

Optioner, beskattning och innovativt entreprenörskap

**MAGNUS
HENREKSON
OCH TINO
SANANDAJI**

Magnus Henrekson är professor och vd för Institutet för Näringslivsforskning (IFN). magnus.henrekson@ifn.se

Tino Sanandaji är PhD och forskare vid IFN samt postdoktor vid Harris School of Public Policy, University of Chicago. tino@uchicago.edu

De forskar båda främst om entreprenörskapets ekonomi.

Vi tackar Ola Bengtsson, Göran Arvidsson, Louise Johannesson, Joacim Tåg och Richard Hammarberg för värdefulla synpunkter och Jan Wallanders och Tom Hedelius Stiftelse för finansiellt stöd.

Finansiering av entreprenörsdrivna företag präglas av betydande transaktionsproblem. I den entreprenörssektor som växte fram i Silicon Valley utvecklades finansiella instrument för att lösa dessa problem. Nyckeln till framgång var 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, fn med 15 procent. Optioner möjliggör samtidigt rekrytering av nyckelpersonal till nystartade företag. I svensk skattelagstiftning beskattas avkastningen på personaloptioner med en marginell skattesats på oftast 67 procent, vilket i praktiken omöjliggör användningen av optioner för att skapa komplexa avtal i entreprenörsdrivna företag.

Under 1990-talets IT-boom blev det i Sverige vanligt att ledande befattningshavare tilldelades eller fick köpa optioner.¹ 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 sitt optionsinnehav. Detta kritiserades då det kunde ses som en belöning för tur snarare än kompetens. I onoterade företag var det vanligt att knyta optionerna till anställningen och ha klausuler som hindrade avyttring innan en viss tid förflutit 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 var dessutom tvunget att betala sociala avgifter på vinsten, vilket gjorde att skatten på optionsvinster ofta uppgick till ca 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. 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? Kan

¹ Optioner är finansiella instrument vars värde är direkt kopplat 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.

skattereglerna reformeras så att optionsinstrumentets fördelar kan utnyttjas även här?²

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 bör behandlas skattemässigt; samt (iv) betydelsen av kontraktsmässig flexibilitet för de institutionella placerarna. Vi diskuterar framför allt optioners användning i växande entreprenöriella bolag, inte i börsnoterade företag med spritt ägande.

1. 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 hel del företag. Men entreprenörskap har utvecklats till en sektor med högst specialiserade roller, vilka utgör en kompetensstruktur kring den enskilde entreprenören. Finansiering och rådgivning sköts exempelvis av så kallade *venture capital*-bolag (hädanefter förkortat VC). Ofta köps innovativa företag på ett relativt tidigt stadium upp av större aktörer som utvecklar innovationen, en rolluppdelning som teoretisk analys visar kan vara effektiv (Norbäck och Persson 2009). 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.³ Majoriteten företagare i Sverige har inte och kommer aldrig att ha en enda extern anställd och rapporterar att de inte definierar sig själva som entreprenörer utifrån ambitionen att växa eller vara innovativa. Den typiska företagaren är 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 undgå diskriminering på arbetsmarknaden. Deras ekonomiska roll är dock inte att vara förnyande och de kontraktsproblem som kan lösas med hjälp av optioner är i regel inte centrala i denna typ av företag.

Snabbt växande, innovativa företag, de vi kallar entreprenöriella före-

² Optioner har givetvis även nackdelar, framför allt att den som erhåller dem tvingas bära risk. Att företag ändå, trots kända problem, använder optioner tyder i sig på att det även finns fördelar. Poängen är inte att optioner utan skatt skulle vara problemfria, utan att skatter snedvrider den optimala avvägningen mellan instrumentets för- och nackdelar.

³ Detta diskuteras ingående i Sanandaji (2011).

tag, är få och annorlunda. Medan icke-innovativa egenföretagare generellt inte använder sig av stödstrukturer gör entreprenörer det i hög utsträckning. I USA anger t ex endast 3 procent av alla egenföretagare att de har eller planerar att någonsin söka VC-finansiering,⁴ samtidigt som nära två tredjedelar av de bolag som lyckas bli introducerade på börsen tidigare erhållit sådan finansiering. Entreprenörskap är också mer kunskapsintensivt än egenföretagande. Medan egenföretagare inte skiljer sig från löntagare i termer av utbildning är sannolikheten 20 gånger större att företagare som har fått riskkapitalfinansiering 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 att redan ha trygga och välbetalda jobb i existerande företags karriärshierarkier, vilka de måste ge upp om de vill starta eget.

I policydiskussionen är fokus ofta på snabbt växande, innovativa företag, medan empirisk forskning har fokuserat på egenföretagare, då de ofta är den enda grupp för vilken det existerar systematiska data. I denna uppsats diskuterar vi den förstnämnda kategorin. I dessa kunskapsintensiva verksamheter krävs kompletterande kompetenser. De olika aktörerna med sina unika och kompletterande kompetenser – ibland kallade ett kompetensblock – är nödvändiga för att gå från den ursprungliga idén till industriell skala (Eliasson 1996).

Framgångar för entreprenöriella företag kräver att dessa aktörer samverkar. Problemet är att aktörerna har olika intressen, samtidigt som investeringar i nya företag är behäftade med ovanligt höga transaktionskostnader och stor osäkerhet. Att t ex få entreprenörens och finansiärernas 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 avkastning (Hall och Woodward 2010). Den högteknologiska entreprenörssektorn i USA, där sektorn först växte fram, utvecklade kontrakt, finansiella instrument samt formella och informella institutioner för att minska dessa s k *principal-agent*-problem (Gompers och Lerner 1999). I amerikanska VC-bolag är numera äganderätten till avkastning allt mer separerad från kontroll (Kaplan och Strömberg 2003), med båda dessa betingade av företagets utveckling. 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 samt stegvis ökat ägande vid framgång. I denna svåra ekonomiska terräng har optioner visat sig vara ett effektivt sätt att belöna företagaren och annan nyckelpersonal i de få bolag som blir lönsamma, på samma gång som deras intressen knyts närmare andra aktörer i kompetensstrukturen.

⁴ Egna beräkningar baserade på data från *Panel Study of Entrepreneurial Dynamics* (PSED).

2. Avgörande svårigheter vid byggandet av ett företag

Hur överbryggas man bäst de speciella incitamentsproblem som föreligger när entreprenören/grundaren inte är tillräckligt kapitalstark för att ensam kunna finansiera företagets utveckling fram till dess att det kan realiseras? Frågan kan besvaras genom att beskriva principerna för hur detta brukar göras i Silicon Valley, den region där utvecklingen av kontrakt har kommit längst (Ohlsson 2011).

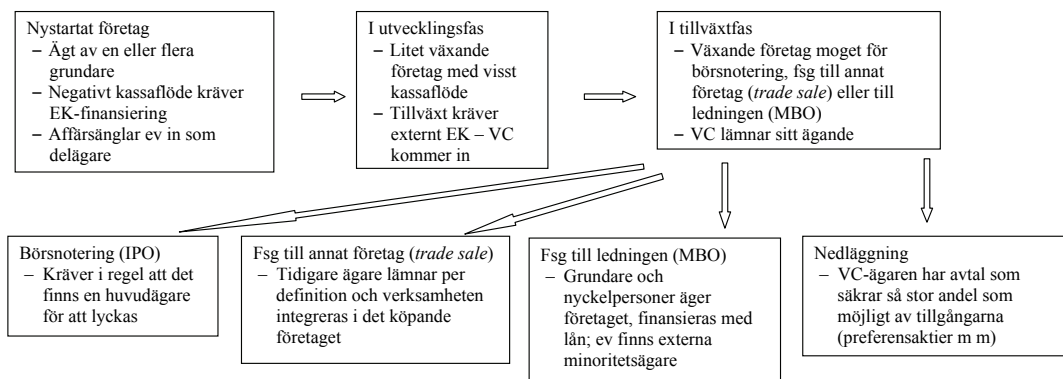
Figur 1 beskriver centrala faser i ett företags utveckling och de olika faserna med sina specifika problem kommer nu att diskuteras. Risken som måste hanteras i samband med innovation är sällan kalkylerbar, vare sig för grundarna eller externa bedömare, dvs det handlar om genuin osäkerhet (*uncertainty*).⁵ Vid investeringar i börsnoterade företag finns i regel tillräckligt med historisk erfarenhet för att räkna ut den förväntade utfallsfördelningen någorlunda väl. Vid en investering i en 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 entreprenörskap är relevant för diskussionen om optioner. Det grundläggande problemet att skapa rätt incitament i verksamheter med relationsspecifika tillgångar har att göra med att det är omöjligt att upprätta avtal som täcker alla eventualiteter. Med inkompleta kontrakt uppstår risk för att den ena parten exploaterar den andras beroende, s k *hold up*. När parterna inte kan skriva avtal som är tillräckligt detaljerade för att täcka alla möjliga utfall (*contingencies*) är det viktigt att äganderätt och kontroll i olika situationer på förhand allokeras mellan parterna. Detta kan delvis ske med hjälp av optioner.

Entreprenörskap präglas av relationsspecifika tillgångar, ett behov av att parter med skilda intressen samarbetar samt osedvanligt stor 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. Skuldfinansieringen försvåras också av att företagen i

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*.



Figur 1 Anm: EK = eget kapital.

Centrala faser i ett företags utveckling

regel varken har fasta tillgångar att pantsätta eller kassaflöden att låna mot. Erfarenheterna från mjuka lån från staten är samtidigt överlag nedslående (Lerner 2009; Svensson 2011). Många nya företag kan därför 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 – eller snarare den entreprenöriella delmängden av de nystartade bolagen – 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 ca 0,15 procent av börsvärdet varje år. Medan dessa investeringar i USA har haft liknande avkastningsnivåer som börsen (Kaplan and Schoar 2005) har VC-investeringar i Europa haft lägre avkastning än börsen (Rosa och Raade 2006). Den samhällsekonomiska avkastningen på investeringar i innovationsbaserade företag är hög, men motsvaras inte av en lika hög privatekonomisk avkastning vare sig för 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 på ungefärligen 3 procent av Sveriges BNP under senare decennier (Ekonomistyrningsverket 2011). Entreprenöriella företags kapitalvinster är en del av denna redan blygsamma summa. Många ägare är 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 sk affärsänglar. Dessa är förmögna privatpersoner med egen erfarenhet av att vara företagsledare eller företagsägare och som har tid, engagemang och kapital att satsa i lovande affärsidéer. Företaget får via affärsängelns 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).

3. Hur optioner bidrar till byggandet av ett företag

Traditioner och standarder har utvecklats för att hantera problemen med investeringar i nystartade företag. Investeraren har ett intresse av att inte initialt gå in med ett alltför stort belopp, eftersom den asymmetriska informationen inte reduceras tillräckligt förrän investeraren har 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 företaget att nå en viss "milstolpe" i sin utveckling. Därmed uppstår många tillfällen i varje skede 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 företagets 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 inte bli större än att entreprenören också behåller ett tillräckligt stort ägande för att ha incitament att 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 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*, dvs att entreprenören endast får köpa aktier om han eller hon stannar kvar i företaget som nyckelperson och fortsätter att bidra med sin kompetens.⁶

⁶ Vi känner inte till den svenska motsvarigheten för termen, en möjlig svensk översättning av *vested shares* skulle kunna vara "icke-överlättna aktier".

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 åstadkomma 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 kassaflödet börjar bli stabilt, risken i högre grad är kalkylerbar och när det är möjligt att göra prognoser över framtida tillväxtmöjligheter och lönsamhet är det dags för VC-bolaget att lämna sitt ägande. En sådan *exit* kan göras på flera sätt. 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 tilldelas optioner i sådan utsträckning att de blir framtida storägare i bolaget om detta utvecklas väl kan en IPO enklare genomföras. 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 företaget/verksamheten till ett annat företag, i regel verksamt 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 verksamheter eller i sin tur agera affärsängel eller riskkapitalist. 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 eller att konkurrensen var hårdare än förväntat eller att ledningen – oftast grundaren – inte håller måttet. Riskkapitalbolaget 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 (Merrick och Yasuda 2011; Bengtsson och Sensoy 2011). Om VC-bolaget har makten att i

hög grad bestämma om avlägsnande av ledningen, ifall inte vissa milstolpar uppnås, kan detta innebära en risk för att de betar 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 samt andra kontrollrättigheter. Utfallen är betingade på hur företaget utvecklats och optioner är genomgående en viktig komponent i avtalen.

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

4. Avgörande reformer i USA som banade vägen för VC-näringen⁷

Före 1980-talet förhindrades utvecklingen av en VC-näring i USA av en hög skatt på kapitalvinster på ca 50 procent av 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. Pensionsfonder tilläts investera i värdepapper utfärdade av små eller nya företag och VC-fonder. Pensionsfonderna blev snart de största investerarna på marknaden för onoterade aktier.
3. Aktieoptionslagen gjorde det möjligt 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.

Den anställde 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 i dag gäller för långa innehav.

Utan dessa reformer är det möjligt att VC-näringens imponerande tillväxtprocess inte hade startat. Det geniala med VC-företagen var att de

⁷ Diskussionen i detta avsnitt är baserad på Fenn m fl (1995), Zider (1998) och Gilson och Schizer (2003).

omvandlade oacceptabelt riskfyllda affärsprojekt till en mer acceptabel risknivå med hjälp av diversifierade portföljer av projekt. För att detta skulle bli möjligt krävdes många förändringar av lagar och skattesatser. Det grundläggande motivet till dessa förändringar var att harmoniera incitamenten för tre olika aktörer – investerare, VC-företag och nystartade högteknologiska företag – på ett sådant sätt att höga risker kunde hanteras samtidigt som riskerna för insiderhandel, asymmetrisk information och moralisk risk (*moral hazard*) kunde minimeras.

5. Optioner i praktiken i den amerikanska VC-stödda 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 VC-finansiering. Användningen av optionsprogram är mycket utbredd bland denna kategori av företag i den amerikanska högteknologiska sektorn. Bland företag som har fått riskkapital från VC-bolag ger ca tre fjärdedelar av företagen optioner till alla sina anställda (Hand 2008; Bengtsson och Hand 2010). De övriga begränsar tilldelningen till ledning och andra nyckelpersoner.

Hand (2008) undersöker för- och nackdelar med optionsprogram för entreprenöriella bolag. Han menar (s 386) att optioner i VC-sektorn är ”avgörande mekanismer med vilka teknikintensiva högriskbolag förmår attrahera, belöna, motivera, övervaka och behålla rätt medarbetare” (*egen översättning*). Hand drar slutsatsen att företag är sofistikerade i sin användning av optioner i den 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 belöningssystem 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 utformad 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 riskkapitalisterna 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.

6. 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-näring 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. 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, dvs VC plus utköpsbolag, har konsekvent legat under tio procent och investeringarna i såddfasen har varit mindre än en procent av totalen (SVCA 2011).

Tillsammans med Storbritannien har Sverige däremot Europas största utköpsbolagssektor (Henrekson och Jakobsson 2012; Tåg 2012). 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 men med få undantag har resultaten av insatserna varit nedslående (Svensson 2011).

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, som 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 inlåning är avkastningen lönebeskattad och dessutom belastas företaget med lagstadgade sociala avgifter.⁸ 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 framgångsrika kommer de således att få en total skattebelastning på 67 procent (högsta marginalskatt 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 slår ut en viktig mekanism för att hålla kostnaderna nere i början av ett företags livscykel.

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 nyck-

⁸ Regelverket är komplext och skiljer på olika typer av incitamentsprogram, men det förefaller i stort sett alltid vara så att arbetstagaren lönebeskattas för avkastningen och detta gäller oavsett om det finns förbehåll såsom att incitamentsprogrammet förfaller om anställningen upphör, det inte kan överlåtas och att det inte kan utnyttjas förrän efter viss intjänandetid. Likaså gäller för personaloptioner 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 en förlust sedan uppstått då aktierna avyttrats, sker ingen återbetalning av tidigare betald skatt vid tidpunkten för optionslösen. För ytterligare detaljer hänvisas till Skatteverket (2012).

elmedarbetare 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 värderingsskillnader mellan stam- och preferensaktier som har 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 säkratste 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 starkt incitament att bygga kapitalvärden genom att garanteras en framtida ägarandel i företaget. Självfallet bortfaller också möjligheten till etappvis finansiering och de fördelar detta har genom att skapa många tillfällen att utvärdera resultaten och kunna begränsa nedsidan så mycket som möjligt. I stället blir den initiala investeringen stor, vilket ökar kraven på tillväxt och avkastning. Dessutom ökar risken och de löpande kostnaderna genom att grundaren har lämnat verksamheten och nyckelmedarbetare kräver en högre löpande ersättning i form av lön när optionsinstrumentet inte kan användas.

Om grundaren blir kvar kommer denne i stället att behålla kontrollen under företagets hela utveckling fram till en börsnotering eller *trade sale*. Externa ägare kan således inte ta kontroll över bolaget och samtidigt behålla grundaren (och andra nyckelmedarbetare) i bolaget genom att grundaren erhåller optioner som återigen kan göra denne till huvudägare under förutsättning att bolaget utvecklats i enlighet med affärsplanen. Denna omständighet ökar de externa ägarnas risk och minskar värdet av att de engagerar sig i företagets ledning.

7. 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 nyckelperso-

nal att redan innan framgången är säkerställd gå in i företaget och lönsamt för kompetenta kapitalister att stödja investeringen.

Det är med andra ord villiga entreprenörers *efterfrågan* på riskkapital snarare än utbudet 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 riskvillig 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.

Generella åtgärder bör också 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 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 och optioner till entreprenörer och andra nyckelmedarbetare har blivit en central komponent i detta. Optioner möjliggör lägre lönekostnad för att tidigt knyta till sig duktiga grundare och nyckelpersonal. Detta ger 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 genom i praktiken prohibitiv beskattning. Det är möjligt att detta 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. Entreprenörssektorn är viktig för innovation och förnyelse, men förhållandevis obetydlig rent finansiellt, vilket innebär att minskningen av skatteintäkterna vid en riktad reform är näst intill försumbar. 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 politiska partier är överens om.

Vi föreslår därför att vinster på aktieoptioner och konvertibler knutna

till anställningen bör beskattas som kapitalinkomst och att de heller inte bör beläggas med sociala avgifter.⁹ 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. I syfte att undvika missbruk bör villkor om inlåsnings under en viss tid (t ex ≥ 3 år) vara uppfyllda för att denna lägre skattesats ska vara tillämplig.

REFERENSER

- Bengtsson, O och J Hand (2010), "Employee Compensation in Venture-Backed Firms", SSRN Working Paper, <http://ssrn.com/abstract=1673612>.
- Bengtsson, O och J Hand (2011), "CEO Compensation in Venture-Backed Firms", *Journal of Business Venturing*, vol 26, s 391-411.
- Bengtsson, O och D Hsu (2010), "How Do Venture Capital Partners Match with Startup Founders?", SSRN Working Paper, <http://ssrn.com/abstract=1568131>.
- Bengtsson, O och B A Sensoy (2011), "Investor Abilities and Financial Contracting: Evidence from Venture Capital", *Journal of Financial Intermediation*, vol 20, s 477-502.
- Black, B S och R J Gilson (1998), "Venture Capital and the Structure of Capital Markets: Banks versus Stock Markets", *Journal of Financial Economics*, vol 47, s 243-277.
- Braunerhjelm, P (1999), "Venture capital, mångfald och tillväxt", *Ekonomisk Debatt*, årg 27, nr 4, s 213-222.
- Ekonomistyrningsverket (2011), "Prognos: Statens budget och de offentliga finanserna", Rapport 2011:33, Ekonomistyrningsverket, Stockholm.
- Eliasson, G (1996), *Firm Objectives, Controls and Organization: The Use of Information and the Transfer of Knowledge within the Firm*, Kluwer Academic Publishers, Dordrecht.
- Fenn, G, N Liang och S Prowse (1995), *The Economics of the Private Equity Market*, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, DC.
- Gilson, R J och D M Schizer (2003), "Understanding Venture Capital Structure: A Tax Explanation for Convertible Preferred Stock", *Harvard Law Review*, vol 116, s 874-916.
- Gompers, P A och J Lerner (1998), "What Drives Venture Capital Fundraising?", *Brookings Papers on Economic Activity: Microeconomics*, juni, s 149-204.
- Gompers, P A och J Lerner (1999), "An Analysis of Compensation in the U.S. Venture Capital Partnership", *Journal of Financial Economics*, vol 51, s 3-44.
- Hall, R E och S E Woodward (2010), "The Burden of the Nondiversifiable Risk of Entrepreneurship", *American Economic Review*, vol 100, s 1163-1194.
- Hand, J (2008), "Give Everyone a Prize? Employee Stock Options in Private Venture-Backed Firms", *Journal of Business Venturing*, vol 23, s 385-404.
- Hellman, T och M Puri (2002), "Venture Capital and the Professionalization of Startup Firms: Empirical Evidence", *Journal of Finance*, vol 57, s 169-197.
- Henrekson, M och U Jakobsson (2012), "The Swedish Corporate Control Model: Convergence, Persistence or Decline?", *Corporate Governance: An International Review*, vol 20, s 212-227.
- Henrekson, M och T Sanandaji (2012), "Beskattnings av personaloptioner och innovativt entreprenörskap: Expertrapport till Företagsstatistikkommittén", <http://www.sou.gov.se/Fsk/rapporter.htm>
- Kaplan, S och A Schoar (2005), "Private Equity Performance: Returns, Persistence, and Capital Flows", *Journal of Finance*, vol 60, s 1791-1823.
- Kaplan, S och P Strömberg (2003), "Financial Contracting Theory Meets the Real World: Evidence from Venture Capital Contracts", *Review of Economic Studies*, vol 70, s 281-315.
- Kaplan, S och P Strömberg (2004), "Characteristics, Contracts, and Actions: Evidence from Venture Capital Analyses", *Journal of Finance*, vol 59, s 2177-2210.
- Kerr, W, J Lerner och A Schoar (2011), "The Consequences of Entrepreneurial Finance: Evidence from Angel Financings", HBS Working Paper 10-086, Harvard Business School, Cambridge, MA.
- Keynes, J M (1921), *A Treatise on Probability*, MacMillan, London.
- Knight, F H (1921), *Risk, Uncertainty and Profit*, Houghton Mifflin, Boston, MA.
- Kortum, S och J Lerner (2000), "Assessing the Contribution of Venture Capital to Innovation", *Rand Journal of Economics*, vol 31, s 674-692.

⁹ För ett konkret förslag hänvisas till Henrekson och Sanandaji (2012).

- Lerner, J (2009), *Boulevard of Broken Dreams: Why Public Efforts to Boost Entrepreneurship and Venture Capital Have Failed – and What to Do about It*, Princeton University Press, Princeton, NJ.
- Metrick, A och A Yasuda (2011), *Venture Capital and the Finance of Innovation*, Wiley, New York.
- Norbäck, P-J och L Persson (2009), "The Organization of the Innovation Industry: Entrepreneurs, Venture Capitalists, and Oligopolists", *Journal of the European Economic Association*, vol 7, s 1261-1290.
- Ohlsson, L (2011), *Finansiering av unga, innovativa tillväxtföretag: bästa och komplementär marknadspolitik*, Centrum för bank och finans, Kungliga Tekniska högskolan, Stockholm.
- Rosa, C D M och K Raade (2006), "Profitability of Venture Capital Investment in Europe and the United States", Economic Papers 245, Directorate-General for Economic and Financial Affairs, European Commission, Bryssel.
- Sanandaji, T (2011), *Essays in Entrepreneurship Policy*, doktorsavhandling, Irving B Harris Graduate School of Public Policy Studies, University of Chicago, Chicago.
- Schumpeter, J A (1934), *The Theory of Economic Development*, nyutgåva 2004, Transaction Publishers, London.
- Skatteverket (2012), "Deltar du i ett incitamentsprogram?", <http://www.skatteverket.se/privat/skatter/arbeteinkomst/formaner/incitamentsprogram.4.61589f801118cb2b7b280008449.html> (2012-02-12).
- SVCA (2011), "Analys av riskkapitalmarknaden tredje kvartalet 2011: Med kommentarer till investeringar, avyttringar och kapitalanskaffning", Svenska Riskkapitalföreningen, Stockholm.
- Svensson, R (2011), *När är statligt stöd till innovativa företag och entreprenörer effektivt?*, Svenskt Näringsliv, Stockholm.
- Söderblom, A (2011), *Private Equity Fund Investing: Investment Strategies, Entry Order and Performance*, doktorsavhandling, Handelshögskolan i Stockholm, Stockholm.
- Tåg, J (2012), "The Real Effects of Private Equity Buyouts", i Cumming, D (red), *The Oxford Handbook of Private Equity*, Oxford University Press, Oxford.
- Zider, B (1998), "How Venture Capital Works", *Harvard Business Review*, november-december, s 131-139.