

Venture capital, mångfald och tillväxt¹

En välutvecklad venture capital-marknad spelar en central roll för den industriella dynamiken och förnyelsen inom näringslivet. Till skillnad från traditionella banker är aktörerna på denna marknad specialiserade på nya verksamheter och de allra tidigaste faserna i ett företags utveckling. Den större kunskap som venture capital-företagen besitter minskar problem med negativ selektion och moral hazard, vilket leder till en effektivare fördelning av riskkapital, bättre tillväxtförutsättningar och en större mångfald i varuutbudet. I artikeln pekar författaren på skillnader mellan de amerikanska och svenska venture capital-marknaderna. Avslutningsvis diskuteras åtgärder för att vitalisera den svenska marknaden.

Svensk ekonomi präglas i förhållande till övriga OECD-länder av en låg tillväxt, en svag sysselsättningsutveckling i den privata sektorn och ett fortsatt stort beroende av de svenska storföretagen. Förnyelsen inom industrin kan praktiskt taget uteslutande hänföras till redan etablerade företag, medan tillskottet av nya, innovativa och teknikbaserade företag har varit begränsat under efterkrigstiden.² Bristen på dynamik och omvandling i den svenska ekonomin – liksom för flertalet europeiska länder – kontrasterar särskilt starkt med utvecklingen i USA. Förnyelsekrafterna inom den amerikanska ekonomin avspeglas i en dominans vad gäller nya industrier (informationsteknologi, bioteknologi/biomedicin, m fl), en mångfald i produktutbudet och ett inflöde av nya och växande företag som saknar motstycke i Sverige och Europa.

Fil dr PONTUS BRAUNERHJELM är biträdande chef vid IUI och forskar inom områdena internationell ekonomi och industriell organisation.

Frågan är varför inte motsvarande utveckling ägt rum i Sverige? Varför växer det inte upp några Cisco, Intel, Netscape eller Sun i Sverige? Inget annat land har investerat så mycket i FoU i förhållande till BNP som Sverige har gjort under nästan två decennier. Detta borde skapa en god grogrund för nya, teknikbaserade företag och leda till en betydande förnyelse och dynamik i svensk industri.

I tidigare studier har man bl a framfört lägre produktionskostnader och produktionsfaktorernas – särskilt arbetskraftens – större rörlighet i USA som förklaring till dessa skillnader (Kazamaki Ottersten

¹ Artikeln sammanfaller delvis med författarens bidrag till SNS Konjunkturrådsrapport 1999. Skillnaden består i att artikeln fokuserar på den svenska venture capital-marknaden, medan perspektivet i bidraget till Konjunkturrådsrapporten är betydligt bredare. I det följande används det engelska uttrycket venture capital eftersom det inte finns någon adekvat svensk term. Det motsvaras närmast av ”kompetent kapital” (Braunerhjelm & Carlsson [1998]).

² Se Bergman m fl [1999].

[1998]). Expansiva sektorer hämmas därför inte av brist på produktionsfaktorer eller av prohibitiva kostnadsökningar. Samtidigt förser USAs universitet och högskolor marknaden med såväl utbildad arbetskraft som spetskompetens och internationellt ledande forskning, vilket utgjort basen i de nya kunskapsdrivna industrierna.

Dessa faktorer innehåller utan tvivel delar av sanningen, men rymmer långt ifrån hela förklaringen. Till flexibilitet i generell mening och kunskapsinvesteringar måste också läggas produktionens organisation. På företagsnivå tenderar organisationen vara mer individorienterad i USA, särskilt i kunskapsintensiva verksamheter. Samtidigt är ofta kunskapsintensiv tillverkning (varor och tjänster) samlad till väl avgränsade områden, såväl geografiskt som i produktrummet. Dessa sk kluster brukar vanligtvis exemplifieras med Silicon Valley, Hollywood och liknande områden. Klustermiljöer kännetecknas av en tät interaktion mellan olika aktörer (företag, universitet, etc), en hög innovationsgrad, betydande arbetskraftsrörlighet samt omfattande in- och utflöden av företag.³ Mekanismerna bakom klusterdynamiken kan sammanfattas som en intensiv konkurrens i kombination med olika komplementariteter, samarbeten och kunskapsflöden. Förnyelseprocesserna inom klustret är följaktligen starkt marknadsdrivna.

En effektiv interaktion och kunskapsöverföring mellan företag kräver närvaro av vissa nyckelaktörer. Till dessa hör universitet och högskolor liksom specialiserade tjänsteföretag. De kanske viktigaste "broarna" återfinns dock på riskkapitalmarknaden – i första hand venture capital-företag och "företagsänglar". Förekomsten av dessa nyckelaktörer förutsätter en tydlig incitamentsstruktur som främjar risktagande, nyetablering och rörlighet. I denna artikel ska vi närmare studera den roll som venture capital-företag och företagsänglar spelar samt – utifrån

en jämförelse mellan Sverige och USA – belysa de hinder som föreligger för att en effektivare svensk venture capital-marknad skall utvecklas.

Industriell dynamik i Sverige och USA: En kort bakgrund

Sedan ett par år tillbaka pågår ett forskningsprojekt som studerar kompositionen och dynamiken i likartade kluster (biomedicin/bioteknik och polymerer) i USA – närmare bestämt delstaten Ohio – och Sverige.⁴ Valet av delstat betingas bl a av att Ohio i mångt och mycket är ett "Sverige i USA", d v s stora likheter föreligger när det gäller invånarantal, industristruktur och historisk utveckling (Braunerhjelm & Carlsson [1999]). Inte desto mindre är också skillnaderna betydande mellan dessa regioner vad gäller industriell dynamik.⁵

Dessa skillnader kan till viss del hänföras olika grad av flexibilitet på arbetsmarknaden. Den snabba tekniska omvandlingen och de betydande investeringarna i såväl real- som humankapital som präglar de nya tillväxtindustrierna ställer stora krav på företagets anpassningsförmåga. Detta har lett till att företagets interna organisation förändrats: flexibla arbetsorganisationer är ledstjärnan så att produktionen snabbt kan ställas om eller avvecklas. I dessa organisationer betonas utveckling av företagets humankapital, decentraliserade ansvarsområden, platta och icke-byråkratiska organisationer,

³ Se Braunerhjelm & Carlsson [1999] för en definition av kluster.

⁴ För en närmare beskrivning av detta projekt samt bevekelsegrunder för val av region och kluster, se Braunerhjelm & Carlsson [1996, 1998], Braunerhjelm, Carlsson & Johansson [1999], Braunerhjelm, Carlsson, Johansson & Karamioglou [1998].

⁵ Dessa skillnader redogörs för mer ingående i Bergman m fl [1999].

Figur 1 Riskkapitalmarknaden – en principskiss



kommunikation och interaktion bland de anställda samt individorienterade kompensationsystem.⁶ Kontraktssystemen på den amerikanska arbetsmarknaden ser följaktligen annorlunda ut och påverkas bl a av skattesystemets utformning, t ex vad gäller regler rörande personaloptioner, vinstdelning och andra individuella incitament.

Den mest framträdande skillnaden mellan Sverige och USA kan dock hänföras till riskkapitalmarknadens funktion och struktur, särskilt med avseende på venture capital. Riskkapital i generell mening skiljer sig från sk venture capital i två avseenden: För det första investeras venture capital i onoterade företags egna kapital (aktier), för det andra karaktäriseras venture capitalisten av ett aktivt engagemang i det företag i vilket investeringen sker (Figur 1). Det uttalade syftet med investeringen är dock tidsbegränsat, d v s efter i regel 3–7 år kommer venture kapitalisten att gå ur företaget genom att det noteras eller säljs till någon annan intressent.

Till skillnad från USA har Sverige sedan lång tid förlitat sig på statligt ”venture”-kapital, medan USA har fäst högre tilltro till privata venture capital-företag och andra marknadslösningar. NUTEK, tidigare STU, och SIND har varit navet i den svenska industripolitiken och förfogat över betydande medel som särskilt inriktats mot nystartade företag samt teknik och FoU-satsningar.⁷ I Sverige finns för närvarande ca 140 olika stödformer som

kan utnyttjas av svenska företag. För de allra flesta företag är dessa stöd helt okända och det finns heller ingen samordning av de olika stödformerna.

Venture capital-företag och ”företagsänglar”

I Sverige var länge kreditmarknaden strikt reglerad samtidigt som bankerna verkade på en oligopolmarknad skyddad från yttre konkurrens. Dessa storbanker pröriterade ofta sina större kunder där det ansågs lättare att bedöma olika projekts kreditrisker samtidigt som bättre insyn förelåg vad gäller kundernas solvens. Utbudet av venture capital var dessutom praktiskt taget obefintligt, eftersom möjligheterna att bygga upp privata förmögenheter starkt begränsades av det rådande

⁶ Se t ex Casey, Shaw & Prennushi [1995], Lee & Reeves [1995], Macduffie [1995] samt, för Sverige, NUTEK [1996, 1998].

⁷ De totala statliga stödinsatserna till svensk industri beräknas uppgå till ca 10 miljarder kronor 1995 (Braunerhjelm & Fors [1998]). Stöd till mindre företag återfinns ofta inom de regionalpolitiska stöden som 1997 uppgick till ca 1,5 miljarder kronor (se Landell m fl [1998] för en genomgång av dessa stöd). När det gäller såddfinansiering har i praktiken NUTEK, tillsammans med ALMI och Industriefonden (verksam sedan 1979), varit de helt dominerande aktörerna på den svenska marknaden (se SOU [1996]).

skattesystemet samtidigt som sparandet ombesörjdes av den offentliga sektorn.

Rollen för det privata venture capitalet är särskilt viktigt inom nya, kunskapsintensiva verksamheter, som t ex biomedicin/bioteknik, där investeringarna ofta är immateriella och den framtida potentialen svårbedömd. Därför krävs det en betydande specialistförmåga för att bedöma olika projekts bärkraft på marknaden. Detta gäller såväl företagets igångsättnings- som tillväxtfas.⁸ Den hårdare konkurrensen på den amerikanska marknaden har drivit fram en större mångfald och differentiering bland venture capital-företagen och en mer välutbildad analytikerkår. Detta leder i sin tur till ett större och bättre informationsinhämtande, vilket i sin tur minskar problemet negativ selektion och moral hazard. Detta utgör grunden för en effektivare allokering av riskkapitalet i USA. Inte desto mindre räknar ett amerikanskt venture capital-företag med att högst en tredjedel av deras investeringar sker i verkligt högavkastande projekt.

Venture capital-företag

Vad tillför venture capital-företaget som inte banker, försäkringsbolag, statliga institutioner och statligt riskkapital, liksom andra tänkbara finansiärer, kan bidra med? Bortsett från att tillhandahålla finansiellt riskkapital är det minst lika viktigt att förse företagen med företagsledningskompetens och marknadskunnande, så att nya produkter och forskningsresultaten når marknaden. I USA har detta sedan länge varit en självklar del av venture capital-företagens uppgifter. Flera av dessa arbetar aktivt med att få ut produkter på marknaden. Det är just tillförsel av "kompetent" kapital som gör venturekapitalisten särskilt väl skickad att träda in i ett relativt tidigt skede i företagets utveckling.⁹

Jämfört med många andra länder investerar dock de svenska venture capital-företagen i relativt sena faser och i företrädes-

vis mogna branscher (se *Figur 2*). I USA sker investeringarna främst i nya industrier, t ex IT och bioteknik, som mottager mer än 85 procent av venture capital-investeringarna. I Sverige är motsvarande siffra ca fyra procent och i övriga EU omkring 20 procent. Dessutom har trenden i USA varit att företagen går in i allt tidigare skeden, medan utvecklingen i Sverige pekar åt motsatt håll (Landell m fl [1998]). *Tabell 1* illustrerar hur tyngdpunkten i de svenska venture capital-företagens investeringar är riktade mot expansions- och mognadsfasen. Endast tre procent av investerat kapital kan hänföras till de två tidigaste faserna (sådd och tidig tillväxt). Detta indikerar att många av de sk venture capital-företagen snarare bör klassificeras som investmentbolag.

Skillnaderna när det gäller venture capital-marknaden i Sverige och USA bottnar till stora delar i de tidigare regleringarna på kreditmarknaderna samt skattesystemets utformning. Den tidigare avregleringen på den amerikanska marknaden när det gäller vilka aktörer som får investera i venture capital-fonder har också bidragit till en större konkurrens och mångfald som inte finns på den svenska marknaden. Redan 1979 tilläts amerikanska pensionsstiftelser investera i dessa fonder. Amerikanska studier visar att detta starkt påverkade utbudet av venture capital (Gompers & Lerner [1998]). Men också efterfrågan

⁸ Företagets behov av riskkapital kan schematisk delas in i fyra faser. Den första fasen, såddfasen, karaktäriseras av utvecklingskostnader men ingen tillverkning. I nästa fas, start och tidig tillväxt, lanseras produkten på marknaden och tillverkning påbörjas. De följande senare faserna – expansion och mognad – innebär att företaget lyckats etablera sig på marknaden och går in i en mer expansiv fas som så småningom planar ut.

⁹ Se också Olofssons [1998] studie om teknikbaserade företag som visar på betydelsen av enskilda personers insatser i företagets tidigaste utveckling.

Tabell 1 Svenska venture capital-företags investeringar och strategier, 1998

	Venture capital-företagets huvudsakliga strategi				Totalt
	Investeringsfas				
	Sådd	Tidig tillväxt	Expansion	Mognad	
Antal venturekapitalföretag	5	22	22	8	57
Förvaltad kapital (miljoner kronor)	320	3.017	18.269	24.245	45.841
Procentuell andel av förvaltad kapital i respektive fas	1	7	40	52	100
Investerat kapital (miljoner kronor)	256	1.351	4.935	7.715	13.717
Procentuell andel av totalt förvaltad kapital som investerats i respektive fas	0.1	2.9	11	17	31
Antal portföljföretag	32	215	286	83	616
Genomsnittsinvestering per företag (miljoner kronor)	1,8	6,9	17,3	93	–

Källa: Isaksson [1998]

Not: Ovanstående siffror omfattar alla stora venture capital-företag (såväl statliga som privata), däremot kan en del mindre företag saknas och följaktligen är det troligt att en viss underskattning av totala investeringar föreligger. För en närmare beskrivning av svenska venture capitalföretag, se Isaksson [1998].

på venture capital ökade. Detta skedde dels genom att entreprenörer såg större möjligheter att erhålla finansiering, dels genom att kapitalbeskattningen sänktes drastiskt vid ungefär samma tid period.¹⁰ I jämförelse med Europa och Sverige är också amerikanska institutionella placera-re betydligt mer aktiva på venture capital-marknaden. Svenska institutionella placera-re kan visserligen placera mellan fem och tio procent av sin portfölj i noterade aktier, men i praktiken är andelen betydligt lägre.¹¹ Således har SPP endast investerat 0.1 procent av sitt kapital i noterade aktier (Landell m fl [1998]). En viss förändring kan skönjas på den svenska marknaden. Exempelvis står det uttryckligen i direktiven till den 6:e AP-fonden att fonden skall bidra till riskkapitalförsörjningen.

Svenska venture capital-företag är också skattemässigt diskriminerande i förhållande till aktie- och investmentbolag. Först beskattas eventuell utdelning från de bolag som venturecapital-företaget investerat i, sedan beskattas vinsten i venture capital-företaget och slutligen beskattas den vinst som utdelas till de personer

som investerat i venture capital-företaget.¹² Till skillnad från den vanliga dubbelbeskattningen av aktiebolagets vinst sker följaktligen en trippelbeskattning av venture capital-företagets vinst.

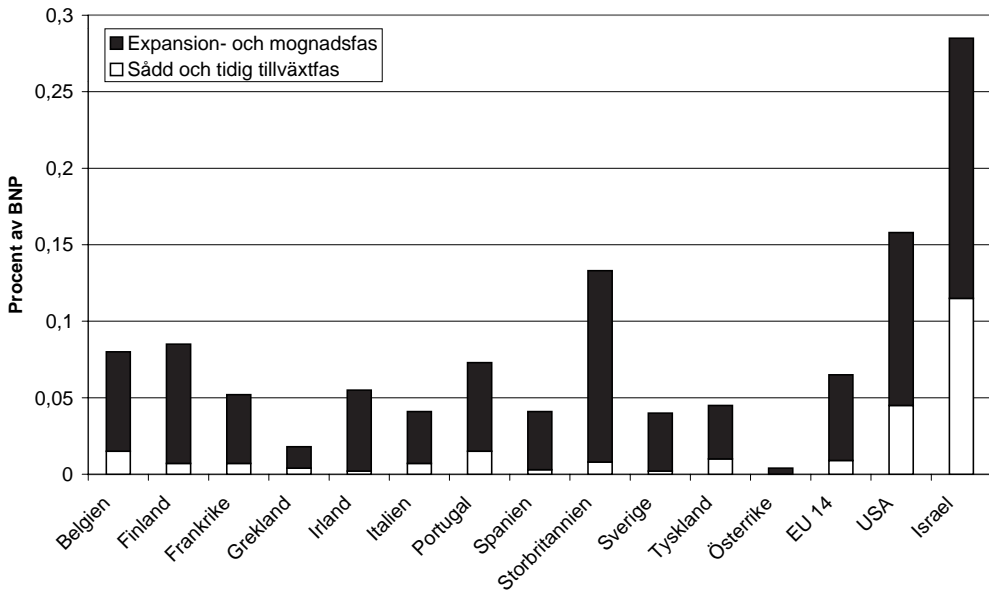
I USA är inkomst från kapital betydligt lägre beskattad än i Sverige, förutsatt att

¹⁰ Samma resultat har framkommit i intervjuer med olika ventureföretag i Ohio.

¹¹ Huvudregeln när det gäller bankers och försäkringsbolags placeringar är att dessa skall ske i noterade och likvida aktier. Begränsningar när det gäller ägarandelar i noterade bolag för försäkringsbolag och aktiefonder innebär att investeringarna tenderar bli alltför små för att vara intressanta för de stora placera-rarna. Förslag har dock framlagts att avskaffa den s k 5-procentsregeln för försäkringsbolagen, dvs att ägandet högst fick uppgå till fem procent av rösterna.

¹² Genom avancerade bolagsformer (kommanditbolag) och verksamhet som styrs från utlandet går det att kringgå delar av dessa regleringar. Dylka manövrar är dock i sin tur förknippade med transaktionskostnader i en eller annan form.

Figur 2 Fördelning av venture capital på olika investeringsfaser i 14 länder 1997, % av BNP



Källa: RVCA & KPMG [1998], Bannock Consulting [1998]

investering skett i småföretag och att aktien behållits under viss tid. Under 1997 infördes dessutom en möjlighet att skjuta på beskattning av reavinsten (onoterade aktier eller aktieinnehav i småföretag) om vinsten återinvesteras inom 60 dagar (Bannock Consulting [1998]).

Liknande stimulanser för att uppmuntra investeringar i onoterade aktier har också införts i flera andra länder. I t ex England, som har Europas mest vitala venture capital-marknad, lanserades under 1990-talets första hälft både The Enterprise Investment Scheme (EIS) och ett system för så kallade Venture Capital Trust (VCT). Motivet bakom dessa system är att investeraren ska kompenseras för den större risk som är förenad med investeringar i onoterade bolag. Det förstnämnda systemet (EIS) riktar sig främst till privatpersoners direkta placeringar, medan VCT är noterade företag som huvudsakligen investerar i onoterade aktier. Båda systemen bygger på att riskkompensation

sker genom skattelindring. Systemen skiljer sig något när det gäller utformningen av skatteincitament, men generellt gäller att utdelningen är skattefri medan realisationsvinster antingen är skattebefriade (om aktierna innehas i mer än fem år) eller kan skjutas upp om vinsten används för en återinvestering i onoterade aktier. Skillnaderna i beskattning mellan Sverige och andra länder kan förväntas leda till att än fler svenska venturekapitalföretag föredrar att ha sitt säte utomlands. Risken är då uppenbar att fokuseringen på svenska företag så småningom minskar.

Företagsänglar och förnyelse

Företagsänglar är personer som skapat sig förmögenheter genom eget företagande för att därefter övergå till att vara finansierare och medinvestorare i nya projekt. Framför allt i USA har dessa investerare utgjort en viktig länk till entreprenörers möjligheter att erhålla finansiering. Skill-

naderna mellan Sverige och USA består inte enbart i ett större antal företagsänglar i USA, utan också – och kanske allra viktigast – deras benägenhet att gå in med riskkapital i ett tidigt skede hos företagen, d v s ännu tidigare än de flesta amerikanska venture capital-företag. Över hälften av änglarnas investeringar uppskattas vara riktade just mot såddfasen i USA, medan motsvarande siffra i Sverige är ca 25 procent (Landström [1993], Bergman [1998]).¹³ Genom sin tidigare verksamhet besitter företagsänglarna en stor bransch-kännedom och har dessutom ett omfattande kontaktnät och en stor erfarenhet när det gäller att driva företag. De är därför särskilt väl skickade att bedöma bärkraften i olika projekt i de allra tidigaste och mest riskfyllda faserna.

Ett skäl till det större utbudet av ”ängla-kapital” i USA är skattesystemets utformning. Såväl inkomster som förmögenheter beskattas generellt väsentligt högre i Sverige. Men det är framförallt de regler som omgärdar fåmansbolagen som hindrar företagsänglar från att agera i Sverige. För fåmansbolag skiljer man i beskattningshänseende mellan passiva och aktiva delägare. En person som är anställd i företaget definieras i normalfallet som en aktiv delägare. Det innebär att utdelningsinkomster på aktier blir underkastade fåmansbolagsreglerna, vilket i stora drag innebär att inom det s k gränobeloppet beskattas utdelning som kapitalinkomst, medan utdelning därutöver beskattas som inkomst av tjänst.¹⁴ Företagsänglar, i vilkas roll det ligger just att engagera sig aktivt, riskerar därmed att till stora delar beskattas enligt reglerna för inkomst av tjänst, d v s med knappt 60 procent.¹⁵

Vid försäljning av aktier är huvudregeln att för aktiva delägare beskattas vinster som uppgår till 100 basbelopp (d v s omkring 3,6 miljoner kronor) till 50 procent som inkomst av tjänst, medan resterande 50 procent beskattas som inkomst av kapital. För reavinster utöver 100 basbelopp utgår beskattning enligt reglerna

för inkomst av kapital. I praktiken innebär reglerna att ju mindre den aktive ägarens investering är, desto hårdare blir beskattningen, eftersom den andel av vinsten som tjänstebeskattas då blir större.¹⁶ Effekten är att reglerna diskriminerar företagsänglar.

I *Tabell 2* sammanfattas det skattemässiga utfallet för privatpersoner av en realisationsvinst som är att hänföra till antingen en investering i ett venture capital-företag (onoterade aktier) respektive investmentbolag (noterade aktier), eller en direktinvestering i ett onoterat företag (passiv eller aktiv delägare) respektive noterat bolag. Som framgår av *Tabell 2* uppstår den paradoxala effekten att investerare som tillför såväl kunskap som kapital – d v s aktörer på venture capital-marknaden – beskattas betydligt hårdare än investerare som begränsar sig till att investera kapital.

¹³ Omfattningen av denna typ av riskkapital som riktas mot de tidigaste faserna i ett projekt har uppskattats vara upp till flera gånger större än det institutionellt förmedlade kapitalet i USA (Kruzich & Fähræus [1998], Bergman [1998], NUTEK [1998]).

¹⁴ Utdelningskatt på aktier i onoterade bolag beräknas beräknas i tre steg. I det första steget, det s k lättnadsbeloppet, är utdelningen skattefri. Det beräknas som statslåneräntan x 0.7 x kapitalbeloppet. Kapitalbeloppet definieras som anskaffningskostnaden för aktierna plus lönesumman minus tio basbelopp. För att lönesumman skall få läggas till aktiekapitalet krävs att företaget har minst två anställda och att den aktive ägarens lön är minst 20 procent högre än de anställdas. Nästa steg, det s k gränobeloppet, är definierat som utdelning som motsvarar en avkastning på kapitalbeloppet uppgående till statslåneräntan plus fem procentenheter, vilket beskattas som inkomst av kapital. Utdelning utöver detta belopp beskattas som inkomst av tjänst.

¹⁵ Det räcker med att aktieägaren är aktiv i företaget och har påverkat vinsten.

¹⁶ Detta gäller investeringar utöver 100 basbelopp (ca 3,6 miljoner kronor).

Tabell 2 Exempel på effekter av beskattning på realisationsvinst vid försäljning av onoterade aktier för privatpersoner, 1998, (kronor)

	Investering onoterat venture- capital bolag	Investering noterat investment- bolag	Direkt- investering i börsnoterat bolag	Direkt- investering (passiv ägare)	Direkt- investering (aktiv ägare)
Beskattning på bolagsnivå					
Försäljningspris	5.000	5.000			
Anskaffningskostnad	1.000	1.000			
Vinst	4.000	4.000			
Skatt	1.129	56			
Kvar efter skatt	2.880	3.944			
Procentuell reavinstbeskattning	28	1,4			
Beskattning av individen					
Försäljningspris	3.880	4.944	5.000	5.000	5.000
Anskaffningskostnad	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
Vinst	2.880	3.944	4.000	4.000	4.000
Lättnadsbelopp	71	0	0	71	71
Kapitalbeskattad del	2.809	3.944	4.000	3.929	2.168
Skatt 30%	843	1.183	1.200	1.179	650
Tjänstebeskattad del	0	0	0	0	1.761
Skatt 57%	0	0	0	0	1.004
Kvar efter skatt	2.037	2.761	2.800	2.821	2.346
Total reavinstbeskattning (%)	49.3	31	30	29.5	41.4

Källa: Braunerhjelm [1999], Ahl & Falck [1998].

Not: Förutsättningarna i ovanstående beräkningar är följande. Den investerande personen har en inkomst över brytpunkten, aktierna antas ha anskaffats för 1000 kronor 1995 och marknadsvärdet är 5000 kr 1998. I bolagsfallen avyttrar först venture capital-företaget respektive investmentbolaget sina aktier och därefter säljer privatpersonen sina aktier/andelar i dessa bolag. Vid beräkning har hänsyn tagit till att det s k lättnads- och gränsbeloppen sparats, schablonbeskattning av investmentbolag utgår med 2 procent på innehavet. Typfallen illustrerar olika utfall utan att vara exakta. Exempelvis beror lättnadsbeloppet på hur många anställda som finns i det bolag i vilket privatpersonen investerar (vilket i såddfasen i regel är få), hänsyn har ej tagits till eventuella förmögenhetsskatter, etc.

Avslutande kommentar

En dynamisk industriell utveckling, präglad av kunskapsflöden, nyföretagande och produktinnovationer bidrar till förbättrade förutsättningar vad gäller såväl arbetskraftsefterfrågan som tillväxt. Som diskuterats ovan räcker det inte med kunskap för att skapa tillväxt. Det illustreras väl av Sverige som satsar mer på FoU i förhållande till BNP än något annat land, men

trots detta har släpat efter när det gäller tillväxt. Institutioner som främjar en flexibel arbetsmarknad, internationellt konkurrenskraftiga utbildnings- och forskningsmiljöer, samt väl upparbetade länkar mellan FoU och marknaden är centrala i detta sammanhang. En särskilt viktig roll spelar riskkapitalmarknadernas funktion och struktur. För att få igång en mer dynamisk utveckling i Sverige krävs därför en tyngdpunktsförskjutning mot mer

marknadsrelaterade lösningar, som möjliggör en ökad etablering av venture capital-företag och aktiva företagsänglar. Idag föreligger den paradoxala situationen att personer som tillför ett företag såväl kapital som kompetens beskattas hårdare än en passiv delägare.

För att ytterligare förstärka och fördjupa den svenska venture capital-marknaden bör man överväga att – precis som i flertalet andra europeiska länder – under en övergångsperiod stimulera denna marknad genom att t ex begränsa realisationsvinstbeskattning på aktier i onoterade företag (alternativt möjliggöra uppskjutning), eventuellt kombinerat med ett riskkapitalavdrag enligt engelsk modell.¹⁷ Viktigast är dock att fåmansbolagsreglerna modifieras genom att öka den del som beskattas enligt inkomst av kapital. Detta kan ske antingen genom att ändra omfattningen av lätttnads- och gränsbelopp eller genom att ändra kapitalbasen på vilka dessa belopp beräknas.¹⁸

Utan mångfald och konkurrens på venture capital-marknaden bromsas den dynamik som krävs för att få igång en uthållig tillväxt. En väl fungerande riskkapital-marknad leder till fler ”experiment” och minskar risken för att entreprenörer ska stigmatiseras vid misslyckanden. Avgörande är dock att regelsystemet inte straffar aktiva delägare eller diskriminerar investerare som går in i framtidsbranscher där utfallet av naturliga skäl är osäkert. Eller att statliga insatser tränger ut privata initiativ.

Referenser

- Ahl, H & Falck, M, [1998], *Riskkapitalavdraget och andra incitament för investeringar i onoterade företag*, R 1998:38, NUTEK, Stockholm.
- Bannock Consulting, [1998], ”Innovation Finace in Europe. A Pilot Project in Benchmarking”, stencil, London.
- Bergman, F, [1998], ”Företagsänglar – en himla stor resurs”, stencil, Mitthögskolan.
- Bergman, L, Braunerhjelm, P, Fölster, S, Genberg, H & Jakobsson, U, [1999], *Vägen till välstånd*, SNS Konjunkturrådsrapport 1999, SNS Förlag, Stockholm.
- Braunerhjelm, P & Carlsson, B, [1996], ”Industriell dynamik – en jämförelse av utvecklingen i Nya Zeeland, Ohio och Sverige”, *Ekonomisk Debatt*, 24.
- Braunerhjelm, P & Carlsson, B, [1999], ”Industry Clusters in Ohio and Sweden 1975–1990”, *Small Business Economics*, kommande.
- Braunerhjelm, P & Fors, G, [1998], ”EMU – den nationella industripolitikens återkomst?”, i Bernitz, U, Gustafsson, S & Oxelheim, L (redaktörer), *Europaperspektiv 1998*, Nerenius & Santéus förlag, Stockholm.
- Braunerhjelm, P, Carlsson, B & Johansson, D [1998], ”Industriella kluster, tillväxt och ekonomisk politik”, *Ekonomisk Debatt*, 26.
- Braunerhjelm, P, Carlsson, B, Johansson, D & Karaomerliouglu, D, [1998], ”The New and the Old: The Evolution of Biomedical and Polymer Clusters”, stencil.
- Casey, I, Shaw, K & Prennushi, G, [1995], ”The Effects of Human Resources Management Practices on Productivity”, *NBER WP 5333*, NBER.
- EVCA & KPMG, [1998], *European Venture Capital Association Yearbook 1998*, Zaventum (www.evca.com) and London.
- Gompers, P & Lerner, J, [1998], ”What Drives Venture Capital Fund Raising?”, Paper presented at the Brookings Institute Conference, stencil.
- Isaksson, A, [1998], ”En studie av den svenska venture capitalmarknaden”, stencil, Umeå universitet.
- Kruzich, J & Fähræus, A, [1998], *What Can We Learn From Silicon Valley?*, Industrihuset, Stockholm.
- Landell, E, Hörnlund, A, Österberg, B, Appelberg, G & Wassgren, S, [1998], *Entreprenörsfonder. Riskkapital till växande småföretag*, Industrilitteratur och NUTEK (info 051-1998), Stockholm.

¹⁷ Som visas av Landell m fl [1998], är invest- mentbolagsmodellen inte lämpad för bolag som investerar i onoterade aktier.

¹⁸ T ex genom att utgå från ett normalavkastningskrav på det egna kapitalet. Reglerna om att lönesumman ska minskas med 10 basbelopp bör också tas bort.

pen konkurrens utan genom skicklighet i att manövrera det politiska spelet. Branschens intresse av att bjuda rätt personer på middag kan förväntas öka!

Den enda ursäkten denna undermåliga utredning kan ges är att dess direktiv om möjligt är ännu sämre. Förslaget bör slängas i den politiska papperskorgen. Tillsätt en ny utred-

ning för att allsidigt belysa olika tillvägagångssätt för att fördela sändningstillstånd! Det finns bättre sätt att uppfylla de politiska målen på massmedieområdet, bl a att stödja mångfalden, än det dåliga alternativ utredningen har övervägt.

JAN-ERIC NILSSON