

Neutral bolagsskatt

– för ökad effektivitet och stabilitet

Slutbetänkande av Företagsskattekommittén

Stockholm 2014



STATENS OFFENTLIGA
UTREDNINGAR

SOU 2014:40

BESKATTNING AV PERSONALOPTIONER OCH INNOVATIVT ENTREPRENÖRSKAP

Expertrappport till Företagsskattekommittén *

Magnus Henrekson
Institutet för Näringslivsforskning

Tino Sanandaji
Institutet för Näringslivsforskning

* Vi tackar Ola Bengtsson, Göran Arvidsson, Louise Johannesson, Rickard Eriksson, Joacim Tåg och deltagarna vid en intern workshop på IFN för värdefulla kommentarer.

Sammanfattning

Finansiering av entreprenörsdrivna företag präglas av betydande transaktionsproblem. I den moderna entreprenörssektor som växt fram i bl.a. Silicon Valley har finansiella instrument utvecklats för att lösa dessa problem. Nyckeln till framgång var att skriva komplexa kontrakt där utfallet med hjälp av optioner och aktiekonvertibler betingas på företagets utveckling. Detta har underlättats av att avkastningen på dessa instrument endast kapitalinkomstbeskattas i USA, f.n. med 15 procent. Optioner möjliggör samtidigt rekrytering av nyckelpersonal till nystartade företag i tillväxtfasen. I svensk skattelagstiftning beskattas avkastningen på personaloptioner i stället med en marginell skattesats på 67 procent när avkastningen är hög. Detta omöjliggör i praktiken användning av optioner för att skapa komplexa avtal i entreprenörsdrivna företag i Sverige.

I rapporten presenteras ett förslag till hur de nuvarande reglerna i inkomstskatte- och socialavgiftslagen om förvärv av personaloptioner skulle kunna förändras för att möjliggöra en effektiv användning av personaloptioner i entreprenörsdrivna innovationsföretag även i Sverige.

1 Inledning

Optioner är finansiella instrument vars värde är direkt kopplade till ett företags värde. De kan användas för att minska ägarstyrningsproblem inom företag. Genom att ställa ut köpoptioner till nyckelpersonal knyts deras ersättning starkare till marknadsvärdet på företagets egna kapital. Därmed kan en större överensstämmelse skapas mellan deras och aktieägarnas incitament att utveckla företaget.

Under 1990-talets IT-boom blev det i Sverige vanligt att ledande befattningshavare tilldelades eller fick köpa optioner. Incitamentsprogram baserade på optioner i börsnoterade bolag kom dock av flera skäl i vanrykte. Den kraftiga börsuppgången gjorde att vd:ar och andra ledningspersoner gjorde stora vinster på sina optionsinnehav. Detta kritiserades då det kunde ses som en belöning för tur snarare än kompetens. I onoterade företag fanns ett annat problem. Där var det vanligt att knyta optionerna till anställningen och ha klausuler som förhindrade avyttring innan en viss tid förlupit efter att optionerna lösts in i aktier. Eftersom optionerna var knutna till anställningen behandlades avkastningen ur skattesynpunkt som

lön och beskattades vid inlösen. Lönen beräknades som aktiernas värde vid optionslösen och företaget hade dessutom skyldighet att betala sociala avgifter på vinsten, vilket gjorde att skatten på optionsvinster ofta uppgick till cirka 67 procent. När det väl blev möjligt att sälja aktien efter inlåsningsperioden kunde värdet ha sjunkit till en bråkdel av det värde som redan beskattats. Dessa negativa erfarenheter ledde till att många i Sverige drog slutsatsen att optioner var olämpliga att använda i incitamentsprogram.

Var denna slutsats riktig? I USA har optionsinstrumentet fått en avgörande betydelse i den entreprenöriella sektorn, både inom IT och bioteknik. Hur kan det komma sig att optioner används avsevärt mindre och tycks fungera sämre i Sverige, ett land som numera också har betydande nyföretagande och riskkapital i dessa sektorer? Kan skatteregler reformeras så att optionsinstrumentets fördelar kan utnyttjas även här?

För att kunna besvara dessa frågor diskuterar vi (i) hur entreprenöriella företag byggs upp; (ii) varför optioner kan vara ett effektivt sätt att belöna nyckelmedarbetare – i synnerhet de som tar entreprenöriella beslut; (iii) hur optioner måste behandlas skattemässigt; samt (iv) vilken kontraktsmässig flexibilitet som krävs för de institutionella placerarna. Vi diskuterar framförallt optioners användning i växande entreprenöriella bolag, inte i börsnoterade företag med spritt ägande. Avslutningsvis presenterar vi ett förslag till reformering av de nuvarande reglerna om förvärv av värdepapper respektive personaloptioner i inkomstskatte- och socialavgiftslagen. Den föreslagna reformeringen skulle möjliggöra en effektiv användning av personaloptioner i entreprenörsdrivna innovationsföretag även i Sverige.

2 Att bygga ett framgångsrikt företag kräver kompletterande kompetenser

Den arketypiska bilden av entreprenörskap är en enskild individ som kommer på en idé, finansierar ett nytt bolag, absorberar all risk, omvandlar affärsidén till en kommersiell innovation, expanderar bolaget och förblir dess vd och huvudägare när företaget börsnoteras. För en teoretisk analys kan denna förenkling vara värdefull, och den stämmer fortfarande väl in på en del företag. Men entreprenöriellt företagande har utvecklats till en sektor med högst specialiserade roller, vilka utgör en stödjande kompetensstruktur

kring den enskilde entreprenören. Finansiering och rådgivning sköts exempelvis av s.k. venture capital-bolag (hädanefter förkortat VC). Ofta köps innovativa företag upp av större aktörer på ett relativt tidigt stadium. Extern ledningspersonal tas i många företag in under expansions- eller mognadsfasen och ersätter entreprenören i denna roll.

Det råder viss begreppsförvirring gällande entreprenörskap, där olika slags företagare blandas samman på ett missvisande sätt. Enligt t.ex. Schumpeters (1934) definition är de flesta nyföretagare och egenföretagare inte entreprenörer, då de saknar ambition att vara innovativa eller tillväxtorienterade.¹ Majoriteten företagare i Sverige har inte och kommer aldrig att ha en enda extern anställd. Dessa företagare självrappporterar att de inte definierar sig själva som entreprenörer utifrån ambitionen att växa eller vara innovativa. Den typiska företagaren är frilansskribent, taxichaufför, hantverkare eller konsult utan anställda. Enmansföretagare och småföretagare utan ambition att växa över en viss nivå spelar en utomordentligt viktig roll för samhällsekonomin, t.ex. för att producera tjänster effektivt eller för att undgå diskriminering på arbetsmarknaden. Deras ekonomiska roll är dock inte att vara förnyande.

Snabbt växande, innovativa företag, de vi kallar entreprenöriella företag, är få och annorlunda. Medan icke-innovativa egenföretagare generellt inte använder sig av stödstrukturerna så gör entreprenörer det i hög utsträckning. I USA anger t.ex. endast tre procent av alla egenföretagare att de har eller planerar att någonsin söka VC-finansiering,² samtidigt som nära två tredjedelar av de bolag som lyckas bli introducerade på börsen tidigare erhållit sådan finansiering. Entreprenöriellt företagande är normalt också mer kunskapsintensivt än egenföretagande. Medan egenföretagare inte skiljer sig från löntagare vad gäller utbildning är sannolikheten 20 gånger större att företagare som har fått VC-finansiering i USA har en doktorsexamen jämfört med den genomsnittlige amerikanen (Bengtsson och Hsu 2010). Hur ovanlig den nödvändiga kompetensen är för innovativt entreprenörskap är lätt att glömma bort när man sätter likhetstecken mellan egenföretagande och entreprenörskap. Potentiella entreprenörer är få och tenderar redan att ha trygga och välbetalda jobb i existerande företags karriärshierarkier. Övergången till egenföretagande är därför normalt förknippad med en betydande alternativkostnad.

¹ Detta diskuteras ingående i Sanandaji (2011).

² Egna beräkningar baserade på data från Panel Study of Entrepreneurial Dynamics (PSED).

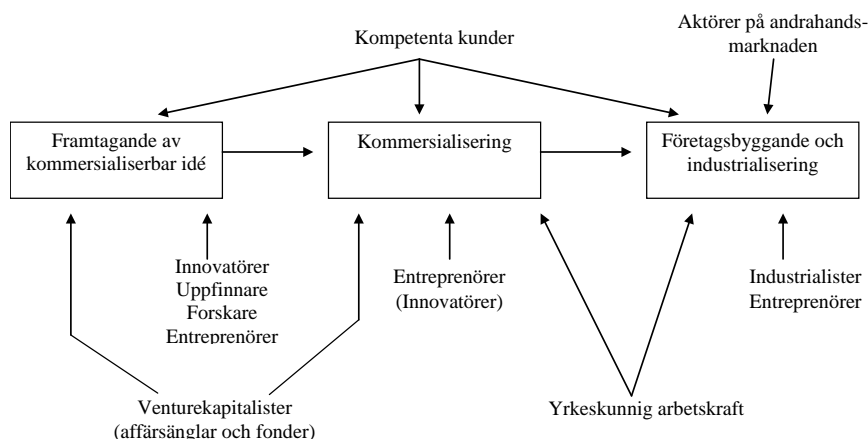
I policydiskussionen är fokus ofta på snabbt växande, innovativa företag, medan empirisk forskning av nödvändighet fokuserats på egenföretagare. I denna rapport diskuterar vi den förstnämnda kategorin. För att utveckla ett framgångsrikt företag i dessa kunskapsintensiva verksamheter krävs en kombination av flera samverkande nyckelaktörer med kompletterande kompetenser. Entreprenören har en avgörande betydelse, men även andra aktörer ingår: venturekapitalister,³ industrialister, forskare/uppfinnare, innovatörer, utbildad arbetskraft, kompetenta kunder och aktörer på andrahandsmarknaden. Framgångsrikt företagande som genererar snabb tillväxt är en funktion av hur väl dessa aktörer förvärvar och använder sig av sin kompetens. Möjligheterna och drivkrafterna att göra detta bestäms till stor del av det institutionella ramverket eller det som vi i dagligt tal kallar samhällets spelregler. *Figur 1* är en förenklad illustration av olika aktörers bidrag till utvecklingsprocessen. De olika aktörerna med sina unika och kompletterande kompetenser – ibland kallat ett kompetensblock – är nödvändiga för att gå från den ursprungliga idén till industriell skala.⁴

³ Vi använder i denna skrift omväxlande begreppen venture capital (VC) och riskkapital i deras ursprungliga betydelse, dvs. för att beteckna kapitalinsatser i ett tidigt stadium av ett företags eller en innovations liv. Detta till skillnad från svenska massmedias urskillningslösa och rubrikskapande tillämpning av etiketten "riskkapitalist" på alla möjliga aktörer som arbetar med hög belåning.

⁴ Kompetensblocksteorin lanserades ursprungligen av Gunnar Eliasson, se t.ex. Eliasson (1996).

Figur 1 Många aktörer i stegen från innovation till storskaligt företag.

Anm.: Figuren försöker fånga de faser i vilka de olika aktörerna inträder i innovations- och industrialiseringsprocessen. I ett första skede identifierar entreprenörerna potentiella vinstmöjligheter; ofta spelar kompetenta



kunder en viktig roll i denna del av processen och grunden till idén kan komma från en forskare. Uppfinnare engageras för att lösa tekniska problem, men när verksamheterna växer krävs innovatörer och industrialister för att leda mer omfattande utvecklingsprojekt. Ibland kan processen initieras av forskare eller uppfinnare, vilkas idéer sedan vidareutvecklas av innovatörer och entreprenörer. Den tidiga kommersialiseringssfasen involverar i huvudsak entreprenörer (eventuellt också innovatörer) och i mindre utsträckning yrkeskunnig arbetskraft. I industrialiseringsfasen aktiveras industrialisterna och då krävs också yrkeskunnig arbetskraft. Venturekapitalisterna finansierar utvecklingen i de tidiga skedena, medan aktörerna på andrahandsmarknaden kommer in senare. Figuren är en förenkling, t.ex. kan industrialister och aktörer på andrahandsmarknaden vara inkopplade betydligt tidigare, aktörerna kan arbeta parallellt med varandra, överlappande eller om varandra i olika faser. Samma person kan ibland fylla mer än en funktion, t.ex. vara både entreprenör och industrialist.

Källa: Förenkling från Henrekson och Johansson (2009) och Johansson (2010).

Framgångar för entreprenöriella företag kräver att dessa aktörer samverkar. Aktörerna har dock olika intressen, samtidigt som investeringar i nya företag är behäftade med ovanligt höga transaktionskostnader och stor osäkerhet. Att t.ex. få entreprenörens och finansierarnas intressen att sammanfalla har visat sig vara en svår uppgift. Huvuddelen av avkastningen i entreprenörssektorn kommer från ett fåtal bolag som blir ytterst framgångsrika, men som är omöjliga att identifiera på förhand, medan tre fjärdedelar av investeringarna har noll eller negativ avkastning (Hall och Woodward 2010). Den högteknologiska entreprenörssektorn i USA, där den först växte fram, utvecklade kontrakt, finansiella instrument samt formella och informella institutioner för att minska dessa så kallade principal-agent-problem (Gompers och Lerner 1999; se också faktaruta). I amerikanska VC-bolag är numera äganderätterna till

avkastningen allt mer separerade från kontrollrättigheterna (Kaplan och Strömberg 2003). Båda dessa slags rättigheter är samtidigt betingade på hur väl företaget utvecklas. Med hjälp av optioner och aktiekonvertibler utformas belöningssystemet så att företagaren och andra nyckelpersoner får allt mindre ägande ju sämre det går för bolaget, men extremt hög avkastning och stegvis ökat ägande vid framgång. I denna svåra ekonomiska terräng har optioner visat sig vara ett effektivt sätt att belöna företagaren och andra bärare av nyckelkompetenser i de få bolag som blir lönsamma, på samma gång som deras intressen knyts närmare andra aktörer i stödstrukturen.

Principal-agent-problemet När samarbete ger fördelar tenderar en lång rad situationer uppstå där en agent handlar på uppdrag av en huvudman (principal). Exempelen kan mångfaldigas: en advokat som ger råd till sin klient, en läkare som undersöker en patient eller en företagsledare som agerar på uppdrag av företagets ägare. Här är vi främst intresserade av fallet där företagsledningen agerar på uppdrag av företagets ägare. Principal-agent-problemet handlar om hur man skall få överensstämmelse mellan principalens (ägarens) och agentens (företagsledningens) intressen. Det karaktäristiska i dessa relationer är att det finns vinster från samarbete, samtidigt som parterna även har egenintressen som inte helt sammanfaller. Det viktigaste skälet till att principalen har svårt att förhindra agenten från att agera i enlighet med sina egna intressen är asymmetrisk information. Ägaren har svårt att observera exakt vad företagsledningen gör, hur mycket de anstränger sig osv. Ledningens informationsövertag riskerar att leda till att de eftersträvar egna mål såsom ökad status och förbättrade karriärmöjligheter för egen del snarare än att arbeta med företagets bästa för ögonen, vilket i regel är ägarens mål.

Entreprenören är otvivelaktigt den enskilt viktigaste aktören, men teorier om entreprenörskap har en tendens att sätta en heroisk företagare i centrum. I dagens högteknologiska sektorer är företagaren dock så gott som alltid beroende av andra delar av stödstrukturen. Samarbete mellan de olika typerna av kompetensbärare är nödvändig för innovation, och utvecklingen tycks gå mot allt starkare specialisering av dessa roller.

I det första skedet identifierar entreprenörerna potentiella vinstmöjligheter. Den tidiga kommersialiseringsfasen involverar också i huvudsak entreprenörer. I industrialiseringsfasen aktiveras industrialisterna, samtidigt som yrkeskunnig arbetskraft blir viktigare. Venturekapitalisterna finansierar utvecklingen i de tidiga skedena, medan finansiärer på andrahandsmarknaden kommer in senare.

Allt oftare väljer entreprenörer att i ett relativt tidigt skede sälja innovationen till större företag som vidareutvecklar den, en rollfördelning som både enligt empirisk (t.ex. Baumol 2002) och teoretisk analys (Norbäck och Persson 2009) kan vara effektiv. Både kompetensblocksteorin och Norbäck och Perssons teori pekar på behovet av ett institutionellt ramverk som underlättar samverkan mellan aktörer och som inte motverkar värdeskapande ägarbyten.

3 Avgörande svårigheter vid byggandet av ett företag

I detta avsnitt analyseras hur man bäst överbryggar de speciella incitamentsproblem som föreligger när entreprenören/grundaren inte är tillräckligt kapitalstark för att ensam kunna finansiera företagets utveckling fram till dess att dess fulla potential kan realiseras eller tills det kan säljas vidare till en annan aktör med större förmåga och resurser att ta företaget till nästa nivå. Genomgående beskrivs principerna för hur detta brukar göras i Silicon Valley, den region där utvecklingen av ändamålsenliga kontraktsformer kommit längst (Ohlsson 2011).

Figur 2 beskriver centrala faser i ett företags utveckling. Ett nystartat företag som bygger på en unik idé startas i normalfallet av en eller ett fåtal grundare med en egen affärsidé. Särskilt inom högteknologi eller om företaget är baserat på en oprövad idé är riskerna stora. Även i de fall där företaget blir en framgång tar det i regel ganska lång tid innan produkterna når marknaden och ytterligare en tid innan kassaflödet blir positivt.

Risken som måste delas är sällan kalkylerbar, vare sig för grundarna eller externa bedömare, dvs. det handlar om genuin osäkerhet (*uncertainty*).⁵ Vid investeringar i börsnoterade företag finns i regel tillräckligt med historisk erfarenhet för att räkna ut den förväntade

⁵ Både Knight (1921) och Keynes (1921) gjorde en distinktion mellan kalkylerbar risk där sannolikheten för olika utfall kan beräknas på förhand och osäkerhet där det inte finns någon bestämd, eller ens i princip kalkylerbar, sannolikhetsfördelning över möjliga utfall. Knight menade att hantering av osäkerhet är en fundamental aspekt av entreprenörskap. I litteraturen används ofta begreppet *Knightian uncertainty*.

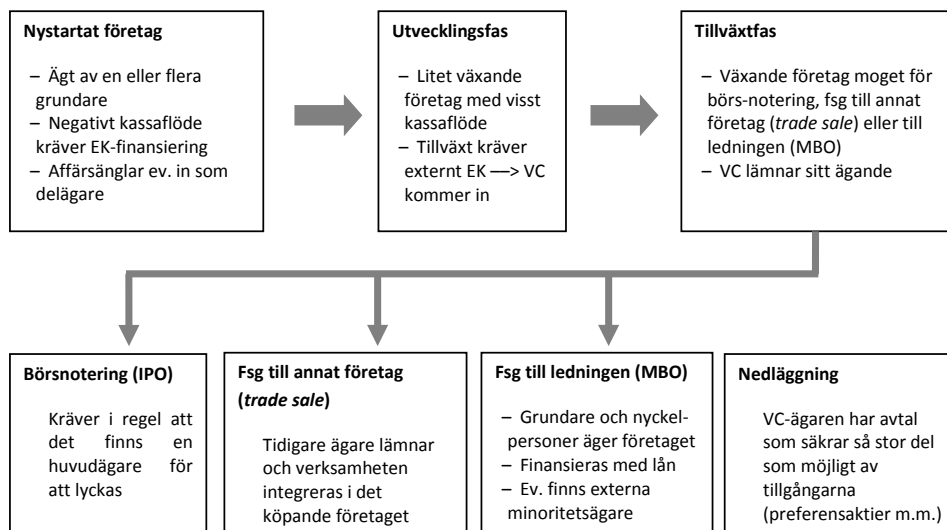
utfallsfördelningen någorlunda väl. Vid en investering i en ny innovation är det däremot omöjligt att bilda sig en klar uppfattning om utfallsfördelningen innan produkten är färdigutvecklad och introducerad på marknaden. Innan man har provat går det vare sig att förutspå vilka tekniska problem som uppkommer eller om det överhuvudtaget finns en marknad. Att räkna på odds och förväntad avkastning i internetföretag ens tio år framåt i tiden hade t.ex. varit otänkbart 1990, när ytterst få ens hade en klar bild av vad internet överhuvudtaget var.

Den höga graden av osäkerhet i entreprenöriell verksamhet är relevant för diskussionen om optioner. Generellt gäller att produktionsfaktorer som används i en viss specialiserad verksamhet inte kan flyttas någon annanstans utan avsevärda kostnader. En stor del av värdet av produktionsfaktorerna är betingat av att de används i just den verksamhet de är specialiserade för. En produktionsfaktor kan sägas vara *specifik* för en viss verksamhet – dess förhållande till alla andra produktionsfaktorer givet den produktionsteknik som används – om dess värde sjunker ifall den flyttas till en annan verksamhet.⁶

Det i vårt sammanhang viktigaste exempel på när relationsspecifika tillgångar byggs upp är när en entreprenör tar in externa delägare. På grund av entreprenörens informationsövertag, specialistkunskaper och *de facto* kontroll över företaget blir de externa investerarnas satsade kapital ”låst” till den enskilde entreprenören. De externa investerarna skulle förlora en del av det satsade kapitalet om de utmanövrerade entreprenören; deras tillgång har blivit delvis relationsspecifik. Entreprenören behöver också rekrytera kompetent arbetskraft och såväl företaget som de anställda investerar i varandra och bygger gemensamt upp företaget. Detta gäller generellt i näringslivet, men är extra viktigt i växande kunskapsintensiva företag där ett fåtal individer är bärare av humankapitalet, särskilt entreprenören.

⁶ För en fördjupad diskussion om produktionsfaktorers specificitet, se Caballero (2007).

Figur 2 Centrala faser i ett entreprenöriellt företags utveckling.



Anm.: EK = eget kapital; VC = venture capital.

Det företagsspecifika human-, organisations- och strukturkapital som på detta sätt byggs upp innebär på samma sätt att många av de kompetenser medarbetarna bygger upp har ett mindre värde i en annan organisation, dvs. även i dessa relationer skapas relations-specifika tillgångar. För alla inblandade innebär därför uppbyggnad av relationsspecifika tillgångar ett risktagande. Särskilt viktigt blir att skydda sig mot att andra betar sig opportunistiskt, t.ex. att de externa investerarna manövrerar ut entreprenören utan att denne får rättmätig ersättning för sina insatser eller att medarbetare tvingas lämna företaget i förtid och därmed blir bedragna på möjligheten att dela på det framtida värdeskapande de varit med om att lägga grunden till.

Det grundläggande problemet, att skapa rätt incitament i verksamheter med relationsspecifika tillgångar, härrör ifrån att det är omöjligt att upprätta avtal som täcker alla eventualiteter. Vid inkompleta kontrakt uppstår risk för att den ena parten exploaterar den andras beroende, s.k. *hold up*.⁷ När parterna inte kan skriva avtal som är tillräckligt detaljerade för att täcka alla möjliga utfall (*contingen-*

⁷ Den som önskar ytterligare detaljer kring effekten av inkompleta kontrakt hänvisas till Bolton och Dewatripont (2005, kap. 11).

cies) är det viktigt att äganderätt och kontroll i olika situationer på förhand allokeras mellan parterna.

Entreprenörskap präglas av relationsspecifika tillgångar, ett behov av att parter med skilda intressen samarbetar och osedvanligt hög icke-kalkylerbar risk. Därför är behovet stort av kontraktswerktyg där ägande och kontroll kan betingas på oförutsägbara framtida utfall. Optioner har, rätt använda, visat sig vara ett av de viktigaste av dessa verktyg för avtal inom den entreprenöriella sektorn.

På grund av transaktionskostnader och icke-kalkylerbara risker är finansiering med eget kapital ofta nödvändigt. Dock är få grundare tillräckligt kapitalstarka för att själva finansiera företaget fram till den punkt då kassaflödet är positivt eller osäkerheten sjunkit tillräckligt mycket för att möjliggöra lånefinansiering. Skuldfinansiering försvåras också av att företagen i regel varken har fasta tillgångar att pantsätta eller har kassaflöden att låna mot. Erfarenheterna från ”mjuka” statliga lån är samtidigt överlag nedslående (Lerner 2009; Svensson 2011). Många nya företag kan därför komma att förtvina i förtid i brist på kapital för utveckling och expansion, eller aldrig startas.

Det är värt att notera att investeringar i nystartade företag är en bråkdel av de samlade investeringarna i ekonomin, medan dessa bolags betydelse för innovation är avsevärt större än deras andel av de totala investeringarna (Kortum och Lerner 2000). Investeringar i VC har i USA inte motsvarat mer än cirka 0,15 procent av börsvärdet varje år. Medan dessa investeringar i USA har haft en genomsnittlig avkastning i nivå med börsen (Kaplan and Schoar 2005) har VC- investeringar i Europa haft betydligt lägre avkastning (Rosa och Raade 2006). Den samhällsekonomiska avkastningen på investeringar i innovationsbaserade företag är hög men motsvaras inte av en lika hög privatekonomisk avkastning för vare sig entreprenörer eller investerare. Eftersom sektorn är så liten är skatteintäkterna från kapitalvinster och optioner i nystartade företag i Sverige en försumbar andel av de totala skatteintäkterna. De samlade kapitalvinsterna har legat ungefärligen på 3 procent av Sveriges BNP under senare decennier (Ekonomistyrningsverket 2011). Entreprenöriella företags ägares kapitalvinster är en (mycket liten) del av denna redan blygsamma summa. Många ägare är dessutom undantagna från skatt på kapitalvinster, t.ex. utländska holdingbolag, icke-skattepliktiga stiftelser och svenska pensionsfonder.

De externa finansiärer som i regel är lämpligast att gå in med eget kapital i den första såddfasen är s.k. affärsänglar. Dessa är för-

mögna privatpersoner med egen erfarenhet av att vara företagsledare och som har tid, engagemang och kapital att satsa i lovande affärsidéer (Landström 2007). Företaget får via affärsängeln eget nätverk ofta också tillgång till ytterligare kapital och kompetens (Kerr m.fl. 2011).

I nästa fas i ett företags utveckling finns mer information om affärsidéns bärkraft, vilket leder till lägre osäkerhet. I detta läge blir företaget även intressant för VC-bolag. Dessa fungerar liksom affärsänglar inte bara som passiva finansiärer utan bidrar till utvecklandet av nya företag och vid kommersialiseringen av idéer (Hellman och Puri 2002).

För externa finansiärer som går in med ägarkapital i ett entreprenörsdrivet företag finns ett antal svårigheter som måste hanteras. Ett första problem är asymmetrisk information – entreprenören vet mer om verksamheten än vad potentiella finansiärer gör. Inte sällan finns dessutom risken att entreprenören är överoptimistisk vad gäller företagets framtidsutsikter (Parker 2009). Osäkerheten om företagets potential minskar efterhand som företaget utvecklas, eftersom mer information då blir tillgänglig. Vidare har avkastningen på investeringar i nystartade företag exceptionellt hög varians, med stor risk för att hela insatsen går förlorad.

4 Hur optioner kan användas vid byggandet av ett företag

Traditioner och standarder har utvecklats för att hantera de speciella utmaningar externa investerare måste hantera när de investerar i nystartade företag. Investeraren har ett intresse av att inte initialt gå in med ett allt för stort belopp, eftersom den asymmetriska informationen inte reduceras tillräckligt förrän investeraren blivit delägare och fått insyn i verksamheten. Över tiden minskar också osäkerheten om företagets tekniska och kommersiella potential. På marknaden har det därför utvecklats tekniker där externa investerare betalar ut det finansiella stödet i flera omgångar (*staged financing*), så att det inte finns mer pengar tillgängliga än vad som krävs för att företaget ska nå en viss "milstolpe" i sin utveckling. Därmed uppstår flera tillfällen i varje utvecklingsfas att utvärdera resultaten och gå ur investeringen om företaget inte bedöms prestera som förväntat.

Även om externa finansiärer bidrar med ett antal nyckelkompetenser är i normalfallet entreprenören fortsatt avgörande för före-

tagets utveckling. Samtidigt finns alltid en sannolikhet för att företaget utvecklas bättre under ny ledning, t.ex. om grundarens styrka ligger i själva uppstartsfasen men denne är mindre lämpad att leda företaget vidare. Externa finansiärer vill ha en substantiell ägarandel av de kapitalvärden som byggs upp. Men deras ägarandel får heller inte bli för stor. Entreprenören måste ha ett tillräckligt stort ägande för att ha incitament att fullt ut bidra med sin nödvändiga kompetens.

I normalfallet har inte entreprenören de finansiella resurser som krävs för att klara den mer kapitalkrävande utvecklingsfasen. Externa finansiärer måste därför ganska snart gå in med eget kapital i större omfattning än vad grundaren kan satsa. Detta innebär att grundaren i så fall tidigt förlorar kontrollen över sitt företag, vilket försvagar incitamenten att bidra till företagets utveckling. Här uppstår således ett dilemma som vid första påseende saknar lösning.

Lösningen, som började användas med stor framgång i USA under 1980-talet, stavas aktieoptioner. De externa investerarna tar ganska snabbt ägarkontrollen över bolaget till följd av stora kapitalbehov, men grundaren och andra nyckelmedarbetare erhåller gratis eller till låg kostnad aktieoptioner som garanterar att de återfår ett substantiellt ägande i framtiden, förutsatt att ett antal uppställda milstolpar uppnås. Notera att många bolag ger optioner med lågt lösenpris, som därmed liknar (gratis)aktier. Det är vanligt att kontrakten är utformade med ”*vesting*”, det vill säga att entreprenören endast får köpa aktier om han eller hon stannar kvar i företaget som nyckelpersonal, och fortsätter att bidra med sin kompetens.⁸

Optionsinstrumentet är därför ett elegant sätt att ge grundaren och andra nyckelmedarbetare med begränsad egen förmögenhet del i de kapitalvärden som de är med och skapar och vars skapande i själva verket *förutsätter* deras medverkan. Om ett optionsprogram är optimalt utformat får det entreprenören att bete sig *som om* han/hon själv fortfarande var ägare till projektet. I praktiken är det givetvis svårt att med hjälp av optioner ordna så att grundarens och företagets intressen sammanfaller fullt ut. Men det är oftast möjligt att på det sättet åstadkomma en betydligt bättre överensstämmelse mellan de två intressena än tidigare. Denna lösning håller även nere kostnaderna i tidiga faser i form av lägre löneanspråk från dem som erhåller optionerna.

När företaget står på fastare mark (dvs. när kassaflödet börjar bli stabilt), risken i högre grad är kalkylerbar och när det är möjligt att

⁸ Vi känner inte till någon exakt svensk motsvarighet till termen. På svenska brukar man tala om förfoganderättsinskränkningar och hembudsskyldighet.

göra prognoser över framtida tillväxtpotentialer och lönsamhet, är det dags för VC-bolaget att lämna sitt ägande. En sådan *exit* kan göras på flera sätt; se *Figur 2*. Förutsatt att företaget utvecklats väl har nu grundare och andra nyckelmedarbetare som erhållit optioner kunnat lösa dessa och är stora ägare i bolaget.

Ett första sätt att göra *exit* är en börsnotering av företaget (*initial public offering*, IPO), men för att en börsnotering ska lyckas krävs i regel att det efter noteringen finns en huvudägare som har incitament att aktivt leda bolaget. Genom att ledningen tilldelades optioner i sådan utsträckning att de blir framtida storägare i bolaget om detta utvecklas framgångsrikt kan en IPO genomföras enklare. Användandet av optioner på detta sätt ger också grundaren starka skäl att vara kvar i bolaget och bidra till dess utveckling, eftersom entreprenören, utöver att säkra ägandet till en stor del av de kapitalvärden som skapas, också har möjlighet att vid en framtida tidpunkt bli huvudägare i ett börsnoterat bolag.

Det vanligaste sättet att göra *exit* på senare tid är att sälja verksamheten till ett annat företag, i regel i samma bransch, vilket brukar kallas *trade sale*. I detta fall går kontrollen helt över till köparen och entreprenören lämnar verksamheten, men med finansiella tillgångar som ger förutsättningar för att starta nya företag eller i sin tur agera affärsängel eller venturekapitalist.

En tredje möjlighet, om företaget går riktigt bra, är att grundaren och andra ledande befattningshavare köper ut VC-bolaget i en lånefinansierad utköpsaffär (*management buyout*, MBO), eventuellt i samarbete med några långsiktiga privata medfinansiärer.

I många fall utvecklas inte företaget i linje med affärsplanen, vilket t.ex. kan bero på att affärsidén hade lägre potential, att konkurrensen var hårdare än förväntat eller att ledningen – oftast grundaren – inte håller måttet. VC-bolaget har då rätt att vidta åtgärder som att avlägsna ledningen eller lägga ner verksamheten. Det senare åstadkoms genom att VC-bolaget äger preferensaktier (*preferred stock*) eller har givit prioriterade lån till bolaget, medan ledningen har stamaktier (*common stock*) eller optioner på stamaktier, vilka i regel går lottlösa vid nedläggning (Metrick och Yasuda 2011; Bengtsson och Sensoy 2011). Att VC-bolaget har makten att i hög grad bestämma om avlägsnande av ledningen om inte vissa milstolpar uppnås, innebär en risk för att de beter sig opportunistiskt (*hold up*). Det har dock utvecklats ett antal mekanismer för att förhindra detta (Black och Gilson 1998).

Kaplan och Strömberg (2003, 2004) analyserar ingående de avtalsformer mellan riskkapitalister och entreprenörer som vuxit fram i USA. De finner att avtalen är komplexa, vilket speglar att marknaden präglas av höga transaktionskostnader och att osäkerheten är mycket hög. Avtalen stipulerar fördelningen av kassaflödet, kontrollen över styrelsens bemanning, rösträtter i styrelsen, när finansären har rätt att likvidera bolaget och hur återstående tillgångar då fördelas och andra kontrollrättigheter. Utfallen är betingade av hur företaget utvecklats och optioner är genomgående en viktig komponent i avtalen.

Men varför uppstod inte dessa kontraktsformer, som harmoniserar incitamenten för de olika parterna, förrän i början av 1980-talet i USA? Förklaringen har i allt väsentligt med skatter och placeringsregler att göra.

5 Avgörande reformer som banade väg för den amerikanska VC-industrin⁹

Före 1980-talet förhindrades utvecklingen av en VC-industri i USA av en hög skatt på kapitalvinster på cirka 50 procent på den nominella vinsten. Anställdas innehav av aktieoptioner blev beskattningsbara när optionerna löstes i stället för när de erhållna aktierna såldes, och av att ”försiktighetsbestämmelsen” (*prudent man provision*) i praktiken förbjöd pensionsfonder att investera i värdepapper utfärdade av små företag, nya företag eller VC-fonder. Viktiga förändringar runt 1980 banade väg för entreprenöriella företagsutvecklingar:

1. En sänkning av skatten på kapitalvinster i två steg till 20 procent (senare till 15 procent).
2. Ändring i *prudent man provision* möjliggjorde för pensionsfonder att investera i värdepapper utfärdade av små eller nya företag och VC-fonder. Pensionsfonder blev snart de största investerarna på marknaden för onoterade aktier.
3. Aktieoptionslagen ändrades så det blev tillåtet att skjuta upp skatten till den tidpunkt då aktierna säljs, i stället för när optionerna utnyttjas. Den tidigare ordningen innebar risk att betala skatt på närmast fiktiva värden och att många överhuvudtaget inte hade råd att förvärva optioner.

⁹ Diskussionen i detta avsnitt om USA är baserad på Fenn, Liang och Prowse (1995), Zider (1998) och Gilson och Schizer (2003).

Den anställda som löst sina optioner behöver sedan inte hålla aktien mer än ett år för att komma i åtnjutande av den kapitalvinstskattesats på 15 procent som sedan 2003 gäller för långa innehav.¹⁰ I vissa fall kan det också vara möjligt att skjuta upp denna beskattning, så länge kapitalvinsten återinvesteras i samma slags bolag (Gilson och Schizer 2003).

Utan dessa reformer är det möjligt att VC-industrins imponerande tillväxtprocess inte startat. Det geniala med VC-företagen var att de omvandlade oacceptabelt riskfyllda affärsprojekt till en mer acceptabel risknivå med hjälp av diversifierade portföljer av projekt. För att det skulle bli möjligt krävdes många förändringar av lagar och skattesatser. Det grundläggande motivet till dessa förändringar var att harmonisera incitamenten för tre olika aktörer – investerare, VC-företag och entreprenören och andra nyckelpersoner i entreprenöriella bolag – på ett sådant sätt att höga risker kunde hanteras samtidigt som riskerna för insiderhandel, asymmetrisk information och moralisk risk (*moral hazard*) kunde minimeras.

6 Optioner i praktiken i den amerikanska riskkapitalstödda sektorn

Att identifiera genuint entreprenöriella bolag med stor tillväxtpotential *ex ante* låter sig inte göras på ett enkelt sätt. En rimlig indikator – som också är den som används inom forskningen – är att bolaget fått finansiering av venturekapitalister. Användningen av optionsprogram är mycket utbredd bland denna kategori av företag i den amerikanska högteknologiska sektorn. Bland företag som fått riskkapital från VC-bolag ger cirka tre fjärdedelar av företagen optioner till alla sina anställda (Hand 2008; Bengtsson och Hand 2010). De övriga begränsar tilldelningen av optioner till ledning och andra nyckelpersoner.

Hand (2008) undersöker för- och nackdelar med optionsprogram för entreprenöriella bolag. Han menar att optioner i VC-sektorn är ”critical mechanisms through which technology-intensive and highly risky startups are able to attract, compensate, incent, monitor, and retain the right employees.” Det finns naturligtvis också kostnader för optioner, som måste vägas mot fördelarna. Hand (2008) drar

¹⁰ Den federala skattesatsen är 15 procent och till detta kan delstatliga skatter tillkomma. I genomsnitt beräknas dessa höja kapitalvinstskatten med fyra procentenheter (Carroll och Prante 2012).

slutsatsen att företag är sofistikerade i sin användning av optioner i bemärkelsen att de företag som använder sig mest av optioner har störst nytta av dem. Exempelvis har företag med en hög andel tekniskt kunnig personal och fler patent större skäl att försöka behålla sina anställda, och de använder sig också mer av optioner.

Bengtsson och Hand (2011) diskuterar hur belöningsystem för anställda vd:ar är utformade i amerikanska VC-finansierade bolag, inte minst i form av optioner. Direktörer tilldelas genom aktier och optioner i genomsnitt 9 procent av företagsvärdet i det representativa urval av företag som studeras. Belöningsstrukturen är designad för att belöna vd:ar som lyckas attrahera extern finansiering, och de belönas mer ju svårare detta är. Nya finansieringsrundor medför att vd:s ägande i företaget späds ut, men detta kompenseras av att vd i det läget tenderar att belönas med ytterligare optioner som gör att det samlade värdet av dennes ägande ökar. Bengtsson och Hand (2010) dokumenterar en likartad användning av optioner i amerikanska entreprenöriella företag där grundaren har ett mindre eller inget ägande kvar, dvs. där venturekapitalisterna dominerar ägandet. I dessa bolag är det mer sannolikt att de anställda erbjuds generösa optionsprogram i syfte att göra det mindre lockande för nyckelpersonal att lämna företaget och ta med sig strategiska tillgångar till konkurrenter.

7 Förutsättningarna i Sverige

Stora förhoppningar knöts till den svenska VC-marknaden i mitten av 1990-talet, men den kom aldrig att lyfta. Under 1980-talet började en VC-industri att växa fram även i Sverige, men fram till mitten av 1990-talet tillförde dessa företag inte särskilt mycket kapital till nya företagsetableringar eller till företag som befann sig i den första kritiska expansionsfasen (NUTEK 1994). Landström (1993) tittade närmare på företagsänklarnas roll och kom fram till att bara en fjärdedel av deras investeringar utgjorde såddkapital, jämfört med mer än hälften i USA under samma period.

I förhållande till utköpsmarknaden var VC-marknaden liten i slutet av 1990-talet (Braunerhjelm 1999) och den har förblivit liten (Svensson 2011). VC-investeringarnas andel av de totala *private equity*-investeringarna, det vill säga VC plus utköpsbolag, har konsekvent legat under tio procent och investeringarna i såddfasen har varit mindre än en procent av totalen (SVCA 2011b).

Tillsammans med Storbritannien har Sverige däremot Europas största utköpsbolagssektor (Henrekson och Jakobsson 2012; Tåg 2012) och de investerade volymerna närmade sig återigen nivåerna före Lehmankraschen redan 2010 (SVCA 2011a). Den svaga utvecklingen för VC-finansiering i Sverige har lett till krav på statliga insatser i tidiga skeden, både i form av mjuka lån och som riskkapital. Många sådana system har också införts. Där finns i dag cirka 50 aktörer (alltifrån Vinnova, ALMI, Industrifonden och AP-fonderna till rader av regionala fonder), som tillsammans fördelar flera tiotals miljarder till nya och onoterade bolag. Hur dessa samverkar, konkurrerar och överlappar – liksom vilka totaleffekter deras verksamhet har – vet vi dock relativt lite om.

De undersökningar som har gjorts tyder på att resultaten av insatserna, med några undantag, varit nedslående (Svensson 2011). Notera även att endast en enda av dessa aktörer – Innovationsbron – har till uppdrag att investera i det tidiga skede där det är särskilt svårt att attrahera privata investerare och där offentliga insatser därför kan motiveras.

Den stora skillnaden mellan utköps- och VC-bolagens tillväxt och avkastning (Söderblom 2011) är konsistent med vad vi bör förvänta oss utifrån skattebehandlingen av bl.a. optioner, vilken gör det näst intill omöjligt för externa investerare i nystartade tillväxtföretag att sluta effektiva avtal med grundare och andra nyckelmedarbetare.

Om optioner knyts till anställningen och det finns en tidsmässig inlåsning kan avkastningen lönebeskattas och dessutom kan företaget belastas med sociala avgifter.¹¹ Förutom att dessa skatter dramatiskt minskar den framtida avkastningen och därigenom försvagar incitamenten skapar de kassaflödesproblem. Entreprenöriella bolag har föga förvånande ofta svaga kassaflöden tidigt i livscykeln, ett problem som förvärras om skattesystemet stipulerar att dessa skatter ska betalas tidigt. Om de som erhållit optioner är

¹¹ Regelverket är komplext och skiljer på olika typer av incitamentsprogram. För personaloptioner gäller att beskattning sker när optionen löses in i aktier och inte när aktierna slutligen avyttras, vilket kan leda till stora skattebetalningar och ett stort risktagande för förmånstagaren. I det fall då beskattning utlösts vid optionslösen, men sedan en förlust uppstått då aktierna avyttrats sker ingen återbetalning av tidigare betald skatt vid tidpunkten för optionslösen. Innebär incitamentsprogrammet att den anställde förvärvar ett värdepapper kan förvärvet förenas med vissa inskränkningar i rätten att överlåta m.m. utan att avkastningen på detta värdepapper lönebeskattas. När det gäller optioner är svårigheten att avgöra om det skattemässigt ska klassificeras som ett värdepapper eller som en personaloption. För ytterligare detaljer hänvisas till Skatteverkets webbplats: <http://www.skatteverket.se/privat/skatter/arbeteinkomst/formaner/incitamentsprogram.4.61589f801118cb2b7b280008449.html> (nedladdad 2012-04-12).

framgångsrika kommer de således att få en total skattebelastning på 66–67 procent (högsta marginalsatt inklusive sociala avgifter). Därför finns heller inga incitament för grundare och andra nyckelpersoner att acceptera att arbeta till lägre lön i utbyte mot framtida ägarandelar (optioner), vilket gör att en viktig mekanism för att hålla nere kostnaderna i början av ett företags livscykel heller inte kan utnyttjas.

Kapitalbeskattning av vinster på optioner kan erhållas om medarbetarna köper dem till marknadspris. Detta har dock flera nackdelar. En första sådan är att de externa investerarna då inte kan sluta ett avtal där optionstilldelningen knyts till anställningen. Därmed finns hela tiden risken att de nyckelmedarbetare man vill knyta till sig genom optionerna lämnar för tidigt, exempelvis i samband med att företaget erhåller en hög värdering när en ny finansieringsrunda genomförs i ett mycket förmånligt marknadsläge. Den svenska skattelagstiftningen tillåter heller inte de stora värderingskillnader mellan stam- och preferensaktier som blivit praxis i andra länder, vilket gör att ett utställande av optioner till nyckelmedarbetare i samband med en extern finansieringsrunda ofta innebär att optionerna åsätts ett mycket högt värde. Att köpa optioner till marknadspris innebär då ett högt risktagande och är i många fall omöjligt, eftersom medarbetarna saknar tillräcklig egen förmögenhet. Dagens regler beräknar också optionens värde på basis av det investerande VC-bolagets värdering av den underliggande aktien. Detta innebär i sig en för hög värdering, eftersom VC-bolaget äger en portfölj av bolag och därför genom diversifiering kan minska sin risk medan medarbetaren redan har hela sitt humankapital investerat i företaget.

Med de svenska skattereglerna är det enda sättet för grundaren att få en låg kapitalbeskattning att så snart externa ägare kommer in, sälja hela företaget och lämna helt och hållet. Men då uppnås inte det som så ofta visat sig avgörande för att bygga ett värdefullt företag, dvs. ett avtal där entreprenören har starka incitament att bygga kapitalvärden genom att denne garanteras en framtida ägarandel i företaget. Självfallet bortfaller också möjligheten till etappvis finansiering (*staged financing*) och de fördelar detta har genom att skapa många tillfällen att utvärdera resultaten och kunna begränsa nedsidan så mycket som möjligt. Istället blir den initiala investeringen stor, vilket ökar kraven på tillväxt och avkastning. Dessutom ökar risken och de löpande kostnaderna genom att grundaren lämnat verksam-

heten och nyckelmedarbetare kräver en högre löpande ersättning i form av lön när optionsinstrumentet inte kan användas.

Om grundaren blir kvar kommer denne istället att behålla kontrollen under företagets hela utveckling fram till en börsnotering eller *trade sale*. Externa ägare kan således inte, som i USA, ta kontroll över bolaget och samtidigt behålla grundaren och andra nyckelmedarbetare så länge detta är gynnsamt för bolagets utveckling genom att grundaren erhåller optioner, som återigen kan göra denne till huvudägare under förutsättning att bolaget utvecklats i enlighet med den uppgjorda affärsplanen (vilken kan ha reviderats under resans gång). Denna omständighet ökar de externa ägarnas risk och minskar värdet av att de engagerar sig i företagets ledning.

Effekten av ett högt skatteuttag på vinster som härrör från personaloptioner kan ytterligare klargöras genom en analogi till ett erbjudande om deltagande i ett lotteri. Antag att ett VC-bolag gör 10 investeringar på 10 miljoner kronor styck med en investeringsperiod på fem år, och att nio blir värdelösa och en ger 50 gånger pengarna.

För en anställd i ett bolag blir frågan: Vad är jag beredd att betala nu för en andel på 10 procent? Kravet är att jag stannar och arbetar heltid i företaget i fem år; om jag slutar tidigare får jag ingen andel. Då optionen erhålls utan betalning består betalningen i ett antal andra komponenter såsom en i många fall lägre löpande ersättning än i en alternativ anställning och en ökad risk att det företags-specifika humankapital individen bygger upp genom att arbeta i företaget blir värdelöst om företaget läggs ned. "Lotteriet" ser ut på följande sätt:

1. 90 procents sannolikhet att optionen blir värdelös.
2. 10 procents sannolikhet att den blir värd 50 miljoner kronor om 5 år.

Väntevärdet på optionen utan skatt är 5 miljoner kronor, vilket också är värdet för en riskneutral person, eller en miljon kronor per år i företaget. För en riskavert person är värdet lägre. Det är antagligen tillräckligt för att personer som inte är osedvanligt riskaverta ska anse det värt att säga upp existerande karriärer och satsa minst fem år i företaget.

En skatt på 67 procent sänker optionens värde till knappt 1,7 miljoner kronor för en riskneutral person, dvs. 330 000 kronor per år. Incitamentet att lämna sitt existerande jobb, trots att före-

taget vid framgång är värt 500 miljoner kronor är inte längre särskilt starkt.

Skatter i kombination med den låga sannolikheten för framgång åter snabbt upp avkastningen *ex ante*, och det är just *ex ante* som beslut fattas. Argumentet att framgångsrika företagare tjänar mycket stora summor och inte låter sitt beteende påverkas av skatter bortser från att beslut fattas i förväg under osäkerhet, med stor (icke-kalkylerbar) sannolikhet för förlust.

8 Förslag till förändrad skattelagstiftning för personaloptioner i innovationsbolag

När anställda får förvärva värdepapper på grund av sin tjänst beskattas en förmån när förvärvet sker. Ett värdepapper kan förenas med vissa inskränkningar, exempelvis en hembudsskyldighet, utan att det innebär att beskattningstidpunkten ändras. En värdeökning efter förvärvet beskattas som kapitalinkomst. Förvärv av aktier är alltid ett förvärv av värdepapper. Förvärv av optioner kan däremot vara svårare att klassificera skattemässigt. Här kan en option i stället ses som en personaloption.

När anställda får förvärva värdepapper på grund av sin tjänst beskattas en förmån när förvärvet sker. Ett undantag gäller personaloptioner. En personaloption är definierad som en rätt att i framtiden få förvärva ett värdepapper. Förmånen hänförlig till en personaloption beskattas när rätten att förvärva värdepapper utnyttjas eller optionen överläts.

Med utgångspunkt i reglerna om personaloptioner föreslås ett undantag som innebär att en anställd som får en personaloption inte ska tjänstebeskattas för förmånen om vissa förutsättningar föreligger. De uppställda förutsättningarna är avsedda att säkerställa att undantaget endast kan utnyttjas när personaloptionerna getts ut av vad som här benämns som innovationsbolag.

Definitionen av ett innovationsbolag utgår delvis från den definition som finns i förslaget om *Skatteincitament för riskkapital* (SOU 2012:3). För att falla in under definitionen av innovationsbolag förutsätts därutöver att företaget inte har bedrivit verksamhet i mer än tre år vid den tidpunkt då personaloptionerna ställs ut. Bolaget ska också vara ett fåmansföretag – jfr definitionen i 56 kap. IL. Ingår bolaget i en koncern ska samtliga bolag i koncernen uppfylla dessa förutsättningar. Med koncern menas dock inte ett VC-bolag med sins-

emellan orelaterade verksamheter och där vart och ett av de kontrollerade bolagen är att betrakta som driftsmässigt fristående.

I SOU 2012:3 sätts gränsen för antalet anställda i ett innovationsbolag till 50. Det finns inga formella hinder mot att lägga denna gräns högre t.ex. att storleken ligger inom gränsen för EU:s definition på ett medelstort företag, dvs. att företaget har färre än 250 personer anställda, en årsomsättning som inte överstiger 50 miljoner euro och en balansomsättning som inte överstiger 43 miljoner euro. Ett sätt att snäva in förslaget utan att missa syftet är att begränsa sig till det som EU definierar som innovativa företag. Det finns då speciella regler som gör att det inte uppstår statsstödsproblem. Det krävs bl.a. att företagets kostnader till minst 15 procent ska utgöras av FoU, vilket utesluter konsulter och levebrödsföretag. Innovativa företag kan enligt EU:s regelverk ges stöd i upp till 6 år efter start.¹²

Om förutsättningarna för undantag från förmånsbeskattning är uppfyllda blir det inte heller fråga om någon skyldighet för arbetsgivarföretaget att erlagga sociala avgifter. Eftersom det inte blir fråga om någon förmånsbeskattning kommer den anställdes anskaffningsutgift för de förvärvade värdepapperen att motsvara det pris som den anställde har betalat.

Ytterligare en förutsättning, som inte är knuten till definitionen av ett innovationsbolag, är att den anställde får avyttra de värdepapper som förvärvas genom att utnyttja personaloptionen först tre år efter den dag då optionen har ställts ut. Skulle det förvärvade värdepapperet avyttras innan den tiden har gått ut ska den anställde tjänstebeskattas för ett belopp motsvarande marknadsvärdet på värdepapperet. Att utgångspunkten är marknadsvärdet och inte överlåtelsepriset är för att förhindra att överlåtelse görs till närstående för ett lågt pris och sedan till en utomstående till marknadspris. Någon skyldighet för arbetsgivarbolaget att erlagga socialavgifter finns dock inte.

¹² Se vidare Kommissionens förordning (EG) nr 800/2008, artikel 35, om stöd till nystartade företag och bilaga 1 om EU:s definition av små och medelstora företag: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2008:214:0003:0047:sv:PDF>

8.1 Förslag till lag om ändring i inkomstskattelagen (1999:1229)

Härigenom föreskrivs i fråga om inkomstskattelagen (1999:1229) dels att 10 kap. 11 § ska ha följande lydelse, dels att det i lagen ska införas två nya paragrafer, 10 kap. 11 a och 11 b §§, av följande lydelse.

10 kap.

11 §

Om den skattskyldige på grund av sin tjänst förvärvar värdepapper på förmånliga villkor, ska förmånen tas upp som intäkt det beskattningsår då förvärvet sker.

Om det som förvärvas inte är ett värdepapper utan innebär en rätt att i framtiden förvärva värdepapper till ett i förväg bestämt pris eller i övrigt på förmånliga villkor, tas förmånen upp som intäkt det beskattningsår då rätten utnyttjas eller överläts.

Om det som förvärvas inte är ett värdepapper utan innebär en rätt att i framtiden förvärva värdepapper till ett i förväg bestämt pris eller i övrigt på förmånliga villkor (*personaloption*), tas förmånen upp som intäkt det beskattningsår då rätten utnyttjas eller överläts.

Bestämmelserna i andra stycket tillämpas inte om förutsättningarna enligt 11 a § är uppfyllda.

11 a §

Ett förvärv av en personaloption ska inte tas upp som en förmån när rätten utnyttjas eller överläts om

1. personaloptionen har utgetts av ett innovationsbolag i vilket personen är anställd, eller av ett aktiebolag som ingår i samma koncern som innovationsbolaget och

2. högst 5 anställda i innovationsbolaget och i aktiebolag som ingår i samma koncern har fått förvärva personaloptioner.

Med innovationsbolag avses

ett aktiebolag som har färre än 50 årsarbetskrafter och har en årsomsättning eller en balansomsättning som uppgår till högst 80 miljoner kronor. Om bolaget ingår i en koncern ska uppgifterna beräknas med hänsyn till samtliga bolag inom koncernen.

Vid den tidpunkt innovationsbolaget ger ut personaloptioner ska bolaget, direkt eller indirekt, utgöra ett fåmansföretag.

Ett bolag utgör inte ett innovationsbolag om det har bedrivit verksamhet i mer än 3 år. Näringsverksamheten ska till huvudsaklig del utgöra rörelse. Vad nu sagts gäller samtliga bolag i koncernen.

Aktier i aktiebolaget och i övriga bolag i koncernen får inte vara marknadsnoterade.

11 b §

En person som gjort ett sådant förvärv av en personaloption som avses i 11 a §, ska ta upp förmånen som en intäkt om personaloptionen överläts innan det förflutit 3 år efter det att personaloptionen förvärvades. Förmånen ska tas upp som intäkt det beskattningsår överlåtelsen sker och med ett belopp som motsvarar skillnaden mellan marknadsvärdet vid överlåtelsen och det pris som den anställde erlagt för personaloptionen. Har personaloptionen utnyttjats för förvärv av värdepapper gäller vad nu sagts överlåtelse av värdepapperet innan tre år förflutit efter det att personaloptionen förvärvades.

8.2 Förslag till lag om ändring i socialavgiftslagen (2000:980)

Härigenom föreskrivs att 2 kap. 12 § socialavgiftslagen (2000:980) ska ha följande lydelse.

2 kap.

12 §

En ersättning är avgiftsfri om den

1. är skattefri enligt inkomstskattelagen (1999:1229),
2. *ska tas upp som intäkt av tjänst enligt 10 kap. 11 b § inkomstskattelagen,*
3. undantas från skatteplikt enligt 6 § 2 eller 3 lagen (1991:586) om särskild inkomstskatt för utomlands bosatta, eller
4. undantas från skatteplikt enligt 8 § 5 eller 6 (1991:591) om särskild inkomstskatt för utomlands bosatta artister.

9 Statsfinansiella kostnader: ett räkneexempel

Låt oss anta att företag ställer ut gratis personaloptioner till ett värde av 500 miljoner kronor per år inom ramen för föreslagna bestämmelser. I dagens system utgår arbetsgivaravgifter och inkomstskatt på personaloptionerna. Med en arbetsgivaravgift på 31,42 procent och med ett antagande om att de som erhåller optionerna betalar den högsta marginalskatten på tjänsteinkomster på 56,55 procent blir skatteinkomsterna för optionerna därmed $31,42/131,42 + 56,55/131,42 \times 500$ miljoner kronor = 335 miljoner kronor.

Enligt förslaget skulle optionerna beskattas som kapital. Optionernas värde bestäms av företaget förväntade framtida utdelningar. Dessa är beskattade med bolagsskatten (26,3 procent). Med en kapitalinkomstskatt på 30 procent för optionsinnehavaren blir statens sammanlagda skatteinkomster: $[0,263 + 0,3 \times (1 - 0,263)] \times 500$ miljoner kronor = 240 miljoner kronor.

Skattebortfallet till följd av reformen blir i detta räkneexempel 95 miljoner kronor. Med tanke på de låga kostnaderna skulle man kunna överväga att beskatta optionerna med 25 procent, vilket är den normala skattesatsen för onoterade aktier. I detta fall skulle statens skatteinkomster enligt samma typ av beräkning bli $[0,263 + 0,25 \times$

$(1 - 0,263)] \times 500$ miljoner kronor = 224 miljoner kronor, dvs. skattebortfallet blir endast marginellt högre.

Offentligfinansiellt är det således en liten reform för rimliga storlekar på optionsprogrammen, vilket är positivt. Samtidigt är det viktigt att möjligheterna till missbruk begränsas, eftersom även relativt små missbruksmöjligheter skulle göra att skattebortfallet till följd av missbruk i förhållande till skattebortfall som uppstår till följd av eftersträvade beteendeförändringar då skulle kunna bli hög.

Än viktigare att ha i åtanke är det faktum att beräkningen ovan är en rent statisk kalkyl. Detta innebär att kalkylen *inte* beaktar de statsfinansiella effekterna av de skatteeffektiva och mer incitamentsskapande optionsprogram som blir möjliga under de föreslagna reglerna. Med andra ord bortser kalkylen helt ifrån de förväntade statsfinansiella effekterna av den positiva beteendepåverkan som är själva motivationen till varför de införs.

10 Avslutande diskussion

Oräkneliga politiker, opinionsbildare och intressegruppsföreträdare har under senare år ställt sig frågan: Hur kan vårt land eller vår region bli mer som Silicon Valley? De svar som forskningen ger på denna fråga sammanfattas väl av Lerner (2009). Lerner är solklar på en punkt: politiken har en avgörande betydelse genom att säkerställa bra spelregler. Det måste vara privatekonomiskt lönsamt för individer med värdefull kunskap och redan välbetalda jobb att pröva på nyföretagande, lönsamt för annan nyckelpersonal att redan innan framgången är säkerställd gå in i företaget och lönsamt för kompetenta kapitalister att stödja investeringen. Politikens huvuduppgift blir således att ”kratta manegen”.

Det är med andra ord villiga entreprenörers *efterfrågan* på riskkapital snarare än utbudet av riskkapital som är den främsta flaskhalsen (Gompers och Lerner 1998). Finansiering av entreprenöriella företag utgör endast en bråkdel av det samlade riskvilliga kapitalet i ekonomin. Därför är ökat utbud av kapital i sig inte viktigt för att främja innovativt entreprenörskap. Det handlar snarast om att skapa förutsättningar för att utbudet av redan existerande riskvilligt kapital ska möta efterfrågan från entreprenörer, vilka är flaskhalsen. Skattelagstiftningen bör inte omöjliggöra de kontraktslösningar som vuxit fram för att minska principal-agent-problemen i en bransch med betydande transaktionskostnader. Detta innebär

att det är viktigare med rimligare beskattning av personaloptioner och kapitalvinster vid aktieförsäljningar i onoterade bolag än med riskkapitalavdrag eller att offentliga medel via fondbildningar öronmärks för investeringar i entreprenörsföretag.

Vidare bör generella åtgärder förstärka de strukturer (branscher, klusterbildningar, kontraktsformer) som uppstått spontant på marknaden, ofta som resultatet av en lång process av lärande och experiment. De lösningar som utvecklats organiskt på detta sätt bör vägleda även de offentliga insatserna. Det är viktigt att offentliga insatser inte tränger undan privata finansiärer eller för över resurser till entreprenörsföretag av låg kvalitet som saknar förutsättningar att attrahera privata finansiärer.

Att få ett nystartat innovationsföretag att växa är en komplex uppgift. Det kräver att flera slags aktörer med olika intressen samarbetar i en svårnavigerad ekonomisk terräng. Lösningar för att hantera dessa transaktionskostnader har utvecklats spontant i framför allt Silicon Valley. Optioner till entreprenörer och andra nyckelmedarbetare har blivit en central komponent i detta. De möjliggör lägre lönekostnad för att tidigt knyta till sig duktiga grundare och nyckelpersonal. Optioner ger också investerare möjlighet att gradvis ta ifrån grundaren kontrollen om företaget underpresterar. Detta samtidigt som entreprenören belönas med finansiell avkastning och kontroll (vilket för många är viktigare) över sitt företag då satsningen blir framgångsrik. Aktieoptioner kan därför erbjuda en effektiv lösning på reella transaktionsproblem i företags tidiga utvecklingsskeden.

I Sverige har användningen av optionsinstrumentet för detta syfte förhindrats av skattelagstiftningen, vilket ger en hög – i praktiken prohibitiv – beskattning av avkastningen på sådana optioner. Det är inte osannolikt att de svenska skattereglerna har hämmat entreprenörskap i Sverige, och bidragit till att driva över riskkapital till uppköp av mogna företag i stället för till experiment med nya företag. Entreprenörsektorn är synnerligen viktig för innovation och förnyelse men förhållandevis obetydlig rent finansiellt, vilket innebär att skatteintäkterna i fråga är näst intill försumbara i en riktad reform. En reformering av skattebehandlingen av personaloptioner vore därför ett både billigt och effektivt sätt att förbättra klimatet för nya, snabbväxande företag i Sverige, ett mål som alla riksdagspartier ställer sig bakom.

Vi föreslår därför att vinster på aktieoptioner och konvertibler knutna till anställningen bör beskattas som kapitalinkomst och heller

inte beläggas med sociala avgifter. Hur hög skattesatsen bör vara är en öppen fråga, men då tilldelningen sker i onoterade bolag anser vi det rimligt att samma skattesats tillämpas som vid större kapitalvinster i 3:12-bolag, dvs. 30 procent. Ett räkneexempel indikerar att den statsfinansiella kostnaden för en sådan reform är låg, trots att kalkylen inte beaktar de förväntade positiva beteendeeffekterna. Med tanke på de låga kostnaderna för reformen skulle en beskattning av personaloptionsvinsterna med 25 procent, vilket är den normala skattesatsen för kapitalvinster på onoterade aktier, kunna övervägas. Villkor om inlåsning under en viss tid (t.ex. minst 3 år) bör krävas för att denna lägre skattesats ska vara tillämplig.

I rapporten skissas också ett förslag till hur de nuvarande reglerna om förvärv av värdepapper respektive personaloptioner i inkomstskattelagen skulle kunna förändras för att möjliggöra en effektiv användning av personaloptioner i entreprenörsdrivna innovationsföretag även i Sverige. Enligt vår bedömning skulle en sådan förändring innebära en förbättring av villkoren för entreprenörskap och företagsbyggande inom framför allt den högteknologiska sektorn utan betydande inkomstbortfall för staten. Med de föreslagna begränsningsreglerna bedömer vi också att risken för missbruk och icke önskvärd användning av optionsinstrumentet är på en hanterbar nivå.

11 Referenser

- Baumol, William J. (2002), *The Free-Market Innovation Machine: Analyzing the Growth Miracle of Capitalism*. Princeton och Oxford: Princeton University Press.
- Bengtsson, Ola och John Hand (2010), "Employee Compensation in Venture-Backed Firms". Working Paper. Tillgängligt på SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1673612>
- Bengtsson, Ola och John Hand (2011), "CEO Compensation in Venture-Backed Firms". *Journal of Business Venturing* 26(4), 391–411.
- Bengtsson, Ola och David Hsu (2010), "How Do Venture Capital Partners Match with Startup Founders?". Working Paper. Tillgängligt på SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1568131>.
- Bengtsson, Ola och Berk A. Sensoy (2011), "Investor Abilities and Financial Contracting: Evidence from Venture Capital". *Journal of Financial Intermediation* 20(4), 477–502.

- Black, Bernard S. och Ronald J. Gilson (1998), "Venture Capital and the Structure of Capital Markets: Banks versus Stock Markets". *Journal of Financial Economics* 47(3), 243–277.
- Bolton, Patrick och Mathias Dewatripont (2005), *Contract Theory*. Cambridge, MA: MIT Press.
- Braunerhjelm, Pontus (1999), "Venture capital, mångfald och tillväxt". *Ekonomisk Debatt* 27(4), 213–222.
- Caballero, Ricardo J. (2007), *Specificity and the Macroeconomics of Restructuring*. Cambridge, MA: MIT Press.
- Carroll, Robert och Gerald Prante (2012), "Corporate Dividend and Capital Gains Taxation: A Comparison of the United States to Other Developed Nations". Ernst & Young, februari. Tillgängligt på http://asi.gpgwebreview.com/assets/EY_ASI_Dividend_and_Capital_Gains_International_Comparison_Report_2012-02-03.pdf
- Ekonomistyrningsverket (2011), "Prognos Statens budget och de offentliga finanserna". Rapport ESV 2011:33, september, Stockholm.
- Eliasson, Gunnar (1996), *Firm Objectives, Controls and Organization: The Use of Information and the Transfer of Knowledge within the Firm*. Dordrecht: Kluwer Academic Publishers.
- Fenn, George, Nellie Liang och Stephen Prowse (1995), *The Economics of the Private Equity Market*. Washington, DC: Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Gilson, Ronald J. och David M. Schizer (2003), "Understanding Venture Capital Structure: A Tax Explanation for Convertible Preferred Stock". *Harvard Law Review* 116(3), 874–916.
- Gompers, Paul A. och Josh Lerner (1998), "What Drives Venture Capital Fundraising?". *Brookings Papers on Economic Activity: Microeconomics*, July, 149–192.
- Gompers, Paul A. och Josh Lerner (1999), "An Analysis of Compensation in the U.S. Venture Capital Partnership". *Journal of Financial Economics* 51(1), 3–44.
- Hall, Robert E. och Susan E. Woodward (2010), "The Burden of the Nondiversifiable Risk of Entrepreneurship". *American Economic Review* 100(3), 1163–1194.

- Hand, John (2008), "Give Everyone a Prize? Employee Stock Options in Private Venture-Backed Firms". *Journal of Business Venturing* 23(4), 385–404.
- Hellman, Thomas och Manju Puri (2002), "Venture Capital and the Professionalization of Start-up Firms: Empirical Evidence". *Journal of Finance* 57(1), 169–197.
- Henrekson, Magnus och Ulf Jakobsson (2012), "The Swedish Corporate Control Model: Convergence, Persistence or Decline?". *Corporate Governance: An International Review* 20(2), 212–227.
- Henrekson, Magnus och Dan Johansson (2009), "Competencies and Institutions Fostering High-Growth Firms". *Foundations and Trends in Entrepreneurship* 5(1), 1–80.
- Johansson, Dan (2010), "The Theory of the Experimentally Organized Economy and Competence Blocs: An Introduction". *Journal of Evolutionary Economics* 20(2), 185–201.
- Kaplan, Steven och Antoinette Schoar (2005), "Private Equity Performance: Returns, Persistence, and Capital Flows". *Journal of Finance* 60(4), 1791–1823.
- Kaplan, Steven och Per Strömberg (2003), "Financial Contracting Theory Meets the Real World: Evidence from Venture Capital Contracts". *Review of Economic Studies* 70(2), 281–315.
- Kaplan, Steven och Per Strömberg (2004), "Characteristics, Contracts, and Actions: Evidence from Venture Capital Analyses". *Journal of Finance* 59(5), 2177–2210.
- Kerr, William, Josh Lerner och Antoinette Schoar (2011), "The Consequences of Entrepreneurial Finance: Evidence from Angel Financings". Working Paper. Cambridge, MA: Harvard Business School.
- Keynes, John Maynard (1921), *A Treatise on Probability*. London: MacMillan.
- Knight, Frank H. (1921), *Risk, Uncertainty and Profit*. Boston, MA: Houghton Mifflin Company.
- Kortum, Samuel och Josh Lerner (2000), "Assessing the Contribution of Venture Capital to Innovation". *Rand Journal of Economics* 31(4), 674–692.

- Landström, Hans (1993), "Informal Risk Capital in Sweden and Some International Comparisons". *Journal of Business Venturing* 8(4), 525–540.
- Landström, Hans, red. (2007), *Handbook of Research on Venture Capital*. Cheltenham, UK och Northampton, MA: Edward Elgar.
- Lerner, Josh (2009), *Boulevard of Broken Dreams: Why Public Efforts to Boost Entrepreneurship and Venture Capital Have Failed – and What to Do about It*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Metrick, Andrew och Ayako Yasuda (2011), *Venture Capital and the Finance of Innovation*. New York, NY: Wiley.
- Norbäck, Pehr-Johan och Lars Persson (2009), "The Organization of the Innovation Industry: Entrepreneurs, Venture Capitalists, and Oligopolists". *Journal of the European Economic Association* 7(6), 1261–1290.
- NUTEK (1994), *Småföretagen – Sveriges framtid? Fakta om svenskt småföretagande*. Stockholm: NUTEK.
- Ohlsson, Lennart (2011), *Finansiering av unga, innovativa tillväxtföretag: bästa och komplementär marknadspolitik*. Stockholm: Kungliga Tekniska högskolan, Centrum för bank och finans – Cefin.
- Parker, Simon C. (2009), *The Economics of Entrepreneurship*. Cambridge, UK: Cambridge University Press.
- Rosa, Catarina D. M. och Kristiina Raade (2006), "Profitability of Venture Capital Investment in Europe and the United States". Economic Papers No. 245, Directorate-General for Economic and Financial Affairs. Brussels: European Commission.
- Sanandaji, Tino (2011), *Essays in Entrepreneurship Policy*. Doktorsavhandling i Public Policy. Chicago: Irving B. Harris Graduate School of Public Policy Studies, University of Chicago.
- Schumpeter, Joseph A. (2004 [1934]), *The Theory of Economic Development*. London: Transaction Publishers.
- SOU 2012:3, *Skatteincitament för riskkapital*. Betänkande från Företagsskattekommittén. Stockholm: Finansdepartementet.
- SVCA (2011a), "Riskkapitalmarknaden första halvåret 2011: Analys och statistik om riskkapitalbolagens aktiviteter". Stockholm: Svenska Riskkapitalföreningen.

- SVCA (2011b), "Analys av riskkapitalmarknaden tredje kvartalet 2011: Med kommentarer till investeringar, avyttringar och kapitalanskaffning". Stockholm: Svenska Riskkapitalförningen.
- Svensson, Roger (2011), *När är statligt stöd till innovativa företag och entreprenörer effektivt?* Stockholm: Svenskt Näringsliv.
- Söderblom, Anna (2011), *Private Equity Fund Investing: Investment Strategies, Entry Order and Performance*. Doktorsavhandling i företagsekonomi. Stockholm: Handelshögskolan i Stockholm.
- Tåg, Joacim (2012), "The Real Effects of Private Equity Buyouts". I Douglas Cumming, red., *The Oxford Handbook of Private Equity*. Oxford: Oxford University Press.
- Zider, Bob (1998), "How Venture Capital Works". *Harvard Business Review*, November–December, 131–139.