjako Business Finlandin ja Finnveran kanssa

Yhteistyö ja työnjako Tesin ja Business Finlandin sekä Finnveran välillä ei ollut arvioinnin fokuksessa, eikä sitä näin ollen erityisesti tarkasteltu arvioinnin osana toteutetuissa haastatteluissa. Joissakin yksittäisissä haastatteluissa kuitenkin korostettiin, että Tesin sekä Business Finlandin ja Finnveran välisiä rajapintoja olisi hyvä huomioida (esim. VC-sijoituksia täydentävän venture debt -rahoituksen kehittämisessä). Erityisiä kehitystarpeita tähän liittyen ei noussut esille, mutta näkökulma on tärkeä huomioida osana omistajaohjausta (ks. seuraava).

Omistajaohjauksen toimivuus

Tesin omistajaohjaus koettiin sekä TEM:ssä että Tesissä hyvin toimivana. Vuoropuhelu Tesin ja ministeriön välillä nähtiin puolin ja toisin avoimeksi ja rakentavaksi. Tesi on toiminnassaan hyvin itsenäinen ja sen hallituksella on vahva mandaatti. Tämän katsotaan olevan linjassa omistajaohjauksen yleisten periaatteiden kanssa.

Sen sijaan monet haastatellut näkivät parannettavaa ’valtion yritysrahoituksen konserniohjauksessa’ ja näkivät tarvetta selvästi vahvemmalle ja tiiviimmälle yhteisohjaukselle, kattaen Tesin, Ilmastorahaston ja BFVC:n lisäksi Finnveran ja Business Finlandin ohjauksen. Useat haastatellut korostivat tarvetta selvästi vahvemmalle pitkäjänteiselle elinkeinopoliittiselle ohjaukselle ja strategialle.

4.2.3 Tesin rahoituksen lisäarvo ja vaikutukset

Suorat sijoitukset

Tesin sidosryhmien ja kohderahastojen parissa **suorat sijoitukset jakoivat mielipiteitä vahvasti**. Valtaosa vastaajista suhtautui varauksella suoriin sijoituksiin muun muassa sen takia, että Tesin ei tulisi kilpailla yksityisten rahastojen kanssa sijoituskohteista tai muuten vääristää kilpailua. Toisaalta koettiin, että yksityisillä rahastoilla saattaa olla osaamista

ja markkinatuntemusta, jolla ne pystyisivät tekemään suoria sijoituksia tehokkaammin. Erityisen kriittisesti suhtauduttiin suoriin buyout-vaiheen sijoituksiin. Monet kielteisesti suhtautuvat painottivat, että buyout-vaiheen sijoituksia Tesin ei tulisi tehdä, mutta ymmärsivät tietyissä tapauksissa teollisuuspoliittiset sijoitukset, esimerkiksi jos kyseessä on huoltovarmuuden kannalta oleellinen toimiala, eikä vastaavaa sijoitusvolyymiä saataisi kerättyä markkinoilta ilman julkista interventiota.

Tesi itse näkee, että suorat sijoitukset ovat keino saada sijoituksille lisää vaikuttavuutta (esim. sijoitukset sellaisille sektoreille, joilla ei ole omaa erikoistunutta rahastoa tai jos arvonaluonti vaatii pidempää aikahorisonttia). Vaikka valtaosa sidosryhmistä suhtautui suoriin sijoituksiin varauksella, tarkemmin kysyttäessä valtaosa vastaajista kuitenkin jakoi tämän näkemyksen ja korostivat, että **suorat sijoitukset voivat olla tehokas keino joissain erityistapauksissa**. Tällaisina erityistapauksina mainittiin esimerkiksi teollisuus- ja elinkeinopoliittiset sijoitukset, Suomen huoltovarmuuden kannalta tärkeitä sijoitukset, talouden syklejä tasaavat/äkillisiin kriisitilanteisiin vastaavat toimenpiteet, vihreää siirtymää edistävät sijoitukset sekä sijoitukset tiettyihin pidemmän aikahorisontin sektoreihin (esim. deep tech ja lääkekehitys). Osa haastatelluista koki, että muut kuin täysin markkinaehtoiset sijoitukset tulisi hoitaa valtionhallinnossa jollain muulla instrumentilla kuin Tesin instrumenteilla. Toisaalta aineistossa esiintyi myös näkemyksiä siitä, että todennäköisesti Tesi on kuitenkin paras taho toteuttamaan sijoitukset.

”Näkisin, että erityisesti huoltovarmuuden puolella ja suurissa teollisissa hankkeissa suorat sijoitukset voisivat olla hyvä keino valikoidusti. Osa näistä on todella suuria hankkeita ja pääomia tarvitaan jo alkuvaiheessa niin suuria määriä, ettei niitä ole helppo löytää yksityisiltä markkinoilta.” (rahaston edustaja)

Tesi korostaa toimivansa aina yhdessä yksityisten sijoittajien kanssa, eikä tarjoa markkina-toimijoita edullisempia rahoitusehtoja. Joissain haastatteluissa nostettiin kuitenkin esiin yksittäisiä esimerkkejä, joissa Tesin katsottiin toimineen liian proaktiivisesti ja siten syrjäyttäneen yksityisiä sijoituksia. Samoin haastatteluissa nousi esiin esimerkkejä tilanteista, joissa Tesi on ollut samaan aikaan mukana rahastoissa ja tehnyt suoria sijoituksia itse/muiden rahastojen kautta, mikä nähtiin ongelmallisena. Tämän tyyppisen asetelman katsottiin olevan omiaan heikentämään luottamusta Tesin suoria sijoituksia kohtaan. Arvioinnissa ei ole mahdollista analysoida näitä tapauksia tarkemmin, mutta esimerkit kuitenkin osoittavat, että Tesin suoriin sijoituksiin kohdistuu runsaasti kritiikkiä ja sensitiivisyyttä.

Valtaosa haastatelluista suoran sijoituksen saaneista kohdeyrityksistä koki, että ilman Tesin sijoitusta rahoituksen kerääminen ei olisi onnistunut samassa mittakaavassa tai se olisi onnistunut hitaammin. Joillekin yrityksille Tesin lisäarvo esimerkiksi verkostojen ja tiedon

tuottajana (ks. jäljempänä) on hyvin merkittävänä. Tesi on passiivinen sijoittaja ja omistaja, mikä koettiin yleisesti ottaen hyvänä asiana. Osa kohdeyhtiöistä kuitenkin toivoi Tesiltä aktiivisempaa roolia. Yleiskuva on, että sparrausta on ollut tarjolla, mutta vain pyytäessä.

Rahastosijoitukset

Tesin **rahastosijoitukset koettiin pääsääntöisesti onnistuneiksi ja tarpeellisiksi**. Tesin koettiin vaikuttaneen positiivisesti kotimaan pääomamarkkinaan niiden kautta. Muutamit haastatellut kuitenkin huomauttivat, että koska markkinoilla oleva varallisuus on kasvanut huomattavasti, perusteluja julkiselle interventiolle ei ole enää samassa mittakaavassa kuin aikaisemmin. Haastatteluaineiston perusteella on mahdotonta saada yksiselitteistä vastausta siihen, syrjäyttääkö Tesi yksityisiä sijoituksia, mutta haastatteluissa ei noussut esiin suurta huolta tämän osalta. Enemminkin monet korostivat, että keskeinen pullonkaula suomalaisessa pääomasijoitusmarkkinassa on suurten LP-sijoittajien vähäinen määrä.

Valtaosa haastatelluista rahastoista arvioi, että **Tesin rooli rahastojen varainkeruussa on ollut kriittistä ensimmäisen tai toisen vaiheen rahastoja kerättäessä**, ei niinkään myöhemmissä vaiheissa tai vakiintuneiden rahastojen kohdalla. Toisaalta Tesin mukanaoloa rahastojen myöhemmissä vaiheissa perusteltiin liiketaloudellisella kannattavuudella (sijoitukset myöhempiin rahastoihin ovat tyypillisesti kannattavampia kuin sijoitukset ensimmäisiin rahastoihin) ja sillä, että Tesillä voi olla tukeva ja sparraava rooli rahastojen jatkokehittämisessä sekä kansainvälistämisessä. Sitä ei kuitenkaan nähty järkevänä, että Tesi tukisi loputtomiin rahastoja, jotka eivät pärjää markkinoilla.

”Yksi Suomen merkittävimmistä markkinapuutteista on kansainvälisen luokan suuret rahastot. Rahastokoot pitäisi saada ainakin tuplattua ja tämä vaatii LP:itä vahvaa ja pitkäjänteistä tukea. Tesinkin olisi hyvä ottaa roolia parhaiden tiimien inkuboinnissa kansainväliseen luokkaan. Näin ollen en näe ongelmana, että Tesi on mukana rahastojen myöhemmissäkin vaiheissa, jos rahasto on potentiaalinen. On eri asia, jos rahasto ei ole pärjännyt, siitä tulisi uskaltaa irtautua eikä tukea loputtomiin.” (rahaston edustaja)

Osa haastatelluista nostikin esiin, että erityisesti Tesin **sijoituksia vakiintuneempiin buyout-vaiheen rahastoihin tulisi tarkastella kriittisesti**. Osa haastatelluista katsoi, että Tesin ei tulisi sijoittaa lainkaan buyout-rahastoihin, mutta toisaalta osa näki sijoitukset hyvin perusteltuina esimerkiksi sukupolvenvaihdoistilanteissa tai uudenlaisten rahoitusinstrumenttien kehittämisessä. Lisäksi korostettiin, että mikäli Tesi päättäisi tehdä merkittäviä muutoksia sijoitusstrategiaansa, tulisi sen pystyä viestimään hyvin selkeästi markkinoille, sillä Tesin poisjäänti myöhemmistä rahastoista voitaisiin tulkita negatiivisena viestinä muiden LP-sijoittajien keskuudessa.

Monet rahastot kokivat Tesin **sparraavan roolin** ja sen kautta avautuneet verkostot hyvin tärkeiksi. Ne, jotka eivät olleet saaneet Tesiltä sparrausta, eivät kokeneet sitä tarpeelliseksi. Useampi haastateltu rahaston edustaja kertoi, että Tesin kautta ovi oli auennut myös kansainvälisiin sijoituksiin. Tesin sparrauksella ja verkostoilla koettiin olevan merkittävää lisäarvoa rahastoille ja sitä toivottiin vahvistettavan merkittävästi. Valtaosa vastaajista nosti esiin, että Tesillä on hyvä maine ja **laatuleima**, joka tunnustetaan myös kansainvälisesti. Tämä edistää yksityisen pääoman vivuttamista sekä rahastoissa että kohdeyrityksissä. Laatuleima nähtiin syntyvän ennen kaikkea siitä, että Tesi on markkinaehtoinen toimija ja sen due diligence -prosessit ovat laadukkaita ja toiminta ammattimaista.

Toisaalta laatuleimalla nähtiin myös kääntöpuoli: jos Tesi ei lähde mukaan sijoittajaksi, se voi haitata merkittävästi ulkopuolisen rahoituksen hankkimista – erityisesti kun huomioidaan, että Tesi on ollut mukana suurimmassa osassa uusia rahastoja. Tämä mekanismi nähtiin yhdeksi tekijäksi, joka vahvistaa Tesin ns. portinvartijan roolia. Onkin syytä todeta, että kaikkein kriittisimmät näkemykset haastatteluaineistossa liittyivät nimenomaan tämän tyyppisiin tilanteisiin. Näiden näkemysten mukaan Tesillä on liian suuri rooli ”portinvartijana” eli siinä, millaisia rahastoja Suomeen syntyy. Tämän vuoksi korostettiin, että on erittäin tärkeää, että rahastoja kohdellaan tasapuolisesti ja samoilla, mahdollisimman läpinäkyvillä kriteereillä. Aineistossa esiintyi joitakin esimerkkejä siitä, että aikaisempina vuosina näin ei aina olisi tapahtunut.

Haastatteluaineisto antoi vain vähän viitteitä siitä, missä määrin Tesi on onnistunut tunnistamaan **markkinakapeikkoja** ja suuntaamaan rahoitusta niiden mukaan. Monet korostivat, että rahastosijoituksissa on kyse hyvin pitkän aikavälin vaikuttavuudesta, kun taas markkinakapeikat ja segmentit voivat muuttua melko nopeastikin. Näkemysten mukaan Tesin rahastosijoitustoimintaa tulisikin tehdä hyvin pitkällä aikajänteellä, eikä reagoida lyhyen aikavälin muutoksiin markkinassa. Joissain rahastohaastatteluissa nousi esiin, että Tesi on suunnannut rahastosijoituksia viime vuosina rohkeammin myös tiettyihin sektoreihin erikoistuneisiin rahastoihin, mikä koettiin rahastoissa tärkeäksi.

Kasvurahastojen rahasto

Kasvurahastojen rahastojen (KRR) lisäarvoon otti kantaa vain harva haastatelluista. Yleisesti KRR nähtiin erittäin onnistuneena ja **tärkeänä instrumenttina**. Haastatellut korostivat, että sen avulla on onnistuttu aktivoimaan eläkeyhtiöitä ja muita institutionaalisia sijoittajia sijoittamaan merkittäviä summia kotimaisiin rahastoihin. Rahastot ovat olleet myös **taloudellisesti erittäin kannattavia**. Tunnistettu haaste on institutionaalisten sijoittajien vähäinen halukkuus sijoittaa kotimaisiin rahastoihin tai muihin kohteisiin näiden pienen koon takia; kotimaiset sijoitukset vaativat lisäpanostuksia rahastokentän analysointiin ja DD-prosesseihin. KRR:n nähdään vastanneen tähän haasteeseen pääosin hyvin onnistuneesti.

Osa haastatelluista kuitenkin näki, että **KRR passivoi eläkeyhtiöitä** ja toimii ”teko-syynä” olla sijoittamatta aktiivisemmin suoraan eri rahastoihin (KRR:n ohella). Toisena riskinä KRR:n kohdalla nähtiin Tesin portinvartijaroolin vahvistuminen. KRR ei myöskään voi nykyisellään sijoittaa rahastoihin, joissa BFVC on rahastosijoittajana, mikä vähentää yksityisen rahoituksen vaihtoehtoja varhaisimman vaiheen VC-rahastojen varainkeruussa. Aineistossa nousi esiin näkemys myös siitä, että KRR-toiminnan ulkoistaminen esimerkiksi yksityiselle toimijalle voisi pienentää portinvartijan roolia ja tuoda tervettä kilpailua markkinoille.

”KRR on toiminut varmaankin oikein hyvin, mutta olisiko aika ottaa askel eteenpäin ja miettiä puhtaalta pöydältä. Pitäisi tarkastella ainakin kolmea asiaa: 1) pitääkö [hallinnoijan] olla Tesi vai voisiko olla yksityinen toimija, 2) miten vältetään, että KRR ei ole tekosyy eläkeyhtiöille olla sijoittamatta suomalaisiin rahastoihin ja 3) miten saadaan yksityiset sijoittajat KRR:n avulla laajemmin toimialalle. Ei pidä ajatella, että vaikka on ollut toimiva niin ei pitäisi muuttaa.” (rahaston edustaja)

Kansainväliset rahastosijoitukset

Tesin kansainvälisiin rahastosijoituksiin suhtauduttiin haastatteluissa varauksella, joskin ne eivät nousseet esiin erityisen merkittävänä tai ongelmallisena teemana. Valtaosa haastatelluista tiedosti **tarpeen houkutella kansainvälistä pääomaa Suomeen**, mutta he kokivat, että sijoittaminen kansainvälisiin rahastoihin ei todennäköisesti ole tehokkain keino edistää tätä. Tesin sijoituksilla rahastoihin ei uskota olevan merkittävää vaikutusta siihen, minkä verran ko. rahastojen kautta kanavoituu rahoitusta Suomeen. Toisaalta monet korostivat, että kansainväliset rahastosijoitukset ovat olleet hyvin kannattavia ja mahdollistavat näin ollen myös suurempaa riskinottoa kotimaisissa sijoituksissa. Valtaosa näkeekin sijoitukset perusteltuina niin kauan kun ne tukevat – tai eivät ainakaan rajoita – Tesin päätehtävän eli kotimaisen pääomasijoitusmarkkinan kehittämistä.

Monet haastatellut tunnistivat, että **rahastosijoitusten kautta Tesi voi saada arvokasta osaamista ja verkostoja**, joita se voi jakaa eteenpäin suomalaisille rahastoille. Tällainen sillanrakentajan rooli nähtiin tärkeänä erityisesti silloin kun suomalainen toimija lähtee ensimmäistä kertaa houkuttelemaan kansainvälisiä sijoittajia tai rakentamaan kansainvälisen tason rahastoa. Haastatteluissa nousi esiin joitakin konkreettisia esimerkkejä tämänkaltaisista hyödyistä, mutta valtaosa kuitenkin koki, että Tesin tulisi jakaa kansainvälisten rahastosijoitusten kautta saatua osaamista ja verkostoja huomattavasti aktiivisemmin (ks. myös 4.2.4).

Ulkomaisten rahastojen haastatteluiden perusteella Tesin sijoitusten **vaikutukset rahastojen sijoitustoiminnan kohdentumiseen nähdään melko pienenä**. Useimmissa tapauksissa rahastot kertoivat, että he olisivat sijoittaneet Suomeen joka tapauksessa.

Monet kuitenkin painottivat, että Tesin perustehtävä ja sen onnistunut toimeenpano, eli markkinoiden kehittäminen Suomessa, on edistänyt sopivien sijoituskohteiden syntymistä Suomeen ja näin ollen edistänyt kansainvälisten rahastojen sijoitushalukkuutta. Joissain vastauksissa mainittiin myös se, että Tesin LP-rooli suomalaisessa kohteessa on vaikuttanut myönteiseen sijoituspäätökseen. Kaikki haastatellut ulkomaiset rahastot näkivät Tesin toiminnan hyvin ammattimaisena ja yhteistyön toimivana.

”Olen edelleen hieman skeptinen [kansainvälisiin rahastosijoituksiin]. Mikä lisäarvo? Ymmärrän kuitenkin, että ne toimivat kanavana, että luodaan kontakteja ja saadaan liittymäpintaa sijoittajiin ja kytketään tiiviimmin Suomeen. Pitäisi olla ainoa syy olla mukana näissä. Aiemmin olin sitä mieltä, että ei pitäisi olla ollenkaan, mutta nyt valmis hyväksymään [kv. rahastosijoitukset] näistä lähtökohdista. Mutta Tesi tuo edelleen hyvin heikosti tätä linkkiä rahastoille, kontaktipinta ei välity meille.” (rahaston edustaja)

Yhteenveto Tesin rahoituksen lisäarvoa koskevista näkemyksistä

Yhteenvetona haastatteluaineiston perusteella voidaan todeta, että Tesin rahastosijoitusten ja KRR:n lisäarvoon suhtaudutaan pääosin positiivisesti. Myös teollisuuspoliittisiin sijoituksiin (erityistapauksina) suhtaudutaan enemmän positiivisesti kuin kriittisesti. Sen sijaan suoriin sijoituksiin laajemmin suhtaudutaan enimmäkseen kriittisesti. Kansainvälisiin rahastosijoituksiin suhtautuminen jakaa näkemyksiä, mutta yleisesti ottaen suhtautuminen on neutraalia tai varauksellista.

Taulukko 7. Yhtenveto haastateltujen näkemyksistä liittyen Tesin rahoituksen lisäarvoon. Luvut kuvastavat keskiarvoa asteikolla 1 = huono/kriittinen, 2 = neutraali, 3 = hyvä/positiivinen. Perustuu arvioitsijoiden haastatteluiden perusteella tekemään luokitteluun (mukana haastattelut, joissa aiheeseen on otettu kantaa).

| Tesin rooli | Kaikki | Rahastot | Tesi ja sidosryhmät |
|---|--------|----------|---------------------|
| Rahastosijoitukset (N=28) | 2,8 | 2,8 | 2,8 |
| Kv. rahastosijoitukset (N=27) | 2,1 | 2,0 | 1,8 |
| Kasvurahastojen rahastot (N=12) | 2,5 | 2,6 | 2,2 |
| Suorat sijoitukset (yleisesti) (N=22) | 2,0 | 2,0 | 1,4 |
| Teollisuuspoliittiset sijoitukset (erityistapauksissa) (N=17) | 2,4 | 2,2 | 2,8 |

4.2.4 Tesin lisäarvo tiedon tuottajana sekä verkostojen ja osaamisen kehittämisessä

Käytännössä kaikki vastaajat pitivät Tesin roolia pääomasijoitusmarkkinaa koskevan **tiedon tuottajana** erittäin tärkeänä. Tesin tietoaaineistot olivat sidosryhmien keskuudessa hyvin kysytyjä ja niiden kerääminen koettiin tärkeäksi. Tesin tietoaaineistot ovat erittäin monipuoliset ja laadukkaat, ja aineistojen tehokkaamman hyödyntämisen kautta saatavaa lisäarvoa pidettiin hyvin merkittävänä. Rahastot ja muut sidosryhmät kuitenkin korostivat, että Tesin tulisi jakaa tietoa selvästi aktiivisemmin ja avoimemmin. Tesin keräämä ja tuottama data ei toistaiseksi ole juurikaan näyttäytynyt asiakkaille. Erityisen tarpeelliseksi koettiin esimerkiksi markkinakatsaukset, joissa tarkastellaan markkinoiden kehittymistä, rahoitustarpeita, haasteita, jne. Osa haastatelluista toivoi myös tuottodatan julkaisemista.

”Data on korkealaatuista, mutta esim. tuottodata tulisi julkaista koko alan osalta kvartaaleittain. Tämän pitäisi onnistua Suomen kokoisella markkinalla. Nyt on keskitytty panos-mittareihin (sijoitukset). Tuottodata on ollut hyvin suppeaa.” (rahaston edustaja)

Tesin rooli **verkostojen rakentajana ja osaamisen kehittämisessä** nähdään niin ikään hyvin tärkeänä, ja sellaisena, jota Tesin tulisi tehdä selvästi aktiivisemmin. Monet rahastot ja osa suorista sijoituskohteista kertoivat myös hyötyneensä Tesin kontakteista ulkomaisiin sijoittajiin. Erityisesti rahastotoimijat toivoivat Tesiltä lisää panostusta siltojen rakentamiseen kotimaisten rahastojen ja ulkomaisten sijoittajien välille.

Kuten edellä on todettu, monet (erityisesti alkuvaiheen) rahastot ja osa yrityksistä kokee saaneensa Tesiltä arvokasta sparrausta ja ”matalan kynnyksen neuvontaa”. Tämän katsottiin olevan luonteva rooli julkiselle pääomasijoittajalle. Tämä kuitenkin koettiin vahvasti henkilösidonlaiseksi ja toisaalta sparrausta piti osata vaatia. Monet korostivatkin, että Tesi voisi toimia tässä roolissa aktiivisemmin. Lisäksi pääomasijoittajille suunnatut oppaat ja hyvät käytännöt, esimerkiksi kestävästä sijoittamisesta tai kv-instrumenteista, mainittiin haastatteluissa esimerkkeinä.

Tesin rooli **ESG:n ja vastuullisuuden** edistäjänä nähtiin mahdollisuutena esimerkiksi standardien harmonisoinnin kannalta. Tesin rooli nähdään tärkeänä laajemman rahastokentän sparraajana ESG-kysymyksissä. Osa haastatelluista mainitseekin, että Tesi on onnistuneesti pitänyt ESG- ja vastuullisuusnäkökulmaa esillä esimerkiksi hallitustyöskentelyssä. Monet vastaajista kuitenkin kokivat, että toistaiseksi Tesi ei erottaudu yksityisistä rahastoista ESG-osaamisessa.

5 Tesi kansainvälisessä vertailussa

Osana arviointia toteutettiin kansainvälinen katsaus julkiseen pääomasijoitustoimintaan sekä vertailu kuudesta julkisesta pääomasijoitusorganisaatiosta. Tavoitteena oli tunnistaa mihin suuntaan julkinen pääomasijoitustoiminta on viime vuosina kehittynyt, kuinka toiminta on eri maissa organisoitu, ja millaisia hyviä ja vaihtoehtoisia käytäntöjä voidaan tunnistaa Tesin toiminnan kehittämiseksi.

Laajemman kartoituksen perusteella tarkempaan analyysiin ja vertailuun valittiin ohjausryhmän toimesta kuusi julkista pääomasijoitusorganisaatiota: British Business Bank (BBB, Iso-Britannia), Vaekstfonden (Tanska), Saminvest (Ruotsi), KfW Capital (Saksa), Bpifrance (Ranska), ja PMV (Belgia/Flanderin alue). Näiden verrokkien katsottiin olevan Tesin toiminnan kannalta soveltuvimpia ja kiinnostavimpia.

Verrokkiorganisaatioiden osalta analysoitiin niistä saatavilla olevat julkiset tiedot, minkä lisäksi haastateltiin organisaatioiden edustajia. Seuraavassa on kuvattu kansainvälisestä katsauksesta ja organisaatioiden vertailusta nousseet keskeiset havainnot ja pääviestit Tesin ja arvioinnin näkökulmasta.

Tarkemmat kuvaukset kustakin verrokkiorganisaatiosta (englanniksi) löytyvät raportin liitteestä 1 (Appendix 1).

Julkisilla pääomasijoituksilla on merkittävä rooli kaikissa verrokkimaissa

Julkinen pääomarahoitus on tärkeä osa hyvin toimivaa elinkeino- ja innovaatiopolitiikkaa kaikissa Suomen verrokkimaissa. Startup- ja kasvurahoituksen merkitys näyttääkin vain kasvaneen ja toiminta kehittyneen viime vuosina.

Toimiva pääomarahoitusmarkkina on keskeinen tekijä talouden kasvulle ja uudistumiselle. Sen sisällä julkisen pääomarahoituksen avulla voidaan tasoittaa talouden syklisyyden ja akuuttien kriisien vaikutuksia muuten herkälle kasvuyrityskentälle sekä kannustaa yksityistä rahoitusmarkkinaa kehittymään alueilla tai teemoissa, joissa pääomamarkkinat eivät muuten toimi riittävästi. Suuret, pitkät ja riskipitoiset deep tech -alat ovat hyvä esimerkki tällaisesta. Tyypillisesti toimenpiteet ovat tarkoittaneet sekä (julkisen ja yksityisen rahoittajan) riskinjakoja että pääomien lisäämistä julkiselta puolelta. Samalla erilaisten riskinjako- ja rahoitustyökalujen määrä on monipuolistunut niin EU:ssa kuin kansallisella ja alueellisella tasolla.

Useimmissa maissa julkisen pääomasijoitustoiminnan kehittämiseen liittyvät kysymykset ovat hyvin samankaltaisia kuin Suomessa. Esimerkiksi kysymys julkisten pääomarahojen roolista markkinoiden ”portinvartijana” on tunnistettavissa useimmissa maissa. Useimmat rahoitusorganisaatiot näkevät sen itse luonnollisena seurauksena onnistuneesta (yhteis)sijoitustoiminnasta, mutta markkinoiden tasapuolisuuden vuoksi on tärkeää varmistaa rahoituspäätösten ja prosessien avoimuus ja läpinäkyvyys.

Alueellisella tai kansallisella tasolla julkisessa omistuksessa olevat organisaatiot ovat **merkittävästi laajentaneet osallistumistaan yritysten perustamisen ja kehittämisen** tukemiseen viimeisten 10–15 vuoden aikana. Myös julkisen tuen osuus pääomasijoituksista on kasvanut viimeisen 15 vuoden aikana. Julkisten toimijoiden keräämät rahoitusvolyymit ovat kasvaneet tasaisesti kiihtyvällä vauhdilla vuodesta 2016. Julkisen pääoman osuus on 12 prosenttia kaikista vuosina 2010–2020 kerätyistä pääomarahastoista. Aivan erityisesti julkinen interventio on suunnattu pääomasijoittamisen aikaiseen vaiheeseen, jossa sen osuus oli yli 25 prosenttia vuosina 2010–2020 kerätyistä pääomarahastoista.⁵⁹

Eri maissa on hyvin erilaiset lähestymistavat julkisen kasvurahoituksen organisointiin

Monissa maissa julkista pääomasijoitustehtävää hoitavat **kansalliset kehityspankit** (National Promotional Banks, NPB). Asetelma juontaa juurensa organisaatioiden historiasta ja aiemmista tehtävistä: osan taustalla on vanhoja säästöpankkeja (Caisse des Dépôt de Consignations Ranskassa tai Cassa Depositi e Prestiti (CDP) Italiassa); osalla jälleenrakennuspankkeja (esim. Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW)) ja osalla kunnallisten rahoituspalvelujen tarjoajia (esim. Kommuninvest Ruotsissa).

Julkisia pääomasijoituksia tekevillä verrokkiorganisaatioilla on usein **hyvin monenlaisia tehtäviä**, kuten suurten infrastruktuurien kehittämisen tukeminen, maatalouden tukeminen, talouskehitys yleensä jne. Innovaatio- ja elinkeinopolitiikan saralla ne tukevat ensisijaisesti pk-yrityksiä, mutta voivat palvella myös keskisuuria yhtiöitä ja suuria yrityksiä eri alojen kannalta tärkeillä talouden aloilla. Monet toimivat välittäjinä EU:n rahastoille ja rahoitusvälineille. 2010-luvulta kansallisilla kehityspankeilla on ollut yhä suurempi rooli EU:n rahoitusvälineiden kanavoinnissa.⁶⁰

59 Invest European määritelmään Venture Capitalista kuuluvat 1) siemen (seed) vaihe, 2) startup vaihe sekä 3) myöhempi vaihe (later-stage).

60 Whittle, M., Malan J. and Bianchini, D. (2016). New financial instruments and the role of National promotional banks. Policy Department, European Parliament.

Eurooppalainen **julkisten pääomarahojien palvelutarjonta on varsin laaja-alaista** – tarjolla on usein lainoista, takauksista, vientivakuuksista rahastosijoituksiin, suoriin sijoituksiin, kvasi-sijoituksiin ja erilaisiin riskinjakomekanismeihin. Monet niistä myös hallinnoivat avustuksia. Tarkkaa toimialamääritelmää ei myöskään ole.⁶¹ Organisaatioiden koot ja palvelujen laajuus vaihtelevat kuitenkin suuresti niiden harjoittaman toiminnan erilaisuuden vuoksi.

Julkisen kasvurahoituksen rakenteelliset ja organisatoriset ratkaisut ovat kaikissa verrokki- maissa hyvin erilaiset. Toisin sanoen, vertailu havainnollistaa, että on hyvin **monia erilaisia tapoja organisoida julkista kasvurahoitusta ja julkisen rahoittajien välistä työnjakoja**. Karkeasti ottaen voidaan tunnistaa sekä keskitettyjä että hajautettuja malleja. Etenkin isommat Euroopan maat, kuten Iso-Britannia (BBB) ja Ranska (Bpifrance), ovat tästä hyviä esimerkkejä. Molemmista maista on tarjolla hyvin laaja kirjo erilaisia rahoitusinstrumentteja. Jossain määrin tähän voidaan laskea mukaan myös Saksa, jos huomioidaan että tarkastelussa ollut KfW Capital on osa laajempaa KfW-konsernia. Vastaavasti Ruotsi, Suomi ja Belgia ja hyviä esimerkkejä hajautetummasta mallista. Kaikissa näissä maissa on useampia rahoitusta tarjoavia organisaatioita. Kenties mielenkiintoisin verrokkimaa tässä suhteessa on Tanska, jossa on päätetty yhdistää kolme eri organisaatiota yhdeksi organisaatioksi vuoden 2023 alussa.

Kaiken kaikkiaan voidaan todeta, että tyypillisesti **Tesin verrokkiorganisaatiot tarjoavat hyvin laajasti erilaisia rahoituspalveluita, eivätkä ne keskity pelkästään pääomasijoituksiin**. Monissa maissa näyttäisikin olevan suuntaus kohti laajempia ja suurempia organisaatioita. Haastattelut organisaatioiden edustajat näkevätkin tässä kehityksessä selkeitä skaalaus- ja synergiahyötyjä. Vertailu myös havainnollistaa, että monessa tapauksessa **saman konsernirakenteen sisällä tarjotaan sekä markkinaehtoista että asymmetrisia ja/tai valtiontukea sisältävää rahoitusta**. Erilaisten rahoitusmuotojen ja -ehtojen tarjoaminen saman organisaation kautta näyttäisikin olevan enemmän sääntö kuin poikkeus verrokkimaissa.

Pääomasijoituksissa peruslähtökohdat samankaltaiset, mutta eroja yksityiskohdissa

Pääomarahoituksessa erot eri julkisorganisaatioiden lähestymistapojen välillä ovat vähemmän merkittäviä ja ne liittyvät yleensä joihinkin toteutuksen yksityiskohtiin. Lähtökohtaisesti kaikki julkiset toimijat pyrkivät noudattamaan (jonkinlaista) **pari passu -periaatetta** ja toimimaan markkinaehtoisesti. Kyse on kuitenkin enemmän tavoiteltavasta

61 European Association of Public Banks (EAPB), European Long-Term Investors Association (ELTI), The European Venture Fund Investors Network (EVFIN).

periaatteesta kuin ehdottomasta vaatimuksesta ja osassa ohjelmista (mm. British Business Bankin Enterprise Capital Funds -ohjelma) hyödynnetään myös asymmetrisiä työkaluja vaikeimmissa markkinakapeikoissa.

Kaikissa verrokeissa on myös jollain tavoin rajoitettu **enimmäisosuutta kohderahastoissa**. Toisin kuin Suomessa, rajoitteet liittyvät kuitenkin tyypillisesti vain ko. organisaation osuuteen eikä julkisen rahoituksen osuuteen yleisesti. Huomionarvoista on, että joillakin verrokkiorganisaatioilla on erityisesti alkuvaiheen rahastoille suunnattuja ohjelmia, jossa osuudet voivat olla muuta sijoitustoimintaa suurempia. Esimerkiksi British Business Bankin Enterprise Capital Funds -ohjelmassa BBB:n osuus kohderahastoissa voi olla enimmillään jopa 66 prosenttia.

Kysymys **suorista sijoituksista** nähdään useimmissa maissa haastavana tai jopa hieman hankalana aiheena, ja siihen on omaksuttu erilaisia lähestymistapoja. Lähtökohtaisesti suorat sijoitukset nähdään tehokkaana ja suunnattuna keinona uusien kasvualueiden tutkimiseen ja niiden rahoituksen avaamiseen, mutta ei varsinaisesti julkisen pääomarahoituksen perustoimintona. On huomioitava, että monissa maissa (esim. Ruotsi, Saksa) suorat sijoitukset ja rahastosijoitukset ovat eri organisaatioissa.

Sijoittaminen ulkomaisiin rahastoihin on yleistä, mutta Suomen tavoin monissa maissa pyritään varmistamaan, että ”kotimainen intressi” sijoituksissa toteutuu tavalla tai toisella. Tarkempia tietoja tämän toteutumisesta ei kuitenkaan ole saatavilla.

ESG- ja vastuullisuuskysymyksistä on tullut yhä tärkeämpi strateginen prioriteetti kaikissa verrokeissa, mutta yleisesti sitä pidetään alueena, jolla on paljon parantamisen varaa.

Taulukko 8. Yhteenveto Tesin verrokkioorganisaatioista ja niiden palvelutarjonnasta.

| | Tesi | BBB | Vaekst-fonden | Bpifrance | KfW Capital | PMV (Belgium) | Saminvest |
|---|--|---|--------------------------|--|---------------------------|--|---|
| Työntekijät | 44 (2021) | 508 (koko org.) | 305 (11/2022) | 2 871 (koko org.) | 20 | 153 | 6 (pl. tytäryhtiöt) |
| Suorat pääomasijoitukset | Kyllä (126,3 M€ v. 2022) | Vain poikkeustapauksissa, mutta lisääntynyt | Kyllä (80 M€ v. 2021) | Kyllä | Ei | Kyllä (37,8 M€ v. 2021) | Tytäryhtiöiden kautta ⁷ |
| Rahastosijoitukset | Kyllä (94 M€v. 2022) | Kyllä (3.2 mrd€ yht.) | Kyllä (209 M€v. 2021) | Kyllä (671 M€v. 2021) | Kyllä (1.3 bn€v. 2021) | Kyllä (203 M€v. 2021) | Kyllä (100 M€v. 2021) |
| Rahastojen rahastot (FoF) | Kyllä(4 kpl KRR-rahastoja) | Kyllä (Managed Fund Programme) | Kyllä (4 FoFs) | Kyllä (37 FoFs) | Kyllä | Kyllä | Kyllä |
| Kansainväliset rahastosijoitukset | Kyllä, edellytyksenä kotim. intressi(10 M€v. 2022) | Kyllä (rajoittein) ⁶² | Kyllä (98 M€v. 2021) | Kyllä | Kyllä | Kyllä | Kyllä (rajoittein) ⁶³ |
| Kansainväliset suorat sijoitukset | Ei | Ei ⁶⁴ | Ei | Kyllä | Ei | Kyllä | Ei |
| Lainat ja takuut | Ei (pl. erityisohjelmat) | Kyllä (epäsuorasti) | Kyllä (suoraan) | Kyllä (suoraan ja epäsuorasti), myös avustukset | Ei | Kyllä (yrityslainat) | Ei |
| Valtiontuet | Ei | Ei (EIR ei tulkittu valtiontueksi) | Kyllä | Kyllä (EU instrumentit) | Ei | Kyllä | Ei |
| Liiketoiminnallisen kannattavuuden vaatimus | Kyllä | Kyllä | Kyllä | Kyllä | Kyllä | Kyllä | Kyllä |
| Pari passu -periaate | Kyllä | Kyllä ⁶⁵ | Kyllä | Kyllä | Kyllä | Kyllä | Kyllä |
| Julkisen sektorin osuuden rajoite rahastoissa | Kyllä (julkinen yht. 50 %, ml. EIP/EIR) | Kyllä (BBB osuus 30 %, ECF-ohjelmassa 60–66 %) ⁶⁶ | Kyllä (VF osuus 20 %) | Kyllä (julkinen yht. 50 %, ml. EIP/EIR) | Kyllä (KfW osuus 20%) | Kyllä (tyypillisesti 50 %, pl. EIP/EIR) | Kyllä (50 %, poikkeustapauksissa 70 %) |

62 Yhteensä (vain) 22 sijoitusta ulkomaisiin rahastoihin. Periaatteena on, että kohderahaston sijoitusten Iso-Britanniaan tulee olla vähintään kaksinkertainen verrattuna BBB:n sijoituksiin ko. rahastoon.

63 Kohderahastoilla tulee olla ruotsalainen yhtiörakenne, mutta voivat sijaita ulkomailla.

64 BBB ei tee juurikaan suoria sijoituksia. Kaupallisesti toimivat kohderahastot voivat tehdä sijoituksia ulkomaisiin yhtiöihin osana sijoitustrategiaansa. Kohderahastojen tyyppi vaihtelee ohjelmittain. Varhaisen vaiheen rahastot tyypillisesti sijoittavat lähinnä kotimaan yrityksiin.

65 Suurin osa BBB:n pääomasijoitusohjelmista perustuu pari passu -periaatteelle, mutta varhaisen vaiheen rahastoihin kohdistuvassa Enterprise Capital Funds -ohjelmassa myös epäsymmetriset rakenteet ovat mahdollisia.

66 Pääsääntöisesti BBB:n osuus rahastoissa voi olla enintään 30 %. Varhaiseen vaiheen vaiheen rahastoihin keskittyvässä Enterprise Capital Funds -ohjelmassa osuus voi olla 60 %. Sellaisissa rahastoissa, jotka sijoittavat seed-/kaupallistamisvaiheen yrityksiin osuus voi olla 66 %.

6 Johtopäätökset ja suositukset

6.1 Toiminnan relevanssi ja kohdentuminen

Tarve julkiselle pääomasijoitustoiminnalle ei ole poistunut

Yleisesti Suomen **pääomasijoitusmarkkina on kehittynyt erittäin positiivisesti** tarkastelujaksolla (2015–2022). Ulkomaisia sijoituksia on tullut erityisesti myöhempään vaiheeseen ja yksityinen rahoitus on kasvanut julkista nopeammin. Tilanne on näin ollen hyvin erilainen kuin arvioinnin tarkastelujakson alussa (2015). Tesillä on ollut oma tärkeä roolinsa suomalaisen pääomasijoitusmarkkinan kehittämisessä.

Pääomasijoitusmarkkina on luonteeltaan syklinen ja tilanteet vaihtuvat joskus nopeasti. Vuoden 2023 alussa pääomarahoituksen suhdannenäkymät ovat selvästi huonontuneet viime vuodesta, mikä vaikeuttaa rahastojen varainkeruuta, huonontaa sijoitusten tuotto-odotuksia, lisää yritysten riskejä alkuvaiheen rahoituksessa ja vaikeuttaa ulkomaisten VC-sijoittajien mukaan saamista isoille myöhäisen vaiheen sijoituskierröksille. Julkisella pääomarahoituksella on **tärkeä tehtävä tasata markkinoiden syklisyyttä varsinkin kriittisillä kasvualoilla**.

Pitkäjänteisen valtiollisen sijoittajan merkitys on korostunut epävarmoissa markkina-tilanteissa ja markkinahäiriöissä. Viime vuosina erityisesti ilmastokriisi, koronapandemia ja Ukrainan sota ovat korostaneet Tesin roolia yhteiskunnallisten haasteiden ratkaisemisessa ja akuuttien markkinahäiriöiden tasaajana. Tesin toiminta muun muassa koronapandemian yhteydessä on laajasti koettu onnistuneena ja tärkeänä. Tesin toimiessa nykyisessä roolissaan markkinaehtoisena, pitkäjänteisenä sijoittajana, sen tehtävä näyttyy selkeänä, eikä arvioinnissa ole noussut esiin lainsäädäntöön liittyviä kehittämistarpeita.

Suositus 1: Suomen pääomasijoitusmarkkinaa tulee kehittää edelleen aktiivisesti

Viime vuodet ovat hyvin osoittaneet, että tarve Tesin kaltaiselle pitkäjärjenteiselle julkiselle pääomasijoittajalle ei ole poistunut, vaan tarve on pikemminkin vahvistunut. Samansuuntainen kehitys on nähtävissä myös muissa Euroopan maissa. Hyvin toimiva pääomasijoitusmarkkina on paitsi tärkeää rahoitusmarkkinan toimivuuden näkökulmasta, myös olennainen osa tutkimus- ja innovaatiojärjestelmää.

Suomen tulee jatkossakin varmistaa pääomasijoitusmarkkinansa kilpailukyky ja kehittää sitä pitkäjärjenteisesti. Tesillä on tässä jatkossakin keskeinen rooli julkisena erityistehtävänä.

Tesillä on tärkeä rooli pääomasijoitusmarkkinan kehittäjänä – rooli portinvartijana huomioitava

Tesin (ja laajemmin julkisen sektorin) **rooli suomalaisessa pääomasijoitusmarkkinassa on merkittävä**, varsinkin rahastosijoituksissa. Tesi onkin mukana suurimmassa osassa viime vuosina perustettuja rahastoja. Kansainvälisesti verraten kotimaisen julkisen rahoituksen osuus VC-rahastojen varainkeruusta on linjassa eurooppalaisen keskiarvon kanssa. Tesin rahastokohtaiset sijoitusosuudet ovat lähellä eurooppalaista keskiarvoa.

Tesin merkittävään asemaan liittyy sen koettu rooli pääomasijoitusten **”portinvartijana”** rahastosijoituksissa. Käytännössä se tarkoittaa, että Tesin päätökset siitä, mihin rahastoihin sijoitetaan, vaikuttavat merkittävästi ko. rahastojen mahdollisuuksiin saada muuta rahoitusta, sillä monet institutionaaliset sijoittajat ja kansainväliset rahastosijoittajat seuraavat Tesin esimerkkiä ja luottavat sen ammattimaiseen due diligence -prosessiin.⁶⁷

Portinvartijarooli on seurausta Tesin laadukkaasta ja mittavasta sijoitustoiminnasta, mutta siihen liittyy myös haittapuolia. On tärkeää ja hyödyllistä, että Tesi kykenee omilla päätöksillään houkuttelemaan sijoittajia uusiin rahastoihin, mutta yleisemmin rahoitusmarkkinoiden toiminnan kannalta ei ole toivottavaa, että julkisen rahoittajan sijoituspäätökset kovin

67 Due diligence = huolellisuusperiaatteen mukainen asiallinen tarkastus ennen sijoituspäätöksiä.

merkittävästi ohjaavat markkinaa, tai että Tesille muodostuu ikään kuin määräävä markkina-asema rahastosijoituksiin. Paras ratkaisu olisi tietenkin saada markkinoille lisää kotimaisia ja ulkomaisia ankkurisijoittajia.

Suositus 2: Tesin roolia portinvartijana tulee seurata ja pyrkiä ehkäisemään mahdollisia negatiivisia vaikutuksia

Tesi on mukana valtaosassa uusista suomalaisista pääomarahastoista. Arvioinnissa esiin noussutta roolia erityisesti uusien rahastojen ”portinvartijana” tulee seurata ja mahdollisia negatiivisia markkinavaikutuksia ennaltaehkäistä muun muassa lisäämällä sijoitustoiminnan läpinäkyvyyttä ja avoimuutta mahdollisuuksien mukaan. Yksityisten kotimaisten ja ulkomaisten rahastoihin sijoittavien ankkurisijoittajien markkinoille tuloa tulisi edesauttaa Tesin portinvartijaroolin vähentämiseksi.

Markkinaehtoisuus ja liiketaloudellinen kannattavuus kantavina periaatteina

Pari passu -periaate sekä vaatimus **pitkän aikavälin liiketaloudellisesta kannattavuudesta** ovat tärkeitä linjauksia sekä Tesin uskottavuuden, että pääomamarkkinoiden tasapuolisen kilpailun kannalta.

Kantavina periaatteina Tesin markkinaehtoisuus ja liiketaloudellinen kannattavuus rajavat kuitenkin pois sellaisia fokusalueita ja toimintoja pääomasijoitusmarkkinoiden kehittämisessä, joissa voisi olla tarvetta voimakkaammalle riskinotolle ja yksityisten sijoitusten voimakkaammalle aktivoinnille. Nämä liittyvät erityisesti sellaisten nousevien kasvualojen kehittämiseen, joille ei muuten vielä ole riittävästi kiinnostusta pääomarahoitusmarkkinoilla, ja joissa siksi tyypillisesti hyödynnetään epäsymmetristä voitonjakoa julkisten ja yksityisten pääomasijoittajien välillä.

Monissa verrokkimaissa julkisten pääomasijoittajien rooli on huomattavasti Tesin roolia laajempi ja siksi myös niiden käyttämä työkaluvalikoima on laajempi. Vaikka pitkän aikavälin liiketaloudellinen kannattavuus ja pari passu -periaate ovat lähtökohtana tavalla tai toisella kaikissa verrokkimaissa, kyse on ehdottoman vaatimuksen sijaan pikemminkin tavoitteesta, josta markkinapuutteen korjaamisen edellyttäessä voidaan poiketa.

Suositus 3: Joustavuutta pari passu -periaatteeseen harkittava markkinoiden kehittämisessä

Tesin tiukka tulkinta symmetrisestä voitonjaosta ja markkinaehtoisuudesta (pari passu -periaate) palvelee Tesin uskottavuutta laadukkaana kanssasijoittajana ja on sinänsä hyvä peruseriaate, josta tulee jatkossakin pitää kiinni Tesin sijoitustoiminnan lähtökohtana.

Periaate soveltuu kuitenkin huonosti julkisen rahoittajan erityistehtävään markkinoiden kehittämisessä alueilla, jonne yksityinen rahoitus ei muuten riittävästi kohdentuisi. Se rajaa suurimmat markkinapuutteet toiminnan ulkopuolelle ja siten heikentää Tesin mahdollisuuksia toteuttaa sille lailla määriteltyä erityistehtävää pääomasijoitusmarkkinan kehittäjänä. Kysymys on pitkälti siitä, kuinka organisoidaan siemen- ja alkuvaiheen julkinen pääomarahoitus, jossa on suurin tarve epäsymmetriselle voitonjaolle. Tesin markkinaehtoisuutta/pari passu -periaatetta tulee siksi tarkastella osana Tesin ja BFVC:n välistä työnjakoa ja resursointia (ks. kohta koherenssi ja asemoituminen, suositus 6).

Tarvetta strategiseen fokusointiin

Tesin sijoitustoiminta on varsin laaja-alaista. Yleisesti eurooppalaisten pääomarahoittajien kehitys näyttää menevän kohti suurempia ja erikoistuneempia rahastoja. Tesin sijoitustoiminnan resurssit on tärkeä allokoida Tesin erityistehtävän mukaisesti erityisesti markkinakapeikkoihin, mikä tyypillisimmin tarkoittaa esimerkiksi varhaisen vaiheen ja scaleup-vaiheen uusia VC-rahastoja.

Tarve strategisimmille valinnoille on tunnistettu myös Tesissä ja sille on luotu valmiuksia muun muassa tietoaaineistoja kehittämällä. Tesin strategia on määrä päivittää vuoden 2023 aikana, mikä tarjoaa hyvän mahdollisuuden toiminnan fokusointiin.

Suositus 4: Tesin tulee uudessa strategiassaan tehdä nykyistä terävämpiä strategisia valintoja

Jatkossa Tesin sijoitustoiminnan osalta on tarvetta tehdä terävämpiä strategisia valintoja, perustuen saatavilla olevan tietoon markkinoista ja markkinakapeikoista, sekä aktiiviseen ja avoimeen vuoropuheluun eri sidosryhmien (erityisesti muiden julkisten rahoittajien kanssa). Valintojen tulisi linkittyä myös laajempaan pitkän aikavälin elinkeino- ja innovaatiopoliittiseen strategiaan. Valinnoista ja niiden perusteista tulisi myös viestiä aktiivisemmin ulospäin.

6.2 Asemoituminen ja koherenssi

Työnjakoa eri toimijoiden välillä ei ole viestitty riittävän selkeästi

Julkisten pääomasijoittajien (Tesi, Ilmastorahasto, BFVC) kenttä ja työnjako on muuttunut. Se on lisännyt jännitettä organisaatioiden (erityisesti Tesin ja Ilmastorahaston) välillä ja tuonut viestinnällisiä haasteita. Organisaatioiden rooleja ja työnjakoa ei ole viestitty riittävän selkeästi. Yhteistyön tiivistäminen eri toimijoiden välillä sekä parempi ulkoinen viestintä toimijoiden rooleista ovat tärkeitä kehityskohteita organisatorisista ratkaisuista riippumatta.

On kuitenkin vähän näyttöä siitä, että tilanteesta olisi syntynyt (merkittävää) haittaa markkinoiden toiminnalle, eikä ilmeistä tai akuuttia tarvetta toimintojen yhdistämiselle ole arvioinnissa havaittu tästä näkökulmasta. Osa rahastoista näkee uuden asetelman positiivisena – tarjolla on enemmän vaihtoehtoja, mikä vähentää Tesin roolia portinvartijana erityisesti uusien rahastojen näkökulmasta. Mahdolliset pienet päällekkäisyydet koetaan enemmän tervetulleina kuin ongelmallisina. Usean erillisen organisaation tarpeellisuutta on kuitenkin kyseenalaistettu tehokkuuden, selkeyden sekä tiedon ja osaamisen kertymisen näkökulmasta. Myös kansainvälisenä trendinä näyttää olevan julkisen yritysrahoituksen eri toimintojen yhdistäminen samoihin organisaatioihin, pikemminkin kuin toimintojen hajauttaminen.

Ilmastorahaston ja Tesin yhteistyön kehittäminen

Ilmastorahaston rooli vaikuttavuussijoittajana eroaa olennaisesti Tesin profiilista ja pikemminkin täydentää rahoituskenttää kuin kilpailee Tesin kanssa. Erillisorganisaatioihin on joitakin perusteita:

- Organisaatioilla on eri päätavoitteet: Tesin erityistehtävä on kehittää pääomasijoitusmarkkinaa ja Ilmatorahaston erityistehtävä on tuottaa positiivisia ilmasto-/ympäristövaikutuksia. Edellinen edellyttää pääomasijoittamisen/omistajuuden asiantuntijatiimiä, jälkimmäinen puolestaan ilmastovaikutusarviointitiimiä.
- Organisaatiot käyttävät eri instrumentteja: Tesi keskittyy oman pääoman ehtoisiin instrumentteihin, Ilmatorahasto voi puolestaan hyödyntää paljolti venture debt (laina + warrantit) instrumentteja ilman, että tarvitsee Tesiä vastaavaa pääomasijoitus-/omistajuusekspertiisiä (kuten ei BF:kään ole tarvinnut).
- Erillään ollessaankin Tesi voi yhteistyössä saada Ilmatorahastolta tukea vaikuttavuusmittaamiseen/mallintamiseen, ja Ilmatorahasto puolestaan Tesiltä pääomasijoitusmarkkinan osalta.

Toisin sanoen Tesin ja Ilmatorahaston yhdistämiselle ei ole erityistä tarvetta pääomasijoitusmarkkinan toimivuuden näkökulmasta. Yhdistämisestä todennäköisesti aiheutuisi merkittäviä johtamiseen ja organisointiin liittyviä haasteita, jotka vaikuttaisivat negatiivisesti myös markkinoihin ja asiakasrajapintaan. Pidemmällä aikavälillä voi kuitenkin olla perusteltua tarkastella organisaatioiden yhdistämistä osana laajempaa kokonaisuutta.

Suositus 5: Tesin ja Ilmatorahaston välistä yhteistyötä tiivistettävä ja työnjakoa selkeytettävä

Tesin ja Ilmatorahaston keskinäistä yhteistyötä ja työnjakoa on täsmennetty arvioinnin kuluessa. Yhteistyötä on kuitenkin edelleen tarvetta tiivistää ja työnjakoa selkeyttää (esim. instrumenttien yhteensovittaminen) sekä organisaatioiden välillä että viestiessä ulospäin.

Pidemmällä aikavälillä (noin 5 vuotta) on perusteltua pohtia ja arvioida uudelleen Tesin ja Ilmatorahaston yhdistämistä osana laajempaa julkisen yritysrahoituksen kokonaisuutta.

Epäsymmetristen instrumenttien kehittäminen osana Tesin ja BFVC:n työnjakoa

BFVC:n yhteistyö Tesin kanssa näyttäytyy pääosin toimivana BFVC:n keskittyessä varhaisemman vaiheen rahastojen käynnistämiseen täydentäen Tesin keinovalikoimaa epäsymmetrisillä instrumenteilla ja uusien rahastotiimien aktiivisella tukemisella. Nopeasti

vaikeutunut VC-markkinatilanne ja Euroopan laajuiset muutokset teollisuuspolitiikassa tuovat kuitenkin enenevässä määrin tarvetta asymmetrisille rahoitusinstrumenteille, mutta johon BFVC:n nykyiset resurssit ovat rajalliset.

Tesin ja BFVC:n toimintojen yhdistämisellä saattaisi olla mahdollista saada kattavampi ja saumattomampi instrumenttivalikoima pääomasijoitusmarkkinan kehittämiseen ja sitä kautta startupien ja kasvuyritysten tukemiseen. Harkitulla yhdistämisellä voitaisiin todennäköisesti selkeyttää julkisen pääomasijoitustoiminnan organisatorista kokonaisuutta, saavuttaa joitakin tehokkuushyötyjä sekä laajempaa vaikuttavuutta erityisesti varhaisen vaiheen markkinan kehittämisessä, jossa voi olla tarvetta suuremmalle riskinotolle ja julkisen sektorin roolille, varsinkin huonossa markkinatilanteessa.

Erityyppisten (markkinaehtoinen vs. valtiontukea myöntävä) rahoitusmuotojen tarjoaminen saman organisaation kautta olisi toteutettavissa saman konsernirakenteen sisällä, kunhan toiminta on selkeästi rajattua ja viestittyä. Samalla on kuitenkin huomioitava, että mahdollisista organisaatiomuutoksista aiheutuisi todennäköisesti johtamiseen ja organisaatiokulttuuriin liittyviä haasteita ainakin lyhyellä aikavälillä. Lisäksi se entisestään korostaisi Tesin roolia markkinoilla. Mahdollinen yhdistäminen edellyttäisi myös lainsäädännöllisiä muutoksia, minkä vuoksi sitä ei voida nähdä lyhyen aikavälin markkinaputteisiin.

Oheisessa taulukossa on tarkasteltu tarkemmin epäsymmetristen työkalujen käytön kehittämisen eri vaihtoehtojen etuja ja haittoja. Eri kehittämismahdollisuuksiin liittyvät mahdollisuudet, niiden edut ja riskit on kuitenkin tarpeen selvittää vielä erikseen.

Taulukko 9. Vertailu epäsymmetristen instrumenttien kehittämisen vaihtoehtoista.

| Vaihtoehdot | Epäsymmetristen instrumenttien (BFVC) siirto Tesiin | Epäsymmetristen instrumenttien kehittäminen BFVC:n ja Tesin yhteistyönä |
|---------------------------|--|--|
| Käytännön toteutus | Liitetään BFVC toimintona Tesi-konserniin erilliseksi tytäryhtiöksi kattamaan laajemmin epäsymmetrisia instrumentteja (ml. suorat sijoitukset). | Vahvistetaan BFVC:n resursointia seed- ja startup- vaiheen rahastosijoituksissa. Suorissa sijoituksissa yhteistyö Tesin kanssa (vrt. 2022 lakimuutos) |
| Edut | <ul style="list-style-type: none"> • Mahdollistaa Tesi-konsernille epäsymmetrisen voitonjaon seed- ja startup vaiheen sijoituksissa sekä EU-instrumenttien joustavamman hyödyntämisen suorissa sijoituksissa • Suuruuden ekonomia, synergia hankevirrassa, tietovarannoissa ja osaamisessa sekä työkaluissa • Mahdollistaa Tesin budjetin sisäisen allokoimien joustavasti • Mahdollistaa KRR:n hyödyntämisen BFVC:n toiminnassa • Virtaviivaistaa teollisuuspoliittisista syistä tehtävien suorien sijoitusten toteutusta, joissa tarvitaan BFVC:n työkaluja ja Tesin resursseja | <ul style="list-style-type: none"> • Ei juridisia tai organisatorisia muutoksia, helppo ja nopea toteuttaa • Pienet riskit • Säilyttää BFVC:n synergiat BF-konsernin sisällä (mm. temaattiset ohjelmat ja valtiontukiasiat) |
| Haitat | <ul style="list-style-type: none"> • Juridiset ja organisatoriset muutokset, jotka vievät resursseja molemmilta organisaatiolta ajankohtana, jolloin markkinoilla olisi tuelle suuri tarve. Muutoksen haitat ja viiveet perustoiminnalle voisi olla markkinoiden kehityksen kannalta hyvin haitallista. • Organisaatiokulttuurien ja toimintamallien erot ja siitä aiheutuvat mahdolliset johtamiseen ja organisointiin liittyvät haasteet. • Riski BFVC:ssä kehitettyjen toimintamallien ja -kulttuurin (rahastojen käynnistäjä) liudentumiseen osana isompaa organisaatiota. • Mielikuva Tesistä markkinaehtoisena sijoittajana voi heiketä. • Tesin rooli portinvartijana saattaa vahvistua edelleen. • Heikentää BFVC:n synergioita BF-konsernin sisällä (mm. teknologiaohjelmat ja valtiontukiasiat). | <ul style="list-style-type: none"> • Organisatorinen kasvattaminen hitaampaa ja lisääisi päällekkäisyyttä. • Vaikeampi perustella budjetin merkittävää kasvattamista (olennainen lisäpääomitus vaikeasti läpivietävissä valtion tämänhetkessä taloustilanteessa). • Jättäisi erikseen ratkaisemista vaativia ongelmia, kuten nykyiset esteet KRR:n käytölle BFVC:n käynnistämässä ja rahoittamisessa rahastoissa. |

Suositus 6: Tesin ja BFVC:n yhdistäminen selvitetävä, huomioiden tarpeet epäsymmetristen rahoitusinstrumenttien ja varhaisen vaiheen rahastojen kehittämiseksi

Tesin ja BFVC:n työnjako on nykyisellään toimiva, mutta yhdistämisellä olisi todennäköisesti saavutettavissa etuja pidemmällä aikavälillä (mm. joustavampi resurssien allokointi tarvittavien työkalujen käytössä).

Ohjattavuuden, resurssien dynaamisemman allokoitavuuden, toiminnan tehokkuuden ja paremman markkinakattavuuden/kohdentuvuuden vuoksi on syytä selvittää erityisesti mahdollisuus BFVC:n toiminnan yhdistämisestä Tesi-konserniin. Yhdistäminen laajentaisi Tesin työkaluvalikoimaa pari passu -mallin ulkopuolelle, kuten 2022 päivitetystä BFVC-laissa on tavoiteltu, ja toisaalta BFVC:n proaktiivista rahastojen käynnistämismallia voitaisiin skaalata joustavammin markkinatilanteen niin vaatiessa.

Eri kehittämisvaihtoehtoihin liittyvät mahdollisuudet, niiden edut ja riskit on tarpeen selvittää vielä erikseen. Koska mahdollisen yhdistämisen toteutuminen veisi lainsäädäntömuutoksineen pitkään, ja kuluneen vuoden nopea maailmanlaajuinen VC-markkinan heikentyminen korostaa tarvetta pari passu -mallia voimakkaammille vastasyklisille markkinankehitystoimenpiteille, BFVC:n kautta hoidettujen varhaisen vaiheen rahastojen käynnistämisen ja muiden pari passu -mallista poikkeavien markkinankehitystoimenpiteiden resursoinnista on tärkeä huolehtia myös selvityksen aikana ja ennen mahdollisen yhdistymisen resurssiallokointeja.

Julkisen rahoituksen kokonaisohjauksessa parannettavaa

Tesi on toiminnassaan hyvin itsenäinen ja sen hallituksella on vahva mandaatti. Tämä on linjassa omistajaohjauksen yleisten periaatteiden kanssa. Ohjaussuhde Tesin ja TEM:n välillä toimii hyvin. Vuoropuhelu on avointa ja rakentavaa.

Sen sijaan parannettavaa on valtion yritysrahoituksen toimijoiden (Tesi, Ilmastorahasto, BFVC, Finnvera, Business Finland ja ELY-keskukset) **”yhteisohjauksessa”**. Erikseen ohjatut rahoitusyhtiöt johtavat helposti markkinan kannalta hajautuneisiin ratkaisuihin ja organisaatiokohtaisten intressien optimointiin kokonaisuuden kustannuksella.

Lisäksi on tarvetta selvästi vahvemmalle **pitkäjänteiselle elinkeinopoliittiselle ohjaukselle/strategialle**. Tesi tulisikin nähdä vain yhtenä työkaluna osana laajempaa elinkeino- ja innovaatiopolitiikan keinovalikoimaa.

Suositus 7: Valtion yritysrahoituksen konserniohjausta vahvistettava

Valtion yritysrahoituksen (Tesi, BFVC, Ilmastorahasto, Finnvera, Business Finland) yhteistä konserniohjausta on tarvetta tiivistää. Käytännössä tämä voisi tarkoittaa esimerkiksi yhteisen ohjausfoorumin tai vastaavan toiminnon perustamista sekä Tesin ohjauksesta vastaavien osallistumista myös Ilmastorahaston ohjaukseen. Julkisessa yritysrahoituksessa on tarve vahvistaa koko markkinan kattavaa tietoa, yhteistyötä ja yhteistä oppimista, ja näiden myötä jaettua näkemystä kehittämisen suunnista ja toimijoiden rooleista.

Samalla on varmistettava ohjauksen dynaamisuus ja strategisuus. Ohjauksessa tulisi pyrkiä välttämään liian yksityiskohtiin menevää ohjausta.

6.3 Tesin rahoituksen lisäarvo ja vaikutukset

Rahastosijoituksilla tärkeä lisäarvo pääomasijoitusmarkkinan kehittämisessä

Tesin rahastosijoituksilla erityisesti uusiin ja/tai aikaisen vaiheen rahastoihin on ollut **merkittävä lisäarvo**. Monet korostavat, että rahaston kokoaminen ei olisi ollut mahdollista ilman Tesin mukanaoloa. Sijoitusten lisäksi **Tesin rooli ”laadunvarmistajana” koetaan erittäin tärkeänä**.

Vakiintuneissa rahastoissa lisäarvo on ollut selvästi pienempi ja näissä tapauksissa Tesin roolia on tarvetta tarkastella kriittisesti. Tesin mukanaolo voi kuitenkin olla edelleen perusteltua esimerkiksi sukupolvenvaihdostilanteissa tai uusien mallien kehittämisessä. Mahdolliset muutokset Tesin painotuksissa olisi tärkeä viestiä selvästi ulospäin, jotta muille sijoittajille on selvää, miksi Tesi ei enää ole mukana myöhemmissä rahastoissa.

Tesin sijoitustoiminta koetaan pääsääntöisesti hyvin laadukkaana ja asiantuntevana. Kriittiset näkemykset liittyvät ennen kaikkea Tesin liian suurena koettuun **portinvartijarooliin** (uusien) rahastojen markkinoille pääsystä (ks. suositus 2).

Tesin ohjauskirjeessä mainittu **julkisen sektorin 50 prosentin kokonaisuus** rahastosijoituksissa on edelleen hyvä lähtökohta rahastosijoituksille. On kuitenkin huomioitava, että linjaus rajaa muun muassa EIR:n rahoitusmahdollisuuksia ja voi vähentää suomalaisen VC-yhtiöiden kannusteita hakea EIR-rahaa, mikäli rahoituksen saaminen leikkaisi vastaavasti Tesin rahoitusta. Monissa verrokkimaissa yhtä tiukkaa linjausta ei ole, tai sitä on selvästi laveammin tulkittu (esim. enintään 70 % varhaisen vaiheen rahastoissa).

Suositus 8: Julkisen sektorin 50 prosentin osuuden rajoitusta joustavoitettava

Joissakin tilanteissa (esim. strategisesti tärkeisiin teemoihin ja vaikeimpiin markkinakapeikkoihin keskittyvät uudet rahastot) voi olla perusteltua joustaa 50 prosentin rajoituksesta, mikäli se mahdollistaa rahastoille monipuolisemman varainkeruulähteiden hyödyntämisen tai erityisen vaikeaan markkinakapeikkoon kohdistuvan rahaston markkinoillepääsyn. Siksi on suositeltavaa, että kyseistä kohtaa Tesin ohjauskirjeessä tarkistetaan joustavammaksi, jotta se ei kategorisesti rajaa pois eri vaihtoehtoja.

Suorat sijoitukset perusteltuja erityistilanteissa ja osana laajempaa keinovalikoimaa

Suorilla sijoituksilla voi olla laajempaa yhteiskunnallista vaikuttavuutta siinä tapauksessa, että niiden avulla pystytään osaltaan **rakentamaan ja kehittämään laajempaa ekosysteemiä Suomeen**. Joissakin tapauksissa suorien sijoitusten avulla on mahdollista vaikuttaa nopeammin ja tehokkaammin kuin rahastosijoitusten kautta. Suorat sijoitukset tulisi nähdä työkaluina erityisesti sellaisissa strategisesti tärkeissä ja nousevissa teemoissa, joissa julkinen sektori voi toimia suunnannäyttäjänä.

Toimintaympäristössä tapahtuneet muutokset (esim. yhdysvaltalaisen VC-sijoittajien 2022 puolivälin jälkeen vähentyneet sijoitukset myöhäisen vaiheen eurooppalaisiin kasvuyrityksiin) sekä kansainväliset trendit (esim. teollisuuspoliittisen kilpailun kiristyminen) osaltaan perustelevat tarvetta suorille sijoituksille. **EU-instrumenttien tehokas hyödyntäminen** edellyttää, että Tesillä on mahdollisuus tehdä myös suoria sijoituksia.

Samalla on kuitenkin tärkeää huomioida, että suorat sijoitukset ovat aina julkinen interventio yksittäisen yrityksen eduksi. Niissä tulisi käyttää **erityistä harkintaa ja tarveperusteluja** (so. osoittaa, kuinka investointi hyödyttää laajemmin markkinan kehittymistä). Rahastojen ja monien sidosryhmien keskuudessa Tesin **suoriin sijoituksiin suhtaudutaankin pääsääntöisesti kriittisesti** ja ne nähdään perusteltuina lähinnä joissakin erityistilanteissa.

Yksittäiset **teollisuuspoliittiset sijoitukset ovat perusteltuja erityistilanteissa**. Epävarmuudet markkinoilla ja äkilliset/kiireelliset muutokset perustelevat tarpeen säilyttää teollisuuspoliittiset sijoitukset osana Tesin keinovalikoimaa. Teollisuuspoliittiset sijoitukset eivät kuitenkaan välttämättä noudata Tesin strategiaa tai sijoituskriteeristöä. On tärkeää erottaa (ja raportoida/seurata) selkeämmin Tesin strategian mukainen toiminta sen elinkeinopoliittisesta toiminnasta.

Suositus 9: Suorien sijoitusten painoarvoa tulee vähentää ja sijoitukset tulee kytkeä osaksi laajempia kehittämistarpeita ja elinkeinopoliittisia linjauksia

Suorat sijoitukset tulee säilyttää suunnattuna kehittämistoimenpiteenä sellaisiin tunnistettuihin nouseviin aloihin tai tarpeisiin, joissa yksityistä rahoitusta ei vielä ole riittävästi saatavilla. Myös ns. teollisuuspoliittiset sijoitukset ovat jatkossakin perusteltuja poikkeustilanteissa.

Suorien sijoitusten osuutta Tesin sijoitusportfoliossa tulee kuitenkin pyrkiä hallitusti vähentämään. Sijoitukset tulisi kytkeä nykyistä tiiviimmin osaksi laajempia (määräaikaista) ohjelmia sekä muita elinkeino- ja innovaatiopolitiikan kokonaisuuksia ja niiden kohdalla tulisi käyttää erityistä harkintaa ja tarveperusteluja (osoittaa, kuinka investointi hyödyttää laajemmin markkinan kehittymistä). Sijoitusohjelmien vaikutuksista tulee teettää erilliset ulkopuoliset arvioinnit.

KRR ja sijoitukset rahastojen rahastoihin

KRR nähdään pääsääntöisesti erittäin onnistuneena ja tärkeänä instrumenttina. Sen avulla on onnistuttu **aktivoimaan eläkeyhtiötä sijoittamaan merkittäviä summia kotimaisiin rahastoihin**. Ilman KRR:a eläkeyhtiöt todennäköisesti sijoittaisivat selvästi vähemmän kotimaisiin rahastoihin, sillä se edellyttäisi heiltä lisäpanostuksia. On kuitenkin riskinä,

että KRR:n onnistuminen kääntyy itseään vastaan ja vähentää institutionaalisten sijoittajien kiinnostusta ja kapasiteettia sijoittaa suoraan rahastoihin. Toisena riskinä näyttäytyy se, että KRR entisestään lisää Tesin roolia portinvartijana. Näin ollen hyvistä tuloksista huolimatta on tärkeää olla avoin KRR:n kehitystarpeille ja vaihtoehtoisille toteutustavoille jatkossa. Yleisesti ottaen on tärkeää saada lisää ankkurisijoittajia ja ulkomaisia rahastosijoittajia yksityisen rahan lisäämiseksi ja Tesin portinvartijaroolin vähentämiseksi.

On myös huomioitava, **KRR ei ole tällä hetkellä käytettävissä yksityisen rahoituksen kanavoimiseksi BFVC:n käynnistämiin varhaisen vaiheen VC-rahastoihin**. Jatkossa tulisi löytää järjestely, jolla tätä tai vastaavaa rahastojen rahasto -mekanismia voitaisiin hyödyntää myös varhaisen vaiheen VC-rahastojen yksityisen rahoituksen keräämisessä.

Suositus 10: KRR:n ja rahastojen kehittämistarpeet selvitettävä tarkemmin

KRR:n kehittämistarpeet ja mahdollisuudet tulisi arvioida tarkemmin tulevien vuosien aikana. Tavoitteena tulisi olla ankkurisijoittajien ja ulkomaisten rahastosijoittajien houkuttelu yksityisen rahan lisäämiseksi ja Tesin portinvartijaroolin vähentämiseksi, sekä edistää yksityisten rahastojen rahastojen syntymistä Suomeen. Lisäksi on tärkeää panostaa aktiivisemmin eläkeyhtiöiden ja muiden kotimaisten ja ulkomaisten institutionaalisten sijoittajien aktivointiin KRR:n ohella.

Mahdollisuuksia hyödyntää KRR-mekanismia BFVC:n käynnistämien varhaisen vaiheen VC-rahastojen varainkeruussa tulisi selvittää nopeammallakin aikataululla.

Kansainväliset rahastosijoitukset on edelleen perusteltu osa keinovalikoimaa

Kansainväliset rahastosijoitukset ovat vähentyneet selvästi viime vuosina ja niiden osuus kokonaisuudesta on suhteellisen pieni. Sijoitukset ovat pääsääntöisesti hyvin kannattavia ja Tesin salkussa olevien kansainvälisten rahastojen sijoitukset Suomeen ovat selvästi suuremmat kuin Tesin sijoitukset ko. rahastoihin. Suurin osa Suomeen kohdistuvista sijoituksista kuitenkin kanavoituu muutamien rahastojen kautta ja todennäköisesti suurin osa rahastoista sijoittaisi Suomeen ilman Tesin mukanaoloa rahastoissa.

Tesi saa kansainvälisten rahastosijoitusten kautta kuitenkin arvokasta osaamista ja tietoa, josta on laajempaa hyötyä suomalaiselle pääomasijoitusmarkkinalle. Kansainväliset rahastosijoitukset edesauttavat Tesin mahdollisuuksia rakentaa toimivaa pääomasijoitusmarkkinan ekosysteemiä Suomeen. Tietoa, verkostoja ja osaamista ei kuitenkaan jaeta riittävästi, mikä heikentää kansainvälisten rahastosijoitusten kautta saatavia vaikutuksia.

Yhteenveto voidaan todeta, että kansainväliset rahastosijoitukset ovat edelleen perusteltu osa Tesin työkaluvalikoimaa, sillä se auttaa Tesiä toteuttamaan sen päätehtävää. Arvioinnin perusteella sijoitusten vähentäminen viime vuosina on ollut perusteltua, eikä jatkossa ole tarvetta kasvattaa sijoitusten volyymia.

Suositus 11: Kansainväliset rahastosijoitukset tulee säilyttää osana Tesin keinovalikoimaa ekosysteemien kehittämiseksi.

Tesin kansainväliset rahastosijoitukset ovat edelleen osa relevanttia palveluvalikoimaa, sillä se tukee Tesin mahdollisuuksia toteuttaa päätehtäväänsä. Kansainvälisten rahastosijoitusten ”kotimainen intressi” tulee jatkossakin varmistaa osana Tesin ohjausta. Se tulisi kuitenkin tulkita laajempina, esimerkiksi tietyn toimialan tai ekosysteemin kehittämiseen liittyvinä hyötyinä, ei ainoastaan ko. rahastojen tekemien sijoitusten kautta. Sijoitusten rinnalla tulee jatkossa seurata ja raportoida systemaattisemmin laajempien verkosto- ja osaamisvaikutusten toteutumista.

Kansainvälisten rahastosijoitusten vaikuttavuuden parantamiseksi Tesin tulee selvästi aktiivisemmin jakaa tietoa ja edistää verkostoitumista kansainvälisten rahastojen ja kotimaisten rahastojen välillä, sekä pyrkiä toimimaan nykyistä aktiivisemmin ulkomaisten (LP) sijoitusten saamiseksi Suomeen.

6.4 Tesin rooli tiedon tuottamisessa ja osaamisen kehittämisessä

Tarvetta aktiivisemmalle roolille tiedon tuottajana ja verkoston rakentajana

Tesillä on (rahoituksen ohella) **selkeä lisäarvo** rahastoille **tiedon tuottajana, sparraajana ja verkostojen rakentajana**. Tämän toteutuminen kuitenkin vaihtelee ja Tesiltä toivotaan jatkossa vahvempaa roolia tässä suhteessa.

Tesissä on tehty huomattavia panostuksia tiedon tuottamiseen ja Tesin **tietoaineistot** ovat poikkeuksellisen kattavia ja kysytyjä. On tärkeää, että tieto on läpinäkyvää sekä helpposti ja laajasti kaikkien saatavilla. Tiedon **hyödyntäminen ja jakaminen laajemmin esimerkiksi rahastojen suuntaan on ollut suhteellisen vähäistä**. Rahastoissa Tesin tuottama ja jakama tieto on koettu hyvin hyödylliseksi, mutta tietoa olisi tarvetta jakaa selvästi enemmän. Tähän liittyviä toimenpiteitä on kuitenkin jo mukana vuoden 2023 toimintasuunnitelmassa.

Suositus 12: Tesin tulee ottaa aktiivisempi ja ulospäinsuuntautuneempi rooli tiedon tuottajana, sparraajana ja verkostojen rakentajana

Tiedon tuottaminen, verkostojen rakentaminen, sparraus ja muu laadun vahvistaminen tulisi jatkossa olla yhtä suuremmissa roolissa osana Tesin tehtävää pääomasijoitusmarkkinan kehittäjänä. Tesin tulee ottaa nykyistä aktiivisempi rooli tiedon jakamisessa ja verkostojen rakentajana yhteistyössä alan yhdistysten, yliopistojen ja muiden toimijoiden kanssa.

6.5 Tesin rooli vastuullisuuden ja kestävän sijoittamisen edistäjänä

Tesin lisäarvo vastuullisuuskysymyksissä korostuu edelläkävijänä ja esimerkin näyttäjänä sekä **laajemman rahastokentän osaamisen kehittämisessä ja ”perustason” vahvistamisessa**. Tähän mennessä Tesissä on panostettu sisäisesti vastuullisuusteeman ja Tesin omien ESG-prosessien kehittämiseen. Tesi on myös pyrkinyt osaltaan edistämään vastuullisuuskysymyksiä sijoituskohteina olevissa yrityksissä ja rahastoissa. Jälkimmäisen roolin osalta vaikutukset näyttäytyvät haastatteluaineiston perusteella vähäisemmiltä ja **jatkossa on tarvetta aktiivisemmalle roolille** laajemmin koko suomalaisen pääomasijoitusmarkkinan kehittäjänä myös vastuullisuus- ja ESG-teemoissa. Tämä ei tarkoita uusia raportointivelvoitteita Tesin suunnalta, vaan panostuksia rahastojen osaamisen kehittämiseen.

Tesillä ja Ilmastorahastolla on tunnistettavissa omat selkeät tehtävänsä ja luonteva työnjako ESG-kysymyksissä. Tesillä on ensisijainen tehtävä edistää Suomen pääomasijoitusmarkkinan kehittymistä laajemmin, kun taas Ilmastorahastolla on ensisijainen tehtävä edistää positiivisia ilmasto- ja ympäristövaikutuksia vaikuttavuussijoittajana. Yhteistyössä, viestinnällisessä erottumisessa ja sijoitusinstrumenttien differoinnissa on tunnistettavissa

kehitysmahdollisuuksia. Ilmastorahaston vaikuttavuusinvestointien ohella myös Tesin interventiolle on selkeä tarve vihreän siirtymän pääomarahoitukseen ja rahoitusmarkkinan kehittämisessä.

Suositus 13: Tesin tulee toimia aktiivisemmin suunnannäyttäjänä ESG- ja vastuullisuuskysymyksissä

Vastuullisuus ja kestävyys avaavat merkittäviä kasvumahdollisuuksia innovatiivisille yrityksille. Tesin tulee olla vastuullisuus- ja ESG-teemoissa edelläkävijä ja aktiivisempi suunnannäyttäjäksi suomalaiselle rahastokentälle. Käytännössä tämä tarkoittaa esimerkiksi kestävään sijoitustoimintaan ja ESG-teemoihin liittyvää osaamisen kehittämistä, koulutusta, hyvien käytäntöjen levittämistä ja edelläkävijyyttä rahoitusmarkkinoilla. Tämä puolestaan edellyttää panostuksia myös Tesin sisäisiin prosesseihin ja osaamisen kehittämiseen.

Tesin tulee jatkaa mahdollisten, erityisten vihreään siirtymään kannustavien rahoitustuotteiden kehittämistä tiiviissä yhteistyössä Ilmastorahaston ja muiden julkisten rahoittajien kanssa.

LÄHDELUETTELO

Raportin liitteissä olevia lähteitä ei ole mukana lähdeluettelossa.

- Atomico (2022). The State of European Tech 2022. <https://atomico.com/insights/the-state-of-european-tech-2022-the-path-ahead>
- CBInsights (2023). State of Venture 2022 Report.
- Coller Capital (2022). Global Private Equity Barometer: Winter 2022-2023. <https://www.coltercapital.com/coller-capital-global-private-equity-barometer-winter-2022-2023>
- European Commission (2021). Better Regulation Guidelines. https://commission.europa.eu/system/files/2021-11/swd2021_305_en.pdf
- Finlex. Laki Ilmatorahasto Oy -nimisestä valtion kokonaan omistamasta osakeyhtiöstä (173/2023). <https://finlex.fi/fi/laki/alkup/2023/20230173>
- Finlex. Laki Suomen Teollisuussijoitus Oy -nimisestä valtionyhtiöstä. <https://www.finlex.fi/fi/laki/ajantasa/1999/19991352>
- Finlex. Valtioneuvoston asetus Suomen Teollisuussijoitus Oy -nimisestä valtionyhtiöstä 54/2014. <https://www.finlex.fi/fi/laki/alkup/2014/20140054>
- Hakala, J. (2019). Selvitys valtion sijoitusyhtiöistä.
- Hallituksen esitys eduskunnalle laiksi pääomasijoitustoimintaa harjoittavasta valtionyhtiöstä. HE 282/1994.
- Hallituksen esitys eduskunnalle laiksi Suomen Teollisuussijoitus Oy -nimisestä valtionyhtiöstä. HE 132/1999.
- Hallituksen esitys eduskunnalle laiksi Suomen Teollisuussijoitus Oy -nimisestä valtionyhtiöstä annetun lain 1 ja 2 §:n muuttamiseksi. HE 180/2006.
- Hallituksen esitys eduskunnalle laiksi Suomen Teollisuussijoitus Oy -nimisestä valtionyhtiöstä annetun lain muuttamisesta. HE 207/2013.
- Ilmatorahasto. Ilmatorahaston talous. <https://www.ilmatorahasto.fi/ilmatorahaston-talous/>
- Ilmatorahaston talous. Ilmatorahaston toimiohje. <https://www.ilmatorahasto.fi/wp-content/uploads/Ilmatorahaston-toimiohje.pdf>
- Ilmatorahasto. Tilinpäätös ja toimintakertomus 2021. <https://www.ilmatorahasto.fi/wp-content/uploads/Ilmatorahasto-tilinpaatos-2021.pdf>
- Invest Europe (2022). Investing in Europe: Private equity activity 2021: Statistics on fundraising, investments, & divestments. <https://www.investeurope.eu/media/5184/invest-europe-activity-data-report-2021.pdf>
- Kraemer-Eis, H., Block, J. (2022). EIF private debt survey 2021 – private debt for SMEs - market overview. EIF Research and Market Analysis Working Paper 2022/79. Luxembourg: European Investment Fund.

- Kraemer-Eis, H., Block, J., Botsari, A., Diegel, W., Lang, F., Legnani, D., Lorenzen, S., Mandys, F., Tzoumas, I. (2022). EIF venture capital survey 2022: Market sentiment and impact of the current geopolitical & macroeconomic environment. EIF Working Paper 2022/82. Luxembourg: European Investment Fund.
- Maula, M. (2018). Business Finland Venture Capital Oy:n riskirahoitusohjelman arviointi. Raportti 9/2018. Business Finland. <https://www.businessfinland.fi/globalassets/julkaisut/bfvc-arviointiraportti-2018.pdf>
- McKinsey & Company (2023). McKinsey Global Private Markets Review. Private markets turn down the volume. <https://www.mckinsey.com/industries/private-equity-and-principal-investors/our-insights/mckinseys-private-markets-annual-review>
- McKinsey Global Institute (2022). The net-zero transition: What it would cost, what it could bring. <https://www.mckinsey.com/capabilities/sustainability/our-insights/the-net-zero-transition-what-it-would-cost-what-it-could-bring>
- OECD. Evaluation Criteria. <https://www.oecd.org/dac/evaluation/daccriteriaforevaluating-developmentassistance.htm>
- PwC & Pääomasijoittajat ry (2022). Diversiteettitutkimus: Sukupuolidiversiteetti suomalaisen pääomasijoittajien portfolioyritysten hallituksissa. https://paaomasijoittajat.fi/wp-content/uploads/Paaomasijoittajat_PwC_Diversiteettitutkimus_2022.pdf
- PwC & Pääomasijoittajat ry (2022). Pääomasijoittajien vaikutus yritysten kasvuun 2012–202. Vaikuttavuustutkimus. https://paaomasijoittajat.fi/wp-content/uploads/Paaomasijoittajat_PwC_Vaikuttavuustutkimus_2022.pdf
- Pääomasijoittajat ry (2022). Venture capital Suomessa 2021.
- Pääomasijoittajat ry (2022). Venture capital Suomessa H1/2022.
- Saarikoski, M., Roine, P., Ruohonen, J., Halonen, A., Sulin, J. & Le Bret, H. (2014). Evaluation of Finnish Industry Investment Ltd., Työ- ja elinkeinoministeriön julkaisuja, innovaatio 1/2014.
- Salminen, V., Järvelin, A.-M., Halme, K. (2019). Selvitys Tesin kansainvälisten rahastosijoitusten vaikuttavuudesta. 4FRONT. Työ- ja elinkeinoministeriö.
- Sinclair, J., Scolari, F. (2023). Europe saw slowest fundraising quarter for six and a half years in Q1. Sifted.eu. <https://sifted.eu/articles/europe-slowest-fundraising-quarter-q1-2023>
- Suomen Teollisuussijoitus Oy (2022). Deep tech -study Finland 2022. https://www.tesi.fi/userassets/uploads/2022/12/DeepTechStudy_2022_full_final.pdf
- Suomen Teollisuussijoitus Oy (2021). Selvitys hallinto- ja ohjausjärjestelmästä 2021. <https://www.tesi.fi/userassets/uploads/2022/03/Selvitys-hallinto-ja-ohjausjarjestelmasta-2021.pdf>
- Suomen Teollisuussijoitus Oy (2022). Suomen pääomasijoitusmarkkinan tuottotietoja.
- Suomen Teollisuussijoitus Oy (2022). Vuosikertomus 2021, taloudellinen katsaus.
- Suomen Teollisuussijoitus Oy (2023). Vuosikertomus 2022.

- Suomen Teollisuussijoitus Oy (2022). Vaikuttavuuskatsaus, Syksy 2022. https://www.tesi.fi/userassets/uploads/2022/08/Vaikuttavuuskatsaus_2021_korj..pdf
- Teare, G. (2023). Europe venture fell in the second half of 2022, but not as steeply as other regions. Crunchbase. <https://news.crunchbase.com/venture/europe-venture-funding-falls-q4-2022/>
- Tesin lausunto talousvaliokunnalle 8.11.2022 koskien hallituksen esitystä eduskunnalle laiksi Ilmastorahasto Oy -nimisestä valtion kokonaan omistamasta osakeyhtiöstä (HE 116/2022 vp).
- Työ- ja elinkeinoministeriö. Hallituksen esitys eduskunnalle laiksi Ilmastorahasto Oy -nimisestä valtion kokonaan omistamasta osakeyhtiöstä. <https://tem.fi/hanke?tunnus=TEM092:00/2021>
- Työ- ja elinkeinoministeriö (2022). Ilmastorahasto Oy:n ulkoinen arviointi. <https://www.ilmastorahasto.fi/wp-content/uploads/Ilmastorahaston-ulkoinen-arviointi-20221201.pdf>
- Valle, H. & Tuominen, H. (2022). Vihreän siirtymän rahoitus kasvupolitiikan osana. Työ- ja elinkeinoministeriön julkaisuja 2022:41.
- Valtiovarainministeriö (2023). Julkisen talouden meno- ja rakennekartoitus. Valtiovarainministeriön julkaisuja – 2023:13.
- Vedantam, K. (2023). European VC funding drops 66% as seed takes a hit, US investors pull back. Crunchbase 2023 <https://news.crunchbase.com/venture/europe-vc-funding-drops-q1-2023/>
- Whittle, M., Malan J. and Bianchini, D. (2016). New financial instruments and the role of National promotional banks. Policy Department, European Parliament.

Appendix 1: International benchmarking

Overview of public equity investments

Overview of public equity investments in EU

Publicly owned organisations, at regional or national levels, have significantly expanded their involvement in supporting business creation and development over the last 10-15 years. The share of public intervention in private equity has been growing the last 15 years. The volumes raised by public actors have been steadily increasing with an acceleration in 2016. The share of public is 12% of total private equity funds raised over 2010-2020. In more details, public intervention is clearly geared toward earlier stage of private equity and account for more than a quarter of venture capital funds raised over 2010-2020.⁶⁸

In many countries, the public equity investor organisations are labelled or organised as part of **National Promotional Banks (NPBs)**.⁶⁹ They originate from various different histories and missions: on one hand there are saving banks created during the 18th and 19th century (Caisse des Dépôt de Consignations in France or Cassa Depositi e Prestiti (CDP) in Italy); on the other hand there are public banks, the mission of which was to ensure the post WW II reconstruction (e.g. Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW))⁷⁰ or the municipal credit institutions aimed at providing financial services to municipalities (e.g. Kommuninvest in Sweden).

The organisations nowadays ensure different **public missions** like supporting the development of large infrastructures, supporting agriculture, economic development at large, etc. In the field of technology-innovation and economic development, NPBs usually primarily support SMEs but can also serve the mid-caps and large firms in

68 The venture Capital definition by InvestEurope includes seed, startup funding, later-stage venture.

69 The European Commission has defined NPBs as *'legal entities carrying out financial activities on a professional basis which are given a mandate by a Member State or a Member State's entity at central, regional or local level, to carry out development or promotional activities, as set out in Article 2(3) of the EFSI Regulation. (The) definition comprises NPBs in very different forms, distinctive promotional products being offered according to countryspecific needs'*. Source: Communication From The Commission To The European Parliament And The Council, Working together for jobs and growth: The role of National Promotional Banks (NPBs) in supporting the Investment Plan for Europe, Brussels, 22.7.2015 COM(2015) 361 final

70 Schmi M., Gheeraert L., Denuit T., Warny C. (2011). Public Financial Institutions in Europe, commissioned by the European Association of Public Banks A.I.S.B.L. to Sagora S.P.R.L.

various economic sectors relevant to sectors. Many of them act as **intermediaries for EU funds and EU financial instruments**.⁷¹ Indeed, the mid-2000's and in the following decade, NPBs have started to play an increasingly key role in channelling EU financial instruments.⁷²

Today's the European landscape is still made of **very diverse types of organisations**, with focused or very broad scopes of intervention, concentrated on equity investment or providing a wide array of financial services to SMEs such as loans, guarantees, export insurance, equity investments in funds, direct investments in companies, quasi-equity investments, and risk sharing mechanisms. They can also manage grants schemes subsidised by public authorities. It is difficult to identify a precise or exhaustive list of NPBs as it varies according to classifications and scope of activity as well as professional associations.⁷³

A 2016 manifesto from the largest European NPBs active in venture capital (Bpifrance, KfW Bankengruppe (KfW), Cassa Depositi e Prestiti (CDP) and Instituto de Crédito Oficial (ICO) and the British Business Bank, called for the a series of national and European actions to build the momentum in the European VC markets: increase the supply of funds to VC investments (to increase funds' performance); reduce the fragmentation within European VC markets which lead to domestic investments and impede critical mass; increase the demand for VC investment; and improve exit routes for VC investments.⁷⁴

Lately, in April 2022, five public investors (Tesi, Bpifrance, KfW, Hellenic development Bank of Investments and Vaekstfonden) signed a cooperation protocol to accelerate European tech with the aim to increase European growth capital Fund's capacity to provide **late-stage funding** to EU-based tech companies.⁷⁵

71 Rubio E., (2018). Making better use of public funding the role of national promotional banks and institutions in the next eu budget, JACQUES DELORS INSTITUTE.

72 Whittle, M., Malan J. and Bianchini, D. (2016). New financial instruments and the role of National promotional banks.

73 European Association of public banks (EAPB), European Long-Term Investors Association (ELTI), The European Venture Fund Investors Network (EVFIN).

74 Bpifrance CDP, ICO, BBB, KfW, 2016, France, Germany, Italy, Spain and the United Kingdom, Building Momentum in Venture Capital across Europe.

75 KfW Capital. <https://kfw-capital.de/wp-content/uploads/2022-04-04-PR-Growth-Funds-Europe-FINAL.pdf>

According to the EIF⁷⁶, pointing at a permanent crisis mode since 2008, the public intervention in support to SMEs remains key to feed the transition toward a greener economy and larger energy efficiency partly driven by innovation. Public authorities and hence also NPBs and public equity investors, would have a crucial role to play in long-term investment and scaling-up of European innovative businesses.

Overview of public VC investors in selected EU countries

As mentioned previously, the European landscape is very diverse with organisations having different scopes and focusing on different financial services. Tables below present an overview of public VC investors in twelve European countries (Finland, Austria, Belgium, Denmark, Estonia, France, Germany, Ireland, Italy, Portugal, Spain and Sweden) as well as in the UK. Since the scope of these organisations is very different, it only allows us to give a brief overview of certain components and characteristics of selected organisations but do not allow for an in-depth analysis at this stage. Comparisons should be conducted carefully.

Overall, it can be observed that the **organisations tend to provide broader financial services, and do not focus only on VC investments**. The sizes of the entities and the scope of the services vary highly due to the diversity of the types of operations that each entity undertakes. The types of operations include investment in funds, direct investment, lending, guarantees, mezzanine finance and grant management. Each organisation covers several of these, with the exception of KfW Capital (Germany) and Saminvest AB (Sweden) which only invest in funds.

The legal status of the different organisations is also diverse and therefore their scope of activities differs. The overview covers limited liability companies, government-backed investment funds, foundation banks, company state development agencies, and several national promotional banks. Regarding ownership however, there is a high tendency to be 100% public (with the exception of Banco Português de Fomento). Furthermore, the area of action of the entities varies from regional to national.

The organisations also have different focuses in terms of sectors (e.g. articipatie Maatschappij Vlaanderen focuses on sustainable energy, biotech, cleantech, life sciences and infrastructure for the future), investment phases (e.g. Saminvest AB focuses on Pre-Seed

76 EIF PE MM Survey (2022). Market sentiment and impact of the current geopolitical & macroeconomic environment, EIF Working Paper 2022/85, EIF's Research & Market Analysis.

to Growth), size of enterprises (e.g. Austria Wirtschaftsservice focuses on start-ups, and SMEs), objective of enterprises (e.g. Enterprise Ireland targets companies that are either exporting or have the potential to become export companies).

Furthermore, organisations **differ in the targets of their investments**. Indeed, most of the selected entities invest in companies abroad. However, it is not the case for all the organisations, nor for Tesi. However, according to the information gathered below, there seems to be no direct relationship between the size of the organisation and the investments made in foreign companies.

Appendix 1. Table 1. Overview of public equity funds for Austria, Belgium, Denmark, Estonia, France and Germany.

| Country | Austria | Belgium | Belgium | Denmark | Estonia | France | Germany |
|--|----------------------------------|---|--|-------------------------------------|------------------------------------|---------------------------|--|
| Name of VC organisation | Austria Wirtschaftsservice (AWS) | Société Régionale d'Investissement de Wallonie (SRIW) | Participatie Maatschappij Vlaanderen (PMV) | Vækstfonden | KredEx | Bpifrance | KfW Capital |
| Date of creation of the organisation | 2002 | 1979 | 1995 | 1992 | 2001 | 2012 | 1948 |
| Status/legal base | mbH, federal promotional bank | | National Promotional Institution | | | national promotional bank | 100% subsidiary of KfW Group (national promotional bank) |
| Ownership | 100% public | 100% public | 100% public | 100% public | 100% public | 100% public | 100% public |
| Type | Limited liability company | Limited liability company | Limited liability company | A government-backed investment fund | Foundation | Bank & Management Company | GmbH & Co. KG |
| Employees | 240 | 62 | 153 | 200 | 58 | 2871 | 20 |
| Investments in companies abroad | yes | yes | n/a | yes | yes, but focus on Baltic companies | yes | no |
| Equity gap to GDP⁷⁷ | 3,20% | 15,10% | 15,10% | 8,70% | 10,7% (Baltic countries) | 6,20% | 2,90% |
| Private equity investment as % of GDP - 2019⁷⁸ | 0,09% | 0,37% | 0,37% | 0,67% | 0,98% | 0,63% | 0,45% |

77 fi-compass EIF's RMA based on Eurostat 2017 ECB SAFE 2018 wave 19 Invest Europe 2018 2019.

78 Invest Europe.

Appendix 1. Table 2. Overview of public equity funds for Ireland, Italy, Portugal, Spain, Sweden, and UK.

| Country | Ireland | Ireland | Italy | Portugal | Spain | Sweden | UK |
|---|---------------------------|--|--------------------------|----------------------------|---|---|-----------------------------|
| Name of VC organisation | Enterprise Ireland | Ireland Strategic Investment Fund (ISIF) | CDP Venture Capital SGR | Banco Português de Fomento | Axis (subsidiary of ICO Corporate State-owned Entity) | Saminvest AB | British Business Bank (BBB) |
| Date of creation of the organisation | 1998 | 2018 | 2011 | 2020 | 1986 | 2016 | 2014 |
| Status/legal base | State Development Agency | Managed and controlled by the National Treasury Management Agency. | National Innovation Fund | national promotional bank | subsidiary of ICO (national promotional bank) | | National Promotional Bank |
| Ownership | 100% public | 100% public | 100% public | Private-Public | 100% public | 100% public | 100% public |
| Type | Limited liability company | State Agency/ Sovereign Wealth Fund | asset management company | Mutual societies | venture capital firm | Aktiebolag (Swedish company limited by shares) with 2 subsidiaries | Public Limited Company |
| Employees | 650 | 43 | 121 | n/a | 17 | 6 excluding employees in fully owned subsidiaries | |
| Investments in companies abroad | no | yes | no | n/a | yes | The funds must have their legal base of operation in Sweden. Unclear whether that also needs to apply to investee companies | |
| Equity gap to GDP | 3,80% | 3,80% | 0,20% | 1,30% | 1,80% | 20,70% | 11,10% |
| Private equity investment as % of GDP - 2019 | 0,40% | 0,40% | 0,39% | 0,09% | 0,69% | 0,89% | 0,99% |

Case 1: British Business Bank (UK)

Policy Context

Outside the dominant USA market, the UK continues to have the largest venture capital and private equity markets in the world⁷⁹ (excluding the peculiar centrist example of the People's Republic of China). Again, in parallel with the Americans, the UK was the earliest country in Europe to adopt a recognisable VC model with the formation of 'Investors in Industry' (3i plc) in 1945.⁸⁰ And, similarly, the UK government was a very early supporter of GVC programmes: 3i plc was created from a joint financial collaboration between the UK government and the major UK clearing banks.

Britain has had a very long tradition of providing public resources to encourage and support small & medium sized enterprises (SMEs) arguably starting with the seminal 'Report of the Macmillan Committee' of 1931.⁸¹ Macmillan, later to be UK's Prime Minister, noted the lack of investment finance provided to the nation's smaller businesses "with no special public name". This committee, which was targeted with engineering financial improvements to the British economy, also led directly to the formation of 'Investors in Industry' at the end of World War II. Subsequent and important research by Bolton and Storey⁸² kept policy makers attention on the marginalised position of SMEs in the public markets for debt despite their major (but largely unrecognised) value to the British economy.

Helped by an enterprise-friendly legal system based on Common Law (similar to the USA and unlike the 'dirigiste' Code Napoleon legal structures of continental Europe) and having in the City of London the largest stock market outside America, the UK began to develop the most advanced VC industry in Europe from the early 1980s.⁸³ Despite or perhaps because of these emerging 'ecosystem' advantages, the UK recognised fairly early on

79 British Venture Capital Association members invested £34.2bn globally in 2021, half of which (£17.3bn) was invested in UK businesses, £17.3bn, finding its way into UK businesses. 1300 businesses received UK venture capital in 2021 90% of which were small or medium sized employing 250 or fewer people. BVCA 2022.

80 Coopey, R. and Clarke, D. (1995). 3i: Fifty Years Investing in Industry. Oxford University Press.

81 Stamp, J. C. (1931). The Report of the Macmillan Committee. The Economic Journal, 41(163), 424–435. <https://doi.org/10.2307/2223900>

82 Bolton, J. E. (1971). Report on the Committee of Enquiry into Small Firms. Cmnd 4811. London: HMSO.; Storey, D. J. and P. Wyncarczyk. (1989). Fast growth small businesses: case studies of 40 small firms in North East England. Department of Employment.

83 Add Gilson R. J. (2003). Engineering a Venture Capital Market: Lessons from the American Experience. Stanford Law Review 55(4), 1067-1103.

that both bank debt and private equity supply discriminated against young firms. Highly innovative, science-based and rapid growth enterprises were particularly unlikely to get external capital from professional investors given the inability of capital market to manage issues of information asymmetries and lack of collateralisable assets. Post Storey's analysis (1989) the terms 'market failure', 'equity gaps' and (broken) 'finance escalators'⁸⁴ became common in academic and official public reviews of SME finance. The 'dot.com' collapse in 2000 and the Global Finance Crisis of 2008 exacerbated the problems of risk and loan capital supplies and again young, innovative, and growing companies were particularly vulnerable.

Entrepreneurship as a Government Focus

The UK government adopted entrepreneurship and innovation as central elements of its economic and business strategies in 1997. Policy 'diktat' was to be replaced by entrepreneurial flair with government now important in its role of setting the rules for a 'level playing field' for business. In 1998, the Department of Trade and Industry (DTI) in its 'Competitiveness White Paper' announced a £270m Enterprise Fund which essentially addressed existing equity gaps.

The Enterprise Fund initially comprised four elements:

1. A continuation of the existing Small Firms Guarantee Scheme.
2. A new Regional Enterprise Fund comprising a network of regional VC funds supporting SMEs.
3. A new UK High Tech Fund providing venture capital finance specifically for high-tech and innovative young firms.
4. A new Early Growth Funding scheme to develop the availability of small amounts of risk capital to start-ups and existing small businesses with growth potential.

Subsequently, a further educational programme of 'investment readiness' addressed 'demand-side' problems whereby small firms' owners and managers did not understand the commercial conditions of professional debt and equity providers. This was later added in 2001.

84 Nightingale, P. et al (2009). From funding gaps to thin markets. London: NESTA.; Murray, G. C. (1994). The Second Equity Gap: Exit Problems for Seed and Early Stage Venture Capitalists and their Investee Companies. *International Small Business Journal* 12 (4) 59–76.

Over the successive two decades, the UK government has created a range of incentives for entrepreneurs which has actively involved both individuals (e.g., business angels) and corporate investors (e.g., venture funds and banks) collaborating with government. Additional early-stage venture capital was provided directly by government but public funding also increasingly involved private investors and co-investment funds as the number and scale of policy targets expanded.

As the UK government commitment to entrepreneurial and innovation finance grew, the administration of the growing number and scale of national and regional GVC schemes required a central executive body. In 2007, Capital for Enterprise Ltd (CfEL) was registered at Companies House with the remit for managing the expanding portfolio of government's entrepreneurial support programmes. CfEL became the precursor to the British Business Bank (BBB) and into which it was incorporated in 2014 at the time of BBB's formation.

A number of these GVC schemes had been in operation in the UK for several years and had been refined in terms of scale, scope, and eligibility over time. Some schemes had been set up early and found to be ineffective. For example, the Regional VC Fund scheme (RVCF) was set up in 2002 to create nine regionally based GVC funds in England focused on providing equity to young growth businesses.⁸⁵ RVCF, which was set up to counter the heavily London/South-East-centric distribution of VC finance, was found to be ineffective with the predetermined nine regional areas set by policy makers proving to be wasteful and to have little market logic. Importantly, the asymmetric incentives provided by the RVCF were seen to create a 'moral hazard'⁸⁶ problem whereby fund managers and their investee firms could lay off a majority of the risk of equity investment onto the government as the RVCF's special LP. This protection of private investors at government's expense was believed to inappropriately skew incentives. In the RVCF programme, the UK government accepted subordinate status for its own public investment in each of the funds. It employed a mixture of incentives to private investors including both 'first losses and 'capped' public returns. The managing costs of the GPs were also subsidised given the

85 Webster, D. (2009). England's Regional Venture Capital Funds: A Review of Programme Outcomes and Stakeholder Perspectives. Available at <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1754482>

86 Bergemann and Hege, U. (1998). Venture capital financing, moral hazard, and learning. *Journal of Banking & Finance* 22(6-8) 703-735.; Keuschnigg, C. and Neilsen, S. B. (2004). Start-ups, venture capitalists, and the capital gains tax. *Journal of Public Economics* 88(5), 1011-1042.

small and sub-economic operating scale of the original funds. The failures in its operation provided valuable lessons to the UK government in its subsequent design and launch of its flagship 'Enterprise Capital Fund' (ECF) programme in 2006.⁸⁷

GVC as a Professional and Commercial Platform: Cration of the British Business Bank

The creation of the British Business Bank in 2014 evolved from the government agency Capital for Enterprise Ltd. Both were staffed by private investment professionals and specialist staff sourced from government service.

The remit of BBB⁸⁸, an operationally independent but wholly government-owned plc, is to:

1. Increase the supply of finance to smaller businesses where markets don't work well.
2. Help to create a more diverse finance market for smaller businesses with greater choice of options and providers.
3. Promote better information in the market building confidence among SMEs in their understanding of the finance options available to them.
4. Achieve the above-mentioned tasks 1-3 while managing taxpayers' money efficiently and within a robust, risk management framework.

By BBB's first full financial year in 2016, the scale of continued GVC support by the UK government in both debt and equity instruments was becoming material. £64m was expended in 9,170 start up loans⁸⁹ to SMEs via the Enterprise Finance Guarantee programme. The Enterprise Capital Fund and the Angel Co-Fund programmes has invested £650m and £150m respectively of additional equity to SMEs since their inception. Additionally, the UK VC Catalyst Fund also added a further £68m to eight VC Funds. The VC Catalyst Fund invests in commercially viable venture capital funds that might otherwise fail to reach a satisfactory first close.

In 2016, BBB had helped provide over £3.1bn of finance to SMEs and participated in a further £4.4bn of finance to small and mid-cap businesses via its banking partners. A total of 48,000 small businesses had been financially supported by British Business Bank.

87 British Business Bank (2021). Research Report (November): Enterprise Capital Funds – Interim Evaluation.

88 British Business Bank. Annual Report and Accounts 2016.

89 Up to ££25,00 per applicant in addition to business advice and mentoring.

British Business Bank in 2022⁹⁰

Some six years later, the BBB had become a core part of central government's relationship with enterprise, business, and the financial sector. Its announced 'new mission' essentially added sustainability/net zero and ESG targets to its core pre-Covid remit. Its new 'Strategic Framework' embraced *championing sustainable growth, backing innovation, and breaking down barriers to finance*. These objectives, presented as six KPIs, while delivered by a larger, better financed and more experienced government-owned bank, were essentially the same goals as embedded in its Capital for Enterprise predecessor. Namely, to improve and increase the supply and access to appropriate sources of finance for smaller and especially innovative and high growth businesses in a cost-effective manner while advising government on related entrepreneurial, innovation and business growth policies.

Critically, becoming a national source of both expertise and research on growing businesses has allowed the BBB to provide a wider and more nuanced approach to its actions and economic impact. By 2022, the BBB had a stock of £12.2bn total finance supported and had assisted >96,000 businesses.

90 British Business Bank (2022). Supporting sustainable recovery across the UK – Annual Report and Accounts 2022.

Appendix 1. Table 3. BBB Core Finance Programmes 2022 (excluding Covid-19 emergency schemes). Source: BBB Annual report 2021.

| Core Finance Programme | Stock of finance supported ⁹¹ | Number of businesses supported ⁹² |
|---|--|--|
| Investment programme Support to increase the volume and diversity of finance for smaller businesses by enabling the growth of new and alternative lenders. | 2,718 | 29,106 |
| British Patient Capital Investments in long-term venture and venture growth funds, enabling high potential firms to develop into world-class businesses. | 1,518 | 399 |
| ENABLE Guarantees Guarantees which reduce the amount of capital that lenders need to hold for their loans to smaller businesses, so that they can provide more lending. | 639 | 830 |
| Enterprise Capital Funds Funds which increase the supply of early-stage venture capital to scaling businesses and lower barriers for fund managers entering the venture capital market. | 618 | 414 |
| Managed Funds Investments into funds of funds designed to increase institutional funding of long-term patient capital for innovative businesses that are scaling rapidly. | 612 | 236 |
| Regional Funds Equity and debt finance in the North, Midlands, Cornwall and Isles of Scilly, helping make regional finance markets work better for smaller businesses. | 606 | 1,108 |
| ENABLE Funding Cost-effective access to funding through the capital markets for smaller lenders, meaning they can provide more finance to businesses. | 498 | 37,647 |
| Angel CoFund Equity co-investment alongside business angel syndicates to increase the volume of early-stage finance available to smaller businesses. | 321 | 90 |
| Start Up Loans Loans and mentoring to help people start their own businesses or become self-employed. | 222 | 28,758 |
| Regional Angels Programme Support to reduce regional imbalances in access to early-stage equity finance. | 98 | 123 |

91 Stock provides a 'snapshot' of the total finance each programme supports in the market at any given time. It includes both the Bank's own commitments and leveraged third party funding, which varies according to each programme's objectives. Stock changes as finance enters and exits the market as investments are made and produce returns, or as loans are drawn down and repaid over time.

92 Like stock, this is a snapshot measure which goes up or down as UK businesses receive and return finance supported by the Bank. Please note that these scheme-by-scheme figures are not additive for core finance programmes, as businesses may be benefiting from more than one scheme.

Enterprise Capital Funds – the Foundation of the BBB's Equity Programmes

Before looking at the BBB's current structure of both debt and equity programmes it is helpful to introduce the Enterprise Capital Fund Programme. This programme was created in 2006. The programme involves the commitment of public funds to address fund-raising constraints faced by venture capital (VC) funds and seeks to contribute to economic growth by stimulating investment in innovative early-stage businesses. The success and expansion over time of this co-investment model is arguably the foundation or cornerstone on which the expansion of the BBB rests.

In the year 2021/22, the total number of ECFs was 39. They were run by 31 separate fund managers (GPs) which in turn had invested in 705 portfolio companies. The total commitment to the programme was £1.851bn of which the BBB had contributed £1.072bn (58%). In September 2022, the British Business Bank backed Ada Ventures II. This fund became the 41st ECF.

In 2021, the BBB conducted an interim evaluation of the ECF programme focusing on 14 VC funds and 13 fund managers receiving financial backing through the programme between 2011 and 2017. The 2021 evaluation considered that the ECF programme had successfully met its goals of:

- improving the supply of early-stage VC available to young firms
- encouraging VC firms and private investors to co-invest in the scheme
- strengthened the venture investment ecosystem by supporting emerging fund managers to raise successor funds and scale their investment activities
- supporting the growth in sales and employment of investee companies in the supported funds
- value for money in the expending of public funds in the programme.

Overall, the 2021 evaluation conducted for the BBB by Ipsos MORI and George Barrett (an econometrician) concluded that:

“The ECF programme – at this interim stage – is likely to meet its objectives to support the growth of the UK economy through increasing the supply of VC for early-stage businesses in the UK and addressing the existing ‘equity gap.’ It has allowed more early-stage VC funds to reach a final close and has led to a net increase in VC investment in UK headquartered firms. The strength of the British Business Bank’s due diligence arrangements was a key contributory factor in enabling these impacts to happen ... These investments have enabled firms to grow rapidly... the programme is expected to deliver economic benefits that exceed its costs as far as can reasonably be established at this interim stage.”

It is likely that the policy and economic successes of the ECF programme gave the UK government confidence in sanctioning a continued expansion of the remit of the British Business Bank since its 2014 inception.

BBB Debt Provision

Besides equity investments, the BBB still remains active in debt markets with its private debt programme providing bespoke funding options for high-growth businesses and other small businesses where debt arrangements can be challenging for clearing bank providers. The BBB has supported 68,000 UK businesses from its debt services and in 2022 has total commitments of £2.7bn. Via its Venture Debt programme, which is managed by its commercial subsidiary British Business Investments (BBI), it is also able to provide debt to high growth, innovative young businesses where standard lending from clearing banks would be problematic if not impossible. BBI also manages UK Debt Funds, Fintech, and Structured Capital Solutions.

BBB supports a wide choice of provider and type of debt finance. Its two core debt programmes in 2022 are The Investment Programme (run by BBI) with £350m of commitments to smaller businesses. In addition, the ENABLE Guarantee and the ENABLE Funding programmes which have made loan commitments to small businesses of £591m and £644m and benefitted 328 and 42,181 businesses, respectively.

BBB Equity Provision

The charts of the BBB core finance programmes show the growth and diversity of its interventions since its start in 2014. The concentration on equity/risk capital provision shows BBB's provenance as well as its critical role in supporting high growth, innovative businesses. The successful 'anchor' programme of the Enterprise Capital funds has allowed public GVC co-investment activity to ramify into other critical areas of the UK's innovation and enterprise ecosystem.

Ongoing ECF experience allowed the government an understanding that venture capital was rarely the start of the SME funding escalator. Many young growth firms were first funded by business angels whose activities were initially ignored by both venture capital managers and by other professional investors. The creation of the Angel Co-fund and latterly the Regional Angel Programme allowed support to be given to critically important small investors/high net worth individuals who were by far the most numerous providers

of seed and early-stage risk capital to young growth businesses.⁹³ GVC co-investment in this earliest locus of the financing escalator allowed business angels (Bas) to gain scale and scope advantages for their activities. It also allowed collaborating Bas to help address regional disparities in a more effective manner than via the earlier RVCF programme. These BBB programmes in turn allowed individual investors to gain valuable collaborative experience as syndicates of Bas effectively turned into government-assisted GPs of seed-stage funds. Importantly, a more mature and professional BA sector allowed BA investors to increasingly be accepted by – and to co-invest with – ‘classic’ IVC funds.

At the other end of the financing scale, ECF experience allowed government to understand and address the subtleties of the multi-faceted ‘equity gap’ as it affected the changing needs of successfully growing businesses across their growth trajectory. Critically, supporting those highly innovative businesses with global potential which have spun out from the UK’s academic and corporate science-bases has become important in a new global environment of ‘unicorn’ companies seeking to colonise and dominate new and emerging technology sectors.

This professional and pro-active role of GVC to address emerging challenges and to provide co-operative and co-investment solutions is also seen in more recent initiatives. These activities are assumed under the aegis of the two wholly owned subsidiaries of BBB: 1) British Bank Investments Ltd., 2) British Patient Capital Ltd.

British Bank Investments Ltd.

The purpose of British Business Investments (BBI) is to increase the supply and diversity of alternative finance available to the UK’s smaller businesses while also generating a commercial return for the UK taxpayer. This remit now includes supporting the UK’s transition to a ‘net zero’ economy.

During 2021-22, British Business Investments made 20 commitments, totalling £350m, to new and existing delivery partners. These new commitments take the total number of investments in BBI’s portfolio to 96 and increased the number of delivery partners to 60. BBI typically invests on a *pari passu* basis alongside institutional and other investors, seeking a return commensurate with the commercial risk undertaken. BBI funding helps to unlock additional capital for its delivery partners. During 2021-22, third parties had invested a further £1.2bn to produce total funding of almost £1.6bn for the UK market in the past financial year.

93 OECD (2011). Financing High Growth Firms: the role of angel investors. <http://dx.doi.org/10.1787/9789264118782-en>

British Business Investments does not invest in smaller businesses directly. Instead, it works with the market by making financial commitments to a variety of finance providers, who then provide debt or equity financing to smaller businesses. These delivery partners vary widely and include challenger banks, asset finance providers, FinTech lenders, debt funds, angel networks and venture capital fund of funds managers. There have been five programmes within British Business Investments, two of which are fully invested and are being run down, and three that are still investing.

BBI Debt Finance Investment Programme – Fintech

9,689 businesses supported 13 portfolio investments; 7 delivery partners; £280m committed (cumulative); £7m committed in 2021–22.

BBI invests in the FinTech sector where it aligns with BBB's strategic objective of increasing diversity and choice of alternative finance for the UK's smaller businesses. FinTech has become an increasingly popular choice for some smaller businesses. British Business Investments now has 13 investments in FinTech lenders, totalling £280m. Working with FinTech delivery partners, BBI supports approx. 10,000 small businesses across all regions and nations of the UK.

BBI Debt Finance Investment Programme – Structured Capital Solutions

13,776 businesses supported; 22 portfolio investments; 12 delivery partners; £441m committed (cumulative); £45m committed in 2021-22.

British Business Investments supports a diversity of specialist lenders, such as asset and invoice finance providers and challenger banks, to increase and diversify their lending to UK small businesses. This assists BBB objective to diversify the choice of funding sources to SMEs beyond the major clearing banks.

BBI Equity Finance Investment Programme – Managed Fund Programme

438 businesses supported; 6 portfolio investments; 5 delivery partners; £408m committed (cumulative); £43m committed in 2021-22.

The Managed Funds Programme makes cornerstone investments in a small number of large-scale, private sector 'funds of funds'. It is designed to catalyse institutional capital into the venture and growth asset classes and thereby provide capital to high-growth businesses in the UK. Through this £500m programme, which was launched in 2018, British Business Investments is becoming a significant cornerstone investor with a patient capital mandate. BBI typically commits between 15% and 40% of each fund of funds, with

the balance coming from other private investors. GVC provides BBI's delivery partners with large amounts of capital to help them invest into high-growth companies and support the development of the venture and growth ecosystem over the next few years. To date, the Managed Fund programme has invested £365m in five portfolio investments.⁹⁴

BBI Equity Finance Investment Programme – Regional Angels Programme

317 businesses supported; 13 portfolio investments; 10 delivery partners; £130m committed (cumulative).

The Regional Angels Programme is designed to address regional imbalances in the availability of early-stage equity finance. It is the first programme within British Business Investments with a specific regional remit. It addresses the perennial problem that private VC funds are heavily concentrated in London and the South-East of England.

British Patient Capital Ltd.

British Patient Capital Ltd. (BPC) is a wholly owned commercial subsidiary of British Business Bank plc. BPC was launched in 2018 with initial funding of £2.5bn to support the development of innovative high growth businesses via commitments to both venture capital funds and co-investments in individual companies. Its formation followed the publication of the UK government's *Patient Capital Review*.⁹⁵ This review found that whilst the UK provides a fertile ground for innovation to thrive, a lack of access to long-term finance, or patient capital, has prevented some UK companies from scaling up and fulfilling their full commercial potential. In response, BPC is expected to unlock (leverage) an additional £5bn of private capital to UK companies with high growth potential. BPC provides further support to the UK venture ecosystem by establishing new relationships with fund managers, as well as supporting successor funds from existing portfolio managers.

BPC has £3.075bn of assets under management and has made 1,635 investments since its inception. Over the course of 2021-22, BPC invested £341m across all programmes, of which £228m was from its core funds and co-investment programme channelled through 10 new funds and two new co-investments. This brings BPC's total investments since inception in 2018 to more than £1.6bn. In 2022, BPC has 61 fund investments and

94 British Business Investments. UK Managed Funds. <https://www.bbinv.co.uk/managed-funds/>

95 Policy paper. Patient Capital Review. <https://www.gov.uk/government/publications/patient-capital-review>

relationships with 39 fund managers as well as direct co-investments in four companies. Total commitments, including capital from other institutional investors, are now more than £10.7bn. There are now 1,008 companies in the underlying fund portfolio, an increase of 332 on the previous year's figure.

Since launch, BPC has become the UK's largest domestic investor in venture and venture growth opportunities. In July 2021 two new products were introduced:

- **the £200m Life Science Investment Programme.**⁹⁶ The Life Sciences Investment Programme (LSIP) is a £200m initiative managed by British Patient Capital designed to address the growth equity finance gap faced by high-potential UK life sciences companies. This is expected to attract at least a further £400m of private investment. Through LSIP, cornerstone commitments are made to later-stage life sciences venture growth funds with a strong UK focus, typically investing between £50m and £100m in each successful fund applicant.
- **the £375m Future Fund: Breakthrough Initiative.**⁹⁷ This is a £375m UK-wide programme which encourages private investors to co-invest in high-growth, innovative firms. The programme makes equity co-investments with private sector investors in growth stage R&D-intensive British companies operating in 'breakthrough' technology sectors. The minimum total investment round size is £30m. The maximum breakthrough share of an investment, in turn, is round is 30%. (Breakthrough Initiative is a separate programme to the now closed Future Fund that provided convertible loans, valued up to £5m, to a broad range of innovative companies to address the funding challenges caused by Covid-19.)

Following the establishment of two new programmes in 2022, BPC manages three separate but related programmes. They each seek to support a specific area of the innovation market but with a common focus of supporting later-stage companies. Across its three programmes, British Patient Capital now manages assets with a total value of £3,075m.

96 British Patient Capital. Life Sciences Investment Programme. <https://www.britishpatientcapital.co.uk/life-sciences-investment-programme/>

97 British Patient Capital. Future Fund: Breakthrough. <https://www.britishpatientcapital.co.uk/future-fund-breakthrough/>

Summary of a Discussion of the Role of Government Venture Capital with British Business Bank (24th February 2023)

The following notes are a summary of a video conversation between Ken Cooper⁹⁸, Managing Director, Venture Capital Solutions, British Business Bank and Professor Gordon Murray. Supporting data to the report and related documents was also provided by Daniel Van der Schans, Senior Economic Adviser at the British Business Bank. The discussions focus on a number of generic policy issues of interest to Government Venture Capital organisations (GVCs). Any errors of fact or interpretation in the report should be taken as the sole responsibility of the authors.

BBB Positioning with other public actors in the UK innovation space

BBB is the dominant SME development agency providing both equity and loan finance (nb. not grants) in the UK. The Bank has a UK focus, but the 'devolved nations' (Scotland, Wales and Northern Ireland) operate a number of equivalent smaller SME financial support schemes.⁹⁹ In 2021, BBB invested in 18% by number of all announced venture capital investments in the UK.¹⁰⁰ Grant bodies in the same space include UK Research & Innovation (UKRI) and the recently announced (but not yet fully operational) Advanced Research and Invention Agency (ARIA). The UKRI is the UK's largest public grant body operating to support the UK's advanced research agenda in scientific research environments both in academe and industry.¹⁰¹ It spends circa £8bn a year.

It would normally be expected that grants were allocated before loan and equity demands developed as the novel and innovative idea evolves into the nascent enterprise. Thus, research clients of UKRI are likely to be a target supply of proto firms for BBB. However, on occasions, high potential enterprises are first recognised by BBB through its debt or equity programmes which then leads to the young enterprise subsequently receiving grants from UKRI. A recent (2022) report commissioned by BBB and UKRI shows that there is a correlation between firms receiving support from both agencies and their longer-term growth and survival. Research councils' spin-out firms with subsequent support from both

98 British Business Bank. Ken Cooper. <https://www.british-business-bank.co.uk/our-people/ken-cooper/>

99 Devolution: Factsheet. https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/770709/DevolutionFactsheet.pdf

100 See BBB's Small Business Equity Tracker (2022). <https://www.british-business-bank.co.uk/small-business-equity-tracker-2022/>

101 UK Research and Innovation. <https://www.ukri.org/about-us/>

agencies and, compared to non-supported research councils' spinouts, are 17 times less likely to close; have nearly double the survival rate; higher employment growth and were 4 times likely to have raised external finance.¹⁰²

There are several small initiatives to support young firms created by regional government and other public bodies. However, the dominant scale of BBB, as the key UK SME public finance provider to innovative and high potential companies, results in little disruption from smaller, short run and often localised initiatives.

Sustainability/Net Zero as the New Strategic Mandate of BBB

The 'revised mission' of BBB and its 'new strategic framework', as articulated by its CEO in the introduction to the Annual Report and Accounts 2022, puts "sustainable growth at its core, and we have begun incorporating this into everything we do." Perhaps, the key word here is *begun*. As the BBB respondent noted – baselining and measuring performance necessarily lag revised objectives. For example, in order to manage the sustainability transition, it is necessary to devise metrics to determine exactly what a desirable transition should look like. Similarly, ESG and CSR are easily used acronyms but are often considerably complex concepts in their monitoring and realisation. The view expressed by BBB was that sustainability was a very major change in corporate objectives, but it remained 'work in progress'. Staff skills will need to be augmented. The relationships between both investors (limited partners¹⁰³ working with BBB) and client firms will need to be reviewed and possibly changed to ensure that sustainability is a meaningful criterion in determining BBB's actions and financing decisions. This will involve learning and both receiving and providing additional training across the spectrum of BBB's entrepreneurial finance and advisory activities.

Interestingly, the BBB respondent compared these contemporary and profound environmental demands to similar recent corporate challenges in the finance industry occasioned by the need to improve gender balances and diversity across the professional labour market, and to address digital fraud via robust prevention systems. Improvements are in train in both these areas, but it continues to take time and significant resources to create real and material advances.

102 British Business Bank. Backing Innovation-Led Businesses 2022. <https://www.british-business-bank.co.uk/backing-innovation-led-businesses-2022/>

103 Limited Partners (LP) is the term used for investors in a dedicated, and usually fixed term, fund managed by the venture capital team. The latter is known as the General Partner (GP). There are usually several LPs in a fund but only one GP.

BBB's Due Diligence and Selection Criteria and the Sustainability/ESG Imperative

BBB constantly reviews its due diligence procedures and selection processes. As part of these changing criteria, BBB now requires its new client GPs to have proper and effective ESG and D&I policies and practices.

It was noted that pressure for BBB to be more focused towards ESG funds could feasibly happen. While BBB has significant autonomy in its investment choices, pressures could be applied to public agencies particularly by their political masters who, in this case, are ultimately responsible for continuing the substantial public funding of BBB. In order to create incentives, BBB has already some programme areas where *pari passu* is relaxed. This is particularly seen in the earlier stages of equity support for young firms via the Enterprise Capital Funds programme. This asymmetry of rewards is a result of earlier decisions to address severe 'equity gaps' facing young and high potential enterprises. Overall, the lion's share of contemporary BBB activity, as managed by its subsidiaries British Business Investments Ltd. and British Patient Capital Ltd. (which operate in both equity and debt markets), is driven by commercial relationships with firm clients and other co-investors. Here, *pari passu* arrangements are (commonly but not inevitably) a given condition of investment. The opinion was given that robust and transparent commercial arrangements had served BBB well. The market was often ahead of Government in recognising the new opportunities generated by wider changes such as the drive toward Net Zero. Accordingly, a material divergence from such core commercial practice would need to be very strongly argued to gain widespread BBB approval.

UK BBB Climate Fund

The respondent's view on BBB starting a climate fund was unambiguous. (See Vaekstfonden's 2022 merger into the new Danish Export and Innovation Fund which incorporates a large environment fund). Infrastructure projects, which require significant funding, fall within the remit of the new 'UK Infrastructure Bank'¹⁰⁴ and would clearly be beyond BBB's present responsibilities. Running a climate fund was not BBB's present focus as a government venture capitalist. Large infrastructure investments commonly require extensive loan and guarantee services from the state. This is a different set of disciplines from the skills required to identify, assess, and support high potential young and rapidly growing firms in highly innovative and new scientific domains. However, BBB already supports extant funds through its wider venture programmes which invest in new climate and environmental technologies.

104 Infrastructure Bank. <https://www.ukib.org.uk/>

BBB's Evolving Structure: British Business Bank; British Business Investments; and British Patient Capital

It was explained that the current organisational structure of BBB reflected its history and, in part, the trade-off negotiated with the European Commission in agreeing state aid approval for the UK's new British Business Bank (started in 2014). The Commission was concerned that the heterogeneous activities proposed for the BBB could produce state aid complications whereby the use of UK public monies via the BBB could compromise the maintenance of a level playing field between SMEs in different member states. It was also concerned that the ability to offer subsidised funding alongside *pari passu* initiatives could lead to the crowding out/disincentivising of private investors. The resulting resolution with the UK legally separated the subsidised activities, including the Enterprise Capital Funds, from *pari passu* activities and led to the creation of new subsidiaries for the BBB, including 'British Business Investments' (estab. 2014) and 'British Patient Capital' (estab. 2018).

Capital for Enterprise¹⁰⁵ (CfE) was a publicly-owned limited company that was incorporated into BBB on the latter's formation. It managed the Enterprise Capital Funds (ECFs) in an earlier government VC initiative started in 2006. The operation of ECFs allowed for the relaxation of *pari passu* requirements. For example, upside returns realised from an equity investment could be shared *preferentially* with participating private LPs at the cost to the UK government as a 'special', and usually the majority, LP. Government funds were invested alongside those of private LPs and granted a small prioritised¹⁰⁶ return in exchange for the asymmetric profit share. This was a marked change on earlier, pre-ECF, initiatives where Government funds were often invested first, at risk of first loss, and repaid last. The ECF arrangement gave a significant leverage to private LPs' returns. This incentive structure was evaluated positively in the recent interim evaluation of ECF: "Fund managers and stakeholders largely indicated that the asymmetric returns structure was viewed positively by external investors. Numerous fund managers indicated that the scope for earning higher returns was viewed as a key marketing feature and helped to secure the commitments of other LPs. The priority given to the British Business Bank in the event of

105 Capital for Enterprise was a UK limited company owned by the Department for Business, Innovation and Skills (BIS). CfEL was responsible for managing BIS's financial schemes, such as venture capital funds and loan guarantees, aimed at helping small and medium enterprises (SMEs). It invested over £1.8 billion from its formation and alongside private capital provided £6.5 billion in credit for SMEs. It ceased operating independently on 1 October 2013 and became part of the British Business Bank.

106 Initially equivalent to a charge of 4.5% against drawn funds but later reduced to 3%.

weaker performance was not considered off putting, with LPs generally focused on the possibility of earning higher returns”.¹⁰⁷ These asymmetric incentives continue to this day within the ECF programme.¹⁰⁸

The separation of subsidised activities within the BBB structure allowed EU state aid requirements to be met. The respondent suggested that this split or structural anomaly was in part a result of the UK government’s desire to create and launch BBB quickly. HMG was thus prepared to compromise with EC negotiators despite, in the UK’s opinion, the low risk of any crowding out of private investors.

BBB as a ‘Gate Keeper’

The BBB respondent noted that its decision to invest or not invest in a new fund and first-time GP team has a material influence on the GP’s chances of being able to complete the fund raising. Because of its scale, experience, and reputation for strict due diligence procedures, BBB provides a public ‘certification effect’ to other LP investors and the VC industry at large. If BBB chooses not to invest, this is taken as a negative market signal and the probability of the new fund closing at the planned level of investor commitment is materially reduced. This influence was seen as a ‘fact of life’ and may have prevented some funds from being launched that were deemed by BBB as having insufficient skill sets to succeed. This discrimination was not seen as a problem for BBB in their development of the UK’s VC eco-system. Indeed, a gate keeper effect can be seen as evidence of the BBB working as a desired and respected public co-investor by the VC industry.

BBB’s Current Directions

The respondent argued that when the BBB was established there was a feeling that the equity programmes might struggle as part of a larger organisation. However, the BBB’s equity activities were over time becoming the dominant and defining activities of the organisation.¹⁰⁹ This comment was made while BBB continues to have significant complementary activities to provide alternative non-traditional banking channels to small and medium sized enterprises. Increasing choices and efficiency in the debt/loan markets

107 BBB (2021) The Interim Evaluation of the Enterprise Capital Funds programme. British Business Bank. <https://www.british-business-bank.co.uk/enterprise-capital-funds-interim-evaluation-report-2021/>

108 British Business Bank. The Enterprise Capital Funds programme. <https://www.british-business-bank.co.uk/ourpartners/enterprise-capital-funds/>

109 At 31st March 2022, BBB had £4143.8m of assets of which £2246m was from its debt related activities and £1897.8m was channelled through its venture capital programmes (BBB Annual Report 2022, p73.).

for entrepreneurial firms remains a core activity of the bank. Early-stage equity provision also remains important with 42 ECF funds still representing one key element of BBB's continuing remit.

Venture to Venture + Venture Growth

The first decade of the 2000s was where BBB inherited its DNA from earlier government initiatives in the provision of early-stage, venture capital. Market failure/equity gap discussions centered on the inability of *small* high potential UK firms to attract sufficient equity (and debt) from private financial providers. After a few earlier experiments of limited success, the UK government created the Enterprise Capital Funds. This programme was loosely based on, and learned from, US activity and experience of public VC provision via the Small Business Administration's Small Business Investment Company program (SBIC) started in 1958.¹¹⁰ However, the UK was also fortunate in having created in 1945 the joint government and clearing banks supported 'Investors in Industry'. Over the next fifty years, 3i plc became a pivotal, national provider of finance for small and medium-sized enterprises in the UK. Its influence in helping to create the infrastructure of the UK's Venture Capital and Private Equity industry, which grew rapidly from the early 1980s, can hardly be over-estimated.

In 2017, HM Treasury led the UK government's 'Patient Capital Review'. It concluded that there was a *second* funding gap¹¹¹ of some £4bn per year affecting *growing* UK enterprises. Successful expanding companies requiring in excess of £5m of equity were particularly likely to be rationed by current equity markets. The term 'scale-up' was increasingly used to illustrate a situation where equity markets appeared cautious and short-term. US venture capitalists were seen to give their highest potential investee companies greater rounds of finance at a more accelerated pace than their European equivalents. This was seen as one explanation of why the USA was pre-eminent in rapidly, creating world-class, high-tech companies, the so-called 'unicorns'. Essentially, with few European exceptions, and particularly the UK, informed opinion suggested that if entrepreneurs wanted to accelerate a young and successful innovative company to global success, they had better register in Delaware and attract funding from US venture capitalists.

110 The Small Business Investment Company (SBIC) Program. <https://www.sba.gov/sites/default/files/2019-02/2018%20SBIC%20Program%20Overview.pdf>

111 Murray G. (1994). The Second 'Equity Gap': Exit Problems for Seed and Early Stage Venture Capitalists and Their Investee Companies. *International Small Business Journal: Researching Entrepreneurship*. Volume 12 Issue 4, July 1994. <https://journals.sagepub.com/doi/abs/10.1177/0266242694124004?journalCode=isbb>

The BBB respondent noted that supporters of venture growth were highly successful in convincing the UK and several European governments (and the European Commission) that it was imperative that government intervened to improve the supply of risk capital for growth businesses. Concern for the lack of scale-up capital to finance repeatedly larger rounds of equity (and venture debt) investment in high potential UK businesses, led to the UK government setting up British Patient Capital (BPC) in 2018 as a wholly owned subsidiary of BBB. BPC was launched with a £2.5bn investment fund which was expected to leverage a further £5bn of private equity co-investing.

A recent (2022) interim evaluation of BPC¹¹² has produced encouraging, albeit not yet conclusive, performance metrics. There is clear evidence of programme 'additionality' and targeted levels of private leverage have been achieved. The results support a decision by BPC to weight two-thirds of BPC investment activity to venture growth while one third remains in the more traditional area of early-stage venture investment. 26 of 51 BPC funds are now addressed to venture growth. It is likely that this trend to venture growth and scale-up activity – currently supported by EU commitments from EIF as well as from several national governments – will see BBB's evolution mirrored in several other European countries.

Fund of Funds

Publicly financed Fund of Funds (FoFs) first appeared in UK government VC activity in 2000 with governmental support for the 'UK High Tech Fund'.¹¹³ This initiative was followed in 2009 with the formation of two FoFs under the UK Innovation Investment Fund (UKIIF) programme. This £150m fund supported the creation of viable investment funds targeting UK high growth technology-based businesses. Two FoFs were supported: the UK Future Technology Fund, and the Hermes Environmental Innovation Fund. Neither fund is now investing, and they are both essentially in the last stages of the exit/investment realisation process having received £159m of public finance from the programme.

The view given by the BBB respondent was that FoFs may have a role, but they can actually do little that cannot be accomplished by BBB's activities investing in a more standard VC fund structure. Further, two levels of fund and FoF administration increases total costs which are unattractive to large institutional investors. They may have an

112 British Patient Capital Interim Evaluation report. <https://www.british-business-bank.co.uk/british-patient-capital-interim-evaluation-report-2022/>

113 The UKHTF offered first loss cover to private investors and a guaranteed minimum return to LPs before the government received any of its own capital contributions back. However, the fund made a number of poor tech investment decisions in the era of the dot.com bust and was a financial write-off.

attraction for large institutional investors which need to be able to invest significant sums of money without taking dominant positions in any fund structure. Further, a FoF can offer its LPs diversification benefits from the composition of funds included in the FoF. This may be valuable to less experienced institutional investors.

Historically, the 'Managed Fund Programme' in BBB's subsidiary, BBI Ltd., has committed £408m of equity finance to five FoFs which in turn have supported 438 client businesses. This has resulted in a total of seven FoFs that have been in BBB's portfolio of equity activities. (In total, to April 2022, BBB had supported financially some 96,000 businesses of which 4,770 had received equity investment.)

Direct Investments: Genesis and Contemporary Logic

It is important to separate 'direct' investment from 'co-investment' activity. The two terms are often used interchangeably which can be confusing. Public co-investing occurs where a government VC agency invests in a company that has already had investment from the GP of a fund which the government is also supporting. The co-investor is investing in an existing portfolio company alongside and parallel to the fund. The GP may also offer this service to other LPs in its fund. It allows the GP to increase investment into the target investee without increasing its overall exposure to the firm from its fund beyond its investment guidelines. Most VC fund rules will set a ceiling to the amount that the GP may invest in any one of its portfolio companies from the total monies raised in the fund.

In the case of a 'direct' investment, the government VC agency invests directly from its own treasury into the target enterprise and does not go via a standard fund/GP structure. The government agency is, in effect, simply investing on its own behalf. Direct investing has become popular in Europe with Tesi and Vaekstfonden both increasing their direct investments activities over the last decade. Public VC agents who undertake direct equity investments also continue to make fund investments and fund co-investments.

The reason why BBB started direct investments could be defined as "good housekeeping". Through historic early funds created around the first decade of the 2000s, including the Aspire Fund¹¹⁴, the Regional Development Agency programme, the Regional VC Fund programme and the Capital for Enterprise Fund, a stock of 'legacy businesses' remaining on the government's books had evolved over time. These firms eventually needed to be managed off BBB's balance sheet. In order to realize these exits, it was necessary for BBB

114 The Aspire Fund was a co-investment fund started in 2008 and subsequently inherited by the BBB that targeted women-led business with equity and debt support up to £1m per firm. <https://www.british-business-bank.co.uk/wp-content/uploads/2013/10/British-Business-Bank-Aspire-Leaflet.pdf>

staff to become actively engaged in preparing the firms for exit in whatever form. This required a suite of hands-on SME advisory skills. Almost incidentally, BBB became involved in direct investing.

However, direct investing as an important *strategic* activity has only arisen in BBB since 2021. In this later development, the reason for direct investing is quite different. It is to identify – and support as appropriate – both emerging technologies and growing companies which may be of high future value to the UK economy. The direct investment is both a means of improving market knowledge/intelligence in key areas of future innovation as well as a means of directing strategic investment to assist the growth of the targeted firms and technologies. Illustrating the wide investment remit of BBB, the bank also manages investments for the 2022 created ‘National Security Strategic Investment Fund’ (NSSIF) which co-invests in dual-use technologies. NSSIF makes fund investments through BBB’s British Patient Capital and the Enterprise Capital Funds programme, as well as direct investments via British Technology Investments Ltd. These conduits enable NSSIF to support the growth of targeted, high potential knowledge-based companies.

The ‘Future Funds: Breakthrough’ (FFB) programme, established within British Patient Capital Ltd. in 2021, is designed to invest directly in high growth, innovative young enterprises. It is a new strategy for BBB about investing in ‘leader’ companies to assist them reach their full international potential. FFB has a budget of £375m. Its minimum contribution to a co-investment is £30m per round and it has a ceiling of 30% ownership of any investee firm. To date, BPC has made 4 co-investments plus a further 5 direct investments at a cost of £80.9m via the FFB programme. BPC also has other targeted *fund* programmes to direct finance into key sectors and technologies, e.g. the £200m Life Sciences Investment Programme.

As a general rule, BBB does not invest more than £50m per round and would never purchase a controlling interest >49% in an investee company¹¹⁵. The BBB respondent also noted that direct investment skills does leave the bank potentially vulnerable to political requests to assist firms and industries outside its core remit. A strong, independent board and a solid investment performance allows BBB to resist such ‘special pleading’. Its investment decisions are not challenged by government. The BBB respondent also noted that the bank did not like one-off investments. Its investment programme is a result of long-term decisions on an investment strategy around targeted objectives (innovation, sustainability etc.) in key sectors and sciences. One-off investments neither allow for scale nor scope learning by BBB in realising the mandate it is set by its government owners.

115 Given that BBB will not exceed a contribution of 30% in any round of financing directly or via a fund, this ceiling is not in practice a concern.

Governance & Steering

BBB invested in some 18% by number of the UK's small business announced venture capital deals in 2021 (BBB Annual Report 2022). It has had a very material role in improving the VC ecosystem in the UK. Its actions have been highly material in creating funds and training VC managers. BBB has supported by year end 2022, some 357 equity funds. It has also supported overseas funds, but a condition of its support is that investments made by the fund in the UK must be at least twice the value of finance that BPC has committed as an LP. BPC is much more likely to invest in growth stage, non-UK based companies than the earlier stage, ECF programme. However, both programmes invest most of their funds in UK based firms.¹¹⁶

The respondent agreed that the increasing trend of a slimmed down civil service could make active governance of BBB, as a large and highly complex financial institution, problematic in practice. He agreed that BBB was not alone in national GVC activities where the majority of skills and experience is resident in the governed, executive agency rather than in the civil service overseers. BBB plc details its compliance to its government shareholders in a framework document.¹¹⁷ The respondent also noted that the UK government always has the final sanction because it could decide to sell BBB or any of its constituent subsidiaries on the open market. Its assets and financial returns could make such an enterprise attractive to VC or PE investors. The respondent suggested that the recent interim evaluation of BPC could also be seen as an appraisal of the outside worth of BPC to investors. However, the privatisation of such an enterprise would likely terminate its key strategic role to the government of patiently nurturing high potential firms and technologies in the UK. It was the respondent's view that the value of this intelligence and support role was significantly greater to His Majesty's Government than the short run cash bonus of a privatisation.

In Conclusion...

The respondent believed that BBB has succeeded because it has remained highly and consistently focused over several years in its activities which are organised around a core number of well-designed, SME *growth* support programmes. BBB has materially expanded and improved the entrepreneurial finance eco-system in the UK. Its intervention and

116 From BBB published programme evaluations, BPC has made 811 investments in 725 companies a majority of which by number and value were in UK based firms. ECF evaluation showed that only 5% of its portfolio was in companies with a HQ based overseas.

117 British Business Bank (2022) Shareholder Relationship Framework Document. <https://www.british-business-bank.co.uk/wp-content/uploads/2013/10/Shareholder-Relationship-Framework.pdf>

early support for risk capital has been critical for the first and now subsequent rounds of funding for many new VC funds, new GP teams and innovative businesses. Its material effect in improving the UK's enterprise finance capabilities is evident.

None the less, new ESG priorities are likely to challenge its current model which will have to continue to evolve based on a growing body of empirical experience. For example, how are the economic measures of IRR, TVPI, DPI to be used in green investments with higher levels of uncertainty, complex costs and benefits, and longer pay-back periods? What new risk capital models might need to be tested and nurtured?

ESG is a major change in governmental priorities and the VC industry has an important role to play. Just how that role evolves and is executed remains a policy and practicable question of very considerable importance.

Case 2: The Danish Growth Fund (Denmark)

Background and current mandate

Vækstfonden/The Danish Growth Fund (DGF) is an independent, publicly owned investment company created by the Ministry of Industry, Business and Financial Affairs in 1992. DGF's objective is to make a significant contribution to innovation and economic growth in the Danish economy by co-financing the genesis, development, and growth of innovative, small, and medium-sized enterprises (SMEs) of high and international sales potential. DGF is expected to act as a professional investment company with a remit to make a commercial return on the finance it manages on behalf of, or in collaboration with, both public and private investors. In addition, the remit of DGF, as laid down by Danish law¹¹⁸, requires the organisation to demonstrate a clear social and environmental outcome in its objectives and actions. Since 1992, DGF has funded 24,000 companies channelling more than DKK 48 billion to target firms and sectors.

By providing equity, loans, and loan guarantees, DGF aims to alleviate financial constraints for promising Danish entrepreneurs and SMEs which lack sufficient collateral and/or the track record to obtain a bank loan or additional equity on normal market terms. DGF is also mandated with developing the scale and professionalism of the early-stage venture capital (VC) market. Accordingly, DGF seeks to increase the availability of risk capital in Denmark – from both domestic and international investors – for innovative entrepreneurs and SMEs in need of additional sources of external equity to realise rapidly the potential of their businesses.

In 2021, DGF co-financed 1,624 Danish enterprises with a total commitment of around DKK 6 billion. In addition, DGF contributed a further DKK 1.55 billion to a total of 25 VC funds via its market development role as the key 'cornerstone' investor (limited partner). Danish companies were also funded directly by DGF using its own in-house, equity investor team. A total of 35 companies including 11 start-ups have received DKK 510 million directly from DGF's balance sheet in 2021. These equity investments were in addition to operating a loan guarantee scheme which supported 567 companies with guarantees and sureties worth DKK 1.31 billion in the same year.

DGF's Initial funding in 1992 was DKK 2 billion. By 2022, its equity had increased to over DKK 6 billion. DGF's funding is influenced by profit and losses on its balance sheet plus transfers from the Danish Ministry of Business including:

118 Prior to the 2022 merger, the latest legislation determining the activities of DGF were ACT no. 691 of 08/06/2018.

- State grants that fully or partially cover loan and loan guarantee activities.
- Loans taken in connection with the ‘Vækstlån’ product (ordinary loans) and green investments.
- Loans taken out to finance DFG’s capital contribution to the Dansk ‘Vaekstkapital’ initiative.

(The above items exclude Covid-19 support measure payments and administrative costs.)

The legal and operational focus of DGF will change significantly in 2023 when it becomes part of Denmark’s new ‘Export and Investment Fund’ (EIFO). This merger in 2022 was enacted under Act 2022-06-21 no. 871.¹¹⁹ The new fund combines the entirety of Vaekstfonden/DGF activities in combination with those of Denmark’s Export Credit Agency and the Danish Green Investment Fund. In keeping with its three antecedent organisations, EIFO will promote entrepreneurship and innovation; export and internationalisation; while contributing to a sustainable, green transition of Denmark’s economy. As with Vaekstfonden, EIFO is a public company wholly owned by government as the sole shareholder.

Priorities and Focus Areas

As EIFO is presently a legal entity but not yet an integrated set of operational activities, it is appropriate to continue to describe the contemporary activities of DGF. This is particularly given that the role of DGF is expected to continue as before within the merged enterprise. DGF provides risk capital to SMEs in the early stages from pre-seed to expansion and buy-out, in addition to debt finance and guarantees to both start-ups and established companies. The strategy of DGF supports its present vision of making a significant contribution to innovation and growth in Danish companies. Essentially, DGF sees its remit as creating and building a country-wide entrepreneurial and innovative ‘ecosystem’ within the Danish economy.

Consistent with DGF’s role in creating and developing an entrepreneurial ecosystem for Danish companies and innovations/technologies, it has become a source and conduit of public and private finance across the full spectrum of entrepreneurial needs. Founders of new and growing businesses employ, over time and scale, a large range of financial resources including from their own capital and income, government grants, family and friends, banks, suppliers, and customers etc. The spectrum of different sources of finance employed over a firm’s growth trajectory is often termed the ‘financial escalator’. DGF operates as a core part of this financial escalator for innovative firms showing a high level

¹¹⁹ This law entered into force on the 1st July 2022.

of promise and future value to the Danish economy. Denmark's response to the economic consequences of the Covid-19 pandemic temporarily expanded DGF's remit, and the spectrum of client firms assisted.

DFG provides a range of both equity and debt products. The latter include start-up loans; loans for (established) entrepreneurs; venture debt for larger and more mature businesses as well as the provision of guarantees to cover client companies' bank loans and leases. In 2021, 567 companies received loans, guarantees and sureties from DGF totalling DKK 1.31 billion. This figure of core loan funding excluded temporary Covid-19 aid packages to 947 SMEs totalling DKK 3.5 billion in 2021.

DFG Debt/Loan and Guarantee Products

DGF's debt Instruments include several different type funding products such as start loans for young startup companies, loans for entrepreneurs, subordinated loans, and guarantees. In addition, DGF provides two further loans:

- The '**European Angel Funds Denmark**' channels additional EU finance from the European Investment Fund (EIF). This allows Danish business angels to leverage their own matched funding with DGF by further EIF debt funding. It also links Denmark via European wide business angel networks into international investment and syndication opportunities.
- At the other end of the size scale, '**Venture Debt**' is a loan facility for mature start-ups which already have obtained equity funding from a venture capital fund. Venture Debt enable the company (and its investors) to get a longer "runway" before its next equity round, and thereby gives the company a higher degree of certainty of reaching their next value target.¹²⁰ The facility for DGF to provide loans to a full spectrum of growth oriented Danish firms from start-ups to large international firms recognises the ongoing and differing business finance needs over time. The term 'scale-up funding' recognises that successful firms may still need assistance in addition to normal market finance products in order to continue to accelerate growth into internationally established businesses. Venture Debt works towards longer term growth goals. (For example, this emerging policy space for continued and rapid growth support is addressed in the UK via British Business Bank's 'British Patient Capital' and 'Managed Fund' programmes.)

¹²⁰ The ability of high growth businesses to accelerate to the status of 'unicorns' is conditional on reaching a number of valuation goals at successive stages of growth. The successful achievement of escalating valuations is critical in ensuring the rapid growth of large financing rounds from investors leading hopefully to the creation of international new businesses with credible billion dollar valuations.

Loans for entrepreneurs are normally provided directly by DGF as a supplement to the entrepreneur's other funding. State funding does not try and duplicate existing market products or remove the entrepreneur's own financial responsibilities. Accordingly, loan conditions are imposed depending on the loan programme and its clients.

Complementary Grants outside of DGF

The entrepreneurial ecosystem requires a financing escalator that also accommodates a wide spectrum of entrepreneurial finance opportunities. This includes grants (more common than loans) at the earliest stages of the commercialisation of new ideas and innovative products and services. For proto businesses employing new technologies and innovative systems, and at a pre-income stage, grants are very frequently a critical first step before commercial financing arrangements. These potential new enterprises often are 'spun out' of both successful university research programmes and company R&D activities.

'Innovation Fund for Denmark' (InnovationsFonden)¹²¹ is a government-backed institution that invests in entrepreneurs and start-ups that develop new ideas to solve important social challenges in Denmark. Grants include 'Innoexplorer', 'Innofounder', and 'Virksomheds'. These grant programmes in this context are best seen as part of the supply-line into the DGF entrepreneurial finance process. They are complementary to DGF's own support programmes.

DGF Equity Programmes

The larger part of DGF's (non-Covid) activities concerns its role as a government venture capital fund. In 2021, public monies of DKK 1.5 billion were invested into 25 VC funds with DGF acting as the keystone limited partner in each fund. Additionally, DGF's inhouse investment executives allocated a further DKK 510 million directly into 35 companies of which 11 were first time investments for DGF.

DGF's engagement in government VC programmes was one outcome of a notable trend in Western Europe of national governments seeking to increase the supply of equity to growth-oriented enterprises post 2000. This was a consequence of the international damage caused to the provision of early-stage risk capital caused by the 'Dot.com bust' in

121 Innovation Fund Denmark. About Innovation Fund Denmark. <https://innovationsfonden.dk/en/about-innovation-fund-denmark>

the year 2000. This market crash depressed private investment in young technology and innovative enterprises for most of the first decade of the new millennium in both Europe and North America.

DGF's first equity co-investment fund, 'Dansk Vaekstkapital 1' (DV1), was raised in 2011 and invested the monies raised from public and private (institutional) investors. By investing up to a ceiling of 50% of the total funds raised and by offering preferential terms to non-DGF investors, the Danish state had the authority and financial muscle to go against the prevailing negative market sentiment to early-stage venture capital. Importantly, DGF was following a 'fund of funds' model. It invested only in (sometimes new) VC funds. It was not investing directly into investee companies albeit the investment memoranda clearly stipulated into what type/sector of businesses the funds would be expected to co-invest. Due diligence, investment decisions and managerial support (and occasionally its removal) activities were conducted by the individual fund's investment specialists (general partners). Limited partners including government had no operational role in the choice of investee companies selected. Dansk Vaekstkapital 1 was subsequently followed by two further funds (DV2 & DV3) on an approximate 5-year cycle. DGF's objectives for this fund of fund activity is summarised below.

Criteria for 'Fund of Fund' Activities, created by DGF, include:

- Investing to deliver competitive returns to investors. Target return of minimum 10-15% net IRR.
- Investing in unlisted portfolio funds.
- Minimum size of portfolio funds is EUR 60-75 million.
- Investing in small cap, mid cap and venture funds as well as funds providing mezzanine capital.
- Striving to be a significant and active funds investor. Typical commitment size of EUR 15-40 million.
- Portfolio funds must meet high ESG standards.
- Investing with other independent, private investors – maximum ownership in fund 50%.

The objective of the Vaekstkapital initiative was to contribute to a wider scope of risk capital and competences accessible to Danish growth companies by investing in 'small cap' and 'mid cap' funds as well as venture and mezzanine funds. As noted, DV1 was designed as a 'fund of funds'. Fund managers invested in Danish enterprises within their fund's specific sectoral and stage expertise. DV1 raised a total of DKK 4.1 billion which was invested into 16 VC funds. It operated over the period 2011-2016. The capital was derived

from Danish pension funds with three quarters of the capital contributed in the form of loans invested via Vaekstfonden. DV1 was governed by an independent Board of Directors. It invested for a period of five years ending at the end of 2015.

A critical objective of the Danish government VC programme as well as all the other national programmes created in Europe and beyond (including Israel, China, India and Australasia)¹²² was to engender a conducive environment by which the national entrepreneurial ecosystem could stimulate the creation of a sustainable domestic VC industry. Most VC funds' general partnerships assisted by the Vaekstkapital programme were new and/or immature and untested management investment teams. Without material government backing via DGF's balance sheet, it was very unlikely that institutional investors would have been prepared to take the risk of supporting early-stage VC financing. Government could provide financial insurance to these limited partners as well as considerable commercial and political 'encouragement' given that several LPs ran government pension schemes.

DV1 was succeeded by DV11 (2016-19) which raised DKK 3.0 billion and supported 12 VC funds. A third of the finance raised was allocated to venture funds investing in young companies with the remainder being allocated to small and medium-sized enterprises with a ceiling of up to 1,000 employees and a turnover of up to DKK 1.25 million. Vaekstfonden estimated that DV11 leveraged a total of up to DKK 10 billion to Danish entrepreneurs.

The third and latest DGF 'fund of funds' was set up in 2020 and had a 'first closing' in H1 2022 which raised commitments from LPs of DKK 1.5 billion. The criteria for DV111 are similar to its predecessors in terms of the type of funds supported and the targeted, high potential investee companies. Limited partners include Business and Corporate Funds, Pension Funds, Banks, Capital Funds, Private Persons. A new feature of DV111 is the incorporation of a 'Feeder Fund' as one of the funds in the fund of funds structure. That is, smaller investors with contributions below DKK 20 million (approx. EUR 3 million) are aggregated into a single fund as part of DV111. A further change is that DV111 does not have an independent board giving its managers a higher degree of autonomy in their decision making.

122 It should be noted that the USA and the (even earlier) UK GVC programmes initiatives were the 'institutional DNA' on which all subsequent GVC programmes were based.

Direct Investments by DGF into Danish Firms

In the independent 2010–12 evaluation of Vaekstfonden, Murray et al (2013) noted¹²³:

“In the case of the venture activities, the evaluation shows, that DGF functions as a cornerstone investor, supports the capacity building among Danish fund managers and the development of a sustainable VC-ecosystem. Through its indirect investments, DGF supports both the development of SMEs and the development of a healthy Danish VC ecosystem. DGF’s indirect investments through funds and fund-of-funds has helped to attract private investors for the funds and subsequently to develop essential competencies in the various management teams.

However, DGF’s management needs to provide a convincing argument as to why DGF should continue to engage in direct VC activity. It is difficult to see how the small number of annual investments (six per annum) and the total size of the DGF Venture’s portfolio (approximately 25 companies) can have a material influence consistent with the policy and strategic goals of DGF. Additionally, the limited number of investments and their cross-sectorial focus appears to be an obstacle to building and maintaining the relevant and necessary competencies in DGF’s secretariat.”

DGF currently invests directly in 5–10 new enterprises each year. Investments range from DKK 5 to 25 million. Investments are commercially negotiated at market terms and across all industries. There is a special focus/preference on DGF’s core competence areas in IT, medtech, and industrial technology.

Private Equity/Buyout Activity in DGF

DGF reports note 52 buyout investments in Danish companies in the apogee year of 2021. These investments were primarily from international investors. H1 2022 has seen a reduction to 12 buyout investments, a >50% annualised reduction. In H1 2022, international investor activity had reduced significantly. It is presently unclear how PE activity fits into the core remit of DGF.

Summary of Discussion with Vaekstfonden (27th February 2023)

This is a written summary of a discussion between Gordon Murray and senior management at DGF regarding several generic issues of interest to Government Venture Capital organisations (GVCs). DGF is one of a ‘benchmark’ organisations which the TESI evaluators

123 Damvad. (2013). Evaluation of the Danish Growth Fund. Evaluation of activities 2010-2012. In collaboration with Gordon Murray and Marc Cowling. Copenhagen: Damvad.

have approached. Quotes by the correspondents are put in double-inverted commas and include minor edits to ensure the clarity of meaning. The full support of the cited Vaekstfonden management is gratefully acknowledged. Any errors of fact or omission remain exclusively that of the authors.

Positioning with other Danish actors

There are currently no other major public agencies in DGF's competitive space, i.e. no other meaningful players of equivalent scale or impact. There are other soft money/grant sources from public funds, for example, Danish Innovation Fund as well as from more local administrations. A clear division of labour has evolved over time. There was, in DGF managers' view, a "fuzziness" before the 2019 strategic reorganisation with five agencies providing several combinations of grant, loans and equity to Danish firms. Now the public support of innovation has been streamlined. One exception to the exclusive provision of publicly provided risk capital (equity) by DGF is IFU which is a public agency which provides equity, loans, and guarantees as well as related advice for Danish companies specifically investing internationally in emerging markets.¹²⁴

Application of *pari passu* principle

In practice, *pari passu* appears to be the strongly desired goal for DGF but the reality is that while this may be the starting point, negotiations give the DGF executives flexibility to accommodate actual risk/return realities (or perceptions) in their dealings with private investors and companies. Preference, compared to DGF own investment, can and has been negotiated for private co-investors or limited partners (LPs) in both commitments and distributions to DGF backed VC funds. Nevertheless, DGF is strictly commercial in its operations and objectives. "We have several agreements with commercial providers. If perceived risk is larger than the reality, we say OK. We will give your money back before us but we will also get a large upside. We spread risk but are still commercial. It is not completely *pari passu*. We will still make arrangements, but the default is *pari passu*."

Sectoral focus

"We do not exclude any sectors at all". However, there may arise sectors where Danish companies face difficulties or where there are still significant market imperfections. If these sectors are deemed by DGF to be economically/strategically important and are

124 IFU. <https://www.ifu.dk>

within the organisation's development mandate(s), they will be prioritised and addressed. However, this prioritisation does not undermine the imperative for DGF to maintain a commercial focus by default in all its operations and programmes.

DGF management argued that a focus on sector or stage would not influence equity investment criteria. In 2019, DGF was given a new investment mandate by the government. But the operational and strategic actions of this national support programme were made exclusively the responsibility of DGF's Board of Directors and management. Politicians were not allowed to influence day to day, professional investment decision making by DGF. The government sets the investment mandates for DGF which are time limited. Once set, the executive action including investment selection decisions are exclusively on the responsibility of DGF.

In 2001, DGF introduced a commercial strategy process targeted at making improvement in quality and quantity of the Danish financial VC ecosystem. This strategy was refined in 2019 by the introduction of three major changes. DGF was to become more international in focus; pre-series A investments (seed capital) was added to the portfolio of equity offerings; and 'sustainability' as an investment focus was added to the priority actions of Vaekstfonden. In 2019, DGF managers recognised that Denmark's investment ecosystem had to be improved. DGF believed that venture capital was not always being directed to those companies which would provide most future value to Denmark.

While being commercially focused on its operations and investment decisions, DGF's actions are not exclusively influenced by financial return. It is ultimately evaluated on the *policy impact* of its actions to support and improve the Danish economy. Impact criteria include e.g., how many high potential Danish companies are financed; how does Denmark support its regions; how is Denmark's international footprint in trading activities and global recognition being developed; how are the best Danish companies and Danish innovations supported in their rapid growth. Above all, impact is, and will continue to address, the key issue of how well is Denmark seizing the national, regional, and global business opportunities of 'sustainability' and 'net-Zero' imperatives?

Similarly, Ministry of Economic and Business Affairs also demands that there is a clear policy logic to DGF's financial interventions. That is, DGF's application of public funds must complement – and does not replace or substitute for ('crowd out') -available private capital.

The most important trends and changes

There has been relatively little change in DGF in the last ten years. In popular management-speak, the organisation has ‘stuck to its knitting’. The LR benefits of a constancy of a clearly determined, understood, and executed set of organisational objectives which are important and need to be appreciated.

The largest and paramount change in the last three years is the growing importance of Environmental/ Sustainability issues. These are a global priority and, as such, a priority both for Danish industrial policy and for DGF.

A second-order change for DGF is its move from an earlier, broad industry and sector focus by which DGF sought to create an emerging entrepreneurial and innovation ‘ecosystem’. This was the ‘capacity building’ phase of DGF. This approach over time has become more nuanced. That is, a change from generic capacity building to a greater selective focus on quality investments and the building of innovative Danish firms’ internationalisation competencies.

Accordingly, DGF is now more selective in its actions which include making investments abroad to attract non-Danish professional investors with global reputations. These VC and institutional investors are important not just for their capital but crucially for their world-class competencies and reputations. Learning from more experienced investors in innovation than Denmark’s domestic investors is part of a longer-term ambition to improve the global reach and scale of Danish companies and Danish innovations.

DGF’s share of the Danish VC market

Over time, DGF has increased its impact on the Danish VC market. It is responsible for approximately 10% of the total value of VC funds invested in Denmark in 2022. In terms of its involvement in the number of deals in 2022, direct investment involving DGF represented 30% of the market. Further, VC funds supported by DGF additionally participated in 27% of the number of deals in the Danish market.

DGF activity has increased markedly but at a lower rate than the very rapid growth in private VC funds raised and invested in and across Europe in 2020-22. Accordingly, DGF’s share of annual finance raised and invested has declined recently relative to the national VC market. However, DGF continues to retain a very influential position in the national VC market in Denmark. It is likely to be financial represented as an LP in most new VC funds raised in Denmark subject to its own quality criteria met.

DGF as a 'gatekeeper' to the Danish VC market

DGF is represented as a corner-stone investor in eight of the last ten VC funds raised in Denmark. It is also present in five of the last ten international funds raised and operating in Denmark. Either directly or indirectly, DGF participated in 57% of all VC deals conducted in the Danish market in 2022. Its presence is a very strong and positive signal to the market and to other private LPs from Denmark or abroad. Essentially, DGF's presence as an LP has a 'Certification Effect'. If DGF declines to invest because it believes a new fund is not of sufficient quality or experience, it is increasingly probable that the fund will not achieve its target 'first closing' value and may be aborted. However, the DGF staff stressed that they never say 'an absolute no' to new funds of a general partnership (GPs). Rather, they advise the prospective GPs and committed LPs to come back again in the future with a new proposition for DGF's scrutiny. "We do not close the door. We invite them to come back next time."

The DGF staff see their role as 'crowding in' private investors into the Danish VC ecosystem because of their commitment of substantial public finance and support. They also noted that certification can also make the GVC organisation vulnerable to criticism when its investment decisions have been proved wrong. However, all VC funds have skewed returns because of the very nature of venture investing. This reality produces few winners and many disappointments. Accordingly, investor and investee criticism, including that of public investors, must be treated as inevitable.

'Crowding-In'

As noted, DGF normally has a 'corner-stone' role in any new Danish VC fund it supports. It will usually not provide above 20% of capital raised in the new fund.¹²⁵ It seeks to 'crowd-in' not 'crowd out' additional private capital. DGF's presence, and its strict due diligence procedures, seeks to ensure the new fund is viable and thus allow its GP to attract other LPs. DGF's syndications with private LPs or fund managers on its direct investments similarly allow crowding-in. DGF's involvement and 'certification' realise 'scale and scope' benefits in the Danish VC sector. DGF's preferred commitment in a fund is a ticket size of EUR 5-20 million. But it has the flexibility to increase the investment if deemed necessary for commercial and/or impact reasons.

¹²⁵ DGF will typically provide 20–25% of the equity raised in the first closing of a new VC fund which will be 50–75% of the full fund size depending on the scale and success of aggregate fund raising by the GPs. DGF's share will dilute as the fund moves to its final closing.

Danish 'Fund of Funds'

Currently (2023) DGF has a commitment as an LP in four Danish Fund of Funds (FoFs). The latest fund, 'Dansk Landbrugskapital', is regarded by DGF as strictly *pari passu*. It has some 50 investors and has raised DKK 2.4 billion. Its focus is mature VC funds and small and mid-cap funds. The former three funds (Dansk Vækstkapital I, II, III) have accommodated preferential arrangements for private LPs over the government's contribution as the corner-stone LP.

The utility of Fund of Funds has been seen by DGF in the following way. Dansk Vækstkapital (DVK) was established in 2011 with the aim of getting Danish pension funds to invest more in venture capital (and hence showcase the asset class, which historically has been less attractive due to tickets sizes and risk/return profiles) from which a stable and attractive return could be achieved. That was the reason why the DVK vehicles also invest in small and mid-cap funds. By 2023, a few pension funds are still among the LPs, but the investor base has broadened in DVK III. In DVK III, family offices, private investors and commercial foundations are forming a significant share of the capital. In the opinion of DGF respondents, FoFs have the following advantages:

- Investors can get exposure to venture and small and mid-cap funds and at the same time spread their risk.
- It is an attractive product for investors which would find it hard to invest in venture and small and mid-cap funds. It provides a single point of entry and risk spreading.
- The three DVK FoFs have been able to attract private capital that would not otherwise make its way to the Danish venture market.

The Evolution from 'Venture' to 'Venture Growth' Stages

Originally, DGF concentrated its efforts at 'Series A' investments to create a viable VC/entrepreneurial finance ecosystem. Three years ago, DGF entered into 'pre-Series A' investments, i.e., providing young companies with equity finance at the earliest stages of the 'investment escalator'. This seed investment replicated series A activities but at the very earliest and most speculative stages of the emerging firm. At the present time, the priority has moved to 'scale-up' investment activities. There is currently a widespread belief among policy makers, entrepreneurs, and LPs that Europe is weak when compared to the USA in rapidly growing world-class companies from world-class innovations.¹²⁶ There is "a concern that our best companies (a.k.a. 'unicorns') are being bought up and moving to the USA."

¹²⁶ See EIF's 2023 launch of a new Fund of Funds to support European Tech Champions.

This concern was particularly prevalent ten years ago when few highly attractive, innovative firms remained fully in Danish ownership. A majority were purchased primarily by US investors and relocated to the USA. One response for DGF was to encourage the best investors in the USA to come to Denmark and to co-invest in attractive local firms which would retain a strong European presence. This was seen as an initiative whereby competencies of world-class investors and entrepreneurs could be transferred to the Danish economy by its own entrepreneurs and financiers being competitively exposed to highly competent VCs and institutional investors from the USA.

Valuable EU Instruments

The Horizon Europe program, the European Investment Bank (EIB) and the European Investment Fund (EIF) are very important to Denmark in the terms of both knowledge and finance collaboration. EIF programmes and research allow governments to learn from each other on the special skills of government-supported VC operations. These European-wide collaborative programmes also tacitly acknowledge the inability of small national economies to compete individually against the continental scale, against industrial innovation systems of the USA and the PRC.

Increase in Foreign LPs investing in Danish Companies

The improvements in the Danish finance/entrepreneurial ecosystem have resulted in increased numbers of very high-quality, innovative Danish companies. This has allowed foreign investors to reappraise Danish opportunities.

“The early-stage VC market was ‘crazy’ in 2021 but this is a long-term play. Approximately 60% of our deals have international investors. We are actively attracting foreign investors.” (DGF has subsequently confirmed that international investors participated in 67% of deals in the Danish VC market in 2022. In direct DGF investments, the international presence was slightly lower at 55% given that several direct deals involve early-stage investments of less present interest to some international investors.)

DGF also noted: “We actively select what kind of domestic and foreign funds and managers we want in the 8 out of 10 new VC fund collaborations we invest in. We are anxious that it is the top tier investors that we attract and not the second or third tiers where there is little learning and added value. We actively pick and (seek to) attract GPs and LPs with an international reputation. There is a certification effect for a fund when it attracts the top managers and investors. We try to identify and search those investors which are the best. We actively go out to attract the very best, e.g., ‘Deep Tech’ funds are

currently an active policy priority in Denmark. We don't want second or third tier investors. We see a very strong correlation between top tier GPs and the best performing companies. If we do not attract these partnerships in the Nordics, our ecosystem will underperform."

In DGF's view, it is now important to have significant and experienced European equity capital alongside the finance from expert US investors. This allows an attractive and growing investee company to have a bigger chance of remaining in Europe. However, a handful of Denmark's most valuable companies still leave the country for the USA.

'Direct' Equity Investing by the Government

It is important to separate 'direct' investing from 'co-investing' (see the case of British Business Bank). DGF does direct investments as well as co-invest alongside VC funds' GPs (into a company which is already in their portfolio).

Direct investment has increased with DGF's new mandate three years ago (2019) to support 'pre-series A' investments directly, i.e., very early-stage companies. In addition, DGF is now investing into later-stage and rapidly expanding firms, i.e., 'series B' onwards (so-called 'scale-up' funds). Here, DGF has identified low quality and capacity in this area of venture growth investment in Denmark. "The market was not developed so we engaged to actively be part of an improving ecosystem."

Denmark also decided to invest more deeply and directly in Danish energy and food markets. This was done via direct investment as DGF could work quickly to realise its new mandate, and did not have to wait to set up a specialist fund. However, DGF always seek to syndicate with other private investors and funds as it never wishes the Danish government to be a majority owner in any client company. This position would not make policy or commercial sense. Direct investing does allow DGF and sector managers to learn collaboratively. "We always take a minority share. We learn but we also help the sector to learn by our collaborative efforts. We show the way. We can then develop new funds in this specialist area. DGF has a high status and acts as a pioneer. The key is that we are always looking for a commercial return as it is core to sustainable activity."

Going direct also has an important market intelligence role for DGF's pioneering actions. The counter argument is that DGF is in a danger of interfering with the free market. This criticism does exist and is acknowledged by the DGF managers. "But sometimes markets are immature and imperfect. We sometimes need to show the way."

A synergy between direct and fund investing has been developed in DGF and its clients. This is realised through the interactions of involved staff, entrepreneurs, and investors. Most local funds are involved in direct investing with DGF, and all of its international funds

are similarly involved. DGF always wishes to have another institutional investor on board when undertaking direct investing. Often it will be a client (i.e. supported) fund. It is better if other funds are involved as it improves the funding opportunities for the investee firm. Similarly, business angels may also be involved. DGF always tries to bring as much private capital as possible into a direct investment. It is a key criterion and goal of successful direct investing.

Involving external investors in direct investing has also longer term benefits to the ecosystem. "It is much more than just money. It is building a partnership. Money holds us together. It is 'necessary but not sufficient'. Reciprocity and trust are crucial." And, perhaps, so is DGF always being at arm's length from the government.

Governing Vaekstfonden (DGF)

DGF "remains at arm's length" from the government. DGF has an independent Board of Directors recruited by the government and which supervises commercial operation. DGF operates in a very comparable manner to a private market player. Thus, in practice, DGF can be regarded *de facto* as quasi-independent in many operational respects.

According to DGF respondents, this public/private identity can result in a frustrating balance of competing pressures. However, the granting of investment mandates by the government does give freedom. Further autonomy is achieved as the government does not 'second guess' DGF's investment decisions. "We have investment mandates which give us freedom. However, every mandate has an expiry date. Thus, DGF needs to continue over time to convince government as to the merits of its actions and performance. If government was not convinced, DGF would need to stop investing when its current investment mandates expired." In 2023, DGF has approx. 40-50 mandates. It has never been asked to stop its operations.

Green/ESG VC Investing

ESG remains very uncertain in the VC space. The business case numbers are growing stronger but there are many unproven ideas and, thus, high levels of uncertainty. However, there are not currently pressures from the government to reduce the commercial rigour of DGF's due diligence criteria. This is a new area for the investment industry but DGF believes that most Danish funds will see ESG as a new opportunity.

DGF managers believe that the traditional VC industry behaviour is quite short term (e.g. circa 10-year fund cycles), is relatively risk averse and has limited interest in large capex investments. Accordingly, DGF has to pick the *contrarians* in order to demonstrate the potential success of new ESG practice and opportunities.

In DGF managers' opinion, they were too late in recognising the importance of the green transition and sustainability: "[We] should have been 2-3 years earlier. We missed some big opportunities. Timing of expansion into later-stages could also have been 3 years earlier. Thirdly, we invested insufficiently in ourselves as a platform for these changes. This included our IT system, data, people etc.."

The 2022 Merger – The Danish Export and Investment Fund

In practice, there are only two organisations in the merger. The Green Future Fund was partly managed by and relied on resources from Vækstfonden historically. DGF has both equity and debt operations, and it understands the culture of both types of financing. EKF as an export agency is mostly providing guarantees for large clients. Accordingly, in the DGF managers' view, there is not currently a visible big overlap between DGF and the Export fund in the new, post-merger arrangement.

"The benefit of one Government organisation is that it allows the simplicity of 'one way in'. The green transition connects big and small companies in Denmark. (There is) matchmaking potential... Equity, debt or guarantees – there is one organisation ... The debt activities may be an opportunity for equity operations and vice versa."

Essentially, for the Danes, the merger is about making the Danish ecosystem the strongest in the world. That is the main goal. It is about the effective transition to sustainability. It is a test for Danish policy related to utility and flexibility.

Megatrends for DGF

Denmark is a small country. A less global world and/or a more poorly regulated global trading environment is a problem. The 2022 Inflation Reduction Act in USA is a challenge as it increases the pressure to set up companies in the USA. "The rules of the playground are changing. This is challenging for a small economy. Denmark and Nordic Region have done well from globalisation."

"What is exciting is how the war in Ukraine has made us (the rest of the world) look at alternative to fossil fuels. The war has had a huge impetus on sustainability."

"DGF has been unique in its patience over 30 years. We will now see some more evergreen funds. One reason for DGF's success is that it did not zigzag but stuck to its core objectives and strategy for decades."

Case 3: Saminvest (Sweden)

History and background

- Saminvest AB is a public venture capital company, owned by the Swedish state. Saminvest is a fund of funds investing in privately managed VC funds focusing on development-stage companies. Its state mandate is to operate on a commercial basis. While it is a wholly owned subsidiary of the state, Saminvest meets the definition of an investment firm.¹²⁷
- In 2014, the Swedish National Audit Office (Sw.: Riksrevisionen) undertook an evaluation of Swedish government venture capital (GVC). The evaluation concluded that overall, the Swedish GVC system was inefficient and the division of labor among the multiple GVCs was not clear. As a consequence, the Swedish government commissioned an investigation of Swedish GVC in 2015. The resulting official report from the Swedish government proposed the creation of a fund-of-funds structure that should facilitate the creation of VC funds co-financed by public and private funds ("hybrid funds") managed by private VC teams. It also recommended shutting down the sector-specific GVC "Fouriertransform" and the region-specific GVC "Inlandsinnovation". Many of the key proposals of the report were included in a formal proposal and approved by the Swedish parliament (Sw: Riksdagen) in 2016.¹²⁸ As a consequence, Saminvest AB was established on 1 July 2016 as a fund-of-funds structure, aiming to revise, clarify and simplify the Swedish system of state VC-financing, to improve the usage of public resources in this context and to ultimately contribute to the advancement of the Swedish industry.¹²⁹
- Saminvest AB began its operations in 2017. Two state-owned venture capital companies, "Fouriertransform" and "Inlandsinnovation", were incorporated under Saminvest.¹³⁰ The two subsidiaries, which primarily had made direct investments in

127 Saminvest (2022). Årsredovisning 2021. <https://www.saminvest.se/finansuell-information/rapporter-2021/files/saminvest-ar-2021.pdf>

128 Tillväxtanalys (2017). Firms' responses to private- and government sponsored Venture Capital. [https://www.tillvaxtanalys.se/download/18.62dd45451715a00666f1c822/1586366168820/pm_2017_02_Firms' responses%20to%20private-%20and%20government-sponsored%20Venture%20Capital.pdf](https://www.tillvaxtanalys.se/download/18.62dd45451715a00666f1c822/1586366168820/pm_2017_02_Firms%20responses%20to%20private-%20and%20government-sponsored%20Venture%20Capital.pdf)

129 OECD (2022). Financing SMEs and Entrepreneurs 2022: An OECD Scoreboard. <https://www.oecd-ilibrary.org/sites/646ea63b-en/index.html?itemId=/content/component/646ea63b-en#section-d1e216674>

130 Saminvest (2021). Årsredovisning 2021. <https://www.saminvest.se/finansuell-information/rapporter-2021/files/saminvest-ar-2021.pdf>

unlisted companies, have stopped making new investments.¹³¹ Fouriertransform had invested in Swedish manufacturing companies since 2009, with an emphasis on vehicle-related companies.¹³² Inlandsinnovation had invested in growing companies in various industries in Northern Sweden since 2010.¹³³ Since the group formation, Saminvest is charged with the management of the two subsidiaries and the exit from previously made investments, gradually liquidating their holdings. The capital liquidated in this process is transferred to Saminvest's fund of fund operations.^{134,135} Of the 67 portfolio companies at the time of the group formation taking place in 2017, 59 portfolio companies had been divested by the end of 2021.¹³⁶ According to its website, Saminvest currently manages assets of around SEK 6 billion.¹³⁷

- Saminvest is a so-called "evergreen" (a self-financing scheme), with returns and capital being reinvested in new funds and its angel investor programme. In order to ensure its long-term viability, the 2021 annual report stresses the importance of maintaining its capital base through positive returns on investments. The performance of investments is continuously measured and monitored.¹³⁸
- Saminvest has a mandate to (i) supplement the market, (ii) develop the ecosystem for venture capital, (iii) renew the Swedish business sector, and (iv) retain its capital base over time.¹³⁹ The head office is in Stockholm, with additional offices in Östersund. There were 12 employees in the Saminvest Group at the end of the year 2021.¹⁴⁰ Saminvest is a member of various industry associations, such as the

131 Government Offices of Sweden (2022). Annual Report State Enterprises 2021. <https://www.government.se/contentassets/b31448c8f5154a3eae7489cfee1d8b8f/annual-report-for-state-owned-enterprises-2021-complete>

132 Fouriertransform. <https://www.fouriertransform.se/en/>

133 Inlandsinnovation. <https://www.inlandsinnovation.se/en/>

134 OECD (2022). Financing SMEs and Entrepreneurs 2022: An OECD Scoreboard. <https://www.oecd-ilibrary.org/sites/646ea63b-en/index.html?itemId=/content/component/646ea63b-en#section-d1e216674>

135 Saminvest (2022). Årsredovisning 2021. <https://www.saminvest.se/finansuell-information/rapporter-2021/files/saminvest-ar-2021.pdf>

136 Ibid

137 Saminvest. <https://www.saminvest.se/om-saminvest/>

138 Saminvest (2022). Årsredovisning 2021. <https://www.saminvest.se/finansuell-information/rapporter-2021/files/saminvest-ar-2021.pdf>

139 Government Offices of Sweden (2022). Annual Report State Enterprises 2021. <https://www.government.se/contentassets/b31448c8f5154a3eae7489cfee1d8b8f/annual-report-for-state-owned-enterprises-2021-complete>

140 Saminvest (2022). Årsredovisning 2021. <https://www.saminvest.se/finansuell-information/rapporter-2021/files/saminvest-ar-2021.pdf>

EIF-NPI Equity Platform, the European association of private capital providers (Invest Europe) and the Nordic Venture Network.¹⁴¹

Positioning and alignment with other public investors

- At the national level, Saminvest is the only public venture capital company that is active in the fund investment business. However, there are two other public players at the national level making direct venture capital investment, namely Almi Invest and Industrifonden.
- Almi Invest, a subsidiary of Almi Företagspartner AB, is a sector independent early-stage public venture capital company. It is wholly owned by its parent company and is financed in part by the EU, Almi Företagspartner and regional organizations. According to its website, Almi Invest makes investments across the country through eight regional venture capital companies. Its aims to serve as a bridge to private equity and to support the functioning of the Swedish venture capital market. It co-invests with business angels and institutional investors and makes about 200 new and follow-up investments annually. Its portfolio consists of about 370 companies in various industries.¹⁴² Almi Invest also has a targeted initiative specifically focusing on cleantech in the Swedish landscape of public financing, “Almi Invest GreenTech Fund” with the volume of SEK 650 million, run by Almi Invest and co-funded by Almi Företagspartner, Almi Invest, the Energy Agency and the European Regional Development Fund. The Fund’s investments focus on Swedish early-stage start-ups that significantly reduce CO₂.^{143, 144}
- “Industrifonden” is an independent venture capital fund that invests directly in early-stage companies, particularly from the seed phase to ‘series A’. It was founded by the Swedish government in 1979 as an independent foundation. Its mission was to provide Swedish industry with an “innovation growth engine”. Today, the venture capital fund is independent and has an evergreen structure. The fund primarily targets Swedish companies as well as companies in life science and deep tech industries across the Nordics.¹⁴⁵ While it is a state-initiated foundation, Industrifonden is independent in relation to the Swedish Government.¹⁴⁶

141 Saminvest. Medlemskap. <https://www.saminvest.se/medlemskap/>

142 Almi Invest. About Almi Invest. <https://www.almi.se/en/almi-invest/about-almi-invest/>

143 OECD (2022). Financing SMEs and Entrepreneurs 2022: An OECD Scoreboard. <https://www.oecd-ilibrary.org/sites/646ea63b-en/index.html?itemId=/content/component/646ea63b-en#section-d1e216674>

144 Almi Invest. About Almi Invest. <https://www.almi.se/en/almi-invest/about-almi-invest/>

145 Industrifonden. <https://industrifonden.com/our-story/>

146 Industrifonden. Extracts from the Annual Report. <https://industrifonden.com/wp-content/uploads/2023/01/2021-22-Annual-Report-Extracts.pdf>

- Moreover, in the framework of its national incubator program, Sweden’s innovation agency Vinnova provides funding to incubators that provide business development support to “new, knowledge-intensive companies with international potential”. According to its website, during the period 2021-24 a total investment of SEK 87 million will be distributed per year to 29 incubators through the call for proposal “Support to start-ups via excellent incubators” in the incubator program”.¹⁴⁷ Saminvest cooperates with incubators that are part of Vinnova’s national incubator program in the framework of their angel investor programme (see section “Investment instruments and portfolio” below).¹⁴⁸

Governance and steering

- Saminvest’s corporate governance model is based on its business objectives, that are decided by the Swedish Parliament. Its corporate governance principles are those defined by the Swedish state for companies with state ownership (Swedish Corporate Governance Code).¹⁴⁹
- Responsibility for the management and supervision of Saminvest is divided between the Shareholders, the Board of Directors and the CEO. The CEO decides which investment proposals to present to the Board of Directors (the CEO is not a member of the Board). The Board of Directors is responsible for the organisation of the company and the management of its affairs. Only one government representative (representing the ministry of finance) is a Board member.
- The General Annual Meeting (Sw.: Bolagsstämman) is Saminvest’s highest decision-making body. It is held annually and is usually open to the public. The General Annual Meeting sets long-term and financial objectives for Saminvest, elects the chairman of the Board, makes decisions on the annual report, etc.¹⁵⁰
- Saminvest reports to the Ministry of Climate and Enterprise (Sw.: Klimat- och näringslivsdepartementet).¹⁵¹ In the framework of a shareholder dialogue meeting, that takes place twice a year, the CEO meets a representative from the government to discuss Saminvest’s performance relative to its goals. Other elements of reporting to the government include annual reports.

147 Vinnova. More incubators receive support from Vinnova. <https://www.vinnova.se/en/news/2020/06/more-company-incubators-receive-support-from-vinnova/>

148 Saminvest. Angel investor programme. <https://www.saminvest.se/en/angel-investor-programme/>

149 Saminvest (2022). Årsredovisning 2021. <https://www.saminvest.se/finansinformation/rapporter-2021/files/saminvest-ar-2021.pdf>

150 Ibid.

151 Ibid.

- According to its annual report 2021, Saminvest maintains a continuous dialogue with its stakeholders to identify trends and to validate ongoing work and priorities. Stakeholders include the Ministry of Climate and Enterprise (Sw.: Klimat- och näringslivsdepartementet), the fund teams in which Saminvest has invested, the incubators with which Saminvest collaborates, business angels with whom Saminvest invests, employees of the Saminvest group and its subsidiaries' portfolio companies (directly owned portfolio companies of the subsidiaries Fouriertransform AB and Inlandsinnovation AB). An Investment Barometer is conducted with fund teams and incubators. In 2020, a Stakeholder analysis was carried out. The results showed that the Ministry of Climate and Enterprise (Sw.: Klimat- och näringslivsdepartementet) considers sustainable growth, gender equality, Saminvest's role as a complementary market player, the climate perspective and Saminvest's financial performance particularly important.¹⁵² However, it was stressed by Saminvest that these results and the priorities that the government communicates in this context cannot be considered instructions or steering. While Saminvest does take stakeholders' priorities into account, its objectives are defined in its mandate (see next section "Priorities and focus areas"). As such, Saminvest ultimately operates in a market complementing manner and only invests where sufficient private capital is not available.

Priorities and focus areas

- Saminvest has four strategic objectives/public policy assignments for sustainable value creation, that are monitored annually, with progress being assessed every year in the annual report.¹⁵³ The objectives are also linked to the UN Sustainable Development Goals. Progress assessment KPIs for 2026 are specified on its website as well as in the annual report:¹⁵⁴
- **Market complementing:** Saminvest shall invest in funds that invest in companies operating in sectors or at stages where there is a **lack of supply of private capital**. It aims to operate in a market-complementary manner, co-investing exclusively with private capital and only where there is no risk of crowding out private capital. This is assessed from three perspectives: (i) Official statistics from authorities and industry

152 Ibid.

153 Government Offices of Sweden (2022). Annual Report State Enterprises 2021. <https://www.government.se/contentassets/b31448c8f5154a3eae7489cfee1d8b8f/annual-report-for-state-owned-enterprises-2021-complete>

154 Saminvest. Sustainable value creation. <https://www.saminvest.se/en/sustainable-value-creation/>

associations, (ii) Saminvest's Investment Barometer¹⁵⁵, and (iii) Saminvest's network. Saminvest's share of the total investment in a fund or angel investor programme will normally not exceed 50% and always remains below 70% to not be considered state-aid.¹⁵⁶

- This objective ("market complementing") is linked to the SDG 9 ("industry, innovation and infrastructure").
- **Developing the venture capital ecosystem** for innovative companies with high growth potential: Saminvest investments aim to stimulate private capital to invest in new segments and particularly in new investment teams.¹⁵⁷ Saminvest's strategy is to act primarily as an anchor investor.¹⁵⁸ KPIs include (i) proportions of funds that quantify the impact of their investments on the SDGs, with a target KPI of 100%, (ii) new teams as a share of the total number of teams, with a KPI of >2/3, (iii) committed private capital in funds, with a KPI of Saminvest's share of total committed capital being less than 50%, (iv) gender equality as women's representation in the investment teams, with a KPI demanding a positive trend until 40-60% representation is achieved.
- This objective ("developing the venture capital ecosystem") is linked to the SDG 12 ("responsible consumption and production"), SDG 8 ("decent work and economic growth"), SDG 17 ("partnerships for the goals"), and SDG 5 ("gender equality").
- Vitalize Swedish entrepreneurship and create more growing companies throughout Sweden by investing in funds that in turn invest in new innovative companies with growth potential.¹⁵⁹ The KPI is described by the volume of capital committed, with a target of > SEK 4,000 million.
- This objective ("vitalize Swedish entrepreneurship") is linked to the SDG 8 ("decent work and economic growth").
- Preserve the capital base over time: Saminvest is a self-financing scheme, a so-called "evergreen", where returns and capital are reinvested in new funds and its angel

155 The Investment Barometer was introduced in 2021 to capture the current state and trends regarding access to capital for companies in different sectors and at different stages. Participants include fund teams, incubators, business angels and other investors.

156 Saminvest (2022). Årsredovisning 2021. <https://www.saminvest.se/finansuell-information/rappporter-2021/files/saminvest-ar-2021.pdf>

157 Government Offices of Sweden (2022). Annual Report State Enterprises 2021. <https://www.government.se/contentassets/b31448c8f5154a3eae7489cfee1d8b8f/annual-report-for-state-owned-enterprises-2021-complete>

158 Saminvest (2022). Årsredovisning 2021. <https://www.saminvest.se/finansuell-information/rappporter-2021/files/saminvest-ar-2021.pdf>

159 Government Offices of Sweden (2022). Annual Report State Enterprises 2021. <https://www.government.se/contentassets/b31448c8f5154a3eae7489cfee1d8b8f/annual-report-for-state-owned-enterprises-2021-complete>

- investor programme. Capital is expected to grow in line with inflation over a rolling 10-year period. A KPI for 2026 is set at a target of > SEK 5,000 million in real terms.
- This objective (“preserve the capital base over time”) is linked to the SDG 8 (“decent work and economic growth”).
 - Given its market complementing role to invest where the supply of private capital is insufficient, Saminvest’s activities are sector agnostic. Hence, its portfolio funds and angel investor programme operate in a range of sectors, from life science to tech. With changing market needs and investment areas, Saminvest aims to be flexible in terms of sectors, investment phases and geographies. The angel investor programme focuses on the seed and early-stage, while the funds move from seed to growth stages. Saminvest does not invest in funds that focus on leveraged buyouts.¹⁶⁰
 - In 2018, Saminvest signed the UN Principles for Responsible Investments (PRI), which include a commitment to integrate environmental, social, and corporate governance in the management, the evaluation, and the investment process. According to the annual report 2021, Saminvest encourages the establishment of climate targets at both fund and portfolio company level. Saminvest encourages funds to include information on climate related risks and opportunities in their reporting and to disclose climate footprints to the extent possible.¹⁶¹ On its website, Saminvest also stresses that Saminvest follows up to ensure that angel investors actively pursue gender equality (among their teams and executives of their portfolio companies) and sustainability in their business models.¹⁶²

Investment instruments and portfolio

- Saminvest’s core business are fund investments. Saminvest makes fund investments along with private capital to indirectly finance innovative enterprises with high growth potential. The target funds need to be privately managed.¹⁶³ The main focus is on new early-stage venture capital funds.¹⁶⁴ According to its mandate, portfolio funds of Saminvest must have a Swedish company structure. According to the

160 Saminvest. <https://www.saminvest.se/om-saminvest/>

161 Saminvest (2022). Årsredovisning 2021. <https://www.saminvest.se/finansuell-information/rappporter-2021/files/saminvest-ar-2021.pdf>

162 Saminvest. Angel investor programme. <https://www.saminvest.se/en/angel-investor-programme/>

163 Government Offices of Sweden (2022). Annual Report State Enterprises 2021. <https://www.government.se/contentassets/b31448c8f5154a3eae7489cfee1d8b8f/annual-report-for-state-owned-enterprises-2021-complete>

164 Saminvest (2022). Årsredovisning 2021. <https://www.saminvest.se/finansuell-information/rappporter-2021/files/saminvest-ar-2021.pdf>

annual report 2021, with a few exceptions, the funds have a Nordic strategy with the possibility of investing in Europe. However, the portfolio funds are required to invest at least the amount that Saminvest contributes in Sweden.

- Within the fund business, Saminvest also invests through an angel investor programme, in collaboration with selected incubators that are part of Vinnova's national incubator programme. Saminvest collaborates with Arctic Business in Luleå, Ideon Innovation in Lund, Minc in Malmö, Sting in Stockholm, and Uppsala Innovation Centre.¹⁶⁵¹⁶⁶ The programme involves investments in angel investment companies and subsequent co-investments with selected business angels from the angel investor programme.¹⁶⁷
- The structure of the angel investor programme can be divided into a structure for initial investments and another for follow-up investments. For initial investments, Saminvest and angel investors first invest together in an angel investing corporation. The angel investing corporation in turn invests in and builds a portfolio of start-up companies that undergo an incubator program. This allows the angel investors to reach, with a relatively small capital investment, an increased spread of risk as well as to access a large network of promising start-up companies. In a second step, the angel investors may make a follow-on investment in one or more of the portfolio companies from the angel investing corporation. Saminvest matches some of the selected angel investors' investments with the same amount and on the same terms for each angel investor. Saminvest does not exercise any ownership power in these companies, any ownership power is transferred to the selected co-investing angel investor.¹⁶⁸
- In 2021, Saminvest made a commitment of SEK 1,088 million to funds and business angel schemes. Since Saminvest started its fund investment activities, the funds and angel investor programme that Saminvest has invested in have made a total of 292 investments in individual companies, 73 of which were made in the year 2021. In addition, six of the subsidiaries' holdings have been divested in 2021, with aggregate exit payments and dividends corresponding to SEK 214 million.¹⁶⁹

165 Saminvest (2022). Årsredovisning 2021. <https://www.saminvest.se/finansuell-information/rapporter-2021/files/saminvest-ar-2021.pdf>

166 Saminvest. Angel Investor Programme. <https://www.saminvest.se/en/angel-investor-programme/>

167 Saminvest (2022). Årsredovisning 2021. <https://www.saminvest.se/finansuell-information/rapporter-2021/files/saminvest-ar-2021.pdf>

168 Saminvest. Angel Investor Programme. <https://www.saminvest.se/en/angel-investor-programme/>

169 Government Offices of Sweden (2022). Annual Report State Enterprises 2021. <https://www.government.se/contentassets/b31448c8f5154a3eae7489cfee1d8b8f/annual-report-for-state-owned-enterprises-2021-complete.pdf>, p. 64

In the period 2017-21, a total investment of SEK 2,931 million has been made in 14 privately managed venture capital funds and 6 business angel schemes, which in turn have invested the amount in 292 growth companies, 283 of which are still active.¹⁷⁰ Of the 292 companies that Saminvest has indirectly invested in until 2021, 59 are located outside of Sweden.¹⁷¹

- Saminvest’s share in a total investment will normally not exceed 50% (pari passu principle), with a KPI targeting <50%, see previous section). In rare cases (e.g., during the Covid-19 pandemic), they may invest more than 50%. In this case, Saminvest needs to explain their decision to the Board and to the government. As a general rule, their investment share is required to stay below 70% to avoid those investments to be considered state aid.

Summary of key findings

- The creation of Saminvest as a fund-of-funds structure in 2016 came as a response to inefficiencies in the Swedish government venture capital (GVC) system and an unclear division of labor among the multiple GVCs. Currently, Saminvest is the only public venture capital company at the national level that is active in the fund investment business. There are two other public players at the national level making direct venture capital investments, “Almi Invest” and “Industrifonden”.
- Within the fund-of-funds business, Saminvest also invests through an angel investor programme, in collaboration with selected incubators that are part of Vinnova’s national incubator programme. Saminvest’s share in a total investment will normally not exceed 50% (pari passu principle), with a KPI targeting less than 50%.
- Saminvest has four strategic objectives/public policy assignments for sustainable value creation, that is (i) market complementing, meaning that Saminvest shall invest in funds that invest in companies operating in sectors or at stages where there is a lack of supply of private capital, (ii) developing the venture capital ecosystem, (iii) vitalize Swedish entrepreneurship, and (iv) preserve the capital base over time. The latter refers to Saminvest being a self-financing scheme, a so-called “evergreen”, where returns and capital are reinvested in new funds and its angel investor programme. Saminvest’s activities are sector agnostic with a focus on those sectors, where the supply of private capital is insufficient. Hence, its portfolio funds and angel investor programme operate in a range of sectors, from life science to

170 Saminvest (2022). Årsredovisning 2021. <https://www.saminvest.se/finansuell-information/rapporter-2021/files/saminvest-ar-2021.pdf>, p.1

171 Saminvest (2022). Årsredovisning 2021. <https://www.saminvest.se/finansuell-information/rapporter-2021/files/saminvest-ar-2021.pdf>

tech. With changing market needs and investment areas, Saminvest aims to be flexible in terms of sectors, investment phases and geographies.

- Saminvest reports to the Ministry of Climate and Enterprise (Sw.: Klimat- och näringslivsdepartementet). In the framework of a shareholder dialogue meeting, that takes place twice a year, the CEO meets a representative from the government to discuss Saminvest's performance relative to its goals. However, it was stressed by Saminvest that it operates rather independently. There is little instruction or steering from the government and the objectives of Saminvest are clearly defined in its mandate.

Case 4: KfW Capital (Germany)

History and background

KfW Capital is an institutional investor, a wholly owned subsidiary of KfW Bankengruppe. KfW Capital was established in 2018, as a response to the German Bundestag calling on the Federal Government and KfW to create a permanent and organizationally independent structure to bundle and expand KfW's commitment to substantially develop the venture capital market as a growth driver for the German economy. In particular, KfW Capital was to close the investment gap that had been observed, most prominently in the growth financing segment and for capital-intensive technology companies in Germany.¹⁷²¹⁷³ As an independent company within KfW Bankengruppe, KfW Capital was expected to clearly focus on its core business activities and to operate more closely to the market.¹⁷⁴

A resolution passed by the German Bundestag gave KfW, the Federal Ministry of Economic Affairs and Climate Action (BMWK) and the Federal Ministry of Education and Research (BMBF) a mandate to this effect. Subsequently, KfW's Board of Supervisory Directors passed a resolution to implement the establishment of an equity investment subsidiary.¹⁷⁵

As a new investment company, KfW Capital built on the groundwork of KfW and BMWK. KfW Capital took over the "ERP Venture Capital - Fund Investment" program (launched in 2015, with investments from KfW and BMWK) and Coparion, a major co-investment fund (launched in 2016 by KfW and BMWK). Moreover, KfW Capital took over KfW's existing investments in the three generations of the early-stage public venture capital fund

172 KfW Capital. Beteiligungsfinanzierung. <https://www.kfw.de/Über-die-KfW/Newsroom/Themen-kompakt/Beteiligungsfinanzierung/>

173 KfW Capital – neues Tochterunternehmen der KfW Bankengruppe. https://www.bundesfinanzministerium.de/Monatsberichte/2018/11/Inhalte/Kapitel-3-Analysen/3-5-tochterunternehmen-kfw-bankengruppe_pdf.pdf?__blob=publicationFile&v=3

174 KfW Capital – neues Tochterunternehmen der KfW Bankengruppe. https://www.bundesfinanzministerium.de/Monatsberichte/2018/11/Inhalte/Kapitel-3-Analysen/3-5-tochterunternehmen-kfw-bankengruppe_pdf.pdf?__blob=publicationFile&v=3

175 KfW Capital. Beteiligungsfinanzierung. <https://www.kfw.de/Über-die-KfW/Newsroom/Themen-kompakt/Beteiligungsfinanzierung/>

“High-Tech Gründerfonds (HTGF)”. Accordingly, KfW transferred its previous ERP-VC¹⁷⁶ fund investments, as well as its investments in HTGF I, II and III and the co-investment fund Coparion to KfW Capital.¹⁷⁷

KfW Capital invests across phases and sectors in venture capital and venture debt funds with a focus on young, technology-oriented companies in Germany. Target funds may be established VC funds or first-time funds. Moreover, target funds must meet the following criteria¹⁷⁸:

- headquartered in Europe.
- aim for a fund volume of at least EUR 50 million.
- a majority of private investors, with no investor holding a majority stake.
- investments in young, innovative technology-oriented companies based in Germany with at least the amount invested by KfW Capital.
- independent private management with relevant experience and track record for the investment strategy.
- clear investment and exit strategies.
- no violation of KfW Capital’s exclusion criteria.

Positioning and alignment with other public investors

KfW Capital is an independent company and a 100% subsidiary of KfW Bankengruppe. KfW is the German public promotional bank. Its funding portfolio includes instruments for private companies (e.g., loans for investments), for individuals (e.g., education loans) and for public institutions (e.g., financing for infrastructure). Aside from KfW Capital, there are two other subsidiaries, KfW IPEX-Bank (focus on international project and export finance)¹⁷⁹ and DEG¹⁸⁰ (focus on financing, advice and support to private sector enterprises operating in developing and emerging-market countries). Before KfW Capital was established in 2018, the fund investment business was integrated into KfW Bankengruppe, which still undertakes fund investments in developing countries, but no longer in Germany. At the federal level, KfW Capital is the only public fund investor in Germany.

176 The European Recovery Program Special Fund (ERP-SV) is a German special fund (KfW fund), not an EU instrument

177 KfW Capital. Beteiligungsfinanzierung. <https://www.kfw.de/Über-die-KfW/Newsroom/Themen-kompakt/Beteiligungsfinanzierung/>

178 KfW Capital. Investmentkriterien von KfW Capital. <https://www.kfw.de/microsites/Microsite/kfw-capital.de/investmentkriterien/>

179 KfW Capital. International project and export finance. <https://www.kfw-ipex-bank.de/International-financing/KfW-IPEX-Bank/>

180 DEG. <https://www.deginvest.de/index-2.html>

At the level of the German federal states (“Länder”), only few promotional banks are active in the fund-of-funds business, but rather focus on direct investments, given their mandate to support their particular federal state. Equity funds usually cover larger geographical regions and are not limited to a specific federal state. However, there are a few exceptions, notably in the case of the promotional banks of the larger federal states, that are in fact active in the fund-of-fund business. These include the LfA-Förderbank Bayern (Bavaria) and the NRW.Bank (North-Rhine Westphalia). According to KfW Capital, sometimes KfW Capital cooperates with the promotion banks of the federal states. However, there is no formal coordination between federal and state governments.

KfW Capital does, however, work in close cooperation with the European Investment Fund (EIF). There are also examples of cooperation among promotional banks of the states and the EIF, such as the Mezzanine Fund of Funds for Germany (MDD), launched in 2012. This is a joint initiative of the ERP Special Fund, LfA-Förderbank Bayern, NRW-Bank and the EIF to strengthen the market for mezzanine capital in Germany. In January 2020, Sächsische Aufbaubank (Saxony) joined the MDD as an additional shareholder.¹⁸¹

On the federal level, the most important public instruments for direct public investment include the VC fund “High-Tech Gründerfonds” (HTGF) (focusing on the early-stage) and “Coparion” (focusing on the later-stage/growth segment). KfW Capital is an important investor in both, along with BMWK, with the federal government being a majority shareholder. In any cooperation with other public funds, the *pari passu* principle applies on the total share of public investment.

The major direct public equity instrument specifically targeting the climate/green transition in Germany is the DeepTech & Climate Fund (DTCF), launched in 2022 and financed by the Future Fund of the BMWK and BMBF and by the ERP Special Fund. Over the next 10 years, it is endowed with EUR 1 billion. The DTCF is primarily intended to promote green and technology-intensive young companies. Moreover, there are a few initiatives on the level of the federal states and its promotional banks. In Berlin, the IBB launched a new impact fund in 2022, intended to finance ecological, sustainable, and social start-ups. KfW Capital also announced a new initiative in the field of climate tech in 2023. According to an interview, the new instrument was created on the initiative of the parent company KfW Bankengruppe. It will include KfW’s own funds as well as funds from

181 ERP/EIF-Dachfonds, European Angels Fund Germany, ERP/EIF-Mezzanin-Dachfonds für Deutschland und GFF EIF Wachstumsfazilität. <https://www.bmwk.de/Redaktion/DE/Artikel/Mittelstand/innovationsfinanzierung-erp-eif.html>

the Future Fund. However, according to KfW Capital, the initiative has not originated from a steering process or organisational process with the government or any other public institution.

On a national level, KfW Capital is active in networking with both, other public investors, and private investors with whom they cooperate (e.g., in the context of “LP only dinner”). Moreover, they are a member of the German Private Equity and Venture Capital Association (BVK). On an international level, the operational department, while also in touch with foreign funds, mostly networks with other public investors, particularly in the context of EIF initiatives, such as the EIF-NPI Equity Platform and ECFIN. KfW Capital is also a member of the European association of private capital providers (Invest Europe).

Governance and steering

- The KfW Capital management team consists of VC experts, and its investment activities are monitored by a Supervisory Board. The **Supervisory Board** consists of six members, two of which are representatives from KfW, two are representatives from the ministries (BMBF, BMWK) and two are other equity market stakeholder. While KfW Capital needs to report to the **Supervisory Board**, the latter does not directly steer any investment activities. In addition, KfW Capital is supported by an **Advisory Board**. The Advisory Board meets once a year, aiming to bring together all stakeholders of the German VC market. Hence, the Board includes fund managers, fund investors, academics, lawyers (who, e.g., advise funds on investment agreements), representatives from the stock exchange, associations, representatives from EIF and representatives from the German government, e.g., its start-up commissioner. In annual meetings, various topics are discussed that affect the VC market as a whole, such as new market trends and challenges. The meeting takes the form of an open exchange.
- KfW Capital reports to the ministries via its parent company, KfW Bankengruppe, but also directly. Reports include indicators such as commitment volumes, the type of funds, sectors, and impacts. According to KfW Capital, KPIs keep changing in their relevance to the government. Currently, those of particular policy interest include environmental, diversity and gender issues (e.g., female staffing of funds). KfW Capital itself regularly receives quarterly reports from their portfolio funds. Their own quarterly reports are submitted and discussed in **quarterly Jour Fixes** with the ministries.

According to KfW Capital, while the federal government does monitor their activities via their reporting and remains in exchange with KfW Capital with regard to market activities and trends, there is no formal steering process on the specifications of KfW Capital’s activities. KfW Capital makes investments across sectors, without a specific sector focus. It

acts rather independently, hence there is no steering or requirements for the use of their funds about sectors or any other priorities from the part of the government. However, according to KfW Capital, as a public organisation, they do look out for areas, where investments are most needed, such as in the case of the planned climate tech initiative.

An exception in this regard, however, are **funds from the Future Fund** (“Zukunftsfonds”), which is a trust fund, with the federal government acting as the trustee. In this case, there is a certain steering activity and policy-driven targets set by the government. However, according to KfW Capital, this **steering structure rather has a “project character”**, with the ministries and KfW Capital meeting to discuss how instruments and investment activities can contribute to given policy goals, such as certain priorities regarding specific technological areas. The development of equity instruments to target these priorities is a joint undertaking with KfW Capital being trusted with their financial expertise and the decisions on how to achieve these goals. For investments that target a specific policy goal by the government, a **mandatory scientific monitoring** is carried out by KfW Research and the monitoring results are reported to the ministries.

Priorities and focus areas

- Overall, the overall objective of KfW Capital is to strengthen the VC and venture debt fund landscape in Germany and Europe. By improving access to capital for young, technology-oriented companies in Germany, KfW Capital aims to support the realization of innovative ideas, job creation and future prosperity and growth in Germany and Europe. The website stresses their long-term commitment to their investments.
- Since KfW Capital started its operations in 2018, it has already reacted to several political and market-related developments. In (March) 2020, the Covid-19 pandemic clearly came to the fore of its activities, when, joining forces with EIF, KfW Capital launched the “Corona Matching Facility” (CMF). That year, the program accounted for its largest commitment volume overall. Once the program ended, KfW Capital again became sector agnostic. Today, KfW Capital is noticing the growing interest of the federal government in certain technologies. Currently, climate protection is a particular policy focus relevant to their activities. In general, emerging policy priorities, such as the current interest in sustainability, come on top of existing activities and do not substitute any existing investment plans.

In 2022 the volume of total new investment commitments (fund investments) amounted to EUR 1.259 million (including venture debt) (EUR 502 million in 2021)¹⁸², the portfolio included 50 private funds (including venture debt)¹⁸³. There have not been any new funds added to the portfolio in 2022 (4 in the previous year 2021).¹⁸⁴ The market share of KfW Capital's activities is rather high. According to KfW Capital, together with EIF, they hold a significant, two-digit market share. KfW Capital confirms to be one of the major fund investors in Germany. However, with a maximum investment share of under 20% at each closing (including first closings), KfW Capital aims for a signalling effect to the market, to crowd-in, and not to replace, private investment.

According to their website, KfW Capital attaches particular importance to sustainability and impact assessment and uses ESG criteria for their target funds.¹⁸⁵ KfW Capital applies a sustainability concept geared to the VC sector in its investment process. It participated in developing a 'Leading in ESG' training developed to enable venture capital investors to integrate ESG principles across their fund and investment processes.¹⁸⁶ KfW Capital supports the sustainability goals of KfW Bankengruppe as well as those of the German government and the 2030 Agenda with its Sustainable Development Goals (SDGs). KfW Bankengruppe published an ESG report in 2021¹⁸⁷ and has its own KfW Capital Sustainability Policy.¹⁸⁸ Based on its promotional mandate, the investment focus is on SDG 8 "Decent Work and Economic Growth" and SDG 9 "Industry, Innovation and Infrastructure". However, according to their website, portfolio companies also contribute to other SDGs, e.g., to SDG 3 "Health and well-being" in the case of e.g., life science companies.

In the future, the impacts of KfW Capital will be reported as part of the Group-wide impact management, a system that includes measurable and comparable impact indicators. The indicators cover all three sustainability dimensions (economic, ecological,

182 Förderreport KfW Bankengruppe. https://www.kfw.de/Presse-Newsroom/Pressematerial/Förderreport/KfW-Förderreport_2022.pdf, p.3

183 KfW Capital. <https://www.kfw.de/microsites/Microsite/kfw-capital.de/index.html>

184 Förderreport KfW Bankengruppe. https://www.kfw.de/Presse-Newsroom/Pressematerial/Förderreport/KfW-Förderreport_2022.pdf, p.5

185 KfW Capital. Nachhaltigkeit, Wirkungsmanagement und Sustainable Development Goals (SDGs). <https://www.kfw.de/microsites/Microsite/kfw-capital.de/nachhaltigkeit-und-wirkungsmanagement/>

186 Leading In ESG. <https://leadinginesg.com>

187 KfW Capital. Growing the Seeds of ESG: Venture Capital, Start-Ups and the Need for Sustainability. <https://www.kfw.de/microsites/Microsite/kfw-capital.de/wp-content/uploads/ESG-Studie-1.pdf>

188 KfW Capital. Nachhaltigkeitsrichtlinie. <https://www.kfw.de/microsites/Microsite/kfw-capital.de/wp-content/uploads/KfW-Capital-Nachhaltigkeitsrichtlinie-1.pdf>

social), guided by the 17 Sustainable Development Goals (SDGs) and by international standards. Indicators are based on the KfW-wide 'Theory of Change'¹⁸⁹, which "describes the correlations between the KfW funds deployed (input), the customer and partner activities co-financed with these funds (activity), their results (output) and the intended development effects (outcome) and, finally, the improvement to the economic, environmental and social living conditions (impact) including the impact indicators derived from them."¹⁹⁰ The impact indicators are combined into a group wide KfW impact balance sheet which, according to the website, will be published starting in 2022. A list of the first set of impact indicators can be found on the website (in English).¹⁹¹ Examples of indicators developed include reduced waste quantities, reduction of particulate matter (PM) and the carbon footprint p.a.

The parent company KfW Bankengruppe has a research department "KfW Research", that is also active in research in the field of VC market activities. They regularly publish studies on the venture capital market (e.g., the German Venture Capital Barometer). Moreover, reports on KfW's activities are published, including financial reporting and sustainability reports.

Investment instruments and portfolio

- KfW Capital exclusively makes fund investments. Before the creation of KfW Capital, the parent company KfW also made direct investments (e.g., in the context of the former "ERP-Startfonds"). However, according to a KfW Capital representative, the cost for these activities were quite high, given the need for a higher number of employees to select portfolio companies and to make investment decisions. Making direct investment decisions requires a comparably higher number of thematic experts and deep expertise in various technological fields. Due to this need for specialized expertise, there is less flexibility to change focus and to invest in new technologies. Hence, indirect investments were found to be more cost-efficient. Moreover, KfW Capital experienced an increased risk for adverse selection as a public fund. As a public player, KfW Capital aims not to be in competition with private investors. However, when making direct investments, KfW found itself in a role of acting only "on invitation" of private funds, as their co-investor. According to a representative, in the context of these "invitations" to join a later investment round, private investors have an interest to hedge their investment from the first round in

189 These will be successively expanded and developed.

190 KfW Capital. Group-wide Impact Management. <https://www.kfw.de/nachhaltigkeit/About-KfW/Sustainability/Strategie-Management/Sustainable-Finance/Impact-management/>

191 KfW Capital. https://www.kfw.de/nachhaltigkeit/Dokumente/KEa4/20221231_KfW-Groups-impact-management.pdf

cases of increased risk. In this case, a public fund faces asymmetric information as well as an adverse selection scenario. Hence, an alignment of interest between KfW Capital and private funds was no longer given. As a consequence, in the context of the ERP-Startfonds, it was decided to only invest when having already been invited to the first investment round. Overall, indirect investment also seemed more efficient in terms of risk and diversification. A final reason for not operating in the direct investment business was not to compete with other public funds, such as HTGF and Coparion.

- **All investments of KfW Capital are made “pari passu” with other private investors.** In any cooperation with other public funds, the pari passu principle applies on the total share of public investment. The share of a KfW Capital’s fund investment is usually a maximum of EUR 25 million, with a maximum of 19.99% of the fund’s capital and voting rights. In the case of later-stage funds under the ERP or the Future Fund Growth Facility, investment may be up to EUR 50 million. In the case of a combination of the two programs, a total of up to EUR 75 million may be invested. KfW Capital does not use EU funds. According to a representative, KfW Capital is too small to make the usage of EU funds worthwhile, as processes are complex and too costly for the scope of their investment business.
- The target funds may be foreign but must be headquartered in Europe and must invest in companies based in Germany with at least the amount invested by KfW Capital. KfW Capital receives quarterly reports from target funds on their activities. The requirement for companies to be based in Germany is satisfied if they have an operating facility in Germany, a German headquarter is not required. The latter is due to requirements of state aid laws which KfW Capital must coordinate on with the EU Commission. The geographic focus on companies in Germany is set by German policy goals. According to KfW Capital, their primary interest is not the support of the VC industry, but of technology companies in Germany. Therefore, the VC industry is rather regarded as the intermediary to support companies in Germany, which also receive funding from European funds.
- KfW Capital’s fund investments can be differentiated between fund investments in private funds with different foci (start-ups or growth companies) and public funds with different foci (start-ups or growth companies):¹⁹²

192 KfW Capital. Investmentkriterien von KfW Capital. <https://www.kfw.de/microsites/Microsite/kfw-capital.de/investmentkriterien/>

- 1. ERP-Venture Capital Fund Investments:** With investments of up to EUR 25 million per fund, KfW Capital co-invests with other investors, using funds from the European Recovery Program Special Fund (ERP-SV)¹⁹³, to invest in venture capital and venture debt funds, targeting start-ups and young growth companies.
- 2. ERP/Future Fund – Growth Facility:** With investments of up to EUR 50 million per fund, KfW Capital co-invests with other investors, using funds from the European Recovery Program Special Fund (ERP-SV) and the Future Fund (“Zukunftsfonds”), to invest in venture capital and venture debt funds, targeting companies in their growth phase.
- 3. High-Tech-Gründerfonds (HTGF):** KfW Capital invests alongside BMWK (BMWK using ERP-SV funds) and private investors. HTGF invests up to 100% of an investment round in seed-stage start-ups. The upper limit of investments in HTGF is not fix but varies. KfW Capital has its own internal guidelines on the upper limit that have been developed internally over the years, under risk and diversification aspects.
- 4. Coparion:** In 2016, KfW Capital, together with BMWK, founded Coparion, a major German public co-investment fund. Coparion is a separate company led by its own management team and invests directly in innovative start-ups and young technology companies in their growth phase. The fund replaced the “ERP-Startfonds”, which previously conducted this business from within KfW. Coparion was expected to act faster, more flexible, and closer to the market than “ERP-Startfonds”. As one of the largest funds in Germany, the fund invests pari passu with private investors. It aims to further develop the venture capital market in Germany and to mobilize additional private capital for German start-ups.¹⁹⁴ KfW Capital invests alongside BMWK (BMWK using ERP-SV funds) and the European Investment Bank (EIB) in Coparion. The upper limit of investment in Coparion is not fix but varies. KfW Capital has its own internal guidelines on the upper limit that have been developed internally over the years, under risk and diversification aspects.

Summary of key findings

KfW Capital was established in 2018 to create a permanent and organizationally independent structure to bundle and expand KfW’s commitment to substantially develop the venture capital market and to close the investment gap in the growth financing

193 The European Recovery Program Special Fund (ERP-SV) is a German special fund (KfW fund), not an EU instrument.

194 KfW Capital. Beteiligungsfinanzierung. <https://www.kfw.de/Über-die-KfW/Newsroom/Themen-kompakt/Beteiligungsfinanzierung/>

segment and for capital-intensive technology companies in Germany. It focuses on fund investments which are perceived to be more cost-efficient, less prone to adverse selection, involve less risk, and allow for a higher diversification than direct investments. Overall, KfW Capital makes investments across sectors, without a specific sector focus.

At the federal level, KfW Capital is the only public fund investor in Germany. There are a few promotional banks at the level of the German federal states ("Länder") that are also somewhat active in the fund-of-funds business. However, their primary focus is on direct investments, given their mandate to support their particular federal state.

KfW Capital is one of the major fund investors in Germany. Hence, the market share of its activities is relatively high. According to KfW Capital, together with EIF, they hold a significant, two-digit market share. However, with a maximum investment share of under 20% at each closing (including first closings), KfW Capital aims for a signalling effect to the market, to crowd-in, and not to replace, private investment.

KfW Capital's activities seem to be very efficient, with only little and otherwise lean steering processes. It operates rather independently, with a steering structure that was characterized in an interview as having a "project character", consisting of meetings with the ministries to discuss how instruments and investment activities can contribute to given policy goals.

Case 5: Bpifrance (France)

History and background

Bpifrance was established in 2013 by assembling different other existing organisations providing financial support through multiple financial instruments at the national and regional levels.¹⁹⁵ Bpifrance used to be OSEO, Caisse des Dépôts Entreprises and the Strategic Investment Fund.

Bpifrance is the French National Promotional Bank, and acts as innovation agency, sovereign fund and export credit agency. As a national promotional bank, its aim is to respond to demand not covered by the private market with a particular focus on SMEs financing. Bpifrance is under the supervision of public authorities as it is owned by the French State through a Public Industrial and Commercial Establishment (EPIC)¹⁹⁶ Bpifrance (49.18%) and the Caisse des Dépôts et Consignations (49.18%).¹⁹⁷

The holding and credit company operates through its subsidiaries located in French regions, Bpifrance Participations (capital), Bpifrance Investissement (equity), Bpifrance Assurance Export (export insurance) and Bpifrance Courtage (brokering). Bpifrance Investissement is the investment company in charge of managing the funds (Bpifrance own funds or third parties' funds) owned by Bpifrance Participations, the holding company.

195 Bpifrance. <https://www.bpifrance.fr/nous-decouvrir/notre-histoire>

196 EPIC : In France, an EPIC is a public establishment, a legal person, whose purpose is to manage a public service activity of an industrial and commercial nature.

197 BPIfrance, présentation des investisseurs 2022.

Bpifrance works in partnership with other banking and financial organisations, as well as the Regional Councils authorities at regional level (France has 13 administrative regions). Bpifrance offers financial support mainly to SMEs but also micro-businesses and mid-caps as well as large-caps if those are strategic for the economic performance of the territory.

Positioning and alignment with other public investors

Bpifrance acts on its own account but also on the account of the French state.

At the national level, Bpifrance works together with the Caisse des Dépôts, the Agency for the Environment and Energy Management (ADEME), and the National Research Agency (ANR) and is commissioned by the French State to operate the funds from the National Investment Plan France 2030.¹⁹⁸ The plan is piloted by the General Secretary for Investment (SGPI) on behalf of the Prime Minister. It aims to respond to competitiveness, attractivity and environmental challenges that France is and will be facing as well as to support excellence. Bpifrance operates via grants, reimbursable loans, and equity as part of France 2030 programmes to SMEs and mid-caps.

At regional level, Bpifrance is fully part of the ecosystem of organisations supporting economic development as well as innovation together with regional agencies for economic development and innovation, incubators, science parks, chambers of commerce but also Regional councils with which it is able to co-invest in regional funds for instance where European Regional and development funds is often involved. Bpifrance works in close collaboration with the French regional authorities through its regional subsidiaries. The organisation has developed together with Regional councils' financial support adapted to territorial needs.¹⁹⁹ It has developed common tools to finance innovation through Regional Innovation Funds and to facilitate access to credit (Guarantee Regional Funds) to respond to businesses' needs in terms of innovation, creation and development. Regional and interregional investment funds have been developed together with Regional councils to facilitate SMEs access to private equity.²⁰⁰ The aim of the partnerships is to increase efficiency of interventions in order to better support territorial development. Some examples include Albarest²⁰¹, an investment company in Lyon financing small-caps

198 Bpifrance. France 2030. <https://www.bpifrance.fr/nous-decouvrir/nos-partnaires/france-2030>

199 Bpifrance. Les Régions. <https://www.bpifrance.fr/nous-decouvrir/nos-partnaires/les-regions>

200 Bpifrance. Fonds régionaux et interrégionaux. <https://www.bpifrance.fr/nos-solutions/investissement/investissement-expertise/fonds-regionaux-et-interregionaux>

201 Albarest Partners. <https://www.albarest-partners.com/>

in all sectors, or Finovam²⁰², an investment company in Northern France investing in early-stage companies developing technologies in different sectors including health, energy, industry of the future or IT. Bpifrance is at the centre of the innovation funding ecosystem. For instance, Bpifrance is in charge of financing the collaborative projects of national competitiveness clusters.²⁰³

Governance and steering

As shown previously, the ownership of Bpifrance belongs to the EPIC Bpifrance (49.18%) and the Caisse des Dépôts (49.18%) and to a smaller extent to banking shareholders and others (1.35%).

As a state-owned organisation, the composition of its governance bodies is determined by law. Bpifrance Investissement (the investment company in charge of managing the funds (Bpifrance own funds or third parties' funds) owned by Bpifrance Participations, the holding company) is composed of:

- a Board of Directors composed of Bpifrance's director general, a member representing the State, two administrators appointed by the government, three members representing the Caisse des Dépôts, and two independent members.
- a government commissioner.
- a committee of Board of Directors comprising a representative from Caisse des Dépôts, a representative of the State, an independent administrator (president of the committee).

Investments exceeding EUR 75 million has to be accepted by the board, depending on the type of investment. The investment thesis (*doctrine d'investissement*) of Bpifrance is validated by the French Parliament. If Bpifrance wants to go beyond this thesis (by, for instance, investing in enterprises in difficulty), the board should unanimously vote for it (which has never happen so far). Bpifrance can also discuss a mandate with the French State to operate funds (see for instance France 2030 programme).

202 Finovam Gestion. <https://finovamgestion.fr/>

203 Bpifrance. Pôles de compétitivité. <https://www.bpifrance.fr/nous-decouvrir/nos-partnaires/poles-de-competitivite>The clusters were introduced in France in 2005 and they aim to create an environment that fosters employment and enterprises development as well as territorial activity. The clusters are piloted by regional enterprise directorates, the General Directorate of Enterprises together with the General Commission for Territorial Equality.

In addition, Bpifrance has other committees for its business lines Financing-Guarantee, and Innovation. Furthermore, Bpifrance subsidiaries' governance bodies are composed of members selected for their competences.²⁰⁴ Furthermore, Bpifrance aims to have responsible and sustainable mechanisms to ensure stakeholders coordination. The composition of the governance bodies ensures gender balance.

Bpifrance is a large organisation with a high level of internal control to ensure compliance of operations and respect regulatory obligations. It is a government tool to impact national and regional ecosystems given the size of the organisation and the scope of its activities.

The organisation is a decentralised organisation with 49 locations, and they work closely with partners and client's partners. The development decisions taken in the regional subsidiaries come from monthly meetings between the National Committee and the Regional Steering Committees. These are always in line with the general mission of Bpifrance at the national level.

Priorities and focus areas

Overall priorities

Bpifrance invests in several areas, covering all segments of the market. It has the capacity to offer a large range of activities in numerous sectors in France but also in other countries. However overall, the target is towards seed and risk capital, growth, and small caps.

The priorities have evolved and adapted to the needs of the market. In the **late 1990s**, the strategy was twofold:

- On the one hand, to **develop the venture capital and seed capital market** to fill in the market gap and create a market where there was a low supply for venture capital and inexistant for seed capital.
- On the other hand, to develop **capital development** through regional funds.

Since then, the market for risk capital and development capital has developed. However, Bpifrance considers it **still plays a key role in specific segments** such as later-stage investment due to market gaps.

²⁰⁴ Bpifrance. <https://bigmedia.bpifrance.fr/news/bpifrance-sengage-pour-une-gouvernance-et-un-management-responsables>

In terms of focus areas, Bpifrance targets mainly **innovative and growth sectors**, in particular biotechnology, digital technology and the energy and ecological transition.²⁰⁵

The organisation does not invest in infrastructure, property and real estate, financing and banking, media organisations and research institutes.²⁰⁶ Furthermore, it does not invest in thematic areas such as anti-personnel mines and cluster munition, tobacco, and fossil fuel.

Bpifrance investments in the French industrial policy

Bpifrance plays a key role at the national level to fund **national industrial strategy**. Bpifrance aims to facilitate investments in the sector by creating specific funds and directly supporting enterprises that need to invest in costly equipment/ machines. Bpifrance has the ability to invest in very large **strategic corporates** (e.g., Stellantis, automotive) or ST Microelectronics with a view to reinforce France key industrial assets. Bpifrance also invests in the **defence sector** with funds such as DefInvest²⁰⁷ (EUR 50 million in minority, co-investment capital development risk capital for SMEs of the defence sector) or DefInnov.

Bpifrance investments in relation to green transition

The move towards environment related investments has started through investments in firms that develop green technologies and are pure players but also through funds such as;

- The **ECOTECH Fund**²⁰⁸ which is endowed with EUR 225 million from the Ecotechnology fund (Caisse des dépôts et consignations) and EUR 50 million from the Cities of Tomorrow programme. Bpifrance manages the fund and invests in tickets in equity and quasi-equity from EUR 2 million up to EUR 10 million in innovative SMEs (systematic co-investment with private investors) on topics such as carbon-free renewable energies and green chemistry; circular economy (waste recovery, eco-design of products and industrial ecology); intelligent electrical networks or smart grids; and vehicles of the future.

205 Bpifrance, présentation des investisseurs, 2022.

206 Bpifrance, présentation des investisseurs, 2022.

207 Bpifrance. Pourquoi créer un nouveau fonds ? <https://www.bpifrance.fr/nos-actualites/fonds-dinvestissement-definvest-pour-qui-pour-quoi>

208 Bpifrance. <https://www.bpifrance.fr/nos-solutions/investissement/investissement-expertise/ecotechEFI2E>

- The FIEE: **France Investment Fund in Energy and Environment** launched in 2017 and endowed by Bpifrance with EUR 100 million to support SMEs and small mid-caps.

The strategy towards greening the portfolio is also about keeping the value of the overall portfolio with the perspective of new norms and regulations in relation to green financing requirement in a near future.

Overall, Bpifrance tries to ensure its investments are aligned with its ESG policy. It fosters ESG activities among its partner funds and the financed businesses.²⁰⁹ The decision process accounts for criteria such as employment, competitiveness, and innovation but also climate sustainability.²¹⁰ However, according to an interviewee, even if they are developing environmental related transversal tools, they experience difficulties as they lack the knowledge regarding their process development, but also because they have a lack of human and financial resources.

On the one hand, Bpifrance invests large amounts to accelerate their transition. It has invested EUR 197 million in green solution providers and its partners funds focusing on ecological transition raised EUR 750 million.²¹¹ On the other hand, it has added the ESG criteria in all of its investments together with more traditional criteria such as the impact of projects on competitiveness, their export potential, their contribution to innovation, the effect on employment, the impact on the sector, or the impact on the territory among other criteria.²¹²

Bpifrance runs periodically a survey of the businesses it supports and the fund's managers to gather information regarding their ESG policy. Bpifrance measures the ESG performance of the businesses it invests in through the survey but also with a tool that allows to identify the ESG challenges depending on the sector and the company size.²¹³ It is sometimes complemented by an external audit. The ESG analysis run is based on data shared by businesses whether it is publicly available or not. The analysis is based on the four priorities written in the Sustainable Development Chart of Bpifrance and it focuses on four main factors: governance, human capital, stakeholder, and governance.

209 République Française, Rapport relatif aux lien financiers entre l'Etat et le groupe Bpifrance 2023.

210 Bpifrance, présentation des investisseurs, 2022.

211 Bpifrance, Sustainability report, 2021.

212 Bpifrance Investment, Annual Report, 2021.

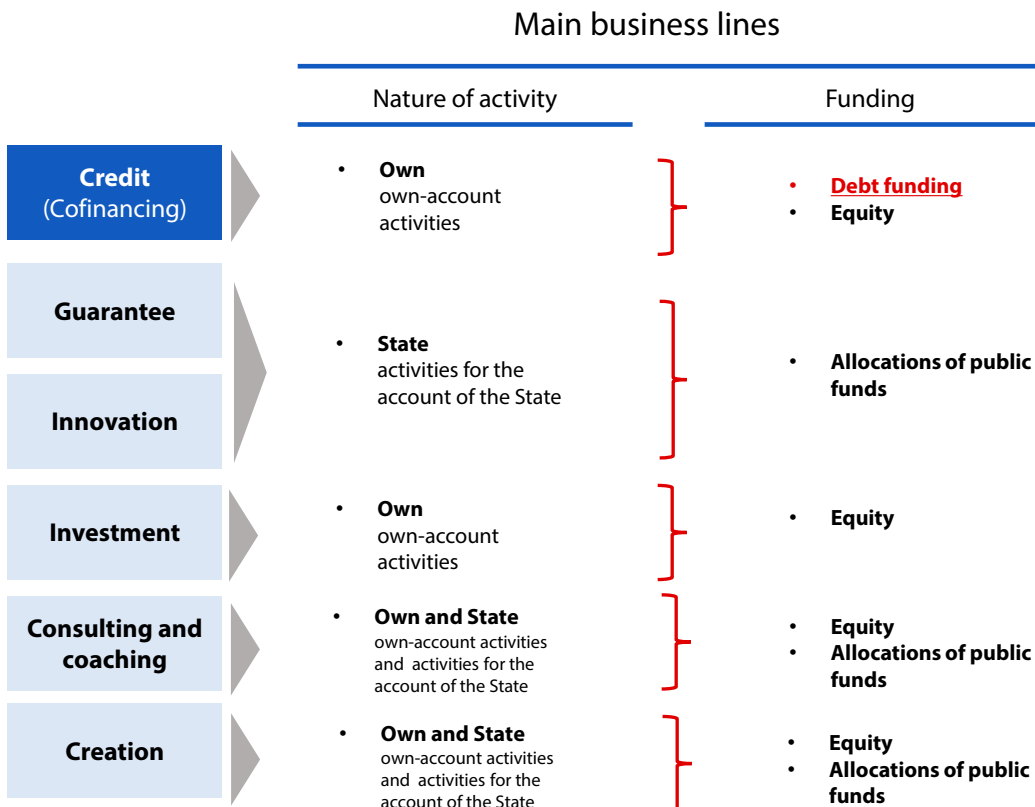
213 Bpifrance Investment, Annual Report, 2021.

For the funds of funds Bpifrance supports, the organisation sends a survey focusing on the one hand on the management and the ESG policy of the fund and on the other hand to what extent the fund takes into account ESG criteria in its investments. The data gathered is therefore based on the responses to the ESG survey communicated by the fund management company. The fund managers need to report yearly on ESG subjects, their actions as enterprise and as investor but also on the enterprises they invest in.

Investment instruments and portfolio

Bpifrance is a large organisation not only focusing on private equity investment. In fact, as shows in the following figure, the promotional bank also offers a large range of activities.

Appendix 1. Figure 1. The main business lines of Bpifrance. Source: Bpifrance.



When focusing only on the Bpifrance subsidiary in charge of private equity investment, we see that **Bpifrance is active in direct as well as indirect investments**. In 2022, Bpifrance Investment had EUR 47 billion worth of assets under management for direct investments and counts with about a thousand of businesses in its portfolio. It has about one third of

the asset under management for indirect investments (EUR 13.8 billion). Furthermore, they work with about 200 partner management teams and over 550 funds out of which 136 are regional funds.

On the one hand, Bpifrance Investment invests directly in growing companies, from seed to buyout phases. It takes minority stakes often in cooperation with private funds at national and regional levels. The organisation invests in all size businesses, from small-caps to large-caps. In 2022, Bpifrance EUR 6.5 billion worth of assets under management for venture investment and EUR 26.7 billion for growth investments²¹⁴.

Furthermore, it offers equity and quasi-equity financing and has direct stakes or invests through funds. It also invests directly in foreign companies with the condition to have an impact on the French economy. According to an interviewee this type of investment is not common given the low number of small foreign companies having an impact on the French economy. However, it is important to note that the rules regarding investment decisions abroad are opportunistic in the sense that the investment will be decided if it has impacts on the French economy. Indeed, Bpifrance invests in companies which headquarters are abroad, but the majority of the shares are in France.

Bpifrance Investments also operates through funds of funds investments. In 2022, it represented a total of asset under management of EUR 13.8 billion and EUR 671 million of commitments. It has in its portfolio more than 500 partner funds at regional and national levels. The aim is to contribute to SMEs growth and to structure the financial chain. Bpifrance is a catalyst for SMEs investment from the private sector.

Bpifrance and investments in foreign funds or abroad

Bpifrance Investment also invests in **funds of funds operating abroad**.²¹⁵ One example is the fund of fund in Africa aiming to participate to capital investment growth in the continent so to increase investments profit and its relationship with French companies abroad. The foreign funds in which Bpifrance invests are managed in France and a non-negligible part of their investment ratio need to be in France. They also invest in funds managed abroad but for which the investment thesis includes investments in France. However, Bpifrance can for instance require those funds to invest twice what they invest abroad, in France.

214 Mid- and Large-caps: EUR 19.8 billion of AUM, Lac 1: EUR 3.9 billion of AUM, Small-caps: EUR 3 billion of AUM).

215 Bpifrance, présentation des investisseurs, 2021.

In case of foreign investments, investments have to explicitly produce impacts on the French economy. For instance, Bpifrance would not invest in Asian funds investing in Asian companies. However, Bpifrance can invest:

- in funds managed in France that have investments ratio abroad. The rule is that the funds should be invested for France.
- in foreign funds that decide to settle in France and invest on the French market. For these funds, Bpifrance requires foreign funds to commit to invest certain amount or ratio in France. If the deal is not respected in the end, Bpifrance will stop investing in the next fund.

Bpifrance and EU funds

In addition, **Bpifrance works with EU funds**. Bpifrance supports the implementation of EU initiatives regarding businesses funding. For example, the European Investment Bank supported French enterprises in the tourism sector after the Covid-19 crisis through the European Fund for Strategic Investments as part of the Juncker Plan.²¹⁶

Bpifrance works on equity as well as on different types of financial support in partnership with the European Commission but also with the European Investment Bank (EIB), the European Investment Fund, the European Central Bank as well as the Council of Europe Bank.²¹⁷ Furthermore, Bpifrance supports almost all French regions as well as the state in the management and allocation of European Regional Development Funds.²¹⁸ **Regarding the management of EU funds, an interviewee mentioned that the main benefit for Bpifrance is de-risking their investments in specific sectors.**

Summary and key findings

Bpifrance, the French promotional bank is a **very large organisation** that has subsidiaries at regional levels. Bpifrance is in a **situation of monopoly** when it comes to public funding for SMEs, industrial strategic firms, or innovative firms.

216 Bpifrance. Bpifrance et la Banque Européenne d'Investissement (BEI) se mobilisent pour la trésorerie des ETI et le secteur du tourisme français, dans le cadre de la relance. <https://presse.bpifrance.fr/bpifrance-et-la-banque-europeenne-dinvestissement-bei-se-mobilisent-pour-la-tresorerie-des-eti-et-le-secteur-du-tourisme-francais-dans-le-cadre-de-la-relance/>

217 Bpifrance. Nos partenaires. <https://www.bpifrance.fr/nous-decouvrir/nos-partenaires>

218 Bpifrance. Les fonds structurels européens. <https://www.bpifrance.fr/nous-decouvrir/nos-partenaires/les-fonds-structurels-europeens>

Due to the size of the organisation, its geographical coverage and its large catalogue of financial and non-financial services combined, Bpifrance is the **cornerstone of the ecosystem** supporting SMEs' and mid-caps' funding for innovation and development.

While the focus of the case study was on equity investments, it should be noted that **Bpifrance's portfolio** consists also grants, loans, guarantees, export insurance, direct and indirect investments, as well as other types of **financial and non-financial services**. It does direct as well as indirect investments in the national and in foreign markets as long as a majority of the investment is done in France. The organisation invests mainly in French enterprises but has also partnerships with foreign organisations.

Case 6: PMV (Belgium/Flanders)

History and background

Participatiemaatschappij Vlaanderen (PMV) is a public limited company established in 1995. PMV was initially Regional Investment Company for Flanders (GIMV in Flemish (Gewestelijke Investeringsmaatschappij voor Vlaanderen)), a regional investment company founded in 1980 by the Flemish region to implement the regional industrial policy.²¹⁹ The activities of GIMV related to social economy were transferred to PMV. Later, GIMV was privatised. Today, PMV manages the 27% of the GIMV shares that are held by the Flemish Region.²²⁰ PMV, the government-owned company aims to foster sustainable economic development in the region. It offers financial instruments including equity investment but also guarantees as well as loans.²²¹ Today, PMV is one of the two main public investors in Flanders together with Limburgse Reconversie maatschappij (LRM), established in 1994 and active in the province of Limburg (see in the next section).²²²

PMV had an agreement with the Flemish region that ended in July 2022.²²³ The organisation was evaluated by the Flemish government and following some negotiations, a new agreement was signed in September 2022 and will be running for next five years.²²⁴

PMV's scope has evolved over time. Initially PMV provided mainly loans to SMEs. It later inherited other activities and kept developing others to meet the needs in the Region.

219 PMV. Jaarverslag. <https://docs.vlaamsparlement.be/pfile?id=1876525>

220 Evaluatie van de PMG-groep. https://www.ewi-vlaanderen.be/sites/default/files/evaluatierapport_pmv_2021_managementsamenvatting_bev.pdf

221 Report to the Flemish Parliament, Good governance at PMV, 2016.

222 Plan van aanpak voor de evaluatie... https://www.ewi-vlaanderen.be/sites/default/files/evaluatie_pmv_2021_plan-van-aanpak.pdf

223 SAMENWERKINGSOVEREENKOMST PMV 2022-2027. https://www.serv.be/sites/default/files/documenten/SERV_Raad_20220321_Samenwerkingsovereenkomst_PMV_ADV.pdf

224 ESG-criteria opgenomen in investeringsbeleid van PMV. <https://debestuurder.be/esg-criteria-opgenomen-in-investeringsbeleid-van-pmv/>

2022 evaluation recommendations²²⁵:

“The governance at the PMV Group is well designed and it is likely to remain so in the future. We see several recommendations for the future:

- The Flemish government should better clarify which objective PMV should pursue. At least for evaluation objectives, the current missions are not useful, but will also cause ambiguity more broadly. Moreover, social themes will become relevant in the future, which may come at the expense of economic returns. However, current missions are primarily focused on economic aspects. The Flemish government should make clearer what it expects from PMV and together with PMV this should be articulated in a matching objective (or mission). A balanced suggestion for the wording of PMV’s objective is: “PMV has a positive impact on a sustainable Flemish economy through financing.”
- PMV would like to include a more full-fledged role in the innovation landscape. PMV can certainly add value here, but there may also be overlap with existing organisations and structures. Here there is clearly a demand for coordination towards the Flemish government.
- Whether PMV should be able to provide higher remunerations to its employees than is currently the case would have to be decided by the Flemish government.
- Besides the above three points of attention for the Flemish government in relation to PMV, we see some recommendations that fit into a broader context.
- There is a risk of unprofitable financial instruments being developed and managed at PMV. From the Flemish government’s point of view, ways can be explored to prevent this from happening.
- Somewhat as an extension of the above, the Flemish authorities could pay attention to (investigating) the prevention of fragmentation and growing complexity of the Flemish financial landscape. PMV can play a positive role here.
- Takeovers by international investors can be seen as undesirable and PMV can be a means for the Flemish government to act on this. The Flemish government could perhaps map out more clearly in which cases takeovers are (or are not) desirable. In this way, action can be taken more quickly if this issue arises.
- Finally, if there is a need for stronger steering of PMV, the Flemish government could choose to ask PMV to report periodically, to the competent minister or (via) the EWI Department, on specific KPIs.”

225 Evaluatie van de PMG-groep. https://www.ewi-vlaanderen.be/sites/default/files/evaluatierapport_pmv_2021_managementsamenvatting_bev.pdf

The strategy of PMV Group is structured along the following main strategic guidelines²²⁶:

- PMV's activities are complementary to the existing market.
- The organisation is a facilitator and a leveraged financier.
- PMV acts as a catalyst for the growth or the internationalisation of regional businesses and for projects creating employment or value in the region.
- PMV has a focus on anchoring companies.
- PMV fosters investments and projects supporting regional policy objectives.
- PMV supports the sustainability of the economy.

Positioning and alignment with other public investors

The Flemish public financing ecosystem is led by two organisations: PMV and LRM, with similar roles and sometimes investing in similar businesses. LRM has mainly a focus on sustainable investment and employment activities, mainly in the province of Limburg, while PMV covers more the overall regional area.

PMV is part of a large ecosystem and collaborates with different types of organisations located in the region as well as outside Flanders. Furthermore, PMV often works with intermediaries such as banks, venture capital funds, and business angels. For instance, PMV partners with organisations such as VRT, the Flemish public broadcasting, in the framework of debt solutions for private equity buyout or joint ventures to support regional and Benelux located businesses:

- At the **Belgian level**, PMV works together with the national investment fund, The Belgian Federal Holding and Investment Company (SFPIM), as well as BNP Paribas Fortis on the management of the Belgian Growth Fund for example. The Belgian Growth Fund aims to support Belgian enterprises with growth potential to increase their financial capacity.²²⁷ Regarding SFPIM, the collaboration has evolved. Before the Covid-19 crisis they did not work together as much but since the crisis, the SFPIM also covers some of PMV's activities according to an interviewee. The division of the market between the two actors still needs to be defined according to an interviewee.

226 Plan van aanpak voor de evaluatie... https://www.ewi-vlaanderen.be/sites/default/files/evaluatie_pmv_2021_plan-van-aanpak.pdf

227 LE BELGIAN GROWTH FUND DEMARRE AVEC UN MONTANT INITIAL DE 213 MILLIONS D'EUROS. <https://www.bnpparibasfortis.com/fr/newsroom/communique/le-belgian-growth-fund-demarre-avec-un-montant-initial-de-213-millions-d'euros>

- PMV also works together with **European institutions** such as the European Investment Bank. Indeed, they co-financed together activities such as regional investment platforms to provide support to SMEs and mid-caps in the region.²²⁸
- PMV also works in collaboration with other **foreign organisations**. An example is the partnership between PMV and Rebel a Dutch investment company. Together, they manage European Projects Investment Company (EPICo), an independent infrastructure fund covering Benelux.²²⁹

Governance and steering

The regional government is the only shareholder of PMV. As a limited company, PMV has a Board of Directors. Six out of the nine Board members are appointed by the Flemish government. The Board members are renewed periodically, but not all at the same time to ensure continuity. The three remaining members are independent and have diverse backgrounds (academia etc.), as well as an excellent knowledge of the Flemish ecosystem. An interviewee indicated that there were around 11 board meetings per year. In each meeting 3-5 investment cases were usually discussed. According to an interviewee, PMV's management has a lot of freedom in their decisions. Large investment opportunities (above EUR 2 million) are presented to the Board, smaller ones are not, so many investments such as VC investments can be brought forward without the Board formal approval. Large investments are usually related to investments in biotechnology and infrastructure as well as fund investments.

PMV reports directly to the minister and the Economy, Science and Innovation (EWI) department is in charge of implementing the government's policy on PMV and of the monitoring of the organisation. The cooperation agreement signed in 2022 stated explicitly that PMV General manager should be available to respond to any consultation asked by the Flemish Parliament regarding the activities of the organisation.²³⁰

The latest governance analysis was already conducted in 2016 and pointed that the organisation has faced challenges related to governance such as transparency and a lack of clear objectives.²³¹ The Court of Audit also pointed that PMV was trying to improve its governance. Also, according to the 2016 evaluation, the role of the government as owner, client and market regulator was not always well defined. The influence of the regional

228 EIB. <https://www.eib.org/en/projects/pipelines/all/20180322>

229 EPICo. <https://www.epicofund.eu/>

230 ESG-criteria opgenomen in investeringsbeleid van PMV. <https://debestuurder.be/esg-criteria-opgenomen-in-investeringsbeleid-van-pmv/>

231 Report to the Flemish Parliament, Good governance at PMV, 2016.

government on the decisions of PMV is noticeable. But on the other hand, according to the Court of Audit, the Board of Directors is involved in the approval of financial and investment document but not enough in the overall strategy, internal control, and risk management. According to a more recent evaluation (2021), PMV should still find a balance between following political decisions and following its long-term objectives.²³²

Finally, according to the evaluation conducted by the Flemish government in 2022, PMV needs to find a balance between economic and social profitability. PMV must better define how to translate this balance in its investments.

Priorities and focus areas

PMV's main activity is financing SMEs. However, it also finances infrastructure, real estate, funds, start-ups and scale-ups, self-employed persons, and large companies. It offers **a large range of activities such as equity investment, venture capital and funds of funds but also guarantees, co-financing, and diverse types of loans.**

In terms of focus areas, PMV covers cleantech and industrials, life sciences and care, acquisitions, energy, growing companies, and starting entrepreneurs.

The philosophy of PMV in making **direct investment** is always to create a leverage effect and to **support nascent and growing sectors** for which no funds exist. This is the case for example in logistics in harbours which are central in the Flemish economy. PMV also invests in **funds of funds** to stimulate funds and help them professionalise according to an interviewee. They also set up and manage funds such as **commercial and infrastructure funds** when there is an existing demand in the regional economy but no investors can take the risk itself. For instance, PMV acted as a catalyst when the organisation created an infrastructure funds as a vehicle to channel small pension funds to invest in infrastructure.

Priority areas and expertise are constantly changing for PMV as they are responding quickly to the financing landscape. They develop new products to fill existing gaps, and if for example private actors will start offering new products, they are able to adapt and propose a partnership. PMV therefore diversified their portfolio while maintaining a focus on specific areas. As a response to the Covid-19 crisis, PMV's capital increase was approved by the regional government in May 2020 and the organisation was able to offer subordinated loans mainly to start-ups, scale-ups and mature companies impacted by the

232 Plan van aanpak voor de evaluatie... https://www.ewi-vlaanderen.be/sites/default/files/evaluatie_pmv_2021_plan-van-aanpak.pdf

crisis.²³³ In September 2020, the government also signed another agreement to expand the scope of the Social Investment Fund (SIFO). A Covid Recovery Credit was also launched in response to the crisis and to cover capital needs of companies working in the social economy.

ESG criteria in investment decisions

Regarding ESG aspects, PMV is pushing towards more sustainable investments. According to an interviewee, climate change has been addressed by PMV and there are ongoing internal reflections and development on the topic. PMV aims to finance through loans the transition of all sectors by developing KPIs, but it does not aim to stop investing in sectors with high negative environmental impact. However, they still need to find a solution in case the funded company does not engage in transition. PMV sees a financial opportunity related to sustainability. According to the new 2022 agreement signed with the Flemish government, PMV will measure the sustainability and ethical impact of an investment following specific ESG criteria.²³⁴ According to an interviewee, PMV is setting up ESG analysis for each of their investments and they aim to develop ESG KPI for each investment. The agreement also stipulates that PMV will invest in projects that contribute to a more sustainable regional economic fabric. PMV will aim to invest in:

- new technologies that will facilitate the transition of the region.
- infrastructure investments aiming to achieve the production of renewable energy objectives.
- initiatives contributing to CO2 emissions reduction.²³⁵

ESG implementation has an impact on PMV as they need to develop some expertise internally. Therefore, they have one ESG responsible person in each team but their long-term aim is that everyone at PMV is able to run an ESG analysis. They also aim to rely on specific external expertise when needed.

233 Plan van aanpak voor de evaluatie... https://www.ewi-vlaanderen.be/sites/default/files/evaluatie_pmv_2021_plan-van-aanpak.pdf

234 ESG-criteria opgenomen in investeringsbeleid van PMV. <https://debestuurder.be/esg-criteria-opgenomen-in-investeringsbeleid-van-pmv/>

235 ESG-criteria opgenomen in investeringsbeleid van PMV. <https://debestuurder.be/esg-criteria-opgenomen-in-investeringsbeleid-van-pmv/>

Investment instruments and portfolio

According to the annual report of 2021, PMV invested directly EUR 37,8 million in 2021 and has a total of 143 companies in its portfolio. Furthermore, it invested about EUR 203.2 million in funds in 2021.²³⁶ The structure and the type of investments of PMV are divided into investment in:

- **Start-ups and scale-ups** through **venture capital** co-financing. PMV offers from limited tickets (often convertible subordinated loans) to large tickets to early-stage and more advanced stage companies.
- **Funds**. PMV (co-)invests and (co-)manages funds providing venture capital to start-ups and scale-ups and growth capital to SMEs. The funds operate both inside and outside the region but for the latter there must be a percentage of investment back in the Flemish companies.

PMV has operated as a partner or alone in the following funds:

- **PMF Infrastructure Fund** (de-invested), a fund with a committed capital of EUR 100 million²³⁷. It is an infrastructure fund aiming to facilitate institutional investors' access to a portfolio of public-private partnerships and renewable energy assets. It invests in infrastructure at the national and European levels. Furthermore, it delivers stable returns and aims to have a diversified portfolio of 10-20 participations between EUR 2-20 million.
- **Welvaartsfonds**, a project of PMV in partnership with institutional investors, banking partners, fund managers and individuals. The fund focuses mainly on supporting companies suffering from the Covid-19 crisis and aims to help them become more sustainable.²³⁸ It targets Flemish scale-ups, SMEs, and large companies. The tickets range from EUR 1.25- 20 million and focus on capital, hybrid products and subordinated loans.
- **EPiCo I and II** are the funds facilitating the access to a diversified portfolio of European infrastructure assets.²³⁹ The independent funds focus mainly on innovative technologies. The funds does not invest more than 20% in one single asset, they mobilise several co-investors and the equity investment tickets go up to EUR 20 million.²⁴⁰

236 PMV, Jaarverslag 2021.

237 PMF Infrastructure Fund. <https://www.pmv.eu/en/pmf-infrastructure-fund/>

238 Financiering voor mijn onderneming. <https://www.welvaartsfonds.eu/financiering-voor-mijn-onderneming>

239 EpiCo. Geography. <https://www.epicofund.eu/geographic-coverage/>

240 EpiCo. <https://www.epicofund.eu/>

PMV also provides other type of instruments such as loans and guarantees to self-employed entrepreneurs and small businesses, real estate projects financing, as well as infrastructure projects financing. In addition, PMV manages funds for the third parties. Furthermore, for small actors to which they provide loans, they also provide the back-office services, including a tailored software tool.

In general, PMV's investments focus mainly in the Benelux, but they also operate in other countries such as Ireland, Germany and France.²⁴¹ One of the criteria set by PMV to support foreign funds is to invest in Flemish companies. Investing abroad while ensuring that such funds invest back in the region allows to mitigate the risk and therefore to be able to focus on new missions such as sustainability. ESG criteria are now present in all the stages of the investment process according to their website.²⁴²

Summary of key findings

PMV is a relatively small organisation operating in a relatively geographically small area but offering a large range of activities in different sectors. It is based in Flanders but operates in the Benelux and also elsewhere in Europe. It is a key organisation at the regional level but cannot be compared to other public European private equity organisations in terms of size.

PMV provides **direct and indirect investment** in a range of sectors such as cleantech and industrials, life sciences and care, and energy. They also invest in other sectors when a market gap exists and there is a need to create a leverage effect. PMV finances mainly SMEs but also infrastructure, real estate, funds, start-ups and scale-ups, self-employed persons, and large companies. In addition to equity investments, venture capital and funds of funds, they provide guarantees, co-financing, and diverse types of loans.

PMV is mainly a tool of the Flemish government to regulate the market and to support regional strategic and political priorities. Indeed, in terms of governance, PMV has two third of their members appointed by the government.

241 PMV. <https://www.pmv.eu/>

242 PMV. <https://www.pmv.eu/>

Appendix 2: Literature review

This section provides a brief review of the literature on government venture capital (GVC). It discusses recent developments in venture capital (VC) activity that may influence the optimal organization of GVC in the future. The objective of this academic review is to identify issues that could be relevant for the 2022-23 evaluation of Tesi.

The value of venture capital and the need for government intervention

A functioning venture capital market is an important element of the entrepreneurial ecosystem that is needed to attract and support entrepreneurs to create new startups and grow them. It is important for stimulating innovation and economic growth. However, due to special challenges in the funding of early-stage technology companies, such as asymmetric information between investors and entrepreneurs (i.e., investors may not have full visibility to the quality of the focal startup) and spillover effects (i.e., the focal startups may not be able to wholly capture the benefits of their innovation despite generating positive externalities for the economy as a whole), the market for their financing can suffer from so-called market failures, i.e., the supply of capital may not automatically and optimally meet the demand in some segments such as early-stage venture capital or some specific sectors (e.g., high-risk, high-reward technologies, or industries with high barriers to entry). For these reasons, government intervention has generally been seen as justified and important from the perspective of the economy and government policy.²⁴³

The role of government in venture capital

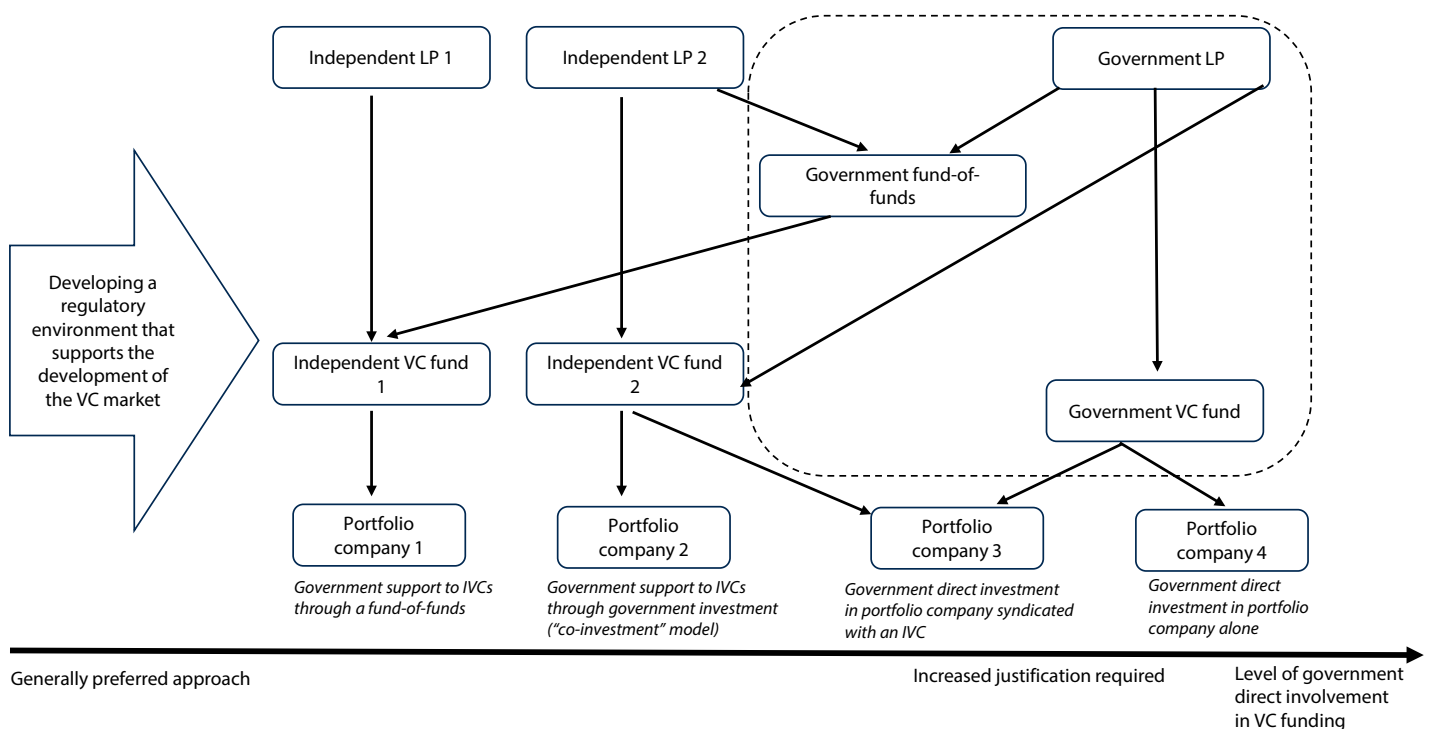
The early and incisive role of the government in assisting the development of VC markets has been central in all well-functioning VC markets.²⁴⁴ The creation by the Small Business Administration of the 'Small Business Investment Companies' program in the USA in

243 E.g., Lerner, J. (2010). The future of public efforts to boost entrepreneurship and venture capital. *Small Business Economics* 35 (3), 255-264. and Owen, R., Mason, C. (2019). Emerging trends in government venture capital policies in smaller peripheral economies: Lessons from Finland, New Zealand, and Estonia. *Strategic Change* 28 (1), 83-93.

244 E.g., 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, NJ: Princeton University Press.; Lerner, J. (2010). The future of public efforts to boost entrepreneurship and venture capital. *Small Business Economics* 35 (3), 255-264.

1958 is widely seen as a key stepping-stone in the early establishment of the dominant American VC industry. The SBIC program set a model whereby the government could co-finance or support new venture funds.²⁴⁵ This model has been widely emulated and adapted across Western economies. In Figure 1, we outline this approach alongside other forms of government support for the development of VC markets that will be elaborated on in the subsequent sections.

Appendix 2. Figure 1. Government’s role in developing venture capital markets.



In the 1990s and early 2000s, several western governments were seen to have an important role in ‘kickstarting’ the development of national VC markets. The Israeli Yozma GVC program starting in 1993, which benefitted from the critical involvement of established US VC firms, is rightly seen as an early and extremely successful ‘hybrid’ or co-investment GVC initiative.²⁴⁶ Similarly, using a co-investment model, the UK’s Enterprise

245 Kenney, M. (2011). How venture capital became a component of the US National System of Innovation. *Industrial and Corporate Change* 20(6), 1677-1723.

246 E.g., Avnimelech, G., Teubal, M. (2006). Creating venture capital industries that co-evolve with high tech: Insights from an extended industry life cycle perspective of the Israeli experience. *Research Policy* 35 (10), 1477-1498.; Lerner, J. (2010). The future of public efforts to boost entrepreneurship and venture capital. *Small Business Economics* 35 (3), 255-264.

Capital Funds were established in 2006 and continued to be a major program providing risk capital to early-stage growth businesses. The UK VC industry has become the largest and most developed in Europe. More recently, and with national VC industries becoming established in most Western economies, the role of the government has been seen to evolve further. Support for venture capital is seen as only one element of a government's responsibility to promote functioning entrepreneurial and innovation ecosystems.²⁴⁷

Implication: Given the developed status of the independent VC market in Finland, how (and why) should the role(s) of government VC evolve?

Regulation versus government venture capital

Government can facilitate the development of VC markets both through regulatory actions and/or through the direct supply of investment (risk) capital. Academic research findings on the role of the government in facilitating the development of VC markets have generally prioritized the role of ensuring an appropriate regulatory environment, including the removal of structural, fiscal, and legal barriers impeding the efficient functioning of VC markets. The ultimate establishment of an active and competitive *private* market for VC finance has been viewed by policy makers as the primary role of government. In taking this position, governments have been strongly influenced by the dominant in a role of temporarily supporting or 'kick-starting' private investment activity. Importantly, a market-oriented approach allowed the government to work closely with the US financial sector in initiating co-investment programs. Proactive public policies in advanced research and its rapid commercialization fit closely with the contemporary concept of the 'entrepreneurial state.'²⁴⁸

247 E.g., Owen, R. & Mason, C. (2019). Emerging trends in government venture capital policies in smaller peripheral economies: Lessons from Finland, New Zealand, and Estonia. *Strategic Change*, 28(1): 83-93.; Alperovych, Y., Groh, A., & Quas, A. (2020). Bridging the equity gap for young innovative companies: The design of effective government venture capital fund programs. *Research Policy*, 49(10): 104051.; Alperovych, Y., Quas, A., & Standaert, T. (2018). Direct and indirect government venture capital investments in Europe. *Economics Bulletin*, 38(2): 1219-30.; Murray, G. (2021). Ten meditations on government venture capital. *Venture Capital* 23 (3), 205-227.; Kenny, M. (2011). How Venture Capital Became a Component of the U.S. National System of Innovation; Auerswald, P.E. and Branscombe, L. M. (2003). Valleys of Death and Darwinian Seas: Financing the Invention to Innovation Transition in the United States. *Journal of Technology Transfer* 28 (3), 227-239.

248 Mazzucato, M. (2011). The Entrepreneurial State. *Soundings*, 49, 131-142.

The primacy of a market-based objective ranks far above the role of government as a direct supplier of VC from the public exchequer. The latter role is seen as important but a secondary priority in part given the danger of public investment inefficiencies. GVC history is littered with poorly conceived and operated fund initiatives. Of particular concern to economic policy makers is that ‘cheap’ public money might ‘crowd out’ the involvement and influence of professional investors in facilitating VC fund initiatives.²⁴⁹ Liberal western governments have always preferred to stop at setting the enabling economic and legal environments on the assumption that entrepreneurs are best to subsequently identify and seize the opportunities presented. Such regulatory issues have included, for instance, protection for investors making minority investments, and the opportunities for relevant domestic and foreign investor categories to invest in VC funds as limited partners without the risk of double taxation. That the debate on appropriate incentives between national VC associations and government remains ongoing reflects the dynamic complexity of financial service regulation.

Implication: Are there important regulatory issues, both existing and emerging, that should be considered alongside the development of the role of Tesi?

Direct and indirect government venture capital

When supplying capital, the government can make either direct investments in selected entrepreneurial ventures or provide indirect ‘co-investment’ capital, which is then allocated to recipient (investee) firms by the management of independent VC funds (IVCs). In the former case, government acts as the ‘general partner’ (GP) and is an active investor of public finances. Conversely, in the co-investment model, the government is a ‘special’ Limited Partner’ (LP) and this allowed no direct role in investment selection which is conducted by its commercial GP agents. This latter arrangement is also termed the ‘hybrid’ VC model. In addition to Tesi, several established national GVC programs operate both direct and co-investment models in tandem, e.g., the British Business Bank and the Danish Vaekstfonden. The European Union’s European Investment Fund (EIF) has been active in establishing co-investment models across Europe.²⁵⁰ More recently, GVC programs both at state and European levels have also sponsored ‘fund of fund’ operations whereby the state co-invests as an LP in a portfolio of VC funds. Because of the need for

249 E.g., Armour, J., Cumming, D. (2006). The legislative road to Silicon Valley. Oxford Economic Papers 58 (4), 596-635.; Da Rin, M., Nicodano, G., Sembenelli, A. (2006). Public policy and the creation of active venture capital markets. Journal of Public Economics 90 (8-9), 1699-1723.

250 European Investment Fund. (2018). Working Paper 2016/34 - The Impact of EIF on the Venture Capital Ecosystem - Volume I of The European Venture Capital Landscape: An EIF Perspective. EIF: Luxembourg.

scale, these structures are usually international in scope. Funds of funds structures provide a further diversification benefit but also allow large LPs, such as pension funds, to allocate investment sums that would be too large for many individual VC funds. Governments' involvement as a major financier in such fund of funds also allows them, by their conditional involvement, to influence investment directions towards policy goals, e.g., increasing the availability of expansion or scale-up finance to high-growth businesses.

The empirical results of academic research on the role of the government in facilitating the development of VC markets have generally confirmed the value of the state directing investments to independent VC funds over their making direct investments. This is for several reasons.²⁵¹ For instance, indirect investments through independent funds have been seen to be more likely to catalyze a functioning VC market, thus bringing talented, internationally experienced, and appropriately incentivized managers and investors to the nascent market. A successful IVC can raise substantial follow-on funds and provide considerable risk capital resources to new and rapidly growing enterprises without any need for further governmental involvement. Also, indirect investments through independent funds have been seen to be less likely to 'crowd out' private investment²⁵² or to be vulnerable to 'moral hazard' problems, e.g., pressure on the public investor to make politically motivated investments in portfolio companies.²⁵³

Furthermore, independent VCs have been generally seen to be able to provide stronger business support for the development and growth of their portfolio companies. IVC professional managers can channel substantial technical and commercial advice to young entrepreneurial companies in addition to providing risk capital. Historically, studies conducted both in Europe and North America have largely concluded that privately directed, equity investment (IVC) in young businesses is economically more successful when measured by both sales and employment growth in the portfolio companies. At best, GVC may act as co-investors complementing the financing and support of the

251 E.g., Alperovych, Y., Quas, A., Standaert, T. (2018). Direct and indirect government venture capital investments in Europe. *Economics Bulletin* 38 (2), 1219-1230.; Bertoni, F., Quas, A. (2016). The electoral cycle of government venture capital investments. SSRN Working Paper No. 2777169.

252 Leleux, B. and Surlemont, B. (2003). Public versus private venture capital: seeding or crowding out? A pan-European analysis. *Journal of Business Venturing* 18 (1), 81-104.; Cumming, D. and Macintosh, J. (2006). Crowding out private equity: Canadian evidence. *Journal of Business Venturing* 21 (5), 569-609.

253 Douglas Cumming, D. and Johan, S. (2008). Information asymmetries, agency costs and venture capital exit outcomes, *Venture Capital*, 10(3), 197-231.

IVC's efforts.²⁵⁴ GVC acting alone without IVC co-investment provides few examples of successful fund activity in studies conducted in 2000-20. However, it should be noted that the data sets on which these studies are based are at least ten to fifteen years old. External access to accurate and comprehensive performance data remains a problem in 'private equity'. Accordingly, such studies do not easily accommodate or recognize recent improvements in GVC experience and actions.

Presently, a simple binary division between GVC and IVC is becoming outdated. Recent crises (e.g., Covid-19 and Ukraine) and other challenges (e.g., the special requirements of ensuring public financing of some high potential "deep-tech" sectors as well as supporting key industries relevant to national security) have also highlighted limitations in relying solely on the indirect IVC model. There are important policy benefits for government to maintain the capability to also make direct investments in 'special situations' or to nurture new technology sectors when investments are publicly justified but not forthcoming from independent VC or PE funds.²⁵⁵ IVCs have no fiduciary objective other than maximizing the net 'cash to cash' returns to their limited partners over the life of the fund in question. The policy flexibility that GVC enjoys illustrates that they can usefully pursue longer term, non-financial governmental goals which are quite separate from the independent VC's focus on capital gain.

Implication: Will the existing allocation of Tesi resources into direct and co-investments continue to be appropriate given the changing future demands on GVC?

Performance of government venture capital

As noted, the financial performance of GVC investments has generally been found to be lower than IVC. This is often to be expected. Government retains a national development role. For reasons of social and economic equity, it purposely invests in sectors and markets where failure is evident. This may be in emerging technology sectors of huge potential, but which currently remain too immature and uncertain for professional investor commitment. Similarly, the government may invest in creating VC funds in peripheral

254 The 'certification effect' of established and highly experienced GVCs such as the EIF and the British Business Bank can encourage private LPs to invest in IVC funds that have passed the 'due diligence' of government investors. GVC co-investment becomes a positive market signal.

255 E.g., Breschi, S., Johnstone, N., Menon, C. (2021). Are start-ups funded by public venture capital different? New cross-country evidence from micro-data. *Industrial and Corporate Change* 30 (6), 1615-1632.; Wang, S. (2020). Theory of government venture capital. SSRN Working Paper No. 3600602.

regions where the relative scarcity of opportunities (and infrastructure) removes commercial investors' interest. Such social investing may, in the long term, be cost-effective if the programs otherwise manage to facilitate functioning VC markets. For the government, VC is 'a means to an end'.

In addition to the financial returns of the program, scholarly research has examined the effects of GVC to catalyze innovation and exits in direct VC programs whose investments can be contrasted with investments of IVCs. The findings generally suggest that GVC has a weaker effect on financial performance (proxied as exit type or sales growth) than IVCs when investing alone. However, GVC can have a complementary role in syndicates led by IVCs under specific circumstances.²⁵⁶ Concerning the impact on innovation, the difference between GVCs and IVCs has been found to be very limited, but again there is some indication that performance is higher in syndicates.²⁵⁷ However, GVC has been found to have a positive effect on performance in the context of significant policy change.²⁵⁸ Taken together, the current research evidence seems to suggest the best role of direct GVC investments to be complementing IVC-led syndicates.

Implication: Is the performance measurement and objectives of Tesi reasonable considering the existing research evidence?

Design of government venture capital

The design of appropriate GVC programs has encouraged a significant amount of academic and industry research.²⁵⁹ As already noted above, the indirect or co-investment approach to fund structure has generally produced better investment outcomes than those resulting from direct GVC investments. The organization and operation of a direct

-
- 256 Brander, J.A., Du, Q., Hellmann, T. (2015). The effects of government-sponsored venture capital: International evidence. *Review of Finance* 19 (2), 571–618.; Breschi, S., Johnstone, N., Menon, C. (2021). Are start-ups funded by public venture capital different? New cross-country evidence from micro-data. *Industrial and Corporate Change* 30 (6), 1615-1632.; Cumming, D.J., Grilli, L., Murtinu, S. (2017). Governmental and independent venture capital investments in Europe: A firm-level performance analysis. *Journal of Corporate Finance* 42, 439-459.; Grilli, L., Murtinu, S. (2014). Government, venture capital and the growth of European high-tech entrepreneurial firms. *Research Policy* 43 (9), 1523-1543.; Grilli, L., Murtinu, S. (2014). New technology-based firms in Europe: Market penetration, public venture capital, and timing of investment. *Industrial and Corporate Change* 24 (5), 1109-1148.;
- 257 Bertoni, F., Tykvová, T. (2015). Does governmental venture capital spur invention and innovation? Evidence from young European biotech companies. *Research Policy* 44 (4), 925-935.
- 258 Murtinu, S. (2021). The government whispering to entrepreneurs: Public venture capital, policy shifts, and firm productivity. *Strategic Entrepreneurship Journal* 15 (2), 279-308.
- 259 E.g., Murray, G. (2021). Ten meditations on government venture capital. *Venture Capital* 23 (3), 205-227.

GVC is relatively straightforward. How to optimally structure co-investment funds and design the contractual relationship between government, fund managers (GPs) and the institutional investors (LPs) has provided a great source of both academic²⁶⁰ and policy debate. Over time, the experience of policy makers has been that it is better to incentivize the ‘upside performance’ of their IVC agents rather than subsidize investment losses.²⁶¹ The ideal arrangement for the government investor is *pari passu*, whereby all investors are treated equally in both costs and profit distributions regardless of their provenance. Such equality rarely meets private investors’ expectations. In reality, with smaller, newer, and early-stage/seed VC funds being both the most interesting target for the government and the most difficult segment of the VC market to make reliable returns on capital, government tends to offer generous incentives to the commercial participants in the fund. Frequently incentives include the commercial partners, both GPs and LPs, being rewarded first in any capital distributions. Asymmetries may include government investing first while being paid last; bearing a greater share of any losses; having a lesser share of capital gain (e.g., limited to a certain level after which the excess returns go to private partners as an upside incentive); or seeing their own distribution being delayed until pre-agreed target returns have been made by private investors. It may be expected that the preferential treatment of private investors will decline towards a *pari passu* arrangement over time as the risks and uncertainties of early-stage investing become known and normalized over time. However, given that GVCs’ focus on challenging areas of the VC market, private investors’ participation in co-investments will invariably remain conditional.

Regarding direct GVC investments, several important design parameters that adversely affect the performance of the GVC programs have been found. Small fund size, inexperienced local management, regional focus (especially on less innovative regions), and lack of IVC syndication partners for the GVC fund tend to lead to weak financial and operational performance. Sufficient scale, geographic scope, and syndication with independent VCs are each shown to help improve investment performance.²⁶²

Implication: Is the design of Tesi’s investment activity appropriate, considering the existing research evidence?

260 Gilson, R. J. (2003). Engineering a Venture Capital Market: Lessons from the American Experience. *Stanford Law Review* 55, 1067-1103.

261 E.g., Jääskeläinen, M., Maula, M.V.J., Murray, G.C. (2007). Profit distribution and compensation structures in publicly and privately funded hybrid venture capital funds. *Research Policy* 36 (7), 913-929.

262 E.g., Alperovych, Y., Groh, A., Quas, A. (2020). Bridging the equity gap for young innovative companies: The design of effective government venture capital fund programs. *Research Policy* 49 (10), 104051.; Munari, F., Toschi, L. (2015). Assessing the impact of public venture capital programmes in the United Kingdom: Do regional characteristics matter? *Journal of Business Venturing* 30 (2), 205-226.

Recent trends affecting the role of government VC

Sustainability. Green transition and an increased focus on sustainability and environmental, societal, and governance (ESG) aspects have influenced the VC and PE industry significantly during the past few years. Beyond the special case of ‘impact investors’, sustainability and ESG have become a mainstream concern for the whole industry, with the majority of the limited partners requiring explicit ESG commitments from the GPs they fund. An increasing share of GPs not only include these issues in their investment selection criteria but also actively encourage their portfolio companies to increase the sustainability and ESG outcomes of their performance. However, successful management of ESG issues and the development of the sustainability of portfolio companies are not without challenges, e.g., due to less than comprehensive data availability for private companies and the evolving standards and regulations. Significant learning efforts are needed from all parties of the VC and PE industry concerning this development.²⁶³

Implication: Have the sustainability and ESG issues been addressed appropriately by Tesi in light of the existing research evidence?

Diversity and inclusivity. Diversity and inclusion issues have emerged as important in the VC industry after observing a very unbalanced gender balance in VC firms and their portfolio companies. This is a universal issue in financial services and technology globally, and not peculiar to Finland. The issue is important both for the performance of the VC firms and their portfolio companies and for the broader societal impact of the VC and PE industry.²⁶⁴

Implication: Is the performance measurement and objectives of Tesi reasonable considering the existing research evidence?

263 E.g., Lino, M., Connolly, L., Hoverman, D., Debra McCoy, Schey, M., & Anders, S. (2022). Limited partners and private equity firms embrace ESG. ILPA Institutional Limited Partners Association and Bain & Company.; Alemany, L., Ioannou, I., & Kacperczyk, O. (2022). How VCs can help startups set (and meet) ESG goals. Harvard Business Review.; PRI. 2022. Starting up: Responsible investment in venture capital. United Nations Principles for Responsible Investment.; Bocken, N. M. P. (2015). Sustainable venture capital – catalyst for sustainable start-up success? Journal of Cleaner Production, 108: 647-58.

264 E.g., Calder-Wang, S. & Gompers, P. A. (2021). And the children shall lead: Gender diversity and performance in venture capital. Journal of Financial Economics, 142(1): 1-22.; Buttice, V., Croce, A., & Ughetto, E. (2022). Gender diversity, role congruity and the success of VC investments. Entrepreneurship Theory and Practice: Forthcoming.; Pääomasijoittajat, K. (2021). Diversiteettiselvitys 2021: Sukupuolijakauma suomalaisten pääomasijoittajien portfolioyritysten johtoryhmissä ja hallituksissa. Helsinki, Finland.

Data analytics. Data analytics, including modern data infrastructures and machine-learning based solutions are rapidly becoming an important part of screening deal flow and supporting investment decision-making and other parts of the operations of VC and PE firms.²⁶⁵ This requires learning and professionalization from VC firms (including increasingly common data analyst roles) and scale-economies due to the increasing costs of acquiring access to data and developing and maintaining appropriate solutions.

Implication: Is the adoption of data analytics by Tesi and the related support it can offer to other parties appropriate in light of the existing research evidence?

Cross-border issues. The VC market is essentially international, and cross-border investors play an important role in supporting the growth and internationalization of portfolio companies in foreign markets. In addition, foreign LPs can be an important source of capital for new VC funds, although so far, most Finnish funds have relied mainly on local sources. Government VC can have a valuable role in internationalizing the local VC market particularly, as noted, via larger fund and fund-of-funds structures. Despite the clear value of foreign investments, in recent years, some associated risks have been identified, e.g., a potential ‘third country risk’ of excessive or covert control of critical technologies or infrastructure through equity investments. Thus, it is important to track and manage international ownership via equity holdings of a nation’s key intellectual assets, including the important perspective of national security. Here government VC can facilitate the positive internationalization of the domestic VC market while helping restrain potential threats.²⁶⁶

-
- 265 E.g., Blohm, I., Antretter, T., Sirén, C., Grichnik, D., & Wincent, J. (2022). It’s a people’s game, isn’t it?! A comparison between the investment returns of business angels and machine learning algorithms. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 46(4): 1054-91.; Bertoni, F., Bonini, S., Capizzi, V., Colombo, M. G., & Manigart, S. (2022). Digitization in the market for entrepreneurial finance: Innovative business models and new financing channels. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 46(5): 1120-35.; Meoli, M. & Vismara, S. 2022. Machine-learning forecasting of successful ICOs. *Journal of Economics and Business*, 121: 106071.; Arroyo, J., Corea, F., Jimenez-Diaz, G., & Recio-Garcia, J. A. (2019). Assessment of machine learning performance for decision support in venture capital investments. *IEEE Access*, 7: 124233-43.; Åstebro, T. (2021). An inside peek at AI use in private equity. *The Journal of Financial Data Science*, 3(3): 97-107.; Röhm, S., Bick, M., Boeckle, M. (2022). The impact of artificial intelligence on the investment decision process in venture capital firms. Cham: Springer International Publishing, 420-435.
- 266 E.g., W. A., Duruflé, G., Hellmann, T. F., & Wilson, K. E. (2019). Cross-border venture capital investments: What is the role of public policy? *Journal of Risk and Financial Management*, 12(3): 112.; Pääomasijoittajat ry. (2021). Raportti: Suomalaisten venture capital -sijoittajien kansainväliset sijoitukset; Pääomasijoittajat ry. (2021). Raportti: Kansainväliset venture capital -sijoittajat Suomessa. Helsinki, Finland.

Implication: Considering the existing research evidence, is the approach of Tesi to cross-border issues appropriate to maximally support and realize the benefits of the internationalization of the VC market while curbing unnecessary risks?

Market cyclicalities. The VC market is characterized by periods of dramatic growth and decline over time. Part of this cyclicalities is due to pronounced trends or fashions in the changing sectors and products of most attraction to IVC investors and their financial backers. IVCs and their LP funders tend to either withdraw from specific investment stages or technology markets in a downturn. Conversely, they may choose to suspend the decision to finance further funds in the challenging areas. Professional investors are not immune to ‘herd behavior’. Furthermore, asset allocation principles (e.g., a maximum percentage of assets allocated to VC and private equity) can limit opportunities for further investments when the valuations of other asset classes decline in downturn. This creates difficult situations for growth companies seeking external equity to finance scale that have hard time to raise follow-on funding. Similarly, new growth-oriented startups seeking to raise seed funding for innovative projects may find speculative early-stage finance disappearing from the market.

The key role of GVC is to address critical equity gaps from a wider strategic perspective than that available to IVC firms with strict and short funding cycles. GVC legitimately has a longer-term perspective and the remit to use public funding to provide additional investment capital over market cycles. It also has the ability via its command of incentives to influence the investment conditions faced by IVCs that may also induce a positive supply response. GVCs can and do act countercyclically to the commercially more restricted actions of IVCs. This role provides valuable stability in innovative and immature markets with high levels of uncertainty.²⁶⁷

Implication: Is Tesi able to respond to the changes in market cycles and act countercyclically reasonable in light of the existing research evidence?

Crises. The recent Covid-19 and Ukraine²⁶⁸ crises have highlighted the need for government VCs to be able to react quickly to sudden external shocks that might lead to acute short-term financing crises of VC-backed companies. In similar situations, private investors often quickly pause their investments in the face of sudden crises and

267 It is interesting to compare this western role for GVC with China’s more directive role for key technologies in its capital markets. See: The Economist 2022 ‘Xi’s Big Bang’. Nov 26-Dec 3, 65-66.

268 See EIF (2022). The European Small Business Finance Outlook 2022, EIF Working Paper n. 84. Luxembourg: EIF for a useful summary of the effect on European of the Ukraine war. And the current situation for VC and PE activity within the European Union.

uncertainty. Future fundraising is invariably suspended or scaled back. This downward correction is presently evident in the 2022 European VC market. Sufficient preparedness and agility is therefore needed from government VCs to address problems caused by such shocks.²⁶⁹

Implication: Does Tesi have sufficient preparedness and agility to swiftly respond to special situations caused by crises and other external shocks in light of the existing research evidence?

New actors: crowdfunding, corporate venture capital. The field of entrepreneurial finance continues to evolve over time with new types of financiers entering the market. Examples of new players from the past decade include equity crowdfunding platforms and young business accelerators that make equity investments.²⁷⁰ Parallel to the recent rapid rise in technology investments by IVCs both at early- and later-stages is a less public but very important rise in corporate venture capital activity in technology and innovative sectors.²⁷¹ Government VCs, which are tasked to develop the functioning and impact of the VC market, will require rigorous market intelligence, analytics and strategic understanding in order to determine both new investment opportunities and novel collaborators in an evolving market.

Implication: Given the existing research evidence has Tesi appropriately adopted to the change of the VC market and the emergence of new types of players in the market?

New Markets: Fintech. The financing instruments used to fund entrepreneurial firms evolve through major developments and investments in financial technology, including, as example, initial coin offerings (ICOs). Also, venture debt is a growing source of funding

269 E.g., Gompers, P., Gornall, W., Kaplan, S. N., & Strebulaev, I. A. (2021). Venture capitalists and Covid-19. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 56(7): 2474-99.

270 E.g., Yu, S. (2020). How do accelerators impact the performance of high-technology ventures? *Management Science*, 66(2): 530-52.; Cohen, S., Fehder, D. C., Hochberg, Y. V., & Murray, F. (2019). The design of startup accelerators. *Research Policy*, 48(7): 1781-97.; Bertoni, F., Bonini, S., Capizzi, V., Colombo, M. G., & Manigart, S. (2022). Digitization in the market for entrepreneurial finance: Innovative business models and new financing channels. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 46(5): 1120-35.; Block, J. H., Colombo, M. G., Cumming, D. J., & Vismara, S. (2018). New players in entrepreneurial finance and why they are there. *Small Business Economics*, 50(2): 239-50.

271 In 2019, major companies worldwide took part in a record 3237 corporate venture capital (CVC) deals, according to Global Corporate Venturing (GCV) Analytics. This is more than four times the number of corporate venture capital-backed deals in 2011. fDi Intelligence, 2000.

complementing equity investments.²⁷² For government VCs, such developments can lead to new opportunities but also new challenges and responsibilities. Government has an ongoing role to inform and educate other market participants as they navigate the changing financing landscape of entrepreneurial ventures.

Implication: Has Tesi developed a sufficient knowledge to adopt appropriate developments in FinTech and to guide other market participants in light of the existing research evidence?

The future role of government in venture capital: 'future-proofing'

The IVC finance model is managed by profit seeking, professional investors and funded by financial and corporate institutions seeking long-term capital gain. It has been a spectacularly successful arrangement for financing entrepreneurial firms engaged in producing highly innovative, new services and products. A model synonymous with Silicon Valley has spread and been emulated across the world regardless of political ideology. (Its success in the commercialisation of new technologies has led some to erroneously claim that VC has led to the huge success of technology evident in the 21st century. Such a claim would fail to ignore the huge investment in basic and applied science largely funded by the government and on which commercialisation activities are founded.)

Indeed, a detailed understanding of private IVC activity indicates the severe constraints to which GP managers must comply. VC is typically constrained by the 10-year fund structure albeit some timing flexibility does exist. There is also a growing secondary market for VC funds which allows another form of exit (liquidity) for LPs. This constraint on the life of funds often requires a positive return on individual investments to be seen within a five-year operational cycle. Very early seed investments can rarely fit into these tight invest-divest cycles, given the considerable levels of uncertainty before an emerging technology becomes established. (Although, in recent years, some later-stage IVCs have allowed early-stage investors to at least partially exit in late-stage investment rounds.). Indeed, seed-stage firms often initially require little capital but a great deal of business and technology advice and support. IVC is also a hostage to fashion. Some markets become 'hot' and VCs will compete fiercely for high potential firms in the (currently) favored sectors, e.g.,

272 Venture debt, e.g., De Rassenfosse, G. & Fischer, T. (2016). Venture debt financing: Determinants of the lending decision. *Strategic Entrepreneurship Journal*, 10(3): 235-56.; initial coin offerings (ICOs), e.g., Fisch, C. (2019). Initial coin offerings (ICOs) to finance new ventures. *Journal of Business Venturing*, 34(1): 1-22.; Bellavitis, C., Fisch, C., & Wiklund, J. (2021). A comprehensive review of the global development of initial coin offerings (ICOs) and their regulation. *Journal of Business Venturing Insights*, 15: e00213.

fintech, cyber-security, artificial intelligence, machine learning, etc. By the same token, some technologies are not popular with investors while still having huge potential. Here, the time horizons required and the scale of funding to achieve realizable new technology successes are outside the classic VC model format. Many innovative areas, including pharmaceutical products, alternative energy sources, and green and recycling processes, may not fit easily into the existing model of the VC investee firm or its timing profile.

GVC, while emulating the mode of operation that has created such value via the VC industry, allows a government funder much more flexibility than would be allowed by private LPs alone. A GVC can manage uncertainty and high levels of risk unattractive to an IVC. It does not have to be chained to a ten-year investment cycle via the typical fund structure. It can also collaborate with IVCs and other investors in a manner that will allow it to assume greater costs and uncertainties for a given desired outcome than its private partners. One indication of this newer role can be seen in GVC's involvement in larger funds that address issues of 'scaling up' high potential but immature firms. Such funds can address late rounds of investment that require collectively investment sums measured in hundreds rather than tens of millions of dollars. The dearth of this type of funding outside of the USA is central to the arguments of how very high potential firms ("unicorns") can be accelerated to dominant market positions. In short, a well-run, well-funded, and experienced GVC operation can experiment and act strategically for the greater public good. We call this role of GVC *future-proofing*.

Over time, future-proofing may become one of the most important roles of government as a 'key-stone' investor in new science and technology sectors. The earlier role of GVC in nascent and emerging VC markets in western economies is likely to decline as professional IVCs assume a greater role both at early- and later-stage VC activity. Seed and early-stage VC have grown dramatically in the last five years, with the majority of investment transferring from the public to the private sector. Government finance, foresight, and patience may now be of more relevance in the value chain.

Summary

Venture capital (VC) is an important element of a functioning entrepreneurial ecosystem needed to stimulate innovation and economic growth. However, the market for VC funding can suffer from market failures due to challenges such as spillover effects and asymmetric information between investors and entrepreneurs, especially in early-stage VC or some specific sectors (e.g., high-risk, high-reward technologies, industries with high barriers to entry, and innovations generating significant positive externalities). Government intervention has generally been seen as necessary to address such market failures and support the development of VC markets.

The government can play a key role in developing venture capital markets through regulatory actions and indirect or direct supply of capital. Research suggests that the focus of the government should be on creating an appropriate regulatory environment and removing structural, fiscal, and legal barriers to the efficient functioning of VC markets. However, indirect or direct supply of VC can also be effective in addressing market failures and promoting the development of VC markets, particularly in the early-stages, but also in other segments (e.g., scale-ups).

Government intervention in VC markets has taken various forms, including the creation of government-owned VC firms (GVC) to make direct investments in portfolio companies or to make fund investments in VC funds managed by independent VC firms (i.e., a co-investment model). These approaches can help to address market failures and support the development of VC markets, but they also come with some challenges and potential drawbacks. Indirect GVC approaches (e.g., the co-investment model) are generally seen as preferable, as they are more likely to catalyze the development of independent VC firms and less likely to create potential crowding out problems. However, direct GVC investments are faster to implement, offer more control, and can be justified especially in crises and in other particular circumstances.

As the Finnish VC market has become well-established, the role of GVC should also evolve. Furthermore, many important trends in the VC market, such as the sustainability challenges, diversity and inclusion, data analytics and AI, cross-border issues, market cyclicity, crises, and the emergence of new actors, technologies, and instruments create a need for the GVC to constantly evolve to be able to optimally support the continued growth and development of the VC market in Finland. A well-run, well-funded, and experienced GVC operation can experiment and act strategically for the greater public good, in a role we call as future-proofing of the VC market.

Verkkajulkaisu
ISSN 1797-3562
ISBN 978-952-327-633-8

Sähköinen versio: julkaisut.valtioneuvosto.fi
Julkaisumyynti: vnjulkaisumyynti.fi