

Nærings- og fiskeridepartementet
Postboks 8090 Dep
0032 Oslo

28. juni 2018

Deres ref: 18/1336-1

Høringsinnspill: Kapital i omstillingens tid

Norsk Venturekapitalforening (NVCA) viser til departementets høringsbrev datert 2. mars 2018 vedrørende NOU 2018: 5 Kapital i omstillingens tid – Næringslivets tilgang til kapital. Vi har følgende hovedsynspunkter:

Skatt

- Skattesystemet bør i større grad brukes til å incentivere og legge til rette for investeringer i tidligfase- og vekstselskaper, og disse selskapenes mulighet til å tiltrekke seg riktig kompetanse og ressurser for å nå sitt potensiale. NVCA støtter Kapitaltilgangsutvalgets (heretter: utvalget) anbefalinger om at ordningen for utsatt beskatning av opsjonsfordeler i arbeidsforhold bør gjøres vesentlig mer attraktiv for å fremme omstilling og vekst i norsk næringsliv.

NVCA deler også utvalgets syn på at formuesskatten bør avvikles, samt utvalgets positive syn på at det er innført skattefradrag for investeringer i oppstartselskaper.

Flere profesjonelle egenkapitalmiljøer

- NVCA deler utvalgets beskrivelse av situasjonen i venturekapitalmarkedet og ønsket om flere profesjonelle egenkapitalmiljøer. NVCA støtter utvalgets forslag om etablering av et statlig finansiert venturekapitalmandat med fond-i-fond-struktur. Et fond-i-fond vil være et viktig virkemiddel for å bygge flere egenkapitalmiljøer som kan investere i og bidra med kompetanse og nettverk i dette segmentet.
- Utvalget tar til orde for en liberalisering av innskuddspensjonsordningene. NVCA er grunnleggende enig med Kapitaltilgangsutvalget i at regelverket for pensjonssparing bør legge til rette for en fornuftig forvaltning av langsiktige sparemidler.

NORSK VENTUREKAPITALFORENING (NVCA)

NVCA er en uavhengig, ideell interesseorganisasjon for de aktive eierfondene og andre aktører tilknyttet private equity-bransjen i Norge. NVCA representerer profesjonelle egenkapitalmiljøer som, med kapital fra institusjonelle, internasjonale, private og statlige investorer, gjennom aktivt og langsiktig eierskap, dekker hele verdikjeden, fra såkorn og venture til buyout (oppkjøpsfond).

INTRODUKSJON: AKTIVE EIERFOND, VIKTIG FOR OMSTILLINGEN AV NORSK ØKONOMI

Aktive eierfond er en viktig bidragsyter til nyskaping og vekst i tidligfaseselskaper og videreutvikling og restrukturering av modne selskaper. Våre analyser viser også at veksten i omsetning akselerer når selskapet får et venturefond eller oppkjøpsfond på eiersiden¹. Selskaper med aktive eierfond som investorer sysselsetter nær 70 000 personer i Norge, med en gjennomsnittlig, årlig sysselsettingsvekst per porteføljeselskap på 6 prosent siden 2001. Den samlede verdiskapingen for de aktive eierfondenes porteføljeselskaper var 37,2 milliarder kroner i 2016, om lag 1,6 prosent av Norges fastlands-BNP². NVCAAs medlemmer spiller en viktig rolle i å bidra til internasjonalisering av norske selskaper med vekstpotensial. Selskaper som Autostore, Fibo og ABAX er eksempler på virksomheter med et norsk utgangspunkt, som gjennom våre medlemmers bidrag av kapital, kompetanse og nettverk har gjort suksess i utlandet.

Våre medlemmer har 23 milliarder kroner tilgjengelig for investeringer i norske virksomheter i løpet av de neste 1-3 årene³. Investorene i fondene er utenlandske pensjonsfond og livselskaper, stiftelser, offentlige og private fond-i-fond-aktører og større, private investeringselskaper. Brorparten av kapitalen ligger hos de store oppkjøpsfondene. I såkorn- og venturesegmentet har det vært mer krevende å hente kapital til nye fond, som speiles både i antallet aktører i segmentet og i investeringsaktiviteten. I 2017 investerte norske og utenlandske aktive eierfond kun 544 millioner kroner i norske ventureselskaper, en nedgang fra 747 millioner kroner i 2016. I såkorn/tidligfase økte investeringene fra 86 millioner kroner i 2016 til 174 millioner kroner i fjor.

For å sikre en jevnere tilgang på kapital og kompetanse, og dermed også en strøm av selskaper som er attraktive for investorer, er det viktig å sikre et velfungerende økosystem for både ideer og kapital i hele verdikjeden. Dette innebærer at vi får tilflyt av både oppstartsselskaper og kompetente investorer. Flere av utvalgets forslag har som mål å bidra til flere profesjonelle eiermiljøer/egenkapitalmiljøer i Norge, som for eksempel venturefond. Dette er en målsetning NVCA støtter.

NVCA har også i en årrekke tatt til orde for tiltak som for eksempel skatteincentiver for investeringer i tidligfase, såkornfond og bedre opsjonsbeskatning. Som utvalget, opplever vi at det de siste årene har skjedd flere endringer på dette området. Endringer drevet av miljøet selv, gjennom for eksempel etablering av akseleratorer, co-working spaces og møteplasser, og av Regjeringen gjennom implementering av ny politikk som svar på behovet for omstilling av norsk næringsliv og behovet for å skape nye arbeidsplasser. Ordningene for opsjonsbeskatning og skattefradrag for investeringer i oppstartsselskaper er eksempler på dette. Dette er konkrete ordninger som gjør det lettere å innhente privat kapital og rekruttere kompetente medarbeidere i en kritisk oppbyggingsfase for selskapene. Ordningene må sees på som en start, ettersom de i sin innretning ikke er offensive, brede eller enkle nok, hverken for investorene eller selskapene, til å ha tilstrekkelig effekt. NVCA tar i dette høringsinnspillet til orde for en styrking av ordningen for opsjonsbeskatning, med konkrete forslag til forbedringer.

¹ *Verdiskapingsanalysen, Menon Economics 2017*

² *Verdiskapingsanalysen, Menon Economics 2017*

³ *Verdiskapingsanalysen, Menon Economics 2017*

EN OPSJONSORDNING FOR VEKST

For å skape morgendagens næringsliv, vekst og arbeidsplasser er tilgang på riktig kompetanse en av de viktigste faktorene. Oppstartsselskaper må ha en reell mulighet til å rekruttere og beholde de beste hodene i konkurranse med etablerte selskaper, som ofte tilbyr høyere lønn, flere ansattegodter og en generelt tryggere arbeidsplass. Konkurransen om talentene er global, og norske vekstselskaper må få mulighet til å stille på like vilkår som sine internasjonale konkurrenter. Ansatte i vekstselskaper tar risiko. Arbeidsplassen er usikker og de godtar jevnt over lavere lønn i en periode for å satse på en idé og et prosjekt de tror på. I motsetning til gründerne eier de ansatte i oppstartsselskaper som regel ikke aksjer.

I rapporten «Endret opsjonsskatt – En skattemodell for nyskaping og vekst», utarbeidet av NVCA, Abelia og FIN, fremmet vi følgende kjerneforslag:

- Innføring av kapitalbeskatning av opsjonsgevinster i kvalifiserende oppstartsselskaper og at skatten først beregnes og betales når de ansatte selger sine aksjer.
- Innføring av Rett Skatt til Rett Tid for alle ikke-børsnoterte foretak der ansatte fortsatt lønnsbeskattes for opsjonsfordel, slik at skatten betales først når aksjene selges og da beregnet ut fra reell gevinst.
- Innføring av verdipapirregel der ansatte som betaler markedspris for opsjoner og tegningsretter kapitalbeskattes på linje med andre investorer.

I Statsbudsjettet for 2018, ble det vedtatt ny ordning for utsatt beskatning av opsjonsfordeler i arbeidsforhold. I ordningen ble beskatningstidspunktet for ansatteopsjoner i oppstartsselskaper endret fra innløsningstidspunktet til realisasjonstidspunktet, tilsvarende vårt forslag om Rett Skatt til Rett Tid. Men den nye ordningen har betydelige begrensninger, både på selskapets levetid (seks år eller yngre), antall ansatte, driftsinntekter og opsjonsfordel.

Regjeringen skal berømmes for å ha tatt tak i reglene for opsjonsskatt, men innretningen og avgrensningene er svært detaljerte og omfattende. Avgrensningene i forslaget gjør dessverre at regelverket blir komplisert, og etter NVCA's mening, for lite ambisiøst. Når grensene settes slik de gjør svarer ikke ordningen på oppgaven.

NVCA støtter derfor utvalgets anbefaling om at ordningen for utsatt beskatning av opsjonsfordeler i arbeidsforhold bør gjøres vesentlig mer attraktiv, og anbefaler at forslaget utvides til å gjelde alle unoterte selskaper (ikke-børsnoterte). Tilsvarende vårt forslag i rapporten «Endret opsjonsskatt – En skattemodell for nyskaping og vekst».

Videre anbefaler vi innføring av en mer ambisiøs ordning for de minste selskapene, der kvalifiserende selskaper, for eksempel med de avgrensninger Regjeringen har lagt til grunn i dagens opsjonsordning, kan gi opsjoner uten at fordelene blir gjenstand for lønnsbeskatning for opsjonsinnehaveren, eller arbeidsgiveravgift for selskapet. Ved senere salg av aksje ervervet gjennom opsjonen beskattes en eventuell gevinst som kapitalinntekt.

Kvalifiserende selskaper bør møte følgende vilkår:

- Totalverdi på opsjoner, eksempelvis slik det er i Sverige: SEK 75 millioner på totalverdi av opsjoner, og SEK 3 millioner for hver enkelt ansatt.
- Antall ansatte i selskapet skal ikke overstige 50.
- Omsetning i selskapet eller balansesum skal ikke overstige NOK 100 millioner.

Ordningens avgrensninger bør ikke gå på selskapets levetid, da selskaper innen sektorer som er viktige for Norge ofte har lang utviklingstid før selskapets tjenester og produkter kan kommersialiseres, som for

eksempel biotech, life science og avansert teknologi. For eksempel er utviklingstiden for legemidler gjennomsnittlig rundt 12 år. Videre vil en begrensning i antall år skape vanskelige avgrensninger mot selskaper som er stiftet tidligere, men har ny virksomhet/drift. Dersom ordningen må ha en avgrensning på tid, er det avgjørende at denne blir lang nok, og minimum 12 år.

FORMUESSKATT OG SKATTEFRADRAK FOR INVESTERINGER I OPPSTARTSELSKAPER

På lik linje med utvalget ser NVCA flere problematiske sider ved formuesskatten fra et kapitaltilgangsperspektiv. Vi deler utvalgets bekymring for effekten av formuesskatten for bedrifter og eiere med svak likviditet. Det er svært uheldig at utviklingen av bedrifter som kan forventes å bli lønnsomme i fremtiden, forhindres av at eiere med svak likviditet må betale formuesskatt. Når gründere må låne penger, eller selge aksjer i eget selskap, for å betale skatt, er vi i en situasjon som definitivt er negativ med tanke på å gjøre det attraktivt å etablere og bygge oppstartsselskaper med internasjonalt vekstpotensial.

Norge er ett av svært få OECD-land som fortsatt har formuesskatt, og NVCA støtter utvalgets primære anbefaling om at formuesskatten avvikles.

Regjeringen innførte 1. juli 2017 en skatteincentivordning for langsiktige investeringer i oppstartsselskaper. Ordningen gjelder selskaper som i gjennomsnitt, over året, har færre enn 25 årsverk og årlige driftsinntekter og/eller balansesum som ikke overstiger 40 millioner kroner. Årlig fradrag i alminnelig inntekt for personlige skattytere er oppad begrenset til 500 000 kroner. NVCA mener det er positivt at Regjeringen innførte ordningen, men mener, på lik linje med utvalget, at den bør videreføres, og på sikt vurderes utvidet.

FLERE PROFESJONELLE EIERMILJØER I NORGE

NVCA deler utvalgets beskrivelse av situasjonen i venturekapitalmarkedet, med mangel på langsiktig egenkapital til lovende selskaper i tidlig fase, og deler utvalgets ønske om flere private eiermiljøer. Vi trenger flere aktive eierfond, spesielt i venture- og vekstsegmentet, som har kapital og kompetanse til å skape norske vekstlokomotiver. For å oppnå dette, er vi avhengig av at det finnes investorer med mandat til å investere i fond i denne aktivaklassen, slik at de gjennom sin investering bidrar til å bygge nye miljøer.

Derfor støtter vi utvalgets forslag om en statlig satsning i denne fasen gjennom allokering til et nytt, statlig finansiert venturekapitalmandat med fond-i-fond-struktur og forslaget om å liberalisere innskuddspensjonsordningene for å legge til rette for økte investeringer i venture- og oppkjøpsfond.

Innretning av statlig kapital i tidligfase (fond-i-fond)

Å få plass de første investorene i fondet er en av de mest utfordrende oppgavene ved etablering av et nytt venturekapitalfond. Dagens såkornordning er preget av uforutsigbarhet knyttet til politiske beslutninger om bevilgninger. For at statlig kapital skal bidra til å bygge såkorn- og venturemiljøer er det avgjørende med forutsigbarhet slik at man har muligheten til å investere når nye aktører kommer til.

NVCA støtter derfor et statlig finansiert venturekapitalmandat med fond-i-fond-struktur, og mener dette vil kunne bidra til etableringen av flere private forvaltningsmiljøer og slik styrke det norske økosystemet i tidlig fase. Vi mener at et fond-i-fond bør settes opp som en evergreen struktur, der avkastning fra fondsinvesteringene, går tilbake til fond-i-fondet for nye investeringer. Videre mener vi fond-i-fondet bør ha et fleksibelt mandat, både når det gjelder venturefasen og tidligere utviklingsfaser, hva gjelder sektor og geografi, og hvor stor andel av et nytt fond-i-fondet kan ha.

Fond-i-fondet bør ikke settes opp på bekostning av Investinors direkteinvesteringer. I 2017 ble det gjort 47 investeringer i norske ventureselskaper, det laveste antallet på 10 år. Å trekke Investinors investeringskapital ut av markedet er uklokt på dette tidspunktet. Et fond-i-fond vil bruke tid på å finne miljøer, som så skal sette pengene i arbeid, så en omallokering av Investinors investeringskapital vil forsinke kapital ut i markedet. Dersom et fond-i-fond mandat for venturekapital skal legges til Investinor er det avgjørende at habilitetsproblematikk avklares, og at rammebetingelsene legges til rette. NVCA vil presisere at seleksjonskompetansen som kreves for å gjøre fondsinvesteringer er annerledes enn det som kreves for å gjøre direkteinvesteringer i selskaper.

Innskuddspensjonsordningene: liberalisering av produktregelverk

Pensjonsinnretningene forvalter betydelige midler på vegne av sine kunder, og rammene for forvaltningen av disse midlene har derfor stor samfunnsøkonomisk betydning. Det er en velkjent utfordring at aksjeandelen i forvaltningen av privat ytelsesbasert pensjon, herunder fripoliser, er uforholdsmessig lav satt i sammenheng med langsiktigheten som ligger i disse forpliktelsene⁴. Begrensningene som ligger i forvaltningen av privat tjenstepensjon med investeringsvalg er en mindre belyst problemstilling, og NVCA er positive til at utvalget har fanget opp denne utfordringen. Norske innskuddspensjonsordninger er jevnt over i liten grad eksponert/plassert i unoterte aktivaklasser, det være seg eiendom eller unoterte aksjer⁵. Midlene som ligger i innskuddspensjonsordningene er per i dag relativt små sammenlignet med de ytelsesbaserte ordningene. Størrelsesforholdet vil imidlertid endre seg over tid da veksten først og fremst vil være i innskuddspensjonsordningene. Det blir derfor enda viktigere i tiden fremover at regelverket for innskuddspensjon er optimalt utformet mht. å legge til rette for god avkastning på midlene samt å bidra til god kapitaltilgang i norsk næringsliv.

NVCA er grunnleggende enig med Kapitaltilgangsutvalget i at regelverket for pensjonssparing bør legge til rette for en fornuftig forvaltning av langsiktige sparemidler. Utvalget peker på at dagens produktregelverk fører til at en betydelig del av pensjonskapitalen plasseres kortsiktig og likvid. Vi støtter utvalgets konklusjon om at innskuddspensjonsordninger bør liberaliseres ved å lempe på reglene knyttet til forvaltning av pensjonskapital⁶, for på den måten å legge til rette for plassering av pensjonskapital i egenkapitalmarkedene.

Høyere avkastning til norske pensjonssparere – likviditetspremie og investeringer i aktive eierfond

Investorer vil i ulik grad ha behov for å nærmest umiddelbart kunne likvidere sine posisjoner, for eksempel for å møte en betalingsforpliktelse. Likviditetspremie er meravkastningen ved en posisjon som en følge av at posisjonen i liten grad lar seg likvidere på kort sikt eller at en slik likvidering medfører en risiko for at prisen blir lavere enn markedsverdi. Likviditetspremier kan for investorer med et langt investeringsperspektiv således sees på som en premie for å bære en risiko som ikke gjelder dem. Når langsiktig sparing møter langsiktig investering er det i finansmarkedene en meravkastning knyttet til at man avstår fra å raskt kunne likvidere sin posisjon. Tålmodige investorer som ikke trenger midlene før langt frem i tid, slik som pensjonssparere, kan altså oppnå en merkavkastning kun i egenskap av å ha en lang investeringshorisont.

⁴ Se for eksempel Menon-publikasjon nr. 2 /2016 for en samfunnsøkonomisk analyse av rentegaranti for privat ytelsesbasert pensjon. <https://www.menon.no/wp-content/uploads/2016-2-Analyse-av-Basel-I-gulvet-for-banker-og-%C3%A5rlig-rentegaranti-for-ytelsesbasert-pensjon.pdf>

⁵ NOU 2018:5, side 38

⁶ NOU 2018:5, kap. 4.2.5, s. 62

Selv om det er stor enighet om at det finnes en likviditetspremie, er det er usikkerhet om størrelsen på likviditetspremien. Likviditetspremien kan ikke observeres direkte og vil dessuten variere i størrelse avhengig av graden av illikviditet. Likviditetspremier kan imidlertid estimeres. Studier indikerer at likviditetspremien er av betydelig størrelse. En mye sitert studie av Pastor og Stambaugh (2003) finner at forskjeller i likviditet blant noterte aksjer tilsvarer hele 7,5 prosentpoeng høyere årlig forventet avkastning på de minste likvide aksjer sammenlignet med de fleste likvide aksjene. En rekke andre studier finner også likviditetspremier, selv om de varierer i størrelse. Acharya og Pedersen (2004) finner også en likviditetspremie, selv om den er estimerte å være betydelig mindre. Basert på en studie av noterte aksjer i amerikanske markeder finner de at mindre likvide aksjer gir en meravkastning på om lag 1,1 prosent sammenlignet med aksjer med høy likviditet. En mye sitert referanse i Norge er Dahl og Boye (1997) som anbefaler å anvende en likviditetspremie på mellom fire og seks prosent-poeng for unoterte, og særlig mindre, selskaper utover risikopremien som anvendes ved verdivurderingen av aksjer i større børsnoterte selskaper.

Basert på en nyere analyse finner Franzoni mfl. (2012) resultater som tyder på at likviditetspremien for aktive eierfond er på hele 3 prosentpoeng. Aktive eierfond investerer utelukkende i unoterte selskap. Investeringshorisont er typisk 3-10 år, samtidig finnes det annenhåndsmarkeder for å omsette fondsandeler. Det finnes også eksempler på aktive eierfond som er børsnotert. Den største likviditetsrisikoen er derfor i de underliggende porteføljeselskapene. Den norske stat, representert ved Nærings- og fiskeridepartementet, er eksempelvis investert i aktive eierfond gjennom investeringsfondet Argentum. Et av institusjonens mål er å fremme kapitaltilgangen for norske unoterte bedrifter. Argentums årsrapport for 2016, og viser at selskapets avkastning har vært svært god siden etablering i 2001 med en årlig avkastning på 14 prosent. Videre fremkommer det at den årlige gjennomsnitt-avkastning for aktive eierfond i Europa til sammenligning har vært på 8,3 prosent. Det er sannsynlig at en del av denne høye avkastningen kan tilskrives likviditetspremier.

Vanlige husholdninger har i begrenset grad mulighet til å investere i aktive eierfond. Normalt kreves det store minimumskommiteringer for å få en eierandel i fondet, investeringene i denne aktivaklassen er derfor forbeholdt profesjonelle investorer med større midler. Pensjonsinnretninger er en profesjonell investorgruppe som på global basis en av de største investorgruppene i aktive eierfond. Blant de aktive eierfondene som har blitt etablert i Europa de siste 10 årene har pensjonsinnretninger stått for 23 prosent av all kapitalen som har blitt hentet inn. Pensjonssparingen er derfor en av få muligheter en vanlig forbruker har for å få tilgang til investeringer i denne aktivaklassen, og den forventede meravkastningen det gir.

Bedre kapitaltilgang for unoterte foretak

Basert på analyser gjennomført av Menon Economics påpeker Kapitaltilgangsutvalget at det ikke finnes noen åpenbare «hull» i det norske emisjonsmarkedet. Utvalget konkluderer imidlertid med at egenkapitaltilgangen for bedrifter med et kapitalbehov opptil 20 mill. kroner er utfordrende.

Egenkapitalrapporten utarbeidet av Menon for Kapitaltilgangsutvalget viser at investeringsfond utgjør en relativt liten andel i emisjoner blant unoterte norske bedrifter. Utvalget trekker frem at utviklingen i reguleringene av forsikrings-, pensjons- og banknæringen samt Folketrygdfondets mandatavgrensning har ført til at omfanget av norske investorer som har anledning til å investere i unoterte tidligfasebedrifter, enten direkte eller gjennom fond, er mindre enn det ellers ville vært. Det offentlige har allerede flere direkte virkemidler på plass slik som Argentum, Investinor og såkornfondene med lånefinansiering fra Innovasjon Norge. Utvalget er imidlertid klare på at det begrensede omfanget av aktive fond-i-fond-investorer og tidligfase-investeringsmiljøer representerer en begrensende faktor for utviklingen av norsk næringsliv.

Vi støtter utvalget i deres konklusjon om at en lemping av reglene knyttet forvaltning av pensjonskapital generelt, vil bidra til å bedre egenkapitaltilgangen for dette segmentet av norske unoterte tidligfasebedrifter. Åpning for en større grad av eksponering mot aktive eierfond vil kunne bygge opp under dette miljøet i Norge, og på den måten bidra til økt kapitaltilgang i den delen av norsk næringsliv som anses å ha størst

utfordringer med å hente egenkapital i dag. Fra et samfunnsøkonomisk ståsted vil den økte kapitaltilgangen til dette segmentet kunne bidra til økt avkastning på investerte midler, både i form av økt kapitalavkastning på folks pensjonssparing, og flere norske kompetansearbeidsplasser med høy avkastning på arbeidskraften.

Med vennlig hilsen

Norsk Venturekapitalforening (NVCA)

Rikke Eckhoff Høvding
Administrerende direktør