

TIMBRO

Statlig finansiering till småföretag?

Roger Svensson

TIMBRO • Maj 2014

Om författaren

ROGER SVENSSON är docent i nationalekonomi, ekonom och statistiker men även empiriker. Han blev docent i innovationsteknik med inriktning mot internationell tekniköverföring vid Mälardalens universitet, april 2003.

I dag är han verksam vid IFN.

© Författaren och Timbro 2014

ISBN: 978-91-87709-36-4

www.timbro.se

info@timbro.se

Innehåll

Förord · 4

Executive summary · 5

Inledning · 6

1. Små, unga och snabbväxande företag · 8

1.1 BETYDELSE FÖR TILLVÄXT OCH SYSSELSÄTTNING · 8

1.2 FINANSIERINGSFORMER · 9

1.3 SVENSKA STUDIER OM SMÅFÖRETAGENS KAPITALFÖRSÖRJNING · 15

2. Marknadsmislyckanden · 17

2.1 ASYMMETRISK INFORMATION FÖR
RISKFYLDA PROJEKT OCH NYSTARTADE FÖRETAG · 17

2.2 SPILLOVER-EFFEKTER · 18

2.3 EXTERNA EFFEKTER INOM ENTREPRENÖRSKAP · 19

2.4 KOMMENTARER KRING TEORIER OM MARKNADSMISLYCKANDEN · 19

3. Hur bör offentliga stödsystem utformas? · 21

3.1 FÖR- OCH NACKDELAR MED OLIKA OFFENTLIGA INSTRUMENT · 21

3.2 KAN OFFENTLIGA AKTÖRER VÄLJA UT RÄTT PROGRAM OCH PROJEKT? · 22

3.3 FELAKTIGA INCITAMENT · 23

4. Svensk offentlig finansiering till småföretag · 24

4.1 OFFENTLIGA BIDRAG TILL SMÅFÖRETAG · 24

4.2 OFFENTLIGT VENTURE-KAPITAL · 28

4.3 LÅNEFINANSIERING TILL SMÅFÖRETAG OCH INNOVATIVA PROJEKT · 36

5. Skatter och finansiering · 41

5.1 BOLAGSSKATTEN · 41

5.2 UTDELNINGSSKATTEN · 42

5.3 KAPITALSKATTER VID AVYTTRING AV AKTIER OCH FONDER · 43

6. Policyrekommendationer · 44

7. Sammanfattning och slutsatser · 47

Referenser · 51

Förord

Små och unga företag är mycket viktiga för Sveriges sysselsättning och välstånd. De som driver de här företagen uppger ibland att finansieringen har varit ett problem vid uppstarten. Man kan misstänka att om finansieringen hade varit ett mindre problem så hade fler tagit chansen att starta eget och vi hade kanske haft fler små och växande företag i landet.

Det är sannolikt delvis på grund av dessa eventuella finansierings-svårigheter som staten tillhandahåller stöd i olika former till företag. Det finns kapital att söka i form av bidrag, lån och venture capital. Men är stödet välfungerande, sett till just finansieringsbehovet?

Frågan om direkta stöd till företag är en av de minst bevakade i den svenska samhällsdebatten. Och trots att 2014 är ett så kallat supervalår med val till både EU-parlamentet, riksdagen, kommunerna och lands-tingen så är intresset begränsat för den här förhållandevis stora posten i statens budget.

Därför lät vi Roger Svensson skriva den här rapporten. Vi ville se en kartläggning av behovet av finansiering i allmänhet för småföretag och av offentlig finansiering i synnerhet, och vi ville ha en utvärdering av de stödformer som finns i dag. Vi ville också se om det möjligen finns något som bör göras för att ge företagen bättre tillgång till kapital. Roger Svensson har på ett förtjänstfullt sätt gjort just detta, och har därtill dragit slutsatser om vad som bör förändras.

Så läs den här rapporten, och fråga dig sedan på vilket sätt som staten bäst möjliggör för företag att växa och anställa.

Malin Sahlén

Projektledare med ansvar för samhällsekonomiska frågor på Timbro

Executive summary

Små och växande företag är viktiga för Sveriges tillväxt och för skapandet av nya arbetstillfällen. Eftersom nystartade företag samt små företag med riskfyllda teknikprojekt lider av begränsat kapital, är det inte orimligt att det skulle finnas fler småföretag som dessutom växte snabbare, om tillgången på kapital vore bättre. Som Roger Svensson visar i den här rapporten står både dåliga regelverk och marknadsmisslyckanden i vägen för kapitaltillgången för några av de mindre företagen.

Det främsta marknadsmisslyckandet som kan skapa kapitalbrist hos vissa småföretag bygger på asymmetrisk information och inkompleta kapitalmarknader. Det kan vara svårt för externa finansiärer att avgöra vilka nystartade eller små bolag som det är värt att tillhandahålla kapital till. Detta är speciellt fallet om verksamheten bygger på en ny produkt, innovation eller affärsidé som inte tidigare prövats av marknaden. I det läget kan det finnas skäl för offentlig finansiering att hjälpa till. Offentlig finansiering är legitimerad om – och endast om – det föreligger ett marknadsmisslyckande, och den får inte tränga ut privat kapital. Det innebär i praktiken att offentlig finansiering enbart ska finansiera små och riskfyllda projekt i tidiga faser.

I dag är det emellertid så att det offentliga åtagandet går långt utöver vad som är teoretiskt och empiriskt motiverat. De statliga VC-bolagen Fouriertransform och Inlandsinnovation är snarare förtäckta industri- och regionalstöd, och bör avvecklas. Industrifonden agerar i alldeles för sena faser och kan också avvecklas, eller stöpas om rejält. Regionalstöd går att motivera vid tillfälliga chocker, men de permanenta stöd vi har i dag kan ifrågasättas. Almi:s småföretagslån är bra vid ekonomisk kris men bör bantas rejält. En stor del av Norrlandsfondens lån går till företag i alltför sena faser, och bör avvecklas eller bantas ner. I stället bör Almi:s innovationslån expanderas, tillsammans med Almi Invests venture capital. Det är nämligen endast de två som uteslutande går in med finansiering i små och riskfyllda projekt i tidiga faser.

Men även olika skatteregler skapar snedvridna incitament för kapitalförsörjningen till småföretag. För det första försvåras aktivt ägande i fåmansbolag genom 3:12-reglerna, vilket kan skapa en brist på så kallade affärsänglar. För det andra riskerar de nyskapade Investeringsparkontona att styra om pengar från onoterade till noterade bolag, och på så sätt återigen missgynna mindre bolag. För det tredje dubbelbeskattas företagen genom att de först betalar bolagsskatt på vinsten och sedan utdelningsskatt när vinsterna delas ut. Detta skapar incitament för lånefinansiering, vilket i sin tur kan vara svårt för mindre företag att alls få tillgång till.

För att på ett mer hållbart sätt komma tillrätta med småföretags finansieringsbehov bör man avskaffa dubbelbeskattningen på aktier genom att utdelningsskatten tas bort. 3:12-reglerna är efter åtskilliga reformförsök ännu inte optimala och bör justeras, och dessutom bör man se över om ISK-konton också kan omfatta onoterade bolag.

Inledning

Små, unga och snabbväxande företag brukar lyftas fram som speciellt viktiga för ekonomisk tillväxt och sysselsättning. Dessa företag utvecklar nämligen fler innovationer per anställd än större och mogna företag (Acs & Audretsch 1988).¹ Ett problem som många småföretag lider av är emellertid begränsat startkapital och små vinstmedel som kan återinvesteras. Därmed finns ett behov av extern finansiering. Extern finansiering karaktäriseras av asymmetrisk information mellan företaget och externa finansiärer, dels med avseende på företagets potential (snedvridet urval) och dels företagets användning av kapitalet (moralisk risk). Detta gör det svårt för externa finansiärer att bedöma vilka projekt/företag som är värda att satsa på och att övervaka huruvida finansieringen används på överenskommet sätt. Externa finansiärer vill därför ha riskpremium för att tillhandahålla kapital (Akerlof 1970; de Meza & Webb 1987). Extern finansiering är därmed dyrare än intern finansiering för företagen.

Småföretagen har dessutom en del egenskaper som gör att det är mer riskfyllt för externa finansiärer att tillhandahålla kapital till dem, jämfört med till storföretag. De har bland annat en kortare historia, färre tillgångar som kan fungera som säkerhet samt löper en större risk att gå i konkurs (Audretsch & Stephan 1996; Cassar 2004; Cressy 2006). Den högre risken intensifierar problemen med asymmetrisk information och gör att de externa finansiärerna vill ha extra riskpremium. Extern finansiering är därför relativt sett dyrare för små än för stora företag.

För att komma till rätta med eventuella finansieringsproblem och kapitalbrist hos småföretag – speciellt nystartade och innovativa företag – har offentliga aktörer sedan decennier bistått med olika finansiella stödssystem till småföretag. Så har även skett i Sverige, där det förekommer både offentliga lån och bidrag såväl som statligt venturekapital. Ett problem med de offentliga fonderna som administrerar resurserna är att finansieringen ofta är utformad på så vis att den ger felaktiga incitament till mottagarna av stödet. Det förekommer även att fonderna sysslar med annan verksamhet än vad som är tänkt, till exempel att de försöker rädda jobb i mogna företag snarare än att skapa nya jobb i innovativa och växande företag (Lerner 2009).

Denna rapport har två huvudsyften och ett delsyfte. För det första ska jag diskutera om det baserat på den teoretiska och empiriska forskningslitteraturen går att motivera att offentliga aktörer stöder småföretag eller delar av denna grupp, till exempel innovativa eller nystartade

¹ Acs och Audretsch (1988) visar att amerikanska storföretag (>500 anställda) hade 27 procent fler innovationer än småföretagen (<500 anställda) år 1982. Storföretagen hade emellertid 8,4 gånger fler anställda än småföretagen. Småföretagen har alltså fler innovationer per anställd än vad storföretagen har. Småföretagens innovationer var dock något mindre betydelsefulla.

företag, med finansiering. För det andra ska jag analysera de befintliga svenska offentliga stödsystemen för småföretag och försöka reda ut huruvida de är effektivt utformade. Baserat på dessa båda delar ska sedan policyrekommendationer ges om huruvida de svenska offentliga stöden bör reformeras eller eventuellt avvecklas. Ett delsyfte är att diskutera utformningen av olika bolags- och ägarskatter. Missgynnar dessa skatter tillgången på kapital för småföretag?

Rapporten är disponerad enligt följande. I avsnitt 1 diskuteras vilken betydelse som små och snabbväxande företag har för ekonomisk tillväxt. Här diskuteras även de olika finansieringsalternativens (internt kapital, lån och externt aktiekapital) för- och nackdelar teoretiskt, och hur småföretagens faktiska finansiering ser ut empiriskt. Olika skäl till varför offentliga aktörer eventuellt bör finansiera småföretag analyseras i avsnitt 2. Fokus är här på marknadsmisslyckanden. I avsnitt 3 diskuteras hur olika offentliga stödsystem bör utformas för att de ska vara effektiva. Både avsnitt 2 och 3 baseras på den internationella forskningslitteraturen. I avsnitt 4 görs en genomgång av de befintliga svenska offentliga stödsystemen för småföretag och huruvida de överensstämmer med de rekommendationer som ges i avsnitt 2 och 3. Hur olika skatter på företagsvinster och ägande kan tänkas påverka finansieringssituationen för småföretag diskuteras i avsnitt 5. I avsnitt 6 ges ett antal policyrekommendationer om hur olika offentliga stödsystem och ägarskatter i Sverige bör reformeras. Rapportens slutsatser sammanfattas i avsnitt 7.

1. Små, unga och snabbväxande företag

1.1 BETYDELSE FÖR TILLVÄXT OCH SYSSELSÄTTNING

Enligt en klassisk studie (Acs & Audretsch 1988) är småföretag mer innovativa än storföretag. Småföretag med färre än 500 anställda stod för nästan hälften av de 8 072 innovationer som infördes i USA år 1982. Småföretagen hade betydligt fler innovationer per anställd än vad storföretagen hade. Dock var innovationerna som infördes av storföretag något mer betydelsefulla. Författarna menar även att småföretagens roll som innovatörer är störst i icke-mogna branscher där marknadsmakten är okoncentrerad. Baumol (2004) visar att amerikanska småföretag har stått för många revolutionerande innovationer under 1900-talet, som senare vidareutvecklats och nått sin fulla potential i stora företag. En tolkning av dessa studier skulle kunna vara att entreprenörer är bra på att identifiera nya teknologier som möter kundernas efterfrågan.

I en genomgång av forskningslitteraturen visar Van Praag och Versloot (2008) att unga och små företag bidrar oproportionellt mycket till ökad sysselsättning, produktivitetstillväxt och regional utveckling. Går man ett steg längre skulle man kunna säga att det speciellt är unga småföretag som växer ovanligt snabbt och att det är de som främst bidrar till ökad tillväxt och välfärd (Storey 1994; Birch m fl 1995; Acs & Mueller 2008; Henrekson & Johansson 2010). Dessa företag brukar kallas gaseller och står i bjärt kontrast till de flesta småföretag, som förblir små (Birch 1981; Acs & Mueller 2008).

Gasellerna är ganska få i antal, men har rönt stort intresse bland både politiker och forskare, inte minst på grund av deras stora potentiella betydelse för jobbskapande. Henrekson och Johansson (2010) konstaterar i en litteraturöversikt att en grupp av små snabbväxande företag (cirka 5–10 procent av alla företag) står för en majoritet av alla nya jobb i en rad olika OECD-länder.

Henrekson och Johansson (2010) föreslår att gasellerna har några utmärkande egenskaper: 1) de är yngre än genomsnittliga företag, 2) för att kvalificera sig som gasell är storlek mindre viktigt än ålder, och 3) gaseller är inte överrepresenterade i högteknologiska sektorer, men väl i kunskapsintensiva tjänstesektorer såsom utbildning, vård och omsorg. Acs och Mueller (2008) menar att man bortser från en majoritet av gasellerna om man bara studerar högteknologiska sektorer. Variationen i tillväxt bland gasellerna är dock stor. Dessutom tenderar tillväxten att ske periodvis, blandat med perioder av stagnation eller normal tillväxt (Delmar m fl 2003; Parker & Storey 2010).

Bilden av att endast gasellerna är viktiga för tillväxt har ifrågasatts. För det första har det förts en debatt om huruvida det är existensen av ett fåtal snabbväxande företag (gaseller) eller nystartandet av många företag som skapar tillväxt (Storey 1994; Davidsson & Delmar 2006). Henrekson och Johansson (2010) menar att dessa båda grupper av

företag är komplementära. Jobbskapandet i de genomsnittliga nya företagen är sammantaget minst lika viktig som de nettojobb som skapas i gasellerna. Det krävs alltså ett kontinuerligt flöde av nya företag för att skapa tillväxt. För det andra har det ifrågasatts huruvida olönsam snabb tillväxt verkligen leder till framtida vinster i längden via ökande marknadsandelar (Steffens m fl 2009). Davidsson med flera (2005) menar att det är företag med låg tillväxt och god lönsamhet snarare än de med hög tillväxt och dålig lönsamhet som i längden når det önskvärda resultatet med både hög tillväxt och hög lönsamhet.

1.2 FINANSIERINGSFORMER

Det finns tre huvudsakliga finansieringskällor för småföretag: interna resurser, externt aktiekapital och lånefinansiering. Forskningslitteraturen har nästan helt fokuserat på aktiekapital som kommer från venture-kapitalister, trots att venture-kapital bara utgör en liten del av all finansiering för småföretag (Eckhardt m fl 2006; Vanacker & Manigart 2010). Externt venture-kapital utgör även en liten del av den totala finansieringen för de snabbväxande gasellföretagen (Robb & Robinson 2014; Minola & Giorgino 2011). Dessutom använder nästan alla småföretag – även nystartade – olika former av finansiering (Huyghebaert & Van de Gucht 2007).

En annan finansieringsform som ofta används av småföretag är att man leasar eller lånar maskiner och utrustning i stället för att äga dessa. Därmed binder man inte upp stort kapital (Cosh m fl 2009). Förskottsbetalningar från kunder används också som en temporär finansieringsform (Winborg & Landström 2001). Leverantörskrediter är också en form av kortfristig finansiering för många företag. Sådana krediter innebär att ett företag får leveranser av insatsvaror eller -tjänster, men får längre tidsfrist för att betala dessa. Det krävs ofta att företaget har byggt upp goodwill och visar stabila kassaflöden för att få sådana krediter.

För- och nackdelar med olika finansieringsformer

För externa finansiärer av företag så finns två olika former av problem relaterade till asymmetrisk information som beror på att företaget har mer information än de utomstående finansiärerna. Det ena problemet bygger på snedvridet urval (adverse selection) och innebär att det är svårt för en utomstående att avgöra vilka företag som har de bästa framtidsutsikterna och som det är värt att satsa på (Akerlof 1970). Det andra problemet kallas moralisk risk (moral hazard). Den externa finansiären har svårt att observera huruvida mottagaren av finansieringen använder pengarna för sina egna syften eller inte (de Meza & Webb 1987).

Problemen med snedvridet urval och moralisk risk gör att det blir höga sök- och transaktionskostnader för externa finansiärer. De kommer därför att kräva riskpremium för att tillhandahålla kapital. Ju mer riskfylld investeringen är desto högre premium, eftersom risk intensi-

fierar problemen med asymmetrisk information (Myers 1984). Extern finansiering kommer därför att bli relativt dyr för företaget jämfört med intern finansiering. Företagen kommer därmed att försöka finansiera nya investeringar med interna medel, om detta är möjligt. Först när internt kapital inte är tillgängligt kommer företaget att söka den dyrare externa finansieringen. Vanacker och Manigart (2010) visar empiriskt att små snabbväxande företag föredrar att använda interna resurser när dessa är tillgängliga. Då vinster uppstår tenderar dessa att återinvesteras och ersätta extern finansiering.

Vad gäller extern finansiering menar Myers (1984) samt Myers och Majluf (1984) att företagen föredrar lånefinansiering framför externt aktiekapital. Detta beror på att lån lider mindre av informationsasymmetrier än vad aktiekapital gör. Långivarna har nämligen företrädesrätt till tillgångarna om bolaget skulle gå i konkurs och har därmed företagets säkerheter som pant för lånen. Långivarna kräver därför lägre premium. En annan orsak till att lån föredras framför externt aktiekapital är att ägaren inte förlorar kontroll över företaget. Visserligen kan även långivande banker ställa krav på låntagaren, men i mindre grad än vad aktieägare kan (Berger & Udell 1998). För företagen så är alltså intern finansiering förstavalet, sedan kommer lån och till sist externt aktiekapital. Detta kallas för "den finansiella hackordningen" (financial pecking order) (Myers 1984; Myers & Majluf 1984).

Om utdelningar på aktiekapital dubbelbeskattas – som är fallet i Sverige – blir dessutom externt ägarkapital extra dyrt jämfört med lånefinansiering. Skattesystemet skapar en subvention för lånat kapital jämfört med ägarkapital. Kostnader för lånat kapital (räntebetalningar) är avdragsgilla, medan kostnader för eget kapital (utdelningar) inte får dras av (SOU 2012:66).

Den ovan nämnda teorin och finansiell hackordning gäller för stora och mogna företag. Småföretag har oftast andra egenskaper än vad större företag har som gör att extern finansiering blir mer riskfylld. Förutom att småföretagen har en kortare historia, så har de dessutom begränsade materiella tillgångar att använda som säkerhet för finansieringen, en större ägarkoncentration och en betydligt högre risk att falla eller gå i konkurs (Audretsch & Stephan 1996; Cassar 2004; Cressy 2006). Bland småföretagen är det oftast de nystartade som har störst problem med informationsasymmetrier (Berger & Udell 1998; Cassar 2004). Externa finansierare kräver därför högre riskpremium för småföretag (i synnerhet för nya företag) än de gör för storföretag.

Berger och Udell (1998) har konstruerat en modell som visar att företagets optimala finansiering varierar med företagets livscykel. Den grundläggande idén är att finansieringsbehovet och möjligheterna förändras när företaget växer. För nya företag finns det nästan bara interna resurser tillgängliga – eventuellt även externt kapital från affärsänglar. Sedan kommer VC-bolag med aktiekapital och banker med lån. Till sist finns det möjlighet till börsnotering. För nystartade och unga företag är

alltså lån från banker sällan tillgängliga. Detta beror dels på att företagen ofta saknar tillgångar som kan stå som säkerhet för lånen och dels på den höga risken att bolaget ska gå i konkurs (se mer i avsnitt 3.1).

Intern finansiering

Intern finansiering är sådant kapital som ägaren själv, vänner och/eller familjemedlemmar tillhandahåller. Det handlar här nästan uteslutande om aktiekapital och inte om lån (Robb & Robinson 2014). Flera studier har visat att intern finansiering är den största finansieringskällan (mer än 50 procent) för små och teknologibaserade företag (Berger & Udell 1998; Bozkaya & van Pottelsberghe 2008; Revest & Sapio 2012). I en internationell studie har man visat att mer än 60 procent av startkapitalet i nya företag består av interna resurser (GEM 2004). För etablerade småföretag står återinvesterade vinstmedel för en del av detta interna kapital som tenderar att ersätta extern finansiering (Berger & Udell 1998; Vanacker & Manigart 2010).

Under det senaste decenniet har både arvsskatten och förmögenhetsskatten avskaffats. Avskaffandet av den förra gör det lättare för företagare att låta kontrollen över företaget stanna inom familjen. Borttagandet av förmögenhetsskatten förväntas dels ge en ojämnare förmögenhetsbildning och dels se till att mer kapital stannar och investeras i Sverige. Holtz-Eakin med flera (1994) och Lindh och Ohlsson (1998) visar empiriskt att en ojämn förmögenhetsfördelning samvarierar positivt med entreprenörskap och nyföretagande både i USA och i Sverige.

Lånefinansiering

Banker och andra finansiella institutioner tillhandahåller kort- och långfristiga lån till småföretag. Det är då viktigt att företagen har tillgångar som kan ligga som garanti för lånen. Sådana tillgångar bestämmer ofta hur mycket lånefinansiering ett företag kan få. Detta gör att nystartade företag och teknologibaserade företag har svårt att få lån från banker förrän de har visat någon form av kommersiell framgång. Teknologintensiva företag har ofta immateriella tillgångar som är svårare att belåna än materiella tillgångar. Det kan även vara problem att betala räntor och amorteringar för nya företag innan intäkterna har börjat komma in. På teoretiska grunder kan man därför ifrågasätta om banklån är en optimal finansieringslösning för nystartade och teknologibaserade företag.

Flera empiriska studier visar emellertid att banklån är den främsta externa finansieringsformen för nya och små företag (Berger & Udell 1998; Bozkaya & van Pottelsberghe 2008; Robb & Robinson 2014; Minola & Giorgino 2010). Berger och Udell (1998) visar att banklån står för 45 procent av amerikanska småföretags finansiering. Även för nya belgiska företag står banklån för 45 procent av finansieringen (Huyghebaert & Van de Gucht 2007). 40 procent av alla nystartade amerikanska företag har banklån (Robb & Robinson 2014). Även för

teknologibaserade företag står banklån för den viktigaste externa finansieringen (Robb & Robinson 2014; Vanacker & Manigart 2010; Minola & Giorgino 2011). Flera studier visar också att lånefinansiering är den viktigaste externa finansieringskällan för svenska småföretag (Cressy & Olofsson 1997; Winborg & Landström 2001; Klagge & Martin 2005).

Trots nackdelarna med lånefinansiering till riskfyllda projekt, finns det vissa fördelar – åtminstone för småföretagen. Banklån påverkar inte röstmajoritet och kontroll i företagen, till skillnad från externt aktiekapital. Lån är också en billigare finansieringsmetod än aktiekapital i Sverige eftersom räntorna är avdragsgilla, vilket inte aktieutdelningar är. Företagsvinster och aktieutdelningar dubbelbeskattas. Men även bankerna har visat ett ökat intresse av att finansiera småföretag. Det är främst tack vare att företagens ägare – och inte företagen själva – garanterar lånen med personliga tillgångar (Berger & Udell 1998). Bankerna brukar även ge kortfristiga lån eller mindre lånebelopp för att minska risken, samtidigt som man kan bygga upp långsiktiga relationer med företagen (Huyghebaert & Van de Gucht 2007).

Externt aktiekapital

Venture-kapitalbolag

Venture-capital (VC) är investeringar i onoterade företags egna kapital med aktivt engagemang. VC-bolagen går oftast in i tidiga faser (sådd, uppstart, tidig tillväxt och expansion). Investeringarna sker i bolag som har god tillväxtpotential. Därför är det inte underligt att fokus på investeringarna ligger på innovativa samt teknologi- och kunskapsintensiva sektorer. Typiska sektorer är IT, life science, telekommunikation och bioteknik (Fraser-Sampson 2007).

Det finns två fördelar med VC-bolag jämfört med andra finansiärer. För det första bidrar de inte bara med finansiering utan även med industrispecifik kunskap och nätverk med andra finansiärer och potentiella tillverkningsföretag – så kallat kompetent kapital. För det andra ökar inte aktiekapitalfinansiering risken för konkurs på grund av att företaget inte kan betala räntor eller amorteringar (Carpenter & Petersen 2002). En nackdel med externt aktiekapital är dock att entreprenören måste lämna ifrån sig ägarandelar och därmed kontroll av företaget. En annan nackdel är att finansiering med aktiekapital är kostsam. Detta beror dels på de höga avkastningskrav som de privata investerarna ställer (ofta 20–50 procent på årlig basis) på grund av att många investeringar fallerar, och dels på dubbelbeskattning av vinstutbetalningarna (se ovan).

Empiriska studier har dock visat att VC-bolagen står för en mycket liten del av finansieringen av nya och små företag. Endast 1 000 av de 600 000 företag (det vill säga långt mindre än 1 procent) som startas varje år i USA får finansiering av VC-bolag (USSBA 2009). En annan studie kom fram till att 0,5 procent av nystartade företag får sådan

finansiering (GEM 2003). När det gäller Sverige finns det en grov approximation att cirka 1,2 procent av de 46 000 företag som startades mellan 2002 och 2009 fick finansiering från VC-bolag (Söderblom 2012).

Trots att andelen nya och små företag som får finansiering från VC-bolag är låg, är VC-finansiering viktig för vissa företag. Ungefär 60 procent av de företag som börsnoterades i USA 1999–2009 hade någon gång fått VC-finansiering (Kaplan & Lerner 2010). Det är visserligen få företag som får VC-finansiering, men när den finansieringen väl ges så kan summorna vara ganska stora (Bozkaya & van Pottelsberghe 2008; Söderblom 2012). Men även bland snabbväxande och innovativa företag är det bara en liten andel som får VC-finansiering, till exempel bara 16 procent av de företag som var listade på Inc 500 mellan 1997 och 2007 (Kedrosky 2009).

Det har skett en kraftig tillbakagång i den privata VC-sektorn internationellt sett sedan millennieskiftet (Kedrosky 2009; Mason 2009). Så har även varit fallet i Sverige, där antalet aktiva privata VC-bolag har minskat med 65 procent (Söderblom 2012). Det finns två olika förklaringar till denna nedgång (Söderblom 2012). Den första skolan menar att VC-sektorn är cyklisk och att den snart kommer att återhämta sig (Kaplan & Lerner 2010; Block & Sandner 2011). Resonemanget går ut på att det finns en självreglerande mekanism i sektorn. En period av dålig avkastning leder till minskat kapitalinflöde till VC-bolagen. Detta resulterar i minskad konkurrens bland VC-bolagen och att priserna på potentiella portföljbolag sjunker. Detta borde sedan leda till en återhämtning vad gäller VC-bolagens avkastning.

Den andra skolan hävdar att VC-sektorn har ett antal strukturella problem och behöver förnyas (Kedrosky 2009; Mason 2009; Segalla m fl 2010; Gobry 2011). Marknaden för VC-bolag har blivit mindre på grund av försämrade möjligheter för VC-bolagen att avyttra portföljbolag och att en del institutionella placerare har dragit sig ur som finansörer till VC-sektorn. Enligt denna uppfattning är därför nedgången i VC-sektorn hälsosam. Man menar dessutom att dagens VC-sektor kommer att splittras i två undersektorer – en sektor med många mindre butikliknande VC-bolag, och en annan sektor med ett fåtal megastora VC-bolag (Söderblom 2012). De mindre VC-bolagen kommer att gynnas av att: 1) många av portföljbolagen är internetbaserade och därmed kapitaleffektiva, 2) de har hög flexibilitet och låga förvaltningskostnader, och att 3) det är lättare och snabbare att gå ur småskaliga portföljbolag. De institutionella placerarna förväntas däremot allokera resurser till de riktigt framgångsrika VC-bolagen som kommer att bli megafonder.

Affärsänglar

Affärsänglar är privatpersoner som fungerar som informella venturekapitalister. Det finns en del viktiga skillnader mellan VC-bolag och

affärsänglar. Affärsänglarna investerar sitt eget kapital direkt i ett litet antal portföljbolag och har oftast en aktiv roll. VC-bolagen får däremot ofta sitt kapital från olika institutioner som banker, försäkringsbolag och pensionsfonder (Mason & Harrison 2002). Affärsänglarna är ofta före detta företagsledare eller entreprenörer och har mer erfarenhet av entreprenörskap än personal på VC-bolag, men de senare har erfarenhet av fler investeringar (Van Osnabrugge 1998).

Affärsänglarna kan använda en rad olika finansiella instrument från rent aktiekapital till rena lån (Shane 2008). Wong med flera (2009) har gjort några empiriska observationer av affärsänglarnas beteende: 1) finansiering sker oftast i företagets tidiga faser, portföljföretagen har en ålder på 10 månader i genomsnitt när de får finansiering, 2) portföljföretagen uppvisar sällan vinst när affärsänglarna går in, 3) investeringar sker mestadels i lokala företag, och 4) investeringsbeloppen är ganska små – betydligt mindre än 1 miljon kronor i genomsnitt.

Affärsänglarna går alltså in i tidigare faser och i mindre bolag än vad VC-bolagen gör. Vanligtvis är portföljbolagen mer än ett år gamla när VC-bolag går in första gången (Gompers 1995). Affärsänglarnas fokus på tidigare faser kan bero på att de har lägre transaktionskostnader än VC-bolag för att hitta lovande projekt att investera i (Avdeitchikova 2008) – affärsänglarna har ju ofta lokal kännedom. Precis som VC-bolag strävar affärsänglar efter en ekonomisk vinst och att så småningom gå ur sina portföljbolag. Affärsänglarna har dock inga tidsmässiga begränsningar som en del privata VC-bolag har. De kan därför acceptera vinstutdelningar under längre tid som ett alternativ till kapitalvinster vid avyttring (Riding 2008).

Det är mycket svårt att uppskatta storleken på de investeringar som affärsänglarna gör. Detta beror dels på att affärsänglarna är en liten andel av samtliga privatpersoner och dels på att det inte finns någon samlad statistik på de investeringar som affärsänglarna gör – det handlar ju om investeringar från privatpersoner (Riding 2008). Inte desto mindre har man försökt uppskatta marknaden för affärsänglarna. Sohl (2005) menar att affärsänglarna investerar något mer än vad de privata VC-bolagen gör i USA. Mason och Harrison (2000) kommer fram till samma resultat i England. Enligt en grov uppskattning (extrapolering) investerar affärsänglarna mellan 385 och 450 miljoner euro per år i Sverige, vilket motsvarar cirka 1 procent av BNP (Avdeitchikova 2008). Detta är något mindre än vad de privata VC-bolagen investerar. Det ska dock tilläggas att antalet företag som tar emot finansiering från affärsänglar är fler än de som får finansiering från VC-bolag. Anledningen är att affärsänglarnas investeringsbelopp till varje portföljbolag är betydligt mindre (Söderblom 2012).

Precis som för investeringar gjorda av privata VC-bolag, så är avkastningen på affärsänglarnas investeringar mycket ojämn och endast ett fåtal investeringar blir riktigt lönsamma. Mason och Harrison (2002) finner att 34 procent av brittiska affärsänglars investeringar var rena

förlustaffärer och ytterligare 13 procent delvis förluster eller nådde knappt upp till break-even. Endast 10 procent av investeringarna gav en avkastning på minst 100 procent. En liknande fördelning av avkastningen på affärsänglarnas investeringar har även observerats i Finland (Lumme m fl 1996). Däremot visar Benjamin och Margulis (1996) att 60–65 procent av affärsänglarnas investeringar i USA är förlustaffärer eller når endast break-even.

Börsnotering

Vid millennieskiftet var det många teknologiintensiva småföretag i USA och Europa som noterade sig på nya mindre börslistor. Förhoppningarna var att dessa plattformar skulle säkra den långsiktiga finansieringen för många snabbväxande och teknologiintensiva företag. Börslistor ansågs också vara viktiga för att VC-bolag skulle kunna få avsättning för sina portföljbolag. Även i Sverige lanserades ett antal sådana börslistor.

Historien har dock visat att de europeiska börslistorna har kantats av misslyckanden. Många kollapsade i samband med att IT-bubblan sprack. Nyintroduktionen av företag på börslistorna har varit mager det senaste decenniet (Revest & Sapio 2012).

Revest och Sapio (2012) har framfört två förklaringar till misslyckandet med att skapa välfungerande offentliga börsmarknader för små och unga företag. För det första så var diversifieringen på listorna låg; det fanns nästan bara riskfyllda FoU-företag. För det andra ansågs börslistorna vara för små för de mäklare som var aktiva kring millennieskiftet, vilket ledde till tuff konkurrens.

1.3 SVENSKA STUDIER OM SMÅFÖRETAGENS KAPITALFÖRSÖRJNING

Enkätundersökningar genomförda i Sverige visar att finansiering inte utgör ett stort problem för de flesta små- och medelstora företag. I en stor enkät från Tillväxtverket (2011) kom tillgång på lån och krediter först på sjätte plats av tio över de faktorer som skulle kunna utgöra ett hinder för expansion hos småföretag med färre än 50 anställda.² Endast drygt 10 procent av småföretagen (<50 anställda) och 12 procent av de medelstora företagen (50–249 anställda) angav att tillgång på lån och krediter var ett tillväxthinder.³ Tillgången på externt ägarkapital kom ännu lägre ner som hinder – först på åttonde plats av tio. Här verkar dock behovet vara större hos småföretagen (9 procent) än hos de medelstora företagen (6 procent). Detta är i linje med teorin ovan att större företag kan återinvestera vinstmedel. Småföretagen menade

2 Tillväxtverkets enkätstudie från 2008 presenterade liknande resultat angående företagens kapitalbehov.

3 Här är dock variationen stor mellan olika sektorer, där företag inom hotell och restaurang samt el, gas, värme och vattenförsörjning oftast (cirka 16–17 procent) ser tillgång på lån och krediter som ett tillväxthinder. Lån och krediter är även ett tillväxthinder bland företagare med utländsk bakgrund (Tillväxtverket 2011).

i stället att brist på egen tid, lagar och myndighetsregler, konkurrens från andra företag och tillgång på lämplig arbetskraft var de största hindren för expansion och tillväxt. För de medelstora företagen var konkurrens från andra företag, tillgång till lämplig arbetskraft, lagar och myndighetsregler och företagets lönsamhet de viktigaste hindren i rangordning.

Johansson med flera (2013) summerar flera enkätstudier som undersöker kapitalförsörjning i små och medelstora svenska företag. Slutsatsen är att efterfrågan på externt ägarkapital bland företagen är låg. Externt venture-kapital hamnar långt ner på listan över finansieringsalternativ. Ägarna av små och medelstora företag föredrar att finansiera verksamheten med eget kapital eller att återinvestera vinster, eftersom man då kan behålla kontroll över företaget. Kontroll och oberoende är också viktiga skäl till att dessa individer blivit företagare. Johansson med flera (2013) genomför även en egen enkätstudie och kommer fram till liknande slutsatser.

Sweco Eurofutures (2008) gjorde en bedömning att bristen på privat ägarkapital för småföretag i mellersta Norrland var speciellt stor i den tidiga uppstartsfasen för innovativa företag. Det rör sig om en tidpunkt då företagen knappt har startat med försäljning och har ett kapitalbehov från 1–2 miljoner kronor till 10 miljoner kronor. Denna studie låg sedan till grund för bildandet av de regionala statliga VC-fonder som täcker hela Sverige och som finansierats av EU, Almi och regionala aktörer. Fonderna administreras av Almi Invest och till viss del av Innovationsbron (se avsnitt 5.2.1).

2. Marknadsmislyckanden

För att kunna motivera att offentliga aktörer går in och finansierar nya företag eller innovativa projekt kräver den ekonomiska teorin någon form av marknadsmislyckande. Det kan handla om att för få nya företag etablerar sig eller att underinvesteringar i FoU uppstår jämfört med vad som är samhällsekonomiskt optimalt. Om offentliga stöd ges då marknadsmislyckanden inte existerar är risken stor att de offentliga insatserna orsakar överetableringar av nya företag eller överinvesteringar i FoU. När projekt och företag med allt sämre utsikter finansieras, blir lägre avkastning ofta följd. Den ökade finansieringen kan dessutom orsaka brist på knappa FoU-resurser såsom kvalificerad forskningspersonal.

2.1 ASYMMETRISK INFORMATION FÖR RISKFYLLDA PROJEKT OCH NYSTARTADE FÖRETAG

Underinvesteringar i FoU och innovativa projekt kan uppstå till exempel om kapitalmarknaden för riskfyllda investeringar inte fungerar. Detta kan bero på att uppfinnaren vet mer om teknologin och projektets möjligheter än potentiella köpare, tillverkare eller finansiärer. Det blir svårt för finansiären att välja ut de mest lovande projekten. Det kan även vara problem för finansiären att veta vad mottagaren använder pengarna till (moralisk risk). Denna asymmetriska information skapar problem för utomstående att välja ut de mest lovande projekten att investera i. Sök- och transaktionskostnaderna kan vara betydande. Därför kan det uppstå en brist på finansiellt kapital för riskfyllda innovativa projekt (Kaplan & Strömberg 2001; Carpenter & Petersen 2002). Då kan det vara motiverat att staten går in med finansiering. I fallet med innovativa projekt ska naturligtvis den statliga finansieringen vara riktad mot faser då osäkerheten är som störst, det vill säga i tidiga stadier – såddfasen och uppstartsfasen (Lerner 2009).

Det finns även en tendens att privata VC-företag inte vill investera i projekt som understiger ett par miljoner kronor (cirka 5 miljoner kronor). Anledningen är helt enkelt att den information en investerare behöver samla in och utvärdera om ett projekt kan ses som en fast kostnad. Om projektet är för litet i förhållande till den fasta kostnaden är det inte lönt för det privata VC-företaget att investera alls. I så fall gör den statliga finansieringen bäst nytta för små och tidiga projekt.

På samma sätt som i fallet med riskfyllda innovativa projekt ovan, kan nystartade företag ha problem att få tag på startkapital på grund av problem som skapas genom asymmetrisk information. Osäkerheten om huruvida den nya affärsidén är bärande är som störst då företaget ska startas (Hubbard 1998). När den nya företagaren väl har kommit en bit på väg med verksamheten så har det statliga stödet ofta spelat ut sin roll. Den största osäkerheten har då skingrats och det blir lättare att få finansiering från banker, privata VC-företag eller investeringsfonder.

2.2 SPILLOVER-EFFEKTER

Ett företag som investerar i FoU eller innovativa projekt för att ta fram ny kunskap kan ha svårt att hindra andra företag från att använda den nya kunskapen.⁴ Det är också liten sannolikhet att företaget själv har den kompetens som krävs för att kunna ta till vara på all den nya kunskapen. FoU ger därmed spridningseffekter och positiva spillovers till andra företag (Jaffe 1986).⁵ Det är alltså betydligt lättare och billigare för utomstående att imitera andras produkter än att själva ta fram nya produkter.⁶ Svårigheten att hindra andra från att stjäla kunskapen och förekomsten av spillovers gör risken stor att företagen på en fri marknad investerar för lite i FoU. De FoU-investerande företagen bortser i sina investeringskalkyler från en del av det värde (spillover-effekten) som investeringen kan förväntas ge upphov till och investerar därför mindre än vad som vore samhällsekonomiskt önskvärt (Arrow 1962). Eftersom den samhällseliga avkastningen är högre än den privata, uppstår en välfärdsförlust. Rädslan för att kunskapen ska imiteras av andra kan dessutom orsaka att företagen avstår från att genomföra viss FoU som annars hade varit motiverad.

För att komma till rätta med detta finns det två huvudsakliga metoder som statsmakterna kan använda sig av:

- Genom lagstiftning kan immateriella rättigheter skydda den som givit upphov till den nya kunskapen. Patent och upphovsrätt exkluderar andra från att använda kunskapen och ger incitament till upphovsmän att spendera resurser på FoU, att uppfinna och att kommersialisera. Samtidigt måste den som ansöker om patent offentliggöra grundläggande information om uppfinningen, vilket bidrar till kunskapsspridning.
- Staten kan ta på sig ansvaret för att finansiera och/eller utföra framtagandet av den nya kunskapen. Syftet är sedan att den nya kunskapen ska spridas. Statliga universitet och forskningsinstitut som gör FoU är det främsta exemplet på detta system. Ibland är staten bara finansiär och låter företagen utföra FoU:n. Detta kan ske genom direkta FoU-stöd eller indirekta skatteincitament.

Tanken med dessa metoder är dels att fler nya och förbättrade produkter ska komma konsumenterna till godo, och dels att externa effekter i form av kunskapsspridning ska komma andra till del. Patent och upphovsrätt kräver direkta applikationer (tillämpningar) och fungerar

4 Kunskapen är vad man brukar säga "icke-exkluderbar".

5 Sådana spillovers sker mellan sektorer och företag genom att personal byter jobb, vetenskapliga publikationer, omvänd ingenjörskonst av konkurrenters produkter (produkten plockas isär baklänges för att man till slut ska få reda på teknologin) och imitation av existerande teknologier.

6 Mansfield (1981) uppskattade att kostnaden för att imitera en produkt är 65 procent av de ursprungliga innovationskostnaderna.

därför bäst som stimulator för kommersiellt gångbara projekt.⁷ När det gäller grundforskning – det vill säga forskning utan direkt kommersiell användning – är därför offentlig subventionering den enda möjligheten. En generell tumregel är annars att staten bör finansiera FoU-projekt där den samhällsliga avkastningen är hög relativt den privata. Det är denna FoU som annars inte skulle bli av och som samhället tjänar mest på om den utförs. Grundforskning är ett sådant exempel. Det är även lämpligt att staten går in och finansierar projekt som enskilda konsumenter inte direkt vill betala för men som samhället i stort har nytta av (offentliga behov). Exempel på detta är FoU-projekt inom sektorerna energi, miljö och försvar.

2.3 EXTERNA EFFEKTER INOM ENTREPRENÖRSKAP

Lerner (2009) argumenterar för att positiva externa effekter kan uppstå om man lyckas få igång entreprenörer och privata VC-företag inom en ny bransch. Sådana spillovers är mest sannolika att finnas då pionjärer bland entreprenörer och privata VC-företag etablerar sig. Det kan därför vara motiverat att staten går in som en katalysator i tidiga skeden. Men så snart som entreprenörer och privata VC-företag inom branschen når en viss kritisk massa – vilket är en process som kan ta årtal eller decennier – är det inte längre lika motiverat att staten blandar sig i.

Lerner (2009) stöder sig mot innovationer och tillväxt i sina resonemang. Det ena benet som han stöder sig på är att fler innovationer ger högre tillväxt. Att utvecklingen av teknologin snarare än ökade insatser av arbetskraft och kapital förklarar tillväxten har varit känt sedan länge (Abramowitz 1956; Solow 1957).⁸ Det andra benet är att speciellt nya och små företag (entreprenörer) är mer innovativa än andra företag, enligt Acs och Audretsch (1988) (se avsnitt 2.1).

2.4 KOMMENTARER KRING TEORIER OM MARKNADSMISSLYCKANDEN

Tabell 1 sammanfattar vad de tre olika teoretiska argumenten grundar sig på och vilka förslag på stöd som ges. Notera att teorierna om spillover-effekter och asymmetrisk information bygger på direkta marknadsmisslyckanden till skillnad från externa effekter inom entreprenörskap. Statlig finansiering enligt spillovers och asymmetrisk information är därför mer välmotiverad. I samtliga fall handlar det om att stödja projekt eller företag som bara lyckas *om och endast om* den statliga finansieringen finns tillgänglig. Det får alltså inte ske någon

7 Det skulle vara samhällsligt kostsamt om staten beviljade patent för teorier och idéer som ligger långt ifrån färdiga produkter på marknaden. Detta skulle blockera dem som vill använda idéerna, och det är kostsamt att förhandla fram kontrakt mellan patentägare av idéer och eventuella tillämpande företag.

8 Både Abramowitz (1956) och Solow (1957) visade att 80–90 procent av ökningen i nettoproduktionen per capita i USA det senaste seklet beror på ökad produktivitet som ett resultat av teknologiska förbättringar snarare än på ökade insatser av kapital.

undanträngning av privat finansiering. I fallet med spillovers räcker det med att projektet lyckas och avslutas. Det är inte nödvändigt att det företag som äger projektet lyckas, eftersom det ju främst är meningen att spillovers ska uppstå som andra kan dra nytta av.

Tabell 1. Sammanfattning av vad ekonomisk teori säger om statliga stöd.

Skäl till stöden	Stöd bör riktas till	Att tänka på
Asymmetrisk information orsakar brist på finansiellt kapital med lägre FoU och nyföretagande.	Innovativa projekt och nystartade företag. <i>Innovationsstöd.</i>	Tidiga faser, dels små och riskfyllda innovativa projekt och dels nystartade företag med hög osäkerhet.
Spillover-effekter och svårighet att exkludera andra orsakar underinvesteringar i innovativa projekt och FoU.	Innovativa projekt och FoU generellt. <i>FoU-stöd.</i> Även skydd i form av patent och immateriella rättigheter.	FoU-projekt där den samhällsliga avkastningen är hög jämfört med den privata – oavsett företagens storleksklass – till exempel grundforskning och offentliga behov.
Externa effekter inom entreprenörskap för att stimulera tillväxt.	Nya branscher och regioner.	Tidiga faser, både företag och venture-kapital.

Det är speciellt den tredje formen av stöd (avsnitt 2.3) som brukar misslyckas praktiskt. Lerner (2009) ger en rad exempel på regeringar i olika länder som initierat olika stödprogram för att skapa nya branscher, men som sedan misslyckats helt.

Den formen av marknadsmisslyckande som jag kommer att koncentrera mig på är asymmetrisk information, eftersom det är denna som är kopplad till olika former av offentlig kapitalförsörjning till småföretag. Spillover-effekter är mer kopplade till offentliga FoU-stöd och kommer bara att nämnas eller diskuteras i förbifarten.

3. Hur bör offentliga stödsystem utformas?

De offentliga aktörerna har både lån, bidrag och venture-kapital som instrument för att stödja företag. Dessa kan utformas på olika sätt (se avsnitt 3.1).

Ett gemensamt problem för alla tre typer av stöd i avsnitt 3 är hur staten ska kunna identifiera rätt projekt att stödja. Här handlar det om att kunna hitta de projekt som har förutsättning att lyckas och där de externa effekterna är som störst (se avsnitt 3.2).

En annan svårighet är att utforma programmen så att de ger incitament för dem som får subventioner att anstränga sig, bland annat måste kontrakten vara rätt utformade (se avsnitt 3.3). Det krävs också att staten övervakar processen så att pengarna hamnar där det är tänkt. Slutligen måste staten vid återkommande tillfällen utvärdera programmen, dels för att ta reda på om det är värt att fortsätta och dels för att justera programmen så att de blir effektivare. För att få svar på dessa frågor måste vi se vad den empiriska forskningen har kommit fram till.

3.1 FÖR- OCH NACKDELAR MED OLIKA OFFENTLIGA INSTRUMENT

Av två olika anledningar fungerar lån dåligt som extern finansiering till dels nystartade företag utan tillgångar och dels innovativa projekt/företag. För det första är osäkerheten ofta stor för nya företag och innovativa projekt där en hög andel av dem fallerar. Därmed skulle externa långivare behöva ta ut en skyhögt ränta för att täcka förlusterna för de projekt som går i stöpet. Innovativa projekt och företag med tidiga investeringsbehov är därför oftast hänvisade till ägarkapital som extern finansiering. De fåtal projekt som lyckas ger därmed en god avkastning som kan täcka förlusterna för de projekt som fallerar. För det andra skapar FoU immateriella tillgångar, till skillnad från vanliga investeringar som ger fysiska tillgångar. Det är betydligt svårare att belåna immateriella tillgångar än kapitaltillgångar. Även i detta fall blir man hänvisad till ägarkapital.

Praktiken har visat att statliga låneprogram ofta är utformade på så vis att staten bara får en liten del av vinsterna från de projekt som är lyckade, medan man tar på sig en stor del av nedsidan. Entreprenörer som genomför misslyckade projekt förväntas ofta inte betala tillbaka lånen. Programmen bygger på ett antagande om att procentandelen misslyckade projekt är liten samtidigt som man ska tillhandahålla lån till företag som annars inte skulle bli finansierade (Lerner 2009). Så är naturligtvis inte fallet i verkligheten. Det är snarare så att hälften av projekten fallerar.

Lånegarantiprogram har ofta ett dåligt utfall. I dessa program garanterar staten lån som ges och sköts av en tredje part, till exempel en bank, vilket ofta skapar problem relaterade till moralisk risk (Lerner 2009). Om staten garanterar lånen kan banken i princip låna ut till

vem som helst. Banken är nämligen mer noggrann med vem de lånar ut till om det är dess egna pengar som står på spel.

Restriktioner i investeringarna orsakar ofta att statliga fonder har ett sämre utfall än motsvarande privata fonder (Lerner 2009). Restriktionerna kan till exempel bestå av att fonden bara får investera i företag i en region eller i ett land (av politiska skäl) eller i en viss bransch. De har därmed inte samma valmöjligheter som privata investerare har.

3.2 KAN OFFENTLIGA AKTÖRER VÄLJA UT RÄTT PROGRAM OCH PROJEKT?

Det finns en lång rad av exempel där regeringar för det första inte har lyckats identifiera rätt program och för det andra inom programmet har haft svårt att välja rätt projekt att genomföra (Lerner 2009).⁹

När det gäller att välja ut enskilda projekt i ett statligt finansieringsprogram så finns alltid problemet att administratörerna inte investerar sina egna pengar. De är då mindre nogräknade med vart pengarna går. En tumregel att följa för administratörerna är därför att titta på hur privata investerare väljer ut företag att investera i. De brukar vara ganska effektiva på detta, eftersom privata aktörer (i synnerhet affärsänglar) investerar sina egna pengar.¹⁰ För att ett företag ska få statlig finansiering kan staten kräva *matchande finansiering* från privata investerare. Då kommer valet av projekt som har förutsättning att lyckas att underlättas betydligt, eftersom de privata aktörerna kommer att hjälpa staten att välja ut de projekt som ligger på marginalen att lyckas. De privata medfinansiärerna signalerar alltså till den statliga fonden vilka projekt som är värda att satsa på.

Privata VC-företag gör ofta en grundlig analys innan de investerar i ett företag. Detta bör naturligtvis även de statliga fonderna göra innan de lånar ut pengar till, eller investerar i, företag. Variabler som man kan bedöma företagen efter är till exempel ledningens tidigare erfarenhet och track-record eller om företaget tidigare aktivt har sökt efter privat finansiering. En negativ signal till investerare är om ledningen eller företaget har varit inblandade i juridiska konflikter, eftersom detta tar mycket tid och kraft. En annan varningssignal är enligt Gompers och Lerner (2001) en lång historia av statlig finansiering. Detta är ofta

⁹ Lerner (2009) ger ett exempel på ett misslyckat program där Frankrike på 1980-talet ville skapa ett nytt Silicon Valley i Bretagne. Regionen dominerades av lågproduktiva sektorer som varv, hade ingen tradition av entreprenörskap och därmed inga förutsättningar för att bilda ett nytt centrum för innovativa och teknologibaserade företag. Det gick dessutom i programmet att staten och större företag skulle förvärva små och innovativa företag. De lovande idéer som de senare företagen hade kvästes antingen i den statliga byråkratin eller så satte staten inte någon press på de större företagen att utveckla idéerna. I stället blev vinnarna på programmet de statliga universiteterna och France Telecom, som lade miljardbelopp på kablar för bredband. Ett annat av Lerner (2009) exempel är Malaysia, där regeringen i mitten av 1990-talet satsade stora summor på att bygga upp ett stort bioteknikcentrum. Men programmet blev ett fiasko, eftersom endast tre företag valde att flytta dit. Problemet var att man inte hade frågat de bioteknikföretag som fanns om de var intresserade av att lokalisera sin verksamhet dit.

¹⁰ Även hos privata VC-bolag finns det anställd personal. Men privata VC-bolag är ofta bra på att skapa en incitamentsstruktur så att personalen jobbar i linje med ägarens intressen.

entreprenörer som specialiserat sig på att ansöka om statliga subventioner. Entreprenörerna nämner naturligtvis inte detta i sina ansökningar, utan de statliga administratörerna måste ta reda på detta själva.

3.3 FELAKTIGA INCITAMENT

Ett ofta förekommande problem är att de företag som får statlig finansiering inte har incitament att göra ett bra jobb eller att anstränga sig (moralisk risk, se avsnitt 1.2). När privata investerare går in med finansiering i ett företag tillåter de inte att entreprenörerna går ur sina aktiepositioner förrän de själva har gjort det. På så sätt har entreprenörerna incitament att jobba hårt och att stanna kvar i företaget. Det är viktigt att nyckelpersonal i företaget agerar på ett sätt som maximerar värdet på företaget snarare än att de berikar sig själva.

I syfte att skapa incitament att anstränga sig, är det en fördel om matchande investeringar kommer från mottagarna av den statliga finansieringen. I fallet med FoU-intensiva eller nystartade företag får ledningen gärna satsa en del eget kapital i projekten. Detsamma gäller ledningen i privata VC-företag som får statliga subventioner.

Ett annat vanligt sätt att skapa incitament hos entreprenörerna är att finansiären sätter upp olika delmål eller milstolpar som måste uppnås för att han ska gå vidare med finansiering. Detta ger incitament för entreprenören att göra bra ifrån sig.

4. Svensk offentlig finansiering till småföretag

4.1 OFFENTLIGA BIDRAG TILL SMÅFÖRETAG

Starta eget-bidrag

Sedan 1997 har staten erbjudit ”stöd till start av näringsverksamhet” till personer som är arbetslösa eller riskerar att bli det.¹¹ Stödet administreras av Arbetsförmedlingen och kan ges i sex månader. Under perioderna 1997–1999 och 1999–2007 omfattade stödet årligen 1 500 miljoner kronor respektive 1 000 miljoner kronor som gick till omkring 10 000–15 000 nyföretagare (det vill säga cirka 100 000 kr per nyföretagare), men stödet halverades efter 2007 (Riksrevisionen 2008). Numera ligger det på cirka 250 miljoner kronor årligen. Detta stöd kan både ses som en arbetsmarknadspolitisk åtgärd och som ett stöd till nyföretagande.

Falkenhall med flera (2003) konstaterar att det inte är någon skillnad i överlevnad för nya företag som fått stöd under en begränsad period (<7 månader) och de som inte fått något stöd alls. Men de som fått stöd under en längre period än 7 månader hade en lägre överlevnad. Branscher som är känsliga för undanträngningseffekter är överrepresenterade bland stödmottagarna. Enligt Riksrevisionen (2008) har stödet haft en positiv effekt på de nya företagens överlevnad och har dessutom minskat risken för att personerna åter ska bli arbetslösa.

Kritik har riktats mot stödet. Kritikerna menar att stödet snedvrider konkurrensen, tränger undan andra jobb och riskerar att gå till personer som skulle ha startat företag i vilket fall som helst, så kallade ”dödsviktseffekter”. Om man summerar ett flertal utvärderingar av detta stöd så ligger dödsviktseffekten på 40 procent i genomsnitt (Falkenhall m fl 2003). Annars är det främst ur en arbetsmarknadspolitisk synvinkel som starta eget-bidraget har utvärderats. Behrenz med flera (2012) menar att starta eget-bidraget är effektivare än andra arbetsmarknadsstöd. Jämfört med en kontrollgrupp som deltar i andra arbetsmarknadspolitiska stöd så har personer som får starta eget-bidrag: 1) en lägre sannolikhet att vara registrerade som arbetslösa 4–5 år efter att stödet getts, 2) kortare tid tills de blir egenföretagare eller anställda utan subventioner, och 3) en högre sannolikhet att bli anställda utan subventioner. Till skillnad från tidigare studier menar Behrenz med flera (2012) även att starta eget-bidraget inte tränger undan andra jobb. För andra arbetsmarknadspolitiska stöd är undanträngningseffekten 35 procent.

Baserat på utvärderingarna går det därför möjligen att motivera starta eget-bidraget ur ett arbetsmarknadspolitiskt perspektiv. Men det går inte att motivera som ett företagsstöd. Stödet kan nämligen

ges till vilka nystartade företag som helst – oavsett om det finns några marknadsmisslyckanden.

Regionalstöd till företag

Regionalt investeringsstöd är det största regionalstödet i Sverige och har funnits sedan 1960-talet. Sedan EU-inträdet år 1994 kommer en hel del av detta stöd direkt eller indirekt från EU via regionala stödformer. Bidraget går främst till investeringar i byggnader och maskiner, men kan också ges till investeringar i FoU och utbildning. Som mest kan bidraget utgöra 20–30 procent av företagets totala investeringskostnad. Det är företag i ekonomiskt eftersatta regioner (stödområden A och B) som får bidraget. Stödet är selektivt och ges efter individuell bedömning av Tillväxtverket eller Länsstyrelsen. Det är främst företag som har konkurrens utifrån eller som har marknader utanför regionen som får bidrag. Det är inte meningen att stödet ska ges till företag som kan orsaka att den lokala konkurrensen snedvrids.

Under perioden 1988–2008 uppgick investeringsstödet till 350–400 miljoner kronor årligen, därefter har det sjunkit till 250 miljoner. En utvärdering gjordes nyligen som indikerade att stöden hade vissa positiva effekter på de mottagande företagens överlevnad, investeringar, produktion och sysselsättning. Man jämförde då utfallsvariablerna hos företag som fått stöd med liknande företag som inte fått stöd (Eliasson 2013). Huruvida regionalstödet orsakade undanträngning analyserades dock inte. Ankarhem med flera (2010) visar emellertid att detta regionala investeringsstöd inte hade någon effekt vare sig på avkastning på kapital eller på nyanställningar hos mottagare av stödet under perioden 1990–1999 jämfört med en kontrollgrupp av företag. Studien ifrågasätter programmets effektivitet som företagsstöd.

En annan typ av regionalstöd till företag har varit sänkta sociala avgifter för eftersatta regioner. Detta har varit ett generellt stöd. Givet att företaget uppfyller vissa villkor är det berättigat till stödet. En utvärdering visar att stödföretagens omsättning och rörelseresultat ökar till en början. Investeringarna ökar också efter ett tag, men inga betydande effekter på sysselsättningen kan urskiljas på sikt (Månsson & Qoureshi 2012). Transportstöd är tillgängligt för tillverkningsföretag i de fyra nordligaste länen. Detta stöd syftar till att kompensera för högre transportkostnader.

Andra offentliga företagsstöd

Det finns ett antal FoU-bidrag för företag som ges av olika myndigheter. Dessa stöd räknas dock snarare som FoU-stöd än som företagsstöd och är kopplade till teorin om spillover-effekter (se avsnitt 2.2). Det statliga FoU-stödet till näringslivet ligger på knappt 4,3 miljarder kronor årligen. Det mesta av FoU-stödet utgörs av offentliga behov inom försvar, miljö och energi. Privat FoU inom försvarsområdet får årligen cirka 3 miljarder av olika myndigheter. Energimyndigheten ger totalt cirka 1,2 mil-

jarder i bidrag till FoU som rör effektivisering av energi. Här kan det handla om allt från vattenkraft till utveckling av motorer eller bränslen. År 2009 gick 47 procent av bidragen (cirka 580 mnkr) till företag, 33 procent till universitetsvärlden och 17 procent till olika branschorgan och institut. Projekten är i genomsnitt på 2 miljoner. Om företagen genomför grundforskning kan Energimyndigheten finansiera 100 procent av projektet, medan matchande finansiering på 50 procent krävs för tillämpad FoU. Det är emellertid mest stora företag som får bidrag från Energimyndigheten.¹²

Det finns ett antal stödprogram riktade mot *små* företag. Sedan 2006 erbjuder Vinnova inom programmet Forska och Våx forskningsbidrag till små och medelstora företag som bedriver FoU. Syftet är att assistera företag med FoU-bidrag så att de kan stärka sin konkurrenskraft och växa. Vinnova kräver att bidragstagaren står för minst 50 procent av FoU-kostnaden själv. För att få stöd ska företaget ha förutsättningar att fullfölja FoU-programmet och förbättra eller utveckla nya produkter så att företaget kan växa.

Forska och Våx förfogar över 120 miljoner kronor per år och 75 procent går till FoU-bidrag. Max 5 miljoner kan ges per företag, men i genomsnitt är bidragen på 2 miljoner. Cirka 20 procent av ansökningarna får bifall, det vill säga 80 procent faller bort. En större del av bidragen går till etablerade företag. Storlekskriterierna på mottagarna är max 250 anställda och minst 1 miljon i omsättning eller i aktiekapital. Företaget måste dessutom vara minst ett år gammalt. Utbetalningar sker etappvis efter kostnadsredovisningar. Då kontrollerar även Vinnova att projektplanen har följts och om det är värt att fullfölja projektet. Om projektplanen inte har följts händer det att bidraget återkrävs. Programmet utvärderas efter tillväxten i bidragsföretagen. Detta innebär att företag som har ambitionen att ta fram nya produkter genom FoU och sedan licensiera eller avyttra dessa till externa företag, inte får några bidrag.

Övriga 25 procent (cirka 30 mnkr) av medlen hos Forska & Våx är bidrag till förstudier. Här ges max 300 000 kronor, men ingen matchande finansiering krävs. Företaget måste dock ha minst 300 000 kronor i omsättning. En förstudie innebär att mottagaren ska undersöka de tekniska och kommersiella möjligheterna att genomföra ett FoU-projekt eller att ta fram en plan för genomförande av ett sådant projekt.

För nyligen startade företag (max ett år gamla) finns ett annat stödprogram för innovativa företag – Vinn nu. Här finns varken krav på matchning eller någon omsättning. Men företaget ska ha något resultat från forskning som man börjar arbeta med. Här handlar det alltså om bidrag i såddfasen. Programmets omfattning är dock högst begränsat – endast 12 miljoner kronor per år.

Tillväxtverket ger sedan 2005 cirka 60 miljoner kronor årligen i

bidrag till produktutveckling i företag. Det kan röra sig både om tillverknings- eller tjänsteföretag som får bidraget, men det ska alltid handla om utveckling/förbättringar av existerande produkter, det vill säga ingen forskning i tidiga stadier. Bidraget kan inte heller användas för patent. Ett enskilt projekt kan inte få mer än 0,5 miljoner. I praktiken ligger det genomsnittliga bidraget på 0,2 miljoner kronor och cirka 250–300 projekt finansieras varje år. Tillväxtverket kräver matchande finansiering för projektet från mottagaren på minst 50 procent. Bidraget betalas ut först i efterhand mot att mottagaren visar upp betalda fakturor eller kvitton. Hela programmet administreras av Almi, som genom olika partnerskap sköter urvalet av bidragstagare. Ett kriterium för bidrag är att företaget ska ha minst 2 miljoner kronor i omsättning och maximalt 50 anställda. Tidigare fick inte nya företag några bidrag, men detta krav har tagits bort sedan år 2010. Anledningen till att bidraget ges är att företagen ska stärka sin konkurrenskraft och växa. Men till skillnad från Forska och Vax finns det inget hinder för att företag efteråt licensierar produkten eller säljer projektet till ett externt företag.

Kommentarer om de offentliga bidragen

Starta eget-bidraget som ges till nyföretagare går inte att motivera ur ett företagsperspektiv. Stödet kan gå till vilka företag som helst och ges ofta i sektorer som är känsliga för undanträngningseffekter. Det är också risk för dödviktseffekter, det vill säga att stödet går till personer som skulle ha startat företag i alla fall. Däremot har utvärderingar visat att stödet går att motivera ur ett arbetsmarknadsperspektiv. Arbetslösa som får starta eget-bidrag löper lägre risk att återfalla i arbetslöshet än de som får andra arbetsmarknadspolitiska stöd.

Ekonomisk teori och praktik rekommenderar att om resurser koncentreras till tillväxtregioner (ofta storstadsregioner) så får detta bästa utfall för ekonomisk tillväxt. Detta är speciellt fallet då globaliseringen ökar. Regionalstöd i allmänhet går dock emot detta mönster, eftersom resurser omfördelas från rika till fattiga regioner. Det går dock att motivera tillfälliga regionalstöd om det inträffar chocker i fattiga delar av ett land. Det går även att motivera vissa permanenta regionalstöd såsom flyttbidrag för att underlätta arbetskraftens rörlighet (Forslid 2008). Regionalstöden till företag i Sverige är emellertid av permanent art. Det verkar vara politiska drivkrafter som ligger bakom många av stöden. De empiriska studier som utvärderat stöden finner dessutom obetydliga eller inga effekter.

En stor del av de offentliga FoU-bidragen går till storföretag. Om småföretag är aktuella så gäller det att de har några år på nacken och redan en dokumenterad försäljning. Bidragen till rena FoU-projekt som ännu inte genererar några intäkter är förhållandevis små. Här skulle de statliga bidragen förmodligen göra mest nytta. Både Tillväxtverket och Vinnova försöker göra utvärderingar av programmens effekter. Bergman med flera (2010) drar slutsatsen att Vinnovas båda program

Forska och Väx och Vinn nu framförallt skalar upp FoU-verksamheten och får den att ske snabbare med hjälp av bidragen. Här handlar det dock främst om intervjuer med eller enkäter till de mottagande företagen där man frågar om uppnådda effekter. Sådana självrapporterande svar riskerar naturligtvis alltid att vara positivt inställda till bidragets effekter, men kan kanske säga något om vad bidragen relativt sett bidrar med mest.

Ett stort problem med offentliga bidrag till företag är svårigheten att kunna påvisa att investeringen eller projektet inte skulle ha genomförts utan det statliga biståndet (dödsviktseffekter). Alla former av bidrag ovan lockar troligen till sig fler lycksökare och ansökningsexperter jämfört med offentliga lån och venture-kapital. Bidrag är naturligtvis den finansieringsform som kostar minst för företagen; man slipper både släppa kontrollen av företaget (riskkapital) samt betala räntor och amorteringar (lån). I princip bekräftar Bergman med flera (2010, sid 52) bilden att alternativ finansiering från VC-bolag och långgivare finns tillgänglig, men att bidragen från statliga myndigheter har få restriktioner på företagen och projekten. Företagen föredrar därför denna typ av finansiering.

4.2 OFFENTLIGT VENTURE-KAPITAL

Det finns fyra huvudsakliga statliga VC-bolag på den svenska marknaden: Almi Invest (inklusive före detta Innovationsbron), Industriefonden, Fouriertransform och Inlandsinnovation. Totalt förvaltar dessa fonder/bolag ett kapital på cirka 10,1 miljarder kronor. De har alla olika inriktning på faser och regioner samt olika regler för sina investeringar.

*Almi Invest*¹³

Almi Invest bildades 2008 som ett svar på EU:s regionala struktur-fondsatsning – Eruf (Europeiska regionala utvecklingsfonden).¹⁴ Syftet med Almi Invest är att gå in med venture-kapital i små och medelstora företag och skapa långsiktig regional tillväxt. I allmänhet står Eruf för 50 procent av finansieringen, Almi för 25 procent och regionala aktörer (länsstyrelser, regionförbund med flera) för resterande 25 procent, men det är Almi som administrerar kapitalet. År 2013 slogs Almi Invest ihop med Innovationsbron. Detta innebär att Almi Invest numera består av två delar: dels den traditionella verksamheten som är inriktad på investeringar i uppstartsfasen och den nya som investerar i såddfasen. Hela Almi Invest gör investeringar i 60–70 nya bolag per

13 Baserat på Almi:s och Innovationsbrons årsredovisningar, Almi Invests hemsida samt intervjuer med Jan Bengtsson och Peter Strömbäck.

14 Eruf:s syfte är att stärka den ekonomiska och sociala sammanhållningen genom att utjämna regionala skillnader. EU och EIB startade initiativet Jeremie som skulle använda finansiella resurser från Eruf för att täcka finansiella gap för små- och medelstora företag inom EU. Villkoret för att ett lands regioner skulle få medel var att minst lika mycket nationell offentlig medfinansiering tillfördes och dessutom att privat finansiering tillkom (Tillväxtanalys 2010).

år, följdinvesteringar i cirka 120 bolag per år och så går man ur cirka 20 bolag per år. Det innebär att det netto tillkommer 40–50 portföljbolag per år.

Uppstartsfasen

I det traditionella Almi Invest är kapitalstocken cirka 1,2 miljarder kronor. Hittills har cirka 600 miljoner investerats och cirka 150 miljoner investeras årligen. Almi Invest är uppdelat på åtta regionala divisioner, där pengar är öronmärkta för varje region. Regionerna täcker i princip hela Sverige, men pengar kan inte flyttas mellan regionerna. Den regionala indelningen är bestämd av EU, baserat på vilka behov som olika regioner anses ha. Eruf:s tidshorisont löper till och med 2014. Det som är investerat fram till denna tidpunkt efterskänks och det som inte har investerats ska återbetalas till EU.

Almi Invest vill att det ska finnas en styrkt efterfrågan på företagets produkter för att man ska gå in med en investering och att det finns en tillväxtpotential i företaget. Investeringsbeloppen är i allmänhet på 2–8 miljoner kronor per portföljbolag. Inklusivt uppföljningsinvesteringar kan man investera maximalt 10 miljoner per bolag.

Almi Invest har ett krav på att privata aktörer ska investera minst lika mycket som man själv gör på samma villkor – annars blir det ingen investering. Helst ser man att hälften av den privata delen kommer från en ny extern investerare och den andra hälften från grundaren eller nyckelpersonal i företaget. I praktiken investerar dock de privata aktörerna cirka 1,7 gånger mer än vad Almi Invest gör. De privata investerarna är oftast privatpersoner eller så kallade affärsänglar. Almi Invest vill att grundare och nyckelpersonal ska vara ägare i portföljbolaget. Detta ger, som forskningslitteraturen antydde i avsnitt 3, incitament för personalen i portföljbolaget att anstränga sig. Ett annat sätt att ge incitament för portföljbolagen att prestera är att Almi Invest gör stegvisa investeringar efter uppnådda milstolpar, vilket tillämpas i cirka 50 procent av fallen.

Även om den regionala fördelningen av pengarna är bestämd på förhand, finns det ingen branschmässig restriktion för investeringarna. De investeringsansvariga är också rådgivare till portföljbolagen. Det är meningen att varje rådgivare ska ha ansvar för 7–8 portföljbolag. Helst överlåter man dock styrelseplatserna i portföljbolagen till de privata medfinansierarna.

Almi Invest investerar mestadels i sen uppstartsfas och tidig tillväxt. Av 360 miljoner kronor som nyinvesterades 2011 och 2012 hamnade 244 miljoner i uppstartsfasen (68 procent), 97 miljoner i tidig tillväxt (27 procent) och endast 19 miljoner kronor i expansionsfasen. Sålunda är inriktningen på tidiga faser.

Såddfasen

Såddfasen består av före detta Innovationsbron (tidigare Teknikbrostiftelserna) och håller sedan 2013 på att integreras med den övriga verksamheten. I princip har man samma inriktning på verksamheten som Innovationsbron tidigare hade. Almi:s såddkapital går in som aktiv delägare i sådd- och uppstartsfasen i innovativa och kunskapsintensiva företag med god tillväxtpotential. Syftet med detta bolag från statens sida är att få fram fler växande kunskapsintensiva företag. Kapitalstocken ligger på cirka 400 miljoner kronor och nyinvesteringarna ligger på cirka 80–90 miljoner kronor per år (se Tabell 1).¹⁵ Denna del av Almi Invest finansierar även ett antal inkubatorer som ligger runt om i landet. Här står fonden för 30 procent av inkubatorernas basfinansiering. Inkubatorerna är en miljö där innovativa företag kan få hjälp med att vidareutveckla sina idéer och expandera. En del av de företag som Almi Invest är delägare i har sitt säte i dessa inkubatorer.

För att Almi Invest ska gå in med såddkapital i ett företag så ska det ha kommit så långt att det kvalificerat sig för inkubatorprogrammet, men det är absolut inget krav att företaget måste lokalisera sig i inkubatorn. Normalt går man in med cirka 2 miljoner kronor (max 2,5 miljoner kronor), vilket storleksmässigt motsvarar affärsänglarna bland de privata aktörerna. Almi Invest tar mestadels en ägarandel på 10–50 procent – gärna tillsammans med privata aktörer, men detta är absolut inget krav. Oftast går Almi Invest in som enda extern aktieägare (men inte över 50 procent ägarandel). För det mesta är nyckelpersonalen i portföljbolaget delägare. Detta garanterar att dessa har incitament att anstränga sig. Även här finns dock undantag. För att uppföljning med finansiering ska ske kräver Almi Invest att så kallade milstolpar ska uppnås. Det totala investeringsbeloppet i ett projekt får inte överstiga 1 miljon euro efter uppföljningsinvesteringar. Normalt går man ur projektet då expansionsfasen närmar sig.

Såddkapitaldelen går med förlust både när det gäller investeringsprojekten och inkubatorerna. 10–20 procent av portföljföretagen är vinnare, cirka 20 procent går jämnt upp och 60–70 procent är förlustinvesteringar. Detta är normalt med tanke på att man specialiserat sig på så tidiga och riskfyllda faser. Samtidigt ska fonden inte vara marknadsutträngande. Eftersom Innovationsbron har en maxbegränsning på 1 miljon euro att investera i ett bolag så kan man sällan följa med i den mer lukrativa expansionsfasen, ifall mer kapital behöver tas in. Så många av de bästa investeringsprojekten plockas upp av privata VC-bolag, andra statliga VC-bolag som ligger senare i fas, eller industriella aktörer. Trots detta får man tillbaka 70 procent av vad man investerar, vilket är ett mycket gott resultat med tanke på de risker man tar.

Rådgivning ges via styrelsearbetet. Annars är företagen hänvisade

¹⁵ I Tabell 1 har ägarkapitalet lagts i uppstartsfasen och verifieringsmedel och bidrag i såddfasen. En stor del av ägarkapitalet hör dock egentligen hemma i såddfasen, men det har inte varit möjligt att dela upp ägarkapitalet på dessa båda faser.

till den rådgivning de kan få från inkubatorerna. Man betalar en årlig fast avgift för de olika tjänster som tillhandahålls i inkubatorn. Avgiften varierar mellan olika företag. Här görs en bedömning från fall till fall. Portföljbolag som inte anser sig behöva rådgivning lokaliseras mestadels utanför inkubatorerna.

Nytt sedan sammanslagningen av Almi Invest och Innovationsbron är att såddkapitaldelen kan göra förinvesteringar på max 300 000 kronor. Dessa fungerar som en förskotterad emissionslikvid. Detta kräver varken aktieägar- eller emissionsavtal eller att man fastställer värdering av företaget. Men portföljbolaget måste göra en emission inom 24 månader – annars övergår kapitaltillskottet till ett lån.

Industrifonden¹⁶

Stiftelsen Industrifonden bildades 1979 och arbetade med finansiering av stora industriprojekt. År 1996 ändrades inriktningen och Industrifonden har därefter investerat statligt venture-kapital i små och medelstora företag. Det handlar i första hand om ägarkapital, men man erbjuder även olika former av lån.¹⁷ Fonden förvaltar i dag cirka 3,5 miljarder kronor i kapital och är en så kallad evergreen-fond som inte har någon tidsbegränsning. Ett delmål är att minst hälften av kapitalet ska vara investerat i portföljbolag. I dag är emellertid endast cirka 1,2 miljarder kronor investerade i olika bolag (knappt 35 procent). Ett annat delmål är att avkastningen ska överstiga avkastningen hos en femårig statsobligation. Industrifonden har under de senaste åren uppvisat ett rörelseresultat som i genomsnitt är plus minus noll.

Det finns inga branschmässiga eller regionala restriktioner för fonden, men heller inga direktiv eller stadgar som säger att fonden ska satsa speciellt på FoU-intensiva eller innovativa företag. Styrelsen har dock självvalt att satsa mycket på teknologiintensiva företag under det senaste decenniet. Industrifonden går in i bolag med god tillväxtpotential. I allmänhet är fondens ägarandel 15–50 procent och investerat belopp kan variera från 5 till 100 miljoner kronor. Riskspridning uppnås genom att inget bolag får överstiga 5 procent av fondkapitalets värde. Portföljbolagen får ha högst 250 anställda och max 400 miljoner kronor i omsättning vid investeringstillfället. Eftersom man i dag har 93 portföljbolag så är det genomsnittliga investerade beloppet (inklusive uppföljningar) 13 miljoner kronor per bolag.

I allmänhet kräver man matchande finansiering. Detta är ett kvitto på att projektet är kommersiellt gångbart. Nyckelpersonal eller grundare i portföljbolaget ska dessutom helst vara delägare. Stegvis finansiering tillämpas, där ytterligare finansiella resurser kan tillföras port-

¹⁶ Information kommer från Industrifondens årsredovisning (2013), intervju med Industrifondens vd, Claes de Neergaard, och Riksrevisionen (2014).

¹⁷ Dessa lån tar oftast formen av konvertibler som kan omvandlas till aktiekapital. Detta sker ofta i tidiga faser. Konvertiblerna innebär att Industrifonden kan få en hög avkastning om portföljbolaget går bra.

fölbolaget om olika milstolpar i utvecklingen uppnås. Innehaven är tidsbegränsade och löper normalt på 5–10 år, men möjlighet finns att vänta ut avkastningen.

Från halvårsskiftet 2011 till halvårsskiftet 2013 nyinvesterade Industrifonden 247 miljoner kronor. Av dessa gick 69 miljoner till uppstartsfasen (28 procent), 53 miljoner till tidig tillväxt (21 procent) och 125 miljoner kronor till expansionsfasen (51 procent) (Riksrevisionen 2014). Inga investeringar gjordes i företag i sådd- och mognadsfaserna. När det gäller antal investeringar så står uppstart och tillväxt för cirka 75 procent av portföljbolagen – investeringsbeloppen är mindre i de tidigare faserna.

Fouriertransform

Fouriertransform är ett statligt VC-bolag som startades år 2008. Till en början hade bolaget en sektoriell begränsning till investeringar i fordonsindustrin (markbundna fordon), men sedan 2013 kan bolaget investera i hela tillverkningsindustrin. Det initiala syftet från regeringens sida var att stärka den internationella konkurrenskraften i fordonsindustrin. Det finns inga regionala restriktioner förutom att portföljbolagen ska ha anknytning till Sverige. Vid starten tilldelades bolaget 3 miljarder kronor, av vilka 485 miljoner var investerade i slutet av 2012. I första hand går man in med aktiekapital (mer än 95 procent av investerat belopp) och endast i undantag med olika vinstandelslån eller konvertibler (mindre än 5 procent).

Fouriertransform är en så kallad evergreen-fond och har ett årligt avkastningskrav på 10–15 procent. I övrigt är direktiven från statens sida få. Det innebär att fonden kan investera i bolag som är FoU-intensiva eller som inte är det. Målsättningen är dock att det ska vara företag med hög tillväxtpotential. Fonden arbetar helt på kommersiella grunder och stöder inga krisbolag. Placeringshorisonten är fem till åtta år.

Det finns inget krav på matchande finansiering med privata aktörer. Men praktiken har visat att när Fouriertransform gått in med aktiekapital så stärks balansräkningen i portföljbolagen till den grad att det kan bli multiplikatoreffekter på finansiering på tre till fyra gånger ursprungligt belopp. Detta sker via banklån och aktiekapitaltillskott från privata investerare. Man tillämpar både så kallade milstolpesinvesteringar och ser till att nyckelpersonal i portföljbolagen är delägare. Allt för att ledningen i portföljbolagen ska ha incitament att driva utvecklingen framåt. Rådgivning sker genom investeringsansvariga som är specialister på fordonsindustrin – både direkt och genom styrelseplatser. Det är meningen att varje investeringsansvarig ska ha hand om fem till sju portföljbolag.

Av 573 miljoner kronor som Fouriertransform nyinvesterade under åren 2011 och 2012 gick endast 19 miljoner (3 procent) till företag i uppstartsfasen. Företag i såddfasen fick ingenting. 256 miljoner gick till tidig tillväxt (45 procent) och 298 miljoner till expansionsfasen

(52 procent). Det handlar alltså här nästan uteslutande om investeringar i sena faser. Om man tittar på samtliga investeringar (inklusive följdinvesteringar) som det statliga bolaget har gjort under sin existens så uppgår dessa till cirka 900 miljoner kronor fördelat på 19 portföljbolag (varav 16 där man fortfarande är ägare). Detta blir en genomsnittlig investeringsvolym på 47 miljoner kronor per portföljbolag – skyhögt över de 5–10 miljoner som är den övre gräns som statliga bolag bör hålla sig under för att vara marknadskompletterande och inte tränga undan privat venture-kapital (se avsnitt 2.1).

Tabell 2. Fördelning av nyinvesteringar hos statliga VC-bolag mellan olika faser, 2011 och 2012, antal miljoner kronor och procent.

	Innovations- bron	Almi Invest ^{a)}	Industri- fonden ^{b)}	Fourier- transform ^{c)}	Inlands- innovation ^{a)}	Totalt	Procent
Sådd	48 ^{d)}	0	0	0	0	48	3,1
Uppstart	129 ^{d)}	244	69	19	45	506	32,6
Tidig tillväxt	0	97	53	256	36	442	28,4
Expansion	0	19	125	298	40	482	31,0
Mogna	0	0	0	0	76	76	4,9
Totalt	177	360	247	573	197	1 554	100,0
Kapital	400	1 200	3 500	3 000	2 000	10 100	

Källa: Riksrevisionsverket (2014) och egna beräkningar.

a) 2011 och 2012. b) Från 2011-07-01 till 2013-06-30. c) Från 2011-01-01 till 2013-06-30. d) Olika bidrag och verifieringsmedel läggs i såddfasen, medan allt ägarkapital läggs i uppstartsfasen. Delar av detta ägarkapital har dock investerats i företag som befinner sig i forskningsfasen (det vill säga såddfasen).

Inlandsinnovation

Inlandsinnovation är ett statligt riskkapitalbolag som bildades i slutet av 2010. Initialt var det meningen att bolaget skulle investera i företag och innovativa projekt i norra Norrlands inland, men 2013 utvidgades mandatet till hela Norrland samt Värmlands och Dalarnas län.¹⁸ Sett till olika investeringsfaser har man inga ambitioner att investera i såddfasen. Bolaget tilldelades 2 miljarder kronor vid starten. Man har som målsättning att behålla kapitalet nominellt.

Av de 197 miljoner kronor som nyinvesterats i portföljbolag från starten till och med halvårsskiftet 2013 har 45 miljoner investerats i företag i uppstartsfasen (23 procent), men ingenting i såddfasen. 36 miljoner kronor har gått till tidig tillväxt (18 procent), 40 miljoner till expansionsfasen (20 procent) och 76 miljoner till mogen fas (39 procent). Mestadels handlar det om investeringar i sena faser i turistnäringen eller verkstadsindustrin. Totalt har man ett tjugotal portföljbolag, vilket innebär en genomsnittlig investering på cirka 10

¹⁸ Man hade dessutom gett ett lån till Norrlandsfonden på cirka 200 mnkr.

miljoner kronor. Något anmärkningsvärt är att cirka en tredjedel av de totala investeringarna har gått till ett enda företag – Grönklittsgruppen som verkar i turistnäringen. Enligt regeringsdirektiv bör Inlandsinnovation samverka vid finansieringen med privata aktörer, men det finns undantag där man inte behöver göra detta.

Kommentarer om statligt venture-kapital

Sena faser

Teorin förespråkar att statligt venture-kapital ska investeras i tidiga faser (sådd- och uppstartsfaserna). Även praktiskt har det visat sig att det är i dessa faser som finansieringsbehovet är som störst (Sweco Eurofutures 2008). En oroväckande observation är därför att en stor del av det svenska statliga venture-kapitalet opererar i sena faser, speciellt hos Fouriertransform, Inlandsinnovation och Industrifonden. Det är stor risk att statlig VC-verksamhet som är i expansions- och mognadsfasen tränger ut privat venture-kapital. Det är egentligen bara Almi Invest (inklusive Innovationsbron) som fokuserar på investeringar i företagens sådd- och uppstartsfasen.

I en färsk rapport från Riksrevisionen (2014) undersöks om den statliga riskkapitalförsörjningen är utformad på ett sätt som lever upp till de målsättningar på området som regeringen uttryckt i propositioner och andra skrivelser till riksdagen.

I rapporten hävdas det att det är de statliga fondernas krav på matchande privat finansiering på lika villkor som är orsaken till att de förra gör investeringar i sena faser. Resonemanget går ut på att de statliga fonderna då sätter upp samma avkastningskrav som de privata investerarna och därför måste söka efter investeringar i sena faser. Alltså skulle det finnas en motsättning mellan att investera i tidiga faser och att kräva privat samfinansiering. Detta teoretiska resonemang är emellertid inte helt korrekt i praktiken.

För det första så är det just den statliga fond – nämligen Fouriertransform – som inte har några som helst krav på samfinansiering som är minst benägen att gå in i sådd- och uppstartsfaserna. Almi Invests traditionella del i uppstartsfasen har de mest strikta kraven på privat samfinansiering, men ändå går två tredjedelar av investeringarna till uppstartsfasen.

För det andra finns det restriktioner på hur mycket en del statliga VC-fonder får investera i enskilda portföljbolag. Detta hindrar dem från att göra följdinvesteringar och sänker därmed avkastningen. Almi Invest har till exempel en restriktion som säger att man bara får gå in med 10 miljoner kronor per portföljbolag. Detta innebär att Almi inte kan följa med ända in i mål för de fåtal portföljbolag som blir de verkliga vinnarna. Därmed får man en betydligt lägre avkastning på sina investeringar än de privata aktörer som går in på lika villkor och som kan följa med hela vägen.

För det tredje fokuserar rapporten från Riksrevisionen (2014) på statliga direktiv snarare än på vad forskning har kommit fram till. Därmed har man missat den egentliga fördelen med matchande finansiering som föreslås i forskningslitteraturen. Dels menar rapporten att statligt kapital ska locka med investeringar av privat kapital i tidiga faser och dels att den matchande finansieringen hjälper de statliga fonderna att gå in på marknadsmässiga villkor. Dessa fördelar finns visserligen, som redan nämnts i avsnitt 3.2. Den största fördelen med samfinansiering är emellertid att den statliga fonden tar marknaden till hjälp för att hitta de investeringsobjekt som är värda att satsa på. Till skillnad från administratörerna på de statliga fonderna så investerar de privata aktörerna oftast sina egna pengar. De senare är därför mer nogräknade och har incitament att göra en grundligare analys av eventuella portföljbolag. De privata aktörernas investeringsval fungerar därför som en signal till den statliga VC-fonden om huruvida företaget är värt att investera i. Om de privata aktörerna säger nej, så bör den statliga fonden också göra det. Detta har varit känt länge i den internationella forskningslitteraturen. Den samlade litteraturen visar nämligen att det är just de statliga VC-fonder runt om i världen som inte har krav på matchande finansiering som oftast misslyckas (Lerner 2009).

Det finns andra orsaker till att de statliga VC-bolagen investerar i sena faser:

- Flera av fonderna är inte VC-bolag utan egentligen förtäckta industri- och regionalstöd – i synnerhet Fouriertransform och Inlandsinnovation. Syftet med dessa fonder är att rädda gamla jobb inom vissa regioner/sektorer snarare än att försöka generera nya jobb i nya och växande företag. Då blir det naturligtvis investeringar i sena faser.
- Dålig styrning från de departement som är ansvariga för VC-bolagen. Finansdepartementet är ansvarigt för Fouriertransform och Näringsdepartementet för de övriga statliga VC-bolagen.
- Styrelserna, där departementen har representanter, ställer avkastningskrav på de statliga VC-bolagen, till exempel att de ska vara evergreen och inte får gå med förlust. Då kommer administratörerna på VC-bolagen att undvika risker och gå in i sena faser.

Ett effektivt sätt att hindra investeringar i sena faser är att sätta ett nominellt maxbelopp för investeringar per portföljbolag som den statliga VC-fonden måste rätta sig efter. Båda delarna av Almi Invests verksamhet (sådd och uppstart) har sådana maxbelopp (se ovan).

Övriga kommentarer

De statliga VC-bolagen har vissa restriktioner. Almi Invests traditionella del är uppbunden av att pengar inte får flyttas mellan olika regioner, Fouriertransform har restriktioner till verkstadsindustrin och Inlandsinnovation till Norrland och delar av Svealand. Alla sådana re-

striktioner är av ondo. Det hindrar nämligen att pengarna investeras effektivt.

Existensen av statliga VC-bolag såsom Fouriertransform och Inlandsinnovation går inte på något sätt att motivera utifrån ekonomisk teori eller utifrån de erfarenheter som finns från statliga VC-bolag i Sverige och utomlands. Dessa båda statliga VC-bolag bör naturligtvis avvecklas. Om Industrifonden ska vara kvar som statligt VC-bolag så behöver verksamheten kraftigt förskjutas mot tidigare faser. Av den nedersta raden i Tabell 2 framgår att det egentligen bara är Almi Invests (inklusive Innovationsbron) kapitalstock på cirka 1,6 miljarder kronor som allokeras effektivt. Med andra skulle mer än 80 procent av det statliga VC-kapitalet kunna avvecklas eller omallokeras.

4.3 LÅNEFINANSIERING TILL SMÅFÖRETAG OCH INNOVATIVA PROJEKT

Almi

Almi Företagspartner grundades 1994 och är i dag den enda stora statliga institution som erbjuder lån generellt till småföretag. Man bidrar även med rådgivning. Almi erbjuder dels företagslån till vilka småföretag som helst utan krav på företagets utvecklingsfas, branschtillhörighet eller teknologiska intensitet/inriktning. Man erbjuder även innovationslån, så kallade mjuka lån, till innovativa projekt och företag i såddfasen.

Almi:s företagslån¹⁹

Almi:s största verksamhet utgörs av vanliga företagslån till småföretag (max 250 anställda). Almi har i dag en länestock på cirka 5 000 miljoner kronor och lånar ut cirka 2 000 miljoner varje år. Av dessa går 200 miljoner till innovativa företag, 800 miljoner till nya företag och cirka 1 000 miljoner till övriga småföretag.

Den teoretiska grunden för lånen till innovativa och nya företag är här inkompleta kapitalmarknader (se avsnitt 2.1). Det är mindre motiverat att staten lånar ut till övriga småföretag. Men det har visat sig att bankerna snabbt stryper lånen till småföretag i tider av finansiell oro. Detta skedde till exempel 2009 då finanskrisen slog till. Detta kan man se som ett slags marknadsmisslyckande. Det året lånade Almi ut hela 3 200 miljoner kronor till småföretag.

Almi:s företagslån har en ränta som är högre än bankräntan.²⁰ Man kräver matchande privat finansiering då nya medel ska tillföras lån-

¹⁹ Baserat på Almi:s årsredovisning, hemsida och intervju med Lennart Augustinius.

²⁰ Återbetalningen av lånen sker enligt en uppgjord amorteringsplan. Almi Företagslån erbjuder även rådgivning till låntagarna. Här har varje rådgivare ansvar för cirka 115 beviljade låneprojekt. Cirka 6 procent av företagslånen skrivs av varje år. Med en relativt hög räntesats gör detta att Almi Företagslån inte går med förlust för dessa lån. Procentandelen avskrivna lån är högre än för banker, men risktagandet är också högre.

tagaren.²¹ Teorin föreslår att den matchade finansieringen ska fungera som en vägledning till den statliga finansiären för vilka projekt som är värda att satsa på. Om bankerna vägrar ge lån så gör inte Almi det heller. Om denna metod fungerar skulle Almi kunna fånga upp de företag som ligger på marginalen att få finansiering från privata aktörer och som kan klara sig med statliga lån, men inte utan dessa. En fördel med privata finansiärer är dels att man aktiverar en privat långgivare, men även att Almi lätt kan överlåta lånen till den privata finansiären om läget för låntagaren stabiliseras och Almi inte längre behövs.

Men Almi och de privata finansiärerna går inte in på lika villkor. Det är i allmänhet de senare som sitter med säkerheterna. Om ett företag är på obestånd och går i konkurs kan den privata långgivaren få tillbaka en ganska hög procentsats (80–100 procent) vid likvidationen, medan Almi kanske får tillbaka 20 procent. I princip skulle detta upplägg, där Almi och de privata aktörerna tar olika risker och säkerheter, kunna jämföras med ett statligt lånegarantiprogram. De privata finansiärerna lånar ut men staten garanterar lånen om de skulle förfalla, vilket annars inte existerar i Sverige. Forskning har visat att sådana program karaktäriseras av moralisk risk, genom att den privata finansiären blir mindre nogräknad om vem man lånar ut till, eftersom staten garanterar lånen (Lerner 2009). De privata lånen kommer därför att fungera betydligt sämre som en signal för vilka företag/projekt som är kommersiellt gångbara för Almi, än om den privata finansiären hade fått stå för en del av risken själv.

Almi:s innovationslån

Sedan 2005 beviljar Almi Innovation innovationslån (även kallade villkorslån) till uppfinnare och teknologibaserade företag som genomför innovativa projekt i såddfasen. Stiftelsen Innovationscentrum (SIC) och Nutek erbjöd liknande innovationslån fram till 2004. Deras lånestockar tog Almi därefter över. Innovationslånen är alltså riktade till uppfinnare och små företag i tidiga faser – allt i enlighet med teorin om asymmetrisk information (se avsnitt 2.1). Anledningen till att lånen även kallas villkorslån är att om projektet misslyckas och låntagaren gjort vad man kommit överens om med Almi (enligt projektplanen), så finns mycket goda möjligheter att hela lånet skrivs av. Men då måste låntagaren avstå projektet och låta eventuella patent förfalla. Lånen kan användas till investeringar eller för att täcka patent- eller utvecklingskostnader. Lånen är kopplade till projektet i stället för företaget. Almi har även vissa krav på att projektet ska vara kommersialiserbart.

Almi Innovation har en lånestock på cirka 300 miljoner kronor och lånar årligen ut cirka 50–60 miljoner. Det handlar alltså om ganska blygsamma belopp jämfört med Almi:s företagslån. Storleken på den

21 För de nya företagen är kravet 50 procent av matchande finansiering, men Almi kan stå för upp till 80 procent i undantagsfall. För lån till etablerade företag står Almi i allmänhet bara för cirka 27 procent av den nya finansieringen.

årliga finansieringen kan därför inte ses som problematisk. Röntan som låntagarna får betala för villkorslånen ligger högre än bankröntan, men motsvarar naturligtvis inte risktagandet, eftersom cirka 50 procent av projekten fallerar. Subventioneringen består här av själva risken som Almi tar. Räntribetalningar ska betalas omgående efter att ett innovationslån beviljats, det vill säga röntan kapitaliseras inte under de första åren.²² Om räntribetalningarna uteblir så ifrågasätts hela projektet. Det finns en viss möjlighet till vidarefinansiering efter såddfasen, eftersom Almi också erbjuder företagslån. Återbetalningen är helt kopplad till en amorteringsplan.

Minsta beloppet på lånet är 50 000 kronor. Lånen har krav på matchande privat finansiering (50 procent). För lånebelopp upp till 300 000 kronor kan medfinansiering ske med budgeterad nedlagd tid i projektet, det vill säga uteblivna lönebetalningar räknas som egen finansiering. En svaghet med detta upplägg är att det är ytterst svårt för Almi att kontrollera den nedlagda tiden. Med andra ord kan låntagaren nästan ange vilken egen matchande investering som helst. För lånebelopp över 300 000 kronor måste minst hälften av medfinansieringen vara i form av kapital, antingen eget kapital, banklån eller kapital från annan extern finansiär. Utbetalning av lånet sker i etapper då olika milstolpar uppnåtts enligt projektplanen.

Upplägget på de statliga innovationslånen kan skapa vissa problem med moralisk risk. Låntagarna behöver inte lägga ner all kraft på fortsatt kommersialisering, eftersom de vet att sannolikheten är mycket hög att de slipper betala tillbaka lånen om projektet fallerar och projektplanen följs. Men det krävs då att projektet läggs ner och att eventuella patent förfaller. Ett annat problem är att lånen är kopplade till projektet och inte till företaget. Det är alltså möjligt för företaget att lägga ner projektet, strunta i återbetalningen och i stället använda det som man har lärt sig i ett nytt projekt. Det finns alltså vissa incitamentsproblem med hela programmets uppläggning.

Ungefär 50 procent av Almi Innovations utlånade belopp skrivs på sikt av, vilket är ett avsevärt bättre resultat än för liknande lån som gavs av SIC (85 procent) och Nutek (70 procent) under 1990-talet. Med tanke på den höga risk som Almi tar med dessa lån så är detta resultat klart godkänt (se även avsnitt 3.1 om nackdelar med lånefinansiering till riskfyllda projekt). Men Almi har också infört en rad förbättringar med villkorslånen jämfört med SIC och Nutek när det gäller uppföljning, återbetalningsplan, utvärdering och kriterier för att ge lånen.²³

Almi gör en grundlig utvärdering innan man beviljar lån till dem

22 För de tidigare villkorslånen som gavs av SIC och Nutek lät man räntribetalningarna kapitaliseras de första åren.

23 Svensson (2013) utvärderade de villkorslån som gavs av SIC och Nutek. Den viktigaste slutsatsen är att det är dåliga kontraktsvillkor och incitament för de statliga (villkors-)lånen snarare än statens oförmåga att välja ut lovande projekt som är orsaken till misslyckandet.

som ansöker.²⁴ Utvärderingen överläts till externa experter som inte har provision utan fast ersättning. Viktiga kriterier är här om projektet är kommersialiserbart, och tidigare erfarenheter hos företaget eller den person som ansöker. Av cirka 100 ansökningar går 60–70 till utvärdering och till slut är det bara ungefär 10 som får innovationslån.

Norrlandsfonden²⁵

Norrlandsfonden är en stiftelse som erbjuder olika former av lån till små och medelstora företag.²⁶ Lånen kan gå till företag som nyetableras eller företag som befinner sig i utvecklings- eller expansionsfaserna. Verksamheten är regionalt begränsad till Norrland.²⁷ Totalt har fonden ett eget kapital på cirka 1 miljard kronor. Av dessa är cirka 800 miljoner utlånade (inklusive borgen) och årligen ges nya krediter på cirka 200–250 miljoner. Exempelvis lånades 208 miljoner ut år 2012 fördelat på 116 kundföretag, det vill säga det genomsnittliga lånet var på 1,8 miljoner. Målet är att fonden ska behålla sitt kapital nominellt över tiden.

Det finns ingen restriktion på olika faser eller storlek för företagen. År 2011 och 2012 gick endast 86 av 569 miljoner kronor i nya krediter till företag i sådd- och uppstartsfaserna (15 procent). I övrigt gick 74 miljoner till företag i tidig tillväxt (13 procent), 345 miljoner till företag i expansionsfasen (61 procent) och 65 miljoner till mogna företag (11 procent) (Riksrevisionen 2014).

Tanken är att Norrlandsfonden ska erbjuda topplån som kompletterar företagets kapitalinsats och banklån. Fonden tar en högre räntesats än vad banken gör, men å andra sidan tar man också en högre risk. I allmänhet går Norrlandsfonden in med max en fjärdedel av finansieringsbehovet för enskilda företag. Resterande medel kan vara banklån eller kapitaltillskott från ägarna eller andra aktörer.

Kommentarer om de statliga lånen

Almi:s innovationslån som ersatte de tidigare villkorslånen från SIC och Nutek har förbättrats väsentligt. Det sker numera en bättre uppföljning och man följer en amorterings- och räntebetalningsplan striktare. Men fortfarande finns det brister i programmet – som att låntagarna kan räkna obetalda löner som matchande finansiering. Detta kan rimligtvis Almi inte kontrollera. Annars är innovationslånen viktiga, eftersom de går in tidigt i såddfasen där bristen på privat finansiering

24 Almi Innovation ger även råd till låntagarna. Här har varje rådgivare ett ansvar för cirka 40 projekt. I allmänhet är det två olika personer på Almi som beviljar lån och som ger råd, för att inte jävsituationer ska uppkomma.

25 Baserat på Norrlandsfondens hemsida, årsredovisning och telefonintervjuer.

26 Norrlandsfonden är även delägare i riskkapitalbolagen Partnerinvest Övre Norrland AB (tillsammans med Almi Invest) och Norr Sådd Holding (tillsammans med Industrifonden). Detta är dock bara en liten del av Norrlandsfondens verksamhet och engagemangen begränsar sig till cirka 55 miljoner kronor.

27 Norrbottens, Västerbottens, Jämtlands, Västernorrlands och Gävleborgs län.

är som störst. Innovationslån är också ett viktigt komplement till aktiekapital (som ges av Almi Invest) som såddfinansiering, eftersom många entreprenörer inte vill släppa kontrollen över sina företag.

När det gäller Almi:s företagslån så är existensen av dessa svåra att motivera ur ett teoretiskt perspektiv. Dock har det visat sig att dessa företagslån kan fylla en funktion vid finansiella kriser då privata banker tenderar att strypa sina lån till småföretag.

Almi bör naturligtvis gå in på någorlunda lika villkor som bankerna när det gäller lånens säkerheter. Annars fungerar inte bankernas matchande finansiering som någon vägledning för valet av projekt att finansiera. Om bankerna har sett till att få kontroll över säkerheter till sina lån finns det stor risk att bankerna inte är så noga med vem de lånar ut till. Almi:s engagemang kommer då i praktiken att fungera som statliga lånegarantier.

Norrlandsfonden kompletterar privat finansiering på liknande sätt som Almi gör. Fonden har dock en regional restriktion till Norrland. Dessutom går alldeles för mycket av lånen till sena faser. På liknande sätt som för Almi:s företagslån är det svårt att motivera den här typen av offentliga lån.

5. Skatter och finansiering

Det finns ett flertal olika skatter som kan tänkas påverka möjligheten för företag att få extern finansiering. De skatter som diskuteras här är: 1) bolagsskatten, 2) skatten på vinstutdelningar, och 3) skatten vid avyttring av aktieinnehav. De två sistnämnda skatterna är ägarskatter.

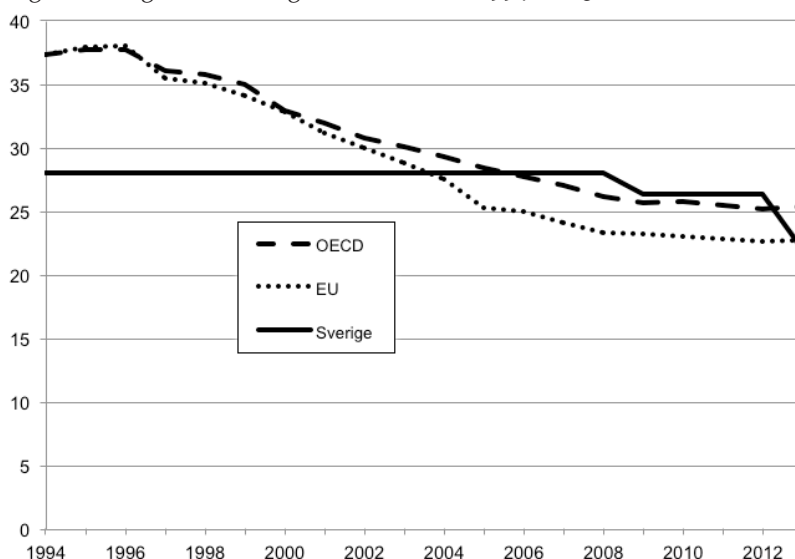
5.1 BOLAGSSKATTEN

Under de senaste decennierna har den internationella konkurrensen och företagens rörlighet ökat markant. Företagen har alltmer etablerat globala produktionslinjer. Varje produktionsled lokaliseras till de länder där den är som mest effektiv. Som en respons har regeringar i olika länder försökt att göra sina egna länder så attraktiva som möjligt för de globala företagen. Ett konkurrensmedel att attrahera utländska investeringar och hindra utflöde av investeringar med har varit att sänka företagsskatterna. Devereux med flera (2008) visar att skattesatserna för företagsvinster i OECD-länderna har minskat från drygt 45 till 35 procent mellan 1982 och 1999. Fram till 2013 har de sedan sjunkit till 25,4 procent (se Figur 1). Författarna visar också att det var just internationell skattekonkurrens som var drivkraften bakom dessa skattesänkningar. De menar att om ett land sänker skattesatsen för företagsvinster reagerar andra länder på detta och sänker skatterna på liknande sätt.

Även högskatteländer har tvingats med i konkurrensen. I Sverige låg bolagsskatten på 52 procent fram till 1989. Vid skattereformen 1990–1991 sänktes den först till 40 och sedan till 30 procent. Samtidigt breddades skattebasen. Från 1994 till 2008 låg den oförändrad på 28 procent. Därefter sänktes skattesatsen till 26,3 procent 2009 och 22 procent 2013. Därmed ligger Sverige numera strax under EU-snittet på 22,7 procent (Ekonomifakta 2013).

Eftersom Sverige numera ligger under snittet för EU och OECD, är det svårt att motivera ytterligare sänkningar av bolagsskatten. En ytterligare sänkning skulle kunna uppfattas som en aggressiv politik ur ett internationellt skattekonkurrensperspektiv. Det är dessutom viktigt att notera att den svenska bolagsskatten är lika för alla företag – oavsett storlek. Små företag missgynnas alltså inte här.

Figur 1. Bolagsskatt i Sverige, EU och OECD 1994–2013.



Källa: Ekonomifakta (2013).

5.2 UTDELNINGSSKATTEN

I Sverige dubbelbeskattas företagsvinster. Det innebär att de företagsvinster som redan har beskattats med en bolagsskatt, beskattas en gång till då företagen delar ut vinsterna till ägarna.²⁸ För noterade bolag är vinstutdelningsskatten 30 procent och för onoterade bolag är skatten något lägre, 25 procent. Dubbelbeskattningen innebär som redan nämnts i avsnitten 1.2 och 3.1 att ägarfinansiering blir dyrare än lånefinansiering. Det är speciellt småföretag utan möjlighet till lånefinansiering som drabbas av detta, det vill säga de företag som har det svårast med kapitalförsörjningen. Dubbelbeskattningen bör därför avskaffas.

Det finns dock en markant skillnad mellan vinstutdelningsskatter för å ena sidan passivt ägande generellt eller aktivt ägande i större företag, och å andra sidan aktivt ägande i så kallade fåmansbolag. De skatte regler som bestämmer beskattningen av ägare av fåmansföretag kallas populärt 3:12-reglerna.²⁹ Dessa regler innebär att en stor del av vinsten för aktiva delägare i fåmansbolag beskattas som inkomst av tjänst i stället för som inkomst av kapital. Syftet med reglerna är att förhindra att inkomsterna för ägarna, som härrör från ägarnas arbetsinsatser (inkomst av tjänst), beskattas lindrigare som kapitalinkomst.

3:12-reglerna reformerades år 2006. Reglerna innebar en ökning av den del av inkomsten som får beskattas som kapital. Alstadsæter och Jacob (2012) konstaterar att incitamenten har ökat för att omklassificera inkomster från arbete till kapital sedan förändringen år 2006. Det

²⁸ Investmentbolag och liknande bolag som äger aktier i andra bolag betalar dock inte någon skatt på vinstutdelningar. Vinstutdelningsskatten betalas bara i sista ledet då ägarna får utdelningen privat.

²⁹ Med fåmansföretag menas aktieföretag och ekonomiska föreningar där fyra eller färre personer, direkt eller indirekt, äger mer än hälften av rösterna i bolaget. Aktier i bolag som är noterade på en reglerad marknad räknas inte som fåmansföretag.

är främst personer med höga inkomster som gör detta. Skattebortfallet har blivit betydande (cirka 1 miljard kronor). I en färsk utvärdering konstaterar Alstadsæter med flera (2014) att förändringarna från 2006 inte har lett till ökad sysselsättning i fåmansbolag. Däremot har fysiska investeringar ökat i dessa bolag. Dessutom har många handelsbolag och enskilda firmor ombildats till fåmansbolag som ett resultat av förmånligare beskattning. Regeringen har nyligen föreslagit förändringar för 3:12-reglerna. De personer som får ta upp utdelning i inkomstslaget kapital till 20 procents skattesats begränsas till ägare med minst 4 procents ägarandel.

Eftersom det är svårare att ta ut vinster för aktiva delägare i mindre bolag, finns det risk att många drar sig för att bli aktiva delägare i fåmansbolag. 3:12-reglerna missgynnar alltså aktivt ägande i småföretag. Det finns då risk att kapitalet söker sig till börsnoterade eller större företag. En grupp som ofta har ett aktivt engagemang i onoterade bolag är affärsänglar. Det är inte osannolikt att bristen på affärsänglar i Sverige kan kopplas till 3:12-reglerna.

5.3 KAPITALSKATTER VID AVYTTRING AV AKTIER OCH FONDER

Då aktier eller andelar i fonder säljs är kapitalskatten 30 procent på vinsten. Man kan även utnyttja schablonmetoden, som innebär att ingångsvärdet blir 20 procent av försäljningsvärdet. Den senare metoden är fördelaktig att använda om uppgången i värdet är betydande (minst 400 procent).

Den 1 januari 2012 införde regeringen så kallat investeringssparkonto (ISK). ISK gäller för privatpersoner och omfattar aktier i noterade bolag, fonder och likvida medel. De tillgångar som finns på ISK schablonbeskattas varje år med 30 procent av statslåneräntan föregående år.³⁰ Tanken med ISK var att man ville stimulera privatpersoner att investera i aktier och fonder samtidigt som man förenklade deklarationsreglerna.

Ett stort problem med ISK är dock att innehav i onoterade företag inte omfattas. Detta är högst anmärkningsvärt. Risken är därför överhängande att ISK har allokerat om allmänhetens spar- och investeringsbeteende från onoterade småföretag till börsnoterade företag och fonder. Småföretagens möjlighet att erhålla extern ägarfinansiering borde alltså ha försämrats på grund av ISK.

I och med att ISK är så pass nytt finns det emellertid inte någon empirisk utvärdering av effekterna på privatpersoners benägenhet att investera i aktier och fonder, eller i vilken grad onoterade bolag har missgynnats.

³⁰ För schablonbeskattningen beräknas ett kapitalunderlag, som är en fjärdedel av värdet av tillgångarna på kontot vid ingången av varje kvartal, samt värdet av insättningar och överföringar till kontot under året. Denna summa multipliceras med statslåneräntan per den 30 november föregående år, vilket ger en summa som kallas schablonintäkt, som sedan beskattas med 30 procent. Detta innebär att om man har en avkastning som överstiger statslåneräntan från tidigare år så tjänar man på att ha tillgångarna på ISK i stället för i en vanlig aktie- eller fonddepå.

6. Policyrekommendationer

Offentlig finansiering till företag går att motivera om och endast om någon form av marknadsmisslyckande föreligger. Den offentliga finansieringen får inte heller tränga ut privat kapital. Dessa villkor uppfylls om de offentliga aktörerna bistår med finansiering till *små och riskfyllda projekt/företag i tidiga faser*. Detta baseras på teorin om asymmetrisk information och inkompleta kapitalmarknader (se avsnitt 2.1).

Statligt venture-kapital

- Alldeles för mycket av de statliga VC-bolagens investeringar går till sena faser. Även de investerade beloppen i enskilda portföljbolag är för höga. Man agerar här på en marknad som inte lider av något marknadsmisslyckande och som kan lösas med hjälp av privata finansierare. Risken är i stället att de statliga VC-fonderna tränger ut privat finansiering.
- De statliga VC-bolagen Fouriertransform och Inlandsinnovation, som sammanlagt förvaltar ett kapital på 5 miljarder kronor, bör avvecklas. Det finns ingenting i deras verksamhet som kan kopplas till att de försöker lösa någon form av marknadsmisslyckande. De är snarare förtäckta industri- (verkstadsindustrin) och regionalstöd (Norrländ).
- Industrifonden som förvaltar ett kapital på 3,5 miljarder kronor behöver struktureras om rejält. Fonden investerar för stora belopp i enskilda portföljbolag och agerar i alldeles för sena faser. Ett alternativ är att fonden fokuserar på investeringar i tidiga faser där det finns ett faktiskt finansieringsbehov. Det kan då vara aktuellt att banta verksamhetens storlek (det vill säga en kapitalstock som är betydligt lägre än 3,5 miljarder kronor). Alternativet är att även denna fond avvecklas.
- Om det någonstans är motiverat att staten ska öka sina insatser för att överbrygga det finansieringsbehov som finns för små och innovativa företag så är det i sådd- och uppstartsfaserna. Det är endast Almi Invest (inklusive Innovationsbron) av de statliga VC-bolagen som opererar i dessa faser och som skulle kunna vara aktuella för ökad tilldelning av statliga medel.
- Det är viktigt att de statliga VC-bolagens investeringar är korrekt utformade så att alla parter får rätt incitament. Några metoder för att uppnå detta är att kräva samfinansiering från privata aktörer, sätta upp milstolpesfinansiering och att det mottagande företaget även investerar en del själv.
- Kravet på privat matchande finansiering ska naturligtvis vara lägre ju tidigare faser som den statliga VC-fonden investerar i. Den statliga fonden och de privata medfinansierarna ska inte behöva gå in på exakt lika villkor. Dock får reglerna inte vara för generösa (till exempel att den statliga insatsen fungerar som lånegarantier). Det viktiga med den matchande finansieringen är att de privata finansierarna ger en signal till den statliga VC-fonden om vilka projekt som är värda att satsa på.

- Ett effektivt sätt att hindra investeringar i sena faser är att begränsa det belopp som det statliga VC-bolaget får investera i ett specifikt portföljbolag. Här bör gränsen sättas till max 10 miljoner kronor inklusive följdinvesteringar.

Offentliga bidrag

- Starta eget-bidraget som funnits sedan 1997 går att motivera ur ett arbetsmarknadsperspektiv men inte som ett företagsstöd. För det första kan stödet nämligen ges till vilka företag som helst (utan något marknadsmisslyckande). För det andra är risken stor att man snedvrider konkurrensen och att existerande företag drabbas. För det tredje är risken stor att stödet går till dem som skulle ha startat företag i vilket fall som helst. En förmildrande omständighet är dock att stödet är tidsbegränsat.
- Regionalstöd till företag går främst att motivera om en region har utsatts för en tillfällig chock. Dock är de flesta svenska regionalstöd av permanent art. Detta står i bjärt kontrast till den ekonomiska teorin om tillväxt och klusterbildning, som främst gynnas om resurser koncentreras. Även empiriska studier har visat att de regionala företagsstöden inte gör någon nämnvärd nytta. Det går därför starkt att ifrågasätta de existerande regionalstöden till företag i Sverige.
- Andra bidrag från Vinnova och Tillväxtverket är av begränsad omfattning och kräver oftast att företagen har kommit en bit på vägen. Gemensamt för de flesta stöd är att de kräver motfinansiering av mottagaren.

Offentliga lån

- Almi:s huvudsakliga verksamhet, lån till småföretag i allmänhet, är svår att motivera ur ett nationalekonomiskt perspektiv. Dock går en del av dessa lån till nystartade bolag, som har begränsat eget kapital. Almi:s lånestock är 5 miljarder kronor och nyutlåningen ligger på cirka 2 miljarder per år. Denna statliga låneverksamhet fyllde en viktig roll under finanskrisen då bankerna ströp sin nyutlåning till småföretagen. Men för att fylla denna funktion som brandkår vid finanskriser så är omfattningen på verksamheten alldeles för stor. Dessutom fungerar Almi:s insats i praktiken som statliga lånegarantier, eftersom det är de privata medfinansiärerna som får tillgång till säkerheterna för lånen. Då är bankerna inte så nogräknade med vad de investerar i.
- Almi:s innovationslån går att motivera, eftersom dessa går till små och innovativa projekt och företag i de tidigaste faserna. Visserligen är detta ett andrahandsalternativ jämfört med venture-kapital för finansiering av tidiga projekt, eftersom staten får en större negativ avkastning (ingen uppsida på lånen). Omfattningen av innovationslånen är dock i minsta laget, cirka 50–60 miljoner kronor per år. Här finns möjligheten att expandera verksamheten.
- Norrlandsfondens lån påminner om Almi:s företagslån, men har en

regional restriktion. Sådana restriktioner är inte att rekommendera, eftersom pengarna inte hamnar där de gör mest nytta. Fondens lån går dessutom ofta till företag i sena faser. Liksom för en stor del av Almi:s företagslån är det svårt att motivera att staten tillhandahåller den här typen av lån.

Företags- och ägarskatter

- Bolagsskatten är relativt låg i Sverige ur ett internationellt perspektiv och den är dessutom neutral mellan större och mindre företag. Inga förändringar föreslås här.
- Det är i stället ägarskatterna som behöver förändras. Dubbelbeskattningen på aktier leder till att ägarfinansiering blir dyrare än lånefinansiering – något som främst drabbar unga och innovativa bolag som inte får lån. Dubbelbeskattningen bör därför avskaffas genom att man slopar skatten på vinstutdelningar.
- Fåmansbolagsreglerna syftar till att hindra aktiva delägare från att beskatta arbetsinkomster som kapitalinkomster. Men reglerna missgynnar aktivt ägande i små, onoterade företag. Risken är stor att reglerna minskar antalet aktiva företagare och att tillgången på affärsänglar försämras. Reglerna har reformerats flera gånger utan att vare sig regering eller småföretagen är nöjda med dem.
- Det är stor risk att investeringssparkonto (ISK) som infördes 2012 har allokerat om allmänhetens spar- och investeringsmönster från onoterade bolag till noterade bolag och fonder. Innehav i onoterade bolag omfattas nämligen inte av ISK. ISK borde ha försämrat möjligheterna för onoterade bolag att få tag på externt ägarkapital. Empiriska utvärderingar saknas dock, eftersom ISK är relativt nytt.

7. Sammanfattning och slutsatser

Både teori och empiri visar att extern finansiering är dyrare än intern finansiering för privata företag. Detta beror på den asymmetriska information som gör det svårt för externa finansiärer att dels välja ut de mest lovande projekten (snedvridet urval) och dels kontrollera vad mottagaren gör med finansieringen (moralisk risk). Därmed kräver externa finansiärer riskpremium. I allmänhet är det dyrare för småföretag att få extern finansiering än vad det är för storföretag. Detta beror främst på att småföretagen har större risk och färre tillgångar som kan fungera som säkerheter.

Empiriska enkätstudier visar att det inte förekommer någon brist på kapital för småföretag i allmänhet i Sverige. Empiriska studier visar även att småföretag i första hand löser sin finansiering med eget startkapital och externa lån. Externt aktiekapital från bland annat VC-företag och affärsänglar står för endast en liten del av finansieringen, trots att speciellt VC-företagen har rönt stort intresse i litteraturen. De privata VC-bolagen går emellertid in med stora belopp när de väl investerar och finansierar en oproportionellt stor andel av de småföretag som blir de verkliga vinnarna.

Den främsta policyrekommendationen i denna rapport är att offentliga aktörer bör bistå med finansiering till privata företag om och endast om någon form av marknadsmisslyckande förekommer. Det viktigaste argumentet för offentlig finansiering till företag är att i synnerhet små och riskfyllda projekt i tidiga faser är svåra att bedöma för externa finansiärer. Det kan här handla om innovativa projekt eller nystartade företag som har nya affärsidéer. Svårigheten att bedöma projekten gör att sök- och transaktionskostnaderna blir höga för de externa finansiärerna. Riskerna är då stora att det uppstår kapitalbrist för små och riskfyllda projekt i tidiga faser. Det är alltså här de offentliga satsningarna ska sättas in.

Det är även viktigt att de offentliga insatserna är korrekt utformade. Med tanke på att en mycket stor andel av de riskfyllda projekten faller på så är externt aktiekapital att föredra framför lån, eftersom aktiekapitalet har en viss uppsida. Lån kan dock ses som ett andrahandsalternativ då många entreprenörer inte vill förlora kontrollen över sina företag. Bidrag är sämst, eftersom de sällan kräver någon uppoffring från mottagaren. Vid bidrag är även risken störst för dödviktseffekter, det vill säga att bidragen går till projekt som skulle ha genomförts i alla fall. Litteraturen är mycket tydlig med att betona kravet på matchande privat finansiering vid offentlig finansiering. De offentliga aktörerna investerar nämligen inte sina egna pengar och anses vara sämre än privata aktörer på att välja ut lovande projekt. Den privata samfinansieringen fungerar därmed som en signal till den offentliga fonden om vilka projekt som är värda att satsa på. Den matchande finansieringen behöver dock inte vara på exakt lika villkor för de offentliga och privata

finansiärerna. Ju tidigare projekt, desto mer generösa villkor för den matchande finansieringen.

För att mottagaren av det offentliga stödet verkligen ska anstränga sig finns det två metoder att använda sig av: milstolpesfinansiering och krav på att delar av den matchande finansieringen kommer från mottagaren snarare än från tredje part. En varningssignal för ansökningsexperter är företag som har fått stöd från många olika offentliga aktörer. Dessa målföretag bör undvikas.

De största offentliga insatserna i fråga om företagsstöd i Sverige görs via statliga VC-bolag. De fyra största – Industrifonden, Fouriertransform, Inlandsinnovation och Almi Invest – har ett sammanlagt kapital på 10,1 miljarder kronor. Det är även här som de största felstegen görs. Det är i princip bara Almi Invest (inklusive före detta Innovationsbron) som går in med små belopp i sådd- och uppstartsfaserna och därmed följer forskningslitteraturens rekommendationer. Övriga aktörer investerar dels för stora belopp i enskilda portföljbolag och går dels in i alldeles för sena faser. Inlandsinnovation och Fouriertransform framstår mer som förtäckta regional- och industristöd och bör avvecklas. Detta skulle frigöra 5 miljarder kronor. Industrifonden bör reformeras rejält och tvingas gå in i tidiga projekt; alternativet är att även denna VC-fond avvecklas. Detta skulle i så fall frigöra ytterligare 3,5 miljarder. En del av de frigjorda medlen på 8,5 miljarder skulle kunna tilldelas Almi Invest för investeringar i tidiga faser, till exempel cirka 1 miljard. Övriga medel skulle kunna användas till att förbättra förutsättningarna för småföretag generellt, till exempel sänkningar av ägarskatter eller nedsättning av sociala avgifter för småföretag.

Det har påpekats från Riksrevisionen (2014) att den matchande finansieringen på lika villkor är orsaken till investeringarna i sena faser. Detta är inte helt korrekt. Det är nämligen så att den VC-fond – Fouriertransform – som inte har några krav på samfinansiering alls, är den som oftast går in i sena faser. Ett problem med regeringens direktiv är att den matchande finansieringen måste vara på lika villkor. Därmed menar man att de statliga VC-bolagen skulle kräva samma avkastning som de privata aktörerna. Lika villkor är ingen nödvändighet vid samfinansiering. Dessutom går de statliga VC-bolagen oftast ur sina positioner tidigare än de privata finansiärerna och får därmed en lägre avkastning. I denna rapport betonas i stället att det snarare är statens avkastningskrav på de statliga VC-fonderna som är orsaken till investeringar i de sena faserna. VC-fonderna får inte gå back. Därför kommer de statliga VC-fonderna att investera i säkra projekt i sena faser. Det effektivaste sättet att hindra statliga VC-fonder från att gå in i sena faser är att sätta en restriktion på hur mycket som fonden får investera i ett enskilt portföljbolag. Sådana restriktioner finns för Almi Invest – både i sådd- och uppstartsfaserna. Denna fond kan därmed inte gå in i sena faser som oftast kräver större investeringar. Dessutom kan man inte följa med ända in i mål för de lyckade investeringar som man gör.

Därmed får Almi Invest en sämre avkastning än de privata samfinansierarna – även om de går in på lika villkor.

Många av bidragssystemen för småföretag som existerar i dag är svåra att motivera. Starta eget-bidraget kan gå till vilka nya företag som helst snarare än till nya företag som lider av informationsasymmetrier (marknadsmislyckanden). Det är även stor risk för undanträngnings-effekter och att stödet går till företag som skulle ha startats i vilket fall som helst. Andra utvärderingar visar dock att stödet fungerar väl ur ett arbetsmarknadspolitiskt perspektiv. Regionalstöd till företag går att motivera om en region har drabbats av en tillfällig chock. De svenska regionalstöden till företag är dock av permanent art. Det största stödet – regionalt investeringsstöd – omfattar 250 miljoner kronor per år. Utvärderingar visar att detta stöd inte ger några nämnvärda effekter på de mottagande företagen.

Offentliga lån tillhandahålls främst av Almi och Norrlandsfonden i Sverige. De generella lånen som går till småföretag är svåra att motivera – de kan oftast gå till vilka småföretag som helst. Dessutom fungerar Almi:s lån ofta som lånegarantier, eftersom det är den privata samfinansieraren som främst får tillgång till mottagarens säkerheter. Det har emellertid visat sig att statliga lån kan fylla en funktion i samband med finanskriser om bankerna drar åt utlåningen till småföretag, vilket var fallet under finanskrisen 2008–2009. Även lån till nystartade företag som har begränsat eget kapital och få belåningsbara tillgångar går att motivera. Dock är storleken och omfattningen på statens låneverksamhet i vanliga tider alldeles för stor (total lånestock på 5 + 1 miljarder kronor) för att fylla funktionen som brandkår i kristider. De lån som tycks fylla en viktig funktion är i stället Almi:s innovationslån. Detta är mjuka lån som endast går till de tidigaste faserna. Även om innovationslånen har en del brister i fråga om utformning (de förvärrar problemen med moralisk risk) så är de ett bra andrahandsalternativ till statligt venture-kapital i tidiga faser. Många entreprenörer vill nämligen inte lämna ifrån sig kontrollen över sina företag och föredrar därför lån framför externt aktiekapital.

Det finns knappt någon samordning av de statliga aktörerna i Sverige. Nästan alla lyder under Näringsdepartementet, men aktörerna går ofta in i varandras projekt utan att rådfråga varandra. Till exempel kan en bidragsgivare gå in i ett projekt som redan har finansierats av en statlig VC-fond. Om detta hade varit känt från början hade mindre statligt kapital behövt investeras.

Till sist några ord om hur olika bolags- och ägarskatter påverkar småföretagens kapitalförsörjning. Det är främst ägarskatterna som behöver reformeras. Dubbelbeskattningen på aktier bör avskaffas genom att utdelningsskatten slopas. Dubbelbeskattningen orsakar nämligen att ägarkapital blir dyrare än lånefinansiering; något som främst drabbar unga och innovativa företag som har svårt att få lån av banker. Vidare tycks varken regering eller entreprenörer vara nöjda med utformningen

av 3:12-reglerna, trots att de nyligen reformerades. Det är inte helt klart hur reglerna bör ändras för att bli optimala, men de missgynnar aktivt ägande i småföretag. Slutligen infördes investerarsparkonto för några år sedan. ISK ger skattelättnader för innehav i börsnoterade aktier och fonder. Aktier i onoterade bolag omfattas inte. Ägande i onoterade företag missgynnas och därmed också troligen kapitalförsörjningen till sådana företag.

Referenser

- Abramowitz, M R (1956), Resource and output trends in the United States since 1870. *American Economic Review*, 46(1):5–23.
- Acs, Z & Audretsch, D (1988), Innovation in large and small firms : an empirical analysis. *American Economic Review*, 78(4):678–90.
- Acs, Z & Mueller, P (2008), Employment effects of business dynamics : mice, gazelles and elephants. *Small Business Economics*, 30(1):85–100.
- Akerlof, G (1970), The market for lemons : quality uncertainty and the market mechanism. *Quarterly Journal of Economics*, 84(3):488–500.
- Alstadsæter, A & Jacob, M (2012), *Income shifting in Sweden : an empirical evaluation of the 3:12 rules*, ESO-rapport 2012:4. Stockholm: Fritzes.
- Alstadsæter, A, Jacob, M & Vejsiu, A (2014), 3:12-corporations in Sweden : the effects of the 2006 tax reform on investments, job creation and business start-ups, ESO-rapport 2014:2. Stockholm: Finansdepartementet.
- Ankarhem, M, Daunfeldt, S O, Quoreshi, S & Rudholm, N (2010), Do regional investment grants improve firm performance? Evidence from Sweden. *Technology and Investment*, 1(3):221–27.
- Arrow, K (1962), The economic implications of learning by doing. *Review of Economic Studies*, 29(2):155–73.
- Audretsch, D & Stephan, P E (1996), Company-scientist locational links : the case of biotechnology. *American Economic Review*, 86(3):641–52.
- Avdeitchikova, S (2008), On the structure of the informal venture capital market in Sweden : developing investment roles. *Venture Capital*, 10(1):55–85.
- Baumol, W J (2004), Entrepreneurial enterprises, large established firms and other components of the free-market growth machine. *Small Business Economics*, 23(1):9–23.
- Behrenz, L, Delander, L & Månsson, J (2012), *Start-up subsidies in Sweden : treatment, deadweight and direct displacement effects*, Working paper 2012:17. Kalmar: Labour Market and Discrimination Studies, Linnaeus University.
- Benjamin, G A & Margulis, J (1996), *Finding your wings : how to locate private investors to fund your business*. New York: Wiley.
- Berger, A N & Udell, G F (1998), The economics of small business finance : the roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle. *Journal of Banking and Finance*, 22(6–8):613–73.
- Bergman, K, Ejermo, O, Fischer, J, Hallonsten, O, Karlsö Hansen, H & Moodysson, J (2010), *Effects of VINNOVA programmes on small and medium-sized enterprises – the cases of Forska & Väx and VINN NU*, Vinnova analysis 2010:09. Stockholm: Vinnova.
- Birch, D L (1981), Who creates jobs? *The Public Interest*, 65(Fall):3–14.
- Birch, D L, Haggerty, A & Parsons, W (1995), *Who's creating jobs?* Boston: Cognetics Inc.
- Block, J & Sandner, P (2011), Venture capital funding in the middle of the year 2011 : are we back to pre-crisis boom levels? *Strategic Change*, 20(5–6):161–69.
- Bozkaya, A & van Pottelsberghe, B (2008), Who funds technology-based small firms? : evidence from Belgium. *Economics of Innovation and New Technology*, 17(1–2):97–122.
- Carpenter, R E & Petersen, B C (2002), Capital market imperfections, high-tech investment and new equity financing. *Economic Journal*, 112(477):F54–F72.

- Cassar, G (2004), The financing of business start-ups. *Journal of Business Venturing*, 19(2):261–83.
- Cosh, A, Cumming, D & Hughes, A (2009), Outside entrepreneurial capital. *Economic Journal*, 119(540):1494–1533.
- Cressy, R (2006), Why do most firms die young? *Small Business Economics*, 26(2):103–16.
- Cressy, R & Olofsson, C (1997), The financial conditions for Swedish SMEs : survey and research agenda. *Small Business Economics*, 9(2):179–94.
- Davidsson, P & Delmar, F (2006), High-growth firms and their contribution to employment : the case of Sweden. I: Davidsson, P, F. Delmar, F & Wiklund, J (red), *Entrepreneurship and the Growth of Firms*. Cheltenham: Edward Elgar.
- Davidsson, P, Steffens, P & Fitzsimmons, J (2005), Growing profitable or growing from profits : putting the horse in front of the cart? *Journal of Business Venturing*, 24(4):388–406.
- de Meza, D & Webb, D Z (1987), Too much investment : a problem of asymmetric information. *Quarterly Journal of Economics*, 102(2):271–92.
- Delmar, F, Davidsson, P & Gartner; W B (2003), Arriving at the high-growth firm. *Journal of Business Venturing*, 18(2):189–216.
- Devereux, M, Lockwood, B & Redoano, M (2008), Do countries compete over corporate tax rates?. *Journal of Public Economics*, 92:1210–35.
- Eckhardt, J, Shane, S & Delmar, F (2006), Multistage selection and the financing of new ventures. *Management Science*, 52(2):220–32.
- Ekonomifakta (2013), Bolagsskatt internationellt, <<http://www.ekonomifakta.se/sv/Fakta/Skatter/Skatt-pa-foretagande-och-kapital/Bolagsskatt/>>.
- Eliasson, K (2013), *Regionalt investeringsstöd : en effektutvärdering i en värld med många företagsstöd*, Working paper 2012:16. Stockholm och Östersund: Tillväxtanalys.
- Falkenhall, B, Johansson, M & Olofsson, J (2003), *Utvärdering av de näringspolitiska effekterna av stöd till start av näringsverksamhet*. Stockholm och Östersund: ITPS.
- Forslid, R (2008), *Du sköna globaliserade värld? : starka kluster och svaga regioners betydelse för ekonomisk tillväxt*. Stockholm: Globaliseringsrådet.
- Fraser-Sampson, G (2007), *Private equity as an asset class*. Chichester: John Wiley & Sons Ltd.
- GEM (2004), *Global entrepreneurship monitor*. London: London Business School.
- Gobry, PE (2011), The way companies are getting financed is completely changing, Business Insider BI Research, <<http://www.businessinsider.com/the-way-companies-are-getting-financed-is-completely-changing-2011-11>>.
- Gompers, P (1995), Optimal investment, monitoring, and the staging of venture capital. *The Journal of Finance*, 50(5):1461–89.
- Gompers, P A & Lerner, J (2001), *The money of invention*. Boston: Harvard Business School Press.
- Henrekson, M & Johansson, D (2010), Gazelles as job creators : a survey and interpretation of the evidence. *Small Business Economics*, 35(2):227–44.
- Holtz-Eakin, D, Joulfaian, D & Rosen, H S (1994), Sticking it out : entrepreneurial survival and liquidity constraints. *Journal of Political Economy*, 102(1):53–75.
- Hubbard, R G (1998), Capital-market imperfections and investment. *Journal of Economic Literature*, 36:193–225.

- Huyghebaert, N & Van de Gucht, L M (2007), The determinants of financial structure : new insights from business start-ups. *European Financing Management*, 13(1):101–33.
- Industrifonden (2013), Årsredovisning 2012–13, <http://www.industrifonden.se/sites/default/files/pdf/industrifonden_12-13_web.pdf>.
- Jaffe, A (1986), *Economic analysis of research spillovers : implications for the advanced national technology program*. Washington D C : National Institute of Standards and Technology, Department of Commerce.
- Johansson, D, Palmberg, J & Bornhäll, A (2013), *Risikkapitalförsörjning i små och medelstora företag : utbud eller efterfrågan?* Stockholm: Svenskt Näringsliv.
- Kaplan, S N & Lerner, J (2010), It ain't broke : the past, present, and future of venture capital. *Journal of Applied Corporate Finance*, 22(2):36–47.
- Kaplan, S N & Strömberg, P (2001), Venture capitals as principals : contracting, screening, and monitoring. *American Economic Review*, 91(2):426–30.
- Kedrosky, P (2009), Right-sizing the U.S. venture capital industry. *Venture Capital*, 11(4):287–93.
- Klagge, B & Martin, R (2005), Decentralized versus centralized financial systems : is there a case for local capital markets? *Journal of Economic Geography*, 5(4):387–421.
- Lerner, J (2009), *Boulevard of broken dreams : when public efforts to boost entrepreneurship and venture capital have failed – and what to do about it*. Princeton: Princeton University Press.
- Lindh, T & Ohlsson, H (1998), Self-employment and wealth inequality. *Review of Income and Wealth*, 44(1):25–42.
- Lumme, A, Mason, C & Suomi, M (1996), The returns from informal venture capital investments : an exploratory study. *Journal of Entrepreneurial & Small Business Finance*, 5(2):139–58.
- Mason, C (2009), Venture capital in crisis. *Venture Capital*, 11(4):279–85.
- Mason, C & Harrison, R (2000), The size of informal venture capital market in United Kingdom. *Small Business Economics*, 15(2):137–48.
- Mason, C & Harrison, R (2002), Is it worth it? : the rates of return from informal venture capital investments. *Journal of Business Venturing*, 17(3):211–36.
- Minola, T & Giorgino, M (2011), External capital for NTBFs : the role of bank and venture capital. *International Journal of Entrepreneurship and Innovation Management*, 14(2–3):222–47.
- Myers, S C (1984), The capital structure puzzle. *Journal of Finance*, 39(3):573–92.
- Myers, S C & Majluf, N S (1984), Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2):187–221.
- Månsson, J & Quoreshi, S (2012), *Regionalpolitiska effekter av sänkta socialavgifter, Working paper 2012:01*. Stockholm och Östersund: Tillväxtanalys.
- Parker, S C & Storey, D J (2010), What happens to gazelles? : the importance of dynamic management strategy. *Small Business Economics*, 35(2):203–26.
- Revest, V & Sapio, A (2012), Financing technology-based small firms in Europe : what do we know? *Small Business Economics*, 39(1):179–205.
- Riding, A L (2008), Business angels and love money investors : segments of the informal market for risk capital. *Venture Capital*, 10(4):355–69.
- Riksrevisionen (2008), *Stöd till start av näringsverksamhet : ett framgångsrikt program*. RIR 2008:24. Stockholm: Riksrevisionen.

- Riksrevisionen (2014), *Statens insatser för riskkapitalförsörjning : i senaste laget*, RIR 2014:12. Stockholm: Riksrevisionen.
- Robb, A M & Robinson, D T (2014), The capital structure decisions of new firms. *Review of Financial Studies*, 27(1):153–79.
- Segalla, M, Rouzies, D & Ghalbouini, J (2010), *The venture capital industry's crisis : a problem of management and marketing – not finance?* Working paper. Paris: HEC.
- Shane, S (2008), *The importance of angel investing in financing the growth of entrepreneurial ventures*. Working paper. Washington D C : Small Business Administration Office of Advocacy.
- Sohl, J (2005), *Analysis of 2004 angel investor market*. Working paper. Durham: Center for Venture Research.
- Solow, M R (1957), Technical change and the aggregate production function. *Review of Economics and Statistics*, 39(3):312–20.
- SOU 2012:66, *Skatteincitament för forskning och utveckling*, Stockholm.
- Steffens, P, Davidsson, P & Fitzsimmons, J (2009), Performance configurations over time : implications for growth- and profit-oriented strategies. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 33(1):125–48.
- Storey, D J (1994), *Understanding the small business sector*. London: Routledge.
- Svensson, R (2013), Publicly-funded R&D-programs and survival of patents. *Applied Economics*, 54(10–12):1343–1358.
- Sweco Eurofutures (2008), *Strukturfonder för kompletterande kapitalförsörjning till småföretag : en behovsanalys inför ett JEREMIE-initiativ i mellersta Norrland*. Stockholm: Nutek/Almi.
- Söderblom, A (2012), *The current state of the venture capital industry*, Näringspolitiskt Forum Rapport 2. Stockholm: Entreprenörskapsforum.
- Tillväxtverket (2011), *Företagens villkor och verklighet*. Stockholm: Tillväxtverket.
- USSBA (2009), *The small business economy*. Washington D C : U S Small Business Administration, U S Government Printing Office.
- Van Osnabrugge, M (1998), *Comparison of business angels and venture capitalists : financiers of entrepreneurial firms*. Oxford: Venture Capital Report.
- Van Praag, M C & Versloot, P H (2008), The economic benefits and costs of entrepreneurship : a review of research. *Foundations and Trends in Entrepreneurship*, 4(2):65–154.
- Vanacker, T R & Manigart, S (2010), Pecking order and debt capacity considerations for high-growth companies seeking financing. *Small Business Economics*, 35(1):53–69.
- Winborg, J & Landström, H (2001), Financial bootstrapping in small business : examining small business managers' resource acquisition behaviors. *Journal of Business Venturing*, 16(3):235–54.
- Wong, A, Bhatia, M & Freeman, Z (2009), Angel finance : the other venture capital. *Strategic Change*, 18(7–8):221–30.