

Näringsdepartementet
Enheten för Kapitalförsörjning
103 33 Stockholm

2015-09-15
N2015/4705/KF

Remissyttrande En fondstruktur för innovation och tillväxt (SOU 2015:64)

Svenska Riskkapitalföreningen (SVCA) lämnar härmed yttrande på förslag i utredningen *En fondstruktur för innovation och tillväxt* (SOU 2015:64)

Sammanfattning

SVCA välkomnar översynen av det statliga riskkapitalet då nuvarande system dels är svårgenomträngligt för entreprenörer som söker kapital, dels inte är en effektiv struktur för att uppnå statens mål. Under de senaste åren har det skett en renässans för riskkapitalinvesteringar i tidiga faser och det finns för närvarande ett tio-tal team som befinner sig i fondresningsläge. SVCA menar att förslagen i utredningen kan bidra till denna positiva utveckling.

SVCA *tillstyrker* förslaget att en ny struktur för statens riskkapital bildas genom inrättandet av en statlig fond som tillsammans med privata investerare ska investera i svenska innovativa företag med hög tillväxtpotential. Fondens verksamhet ska bedrivas i aktiebolagsform och benämnas Fondinvest AB. SVCA delar utredarens bedömning att den föreslagna strukturen (Fondinvest AB) skulle kunna medverka till att stimulera marknaden för riskkapital i tidiga faser, då en fond-i-fond lösning bidrar till tillväxten av nya investeringsteam på marknaden. Lösningen borde också, som utredaren påpekar, göra det statliga riskkapitalet mer dynamiskt och lätttröligt mellan segment och branscher. Därutöver anser SVCA att helheten på föreslagna strukturen förenklar för entreprenörer som söker kapital. SVCA konstaterar att mikrofonderna redan är under genomförande. Mikrofonder är ett steg i rätt riktning. SVCA vill dock framhålla att de underliggande fonderna kommer att bli för små för att ge någon avgörande effekt på marknaden.

Av allt eget kapital som var investerat 2015 kom 50% från utlandet. Beträffande det aktiva investeringskapitalet så är det ännu större del. Faktum är att endast 1,65 %¹ av det aktiva kapitalet är hänförligt till svensk offentlig förvaltning. Därför *delar SVCA till fullo* utredningens bedömning att ramverket för investeringar i form av skatter och skatteregler har stor betydelse för finansieringen av nya innovativa företag. Områden där förändringar är önskvärda är borttagande av inlåsnings effekter i 3:12-reglerna, "entreprenörsskatten" och införande av personaloptioner.

SVCA *delar inte* utredarens bedömning att de investeringsfonder som Fondinvest AB investerar i behöver ha sin juridiska hemvist i Sverige. En stor del av kapitalet som går till tidiga investeringar är internationellt, i synnerhet från USA. Investerare i USA besitter stor erfarenhet och kompetens av

¹ Uppgifter från rapport av McKinsey på uppdrag av SVCA. Aktivt kapital från svensk offentlig förvaltning 4 mdr/aktivt kapital från privata hushåll, svenska institutioner och utländska ägare 243 mdr = 1,65 %.

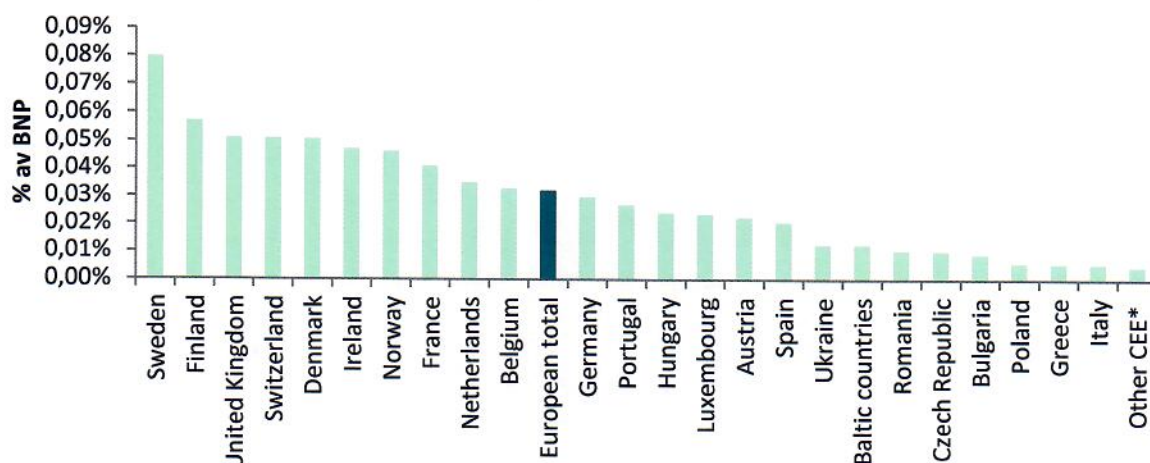
riskkapitalinvesteringar och det skulle vara en förlust för Sverige och staten om inte det statliga riskkapitalet kan samverka med detta erfarna kapital, som i högsta grad kan medverka till en positiv utveckling av enskilda investeringar. Avsaknaden av långsiktiga och konkurrenskraftiga spelregler på skatteområdet utgör i dag ett hinder för etablering av fonder med Sverige som bas. Så länge förutsägbarhet saknas i Sverige bör Fondinvest kunna investera i fonder med annan juridisk hemvist än Sverige, i annat fall blir urvalet för litet särskilt vad gäller andra sektorer än IT, primärt mjukvara.

Inledning

SVCA välkomnar en översyn av det statliga riskkapitalet då nuvarande system dels är svårgenomträngligt för entreprenörer som söker kapital, dels inte är en effektiv struktur för att uppnå statens mål. Intresset för att investera i *Venture Capital* har dock ökat de senaste åren. Enligt SVCA:s bedömning är det åtminstone ett tio-tal team som för närvarande befinner sig i fondresningsstadiet, huvudsakligen fokuserade på IT. Ur ett internationellt perspektiv ligger Sverige väl till vad gäller *Venture Capital*-investeringar. Grafen nedan visar genomsnittet av *Venture Capital*-investeringar i förhållande till BNP under 2007-2013 där Sverige placerar sig i topp.

Venture Capital investeringar - % av BNP 2007-2013

Källa: SVCA



Företag som är yngre än 5 år skapade 46 procent av jobben åren 2001-2011, enligt siffror från SVCA. År 2014 var totalt 29 miljarder kr investerat (privat tillväxtkapital tidig och sen fas, affärsänglar och statligt kapital) i bolag med upp till 50 anställda. Statens andel av detta var tre miljarder, det vill säga 10 procent. Allra viktigaste källan till finansiering var entreprenörernas eget kapital som för bolag upp till 10 anställda står för 84 procent och för bolag med upp till 50 anställda står för 55 procent av det totala kapitalet.

Sett till storleksgrupper så är det i små och medelstora bolag där nya arbetstillfällen har skapats under de senaste åren. Detta medan stora bolag under samma period har haft en negativ utveckling i nettoanställningar. Tillväxten avstannar dock innan bolagen uppnått sin fulla potential och förnyelsen av svenskt näringsliv är inte så god som den skulle kunna vara. Den fallande tillväxten i uppväxlingsfasen sammanfaller med en kraftig reduktion av aktivt ägande. Det är därför avgörande med politiska

åtgärder som främjar det aktiva ägandet. SVCA anser att det i första hand är ramverket för investeringar som är nyckeln till tillväxt och jobb, se vidare 5.10 Ramverket för investering.

Utredningens förslag 5.2 En ny riskkapitalstruktur

SVCA *tillstyrker* förslaget att en ny struktur för statens riskkapital bildas genom inrättandet av en statlig fond som tillsammans med privata investerare ska investera i svenska innovativa företag med hög tillväxtpotential. Fondens verksamhet ska bedrivas i aktiebolagsform och benämnas Fondinvest AB.

SVCA delar utredarens bedömning att den föreslagna strukturen (Fondinvest AB) skulle kunna medverka till att stimulera marknaden för riskkapital i tidiga faser, då en fond-i-fond lösning bidrar till tillväxten av nya investeringsteam på marknaden. Lösningen borde också, som utredaren påpekar, göra det statliga riskkapitalet mer dynamiskt och lättroligt mellan segment och branscher. Därutöver anser SVCA att helheten på föreslagna strukturen förenklar för entreprenörer som söker kapital. Vidare delar SVCA utredningens bedömning att det vare sig är möjligt eller önskvärt att föreskriva inriktning över tid i en statlig utredning då det för närvarande sker branschglidning mellan it och traditionella branscher.

Den privata riskkapitalmarknaden har i dagsläget en tydligt internationellt etablerad marknadspraxis vad gäller avtalsstruktur mellan institutionella investerare i fonderna så kallade *limited partners* och riskkapitalfonden så kallad *general partner* rörande fondstruktur och investeringsmandat med mera – se bild i bilaga. Om Fondinvest AB ska kunna främja privat kapital, både inhemskt och utländskt anser SVCA det vara av yttersta vikt att fonden ställer krav på de underliggande fonderna som överensstämmer med de marknadsmässiga avtalsvillkoren med undantag för riskdelning.

I stort delar SVCA utredningens förslag till investeringsstorlek, SVCA vill dock framhålla att beloppen kan variera över tid beroende på ett flertal faktorer såsom konjunkturläget, marknadssegment, investeringsklimat, inflation med mera.

SVCA konstaterar att mikrofonderna redan är under genomförande. Mikrofonderna är ett steg i rätt riktning, SVCA vill dock framhålla att de underliggande fonderna kommer att bli för små för att attrahera privata Venture Capital-aktörer och därmed inte ge någon avgörande effekt på marknaden. Erfarenheterna hittills visar att små fonder inte har lyckats med att resa nytt kapital.

Utredningens förslag 5.3 Fondinvest AB:s uppdrag, kapital och organisation

SVCA *tillstyrker* förslaget att Fondinvest AB:s verksamhet ska bedrivas i ett av staten helägt aktiebolag som ska vara moderbolag till underliggande fonder.

Fondinvest AB inklusive dotterbolag föreslås ha ett samlat kapital om 6,1 miljarder kronor. Verksamheten vid bolaget och dess dotterbolag ska enligt utredaren bedrivas med en liten förvaltningsorganisation och i stället nyttja externa experter och specialister för olika ändamål.

SVCA *tillstyrker* förslaget vad gäller storleken på det samlade kapitalet om 6,1 miljarder kronor samt delar bedömningen att Fondinvest AB:s förvaltningsorganisation bör vara liten. SVCA:s bedömning är att det samlade kapitalet i vart fall inte bör vara högre än 6,1 miljarder kronor.

Investeringar i riskkapitalfonder i allmänhet och i synnerhet i tidiga skeden, är komplex verksamhet som kräver djup kompetens och framförallt erfarenhet av att utvärdera investeringsteam. SVCA delar uppfattningen att Fondinvest ska arbeta med kunniga underleverantörer istället för att bygga upp egen verksamhet. Dock bör man vara medveten om att denna kompetens endast finns hos ett fåtal institutionella investerare i Sverige. Om externa experter ska anlitas måste kvalifikationerna säkerställas. Vid en offentlig upphandling bör denna viktas mot kvalitet och inte lägsta pris. SVCA anser det därför vara av största vikt att EIF (Europeiska investeringsfonden) involveras i ett tidigt skede i diskussionen kring Fondinvest AB, då EIF har den kompetens och de kvalifikationer som krävs för denna typ av investeringar. SVCA vill också framhålla vikten av att förvaltningsorganisationen besitter den beställarkompetens som är nödvändig för att genomföra de nödvändiga upphandlingarna.

Utredningens bedömning 5.4 Närmare om investeringsverksamheten

De privata *Venture Capital*-fonder som investerar i Sverige i dag är specialiserade på IT, primärt mjukvara. Kapital till IT-sektorn stod för närmare 60 procent av investeringarna och är den sektor som attraherar mest kapital. Samtidigt finns det andra sektorer som inte attraherar privat riskkapital såsom *cleantech*, hårdvara med mera.

Det privata riskkapitalet tillför inte enbart kapital utan även viktiga erfarenheter såsom branschkunskap, skalbarhet och nätverk med kunniga personer till de företag de investerar i. Den internationella utvecklingen går mot alltmer nischade och specialiserade *Venture Capital*-aktörer. Om målet är att attrahera utländskt kapital och attrahera kapital till fler branscher än IT (mjukvara, applikationer) så behöver Fondinvest AB samverka med team som har kompetens och erfarenhet från andra branscher där erfarenheter i dag saknas i Sverige exempelvis hårdvara och *cleantech*.

SVCA *delar* utredarens bedömning att de juridiska formerna för investering kommer att behöva se olika ut för de olika fonderna. Investeringsverksamheten ska, enligt utredaren, bedrivas med utgångspunkt i de övergripande riktlinjer som ägaren beslutar. Enligt utredningen ska fondens styrelse ansvara för att upprätta en investeringsplan för verksamheten med utgångspunkt i ägarens uppdrag och riktlinjer. Verksamheten med utlysningar om fondåtaganden bör, enligt utredaren, utformas efter en fastställd årscykel med utlysning, utvärdering och beslut om investeringar. Därutöver ska tydliga utvärderingskriterier för investeringsverksamheten fastställas med utgångspunkt i målen för fondens verksamhet.

SVCA *delar inte* utredarens bedömning att de investeringsfonder som Fondinvest AB investerar i behöver ha sin juridiska hemvist i Sverige. En stor del av kapitalet som går till tidiga investeringar är internationellt, i synnerhet från USA. Investerare i USA besitter stor erfarenhet och kompetens av riskkapitalinvesteringar och det skulle vara en förlust för Sverige och staten om inte det statliga riskkapitalet kan samverka med detta erfarna kapital, som i högsta grad kan medverka till en positiv utveckling av enskilda investeringar.

SVCA vill dock framhålla att det inte finns något egenintresse att vara baserad i tredje land. Tvärtom, många av SVCA:s medlemmar är intresserade av att sätta upp svenska fondstrukturer. Det skulle också gynna Sverige och stärka Sveriges rykte som tryggt land att investera i, om nya fonder kunde etableras i Sverige. Det finns dock ett antal skattemässiga och regulatoriska hinder idag som måste undanröjas för att fler aktörer ska våga sätta upp fonder i Sverige. Delägare i fonderna, vanligtvis internationella pensionsfonder, utländska statliga investeringsfonder, universitetsstiftelser med flera, måste kunna lita på stabiliteten i det svenska skattesystemet och inte riskera att behöva betala svensk skatt eftersom de redan skattar i sina hemländer alternativt är skattebefriade.

SVCA vill också framhålla att *Private Equity*-sektorn är reglerad på EU-nivå genom AIFMD-direktivet (*Alternative Investment Fund Managers Directive*) som genomförts i svensk lagstiftning genom Lagen om förvaltare av alternativa investeringsfonder (LAIF) som trädde i kraft den 1 juli 2013. Dessvärre är medlemsländernas genomförande av direktivet olikartat, se avsnitt 5.10 Ramverket för investeringar. SVCA anser att det är rimligare att ställa krav på att de fonder som Fondinvest AB investerar i, ska uppfylla krav i enlighet med AIFMD-direktivet i EU:s medlemsländer eller motsvarande reglering i tredje land. Se vidare 5.10 Ramverket för investeringar vad gäller överreglering i den svenska implementeringen av AIFMD.

SVCA är i grunden positiv till asymmetrisk riskdelning i mycket tidiga skeden. Det är dock ett verktyg som måste användas med försiktighet. I det marknadssegment som Fondinvest AB ämnar att investera i, fonder mellan 500-1 000 MSEK finns i dagsläget ett antal privata aktörer. Det finns en risk i att asymmetrisk vinstdelning snedvrider marknadskonkurrensen genom att de fonder, som via Fondinvest AB får tillgång till en asymmetrisk vinstdelning, får en komparativ fördel gentemot sina konkurrenter. SVCA förordar alternativ 1 och 3 eller kombination därav. Det vill säga att det statliga kapitalet antingen har ett tak på sin avkastning eller att det statliga kapitalet står för hela eller lejonparten av driftskostnaderna. Alternativ 2, att det statliga kapitalet ska ta en större risk avstyrks av SVCA då denna typ av subvention ger felaktiga incitament i fonden via ett större risktagande än optimalt. På grund av de risker som finns med asymmetrisk vinstdelning så anser SVCA att marknadseffekterna behöver analyseras ytterligare och i dialog med marknadens aktörer. Därutöver bör kontinuerlig marknadsanalys genomföras i syfte att undvika marknadssnedvridningar.

Utredningens förslag om 5.5 Garantisystem

SVCA har ingen åsikt om ett garantisystem då det ligger utanför våra medlemmars verksamhet.

Utredningens förslag om 5.6 Demonstrationsanläggningsfond

Utredningen beskriver korrekt att det finns ett glapp mellan forskningsintensiva utvecklingsområden som ännu inte har kommit till *proof of concept* och därmed är mycket svåra att i Sverige idag hitta finansiering till. SVCA tar inte ställning till omfattningen av fonden. Vidare anser SVCA att ett mer utförligt upplägg bör tas fram i dialog med marknaden för att säkerställa att fonden och dess bolag attraherar privat kapital. Därutöver bör internationella erfarenheter från länder där demonstrationsanläggningar redan genomförts inhämtas.

Utredningens förslag 5.7 Om genomförande och investering

Ett raskt igångsättande av genomförande men med långsiktighet gentemot de åtagande som finns är väl avvägda i utredningen. *SVCA tillstyrker* utredningens förslag att staten ska kunna arbeta med så kallade *draw downs* och det bör utredas om och hur det kan genomföras. Det är inte en god ordning att som idag finansiera fonder fullt ut och sedan låta pengarna vänta på ett konto där de inte används.

Utredningens förslag 5.8 Styrning och uppföljning av Fondinvest AB

Utredningens föreslår att styrningen av Fondinvest AB behöver utformas på ett sätt som tillgodoser riksdagens och regeringens krav på övergripande strategisk styrning samt insyn i verksamheten samtidigt som tillräcklig flexibilitet finns i den operativa verksamheten. En modell för uppföljning och utvärdering av verksamheten bör läggas fast. Det är viktigt att styrningen och nyckeltal är sådana att de är långsiktiga och allmänt hållna. Detaljerad uppföljning som är ovidkommande för uppdragets natur måste undvikas då det riskerar att drabba medfinansiärerna negativt och därmed minska antalet intresserade finansiärer. Regeringen bör årligen rapportera om verksamhetens resultat till riksdagen. *SVCA tillstyrker* utredningens förslag.

Utredningen förslag 5.9 Innovationsstöd

Utredningen föreslår att Almi och Vinnova ska tilldelas mer medel för att stödja innovation i tidiga faser. *SVCA* har ingen uppfattning om storleken på de medel som ska finnas för detta men kan konstatera att många entreprenörer anser att dessa lån fungerar bra i dagsläget och att det är en typ av finansiering som inte konkurrerar med *SVCA*:s medlemmar utan istället i många fall är en förutsättning för investeringar längre fram. *SVCA tillstyrker* utredningens förslag om att låta andra aktörer kvalificeras för att på Almis uppdrag göra bedömningar om investeringar.

Utredningens bedömning 5.10 Ramverket för investeringar

SVCA delar till fullo utredningens bedömning att ramverket för investeringar i form av skatter och skatteregler har stor betydelse för finansieringen av nya innovativa företag. Områden där förändringar är önskvärda, enligt utredaren, är utformningen av investeraravdraget, inlåsnings effekter i 3:12-reglerna och beskattning av personaloptioner.

Det aktiva kapitalet i Sverige kommer från både Sverige och utlandet. Endast 1,65 % av det aktiva kapitalet är hänförligt till svensk offentlig förvaltning enligt en studie som McKinsey utfört på uppdrag av *SVCA*. Den stora majoriteten av kapitalet som investeras i tidiga skeden är privat kapital. För att främja det privata kapitalet behövs långsiktiga och konkurrenskraftiga spelregler.

Avseende de skattefrågor som lyfts i utredningen inom "Ramverket för investeringar" delar *SVCA* utredningens slutsats att dagens utformning av investeringsavdraget är alltför begränsande. *SVCA* förordar utredningens första förslag, dvs. att utöka reglernas tillämplighet och flexibilitet. Det brittiska avdraget har fungerat väl enligt både entreprenörer och investerare.

Frågan om beskattning av personaloptioner är av ytterst stor vikt. Det kan finnas anledning att ytterligare vidga synfältet t.ex. genom att helt och hållet undanta detta slag av förmåner från sociala avgifter men i gengäld inte tillåta avdrag för förmånen som en personalkostnad. Dessutom bör man överväga frågan om beskattningstillfället skall vara när en aktie tilldelas. I många fall är aktier helt illikvida vilket snarare talar för att beskattning skall ske när en aktie säljs.

SVCA delar utredningens uppfattning om att kapitalförsörjningen skulle förbättras om 3:12 reglerna togs bort. Den nyligen införda 4 procentsregeln gör också i vissa fall personaldeläggande helt ointressant.

Större och vidare frågor som SVCA också vill lyfta i detta sammanhang är *skattesystemets stabilitet och pålitlighet* i tillämpningen. Flera av SVCA:s medlemmar har de senaste åren upplevt långvariga processer mot skatteverket, till exempel vad avser personalens aktieäggande i fonder eller bolag ägda av fonder, samt fondstrukturer i stort. Instabilitet i skattesystemet eller i tillämpningen av det skapar stor oro och riskerar att kraftigt påverka investeringsviljan negativt. Det gäller särskilt investeringar från utlandet.

SVCA vill även framhålla betydelsen av modernisering av AP-fondernas placeringsregler som en viktig nyckel till fungerande kapitalförsörjning. Såsom SVCA tidigare har framhållit, bland annat i remissvar för betänkandet AP-fonderna i pensionssystemet (SOU 2012:53), så bör den så kallade 5 procentsregeln som begränsar AP-fondernas placering i alternativa tillgångar bland annat onoterade företag tas bort. I DS 2015:34 Nya regler för AP-fonderna som för närvarande är ute på remiss föreslås att gränsen för investeringar i alternativa tillgångsslag höjs till 30 procent.

Lagen om förvaltare av alternativa investeringsfonder (LAIF) måste ses över vad gäller den överreglering som inte är nödvändig enligt AIFMD-direktivet (*Alternative Investment Fund Managers Directive*). Överregleringen drabbar små affärsängelsfonder och inkubatorer med passiva investerare i Sverige. För förvaltare av svenska fonder som faller under lagen om förvaltare av alternativa investeringsfonder (LAIF), krävs ett fullständigt tillstånd från Finansinspektionen för att kunna marknadsföra sig till sådana icke-professionella investerare som investerar mindre än 100 000 euro i fonden. Utöver att erhålla det fullständiga tillståndet måste dessa förvaltare även efterleva samtliga bestämmelser i LAIF trots att man faller under de tröskelvärden som är tänkta att undanta just mindre fonder från att behöva efterleva hela den aktuella lagstiftningen. För flera svenska fondförvaltare (inte minst s.k. affärsänglar och andra inkubationsfonder) som ofta har just denna kategori av icke-professionella investerare, så innebär detta ofta oproportionerligt stora kostnader (såväl engångskostnader i form av ansökningsavgifter till Finansinspektionen som löpande administrativa kostnader för att efterleva samtliga bestämmelser i LAIF). Detta borde justeras av lagstiftaren så att denna typ av förvaltare som faller under de aktuella tröskelvärdena i LAIF enbart behöver registrera sig hos Finansinspektion (utan behov av fullständigt tillstånd och utan att behöva efterleva samtliga bestämmelser i LAIF) även om fonden marknadsförs till icke-professionella investerare som investerar mindre än 100 000 euro i fonden.

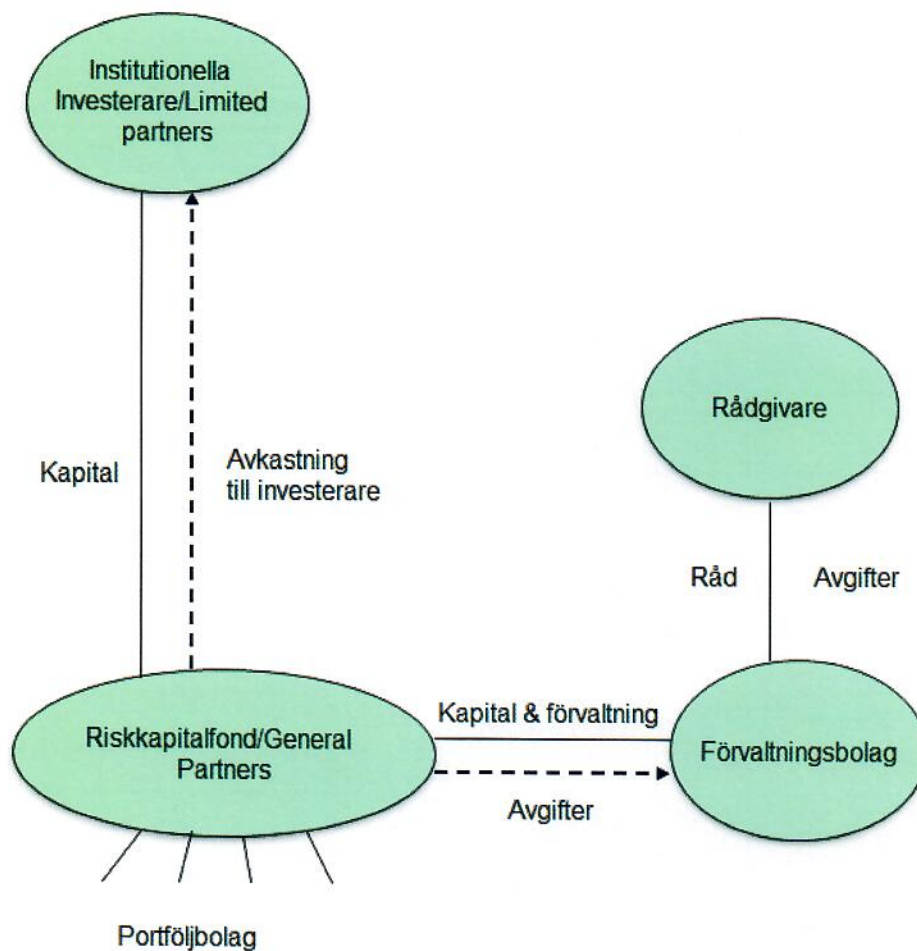
Sverige är ett av få länder som saknar en associationsrättslig form anpassad för fonder. Den pågående fondutredningen *2014 års fondutredning* (Fi 2014:15) utreder för närvarande frågan och ska även belysa den svenska konkurrenskraften på fondmarknaden i stort.

SVENSKA RISKKAPITALFÖRENINGEN, SVCA



Isabella de Feudis, VD
isabella.de.feudis@svca.se
+46 8 678 30 90

Bilaga – Översiktlig och förenklad bild på struktur för private equity-fonder



Bilden är översiktlig och är inte en juridisk beskrivning av exakta fondstrukturer.