

Kandidatuppsats  
FEK 581  
VT 2004

# Lagstiftningens inverkan på private equity-marknadens storlek

**Handledare:**  
Göran Anderson  
Maria Gårdängen

**Författare:**  
Emil Hedberg  
Edward Malmberg  
Nicklas Uvelöv

# Sammanfattning

Uppsatsens titel:	Lagstiftningens inverkan på Private Equity-marknadens storlek
Seminariedatum:	2004-06-09
Ämne/kurs:	FEK 581 Kandidatseminarium, 10 poäng
Författare:	Emil Hedberg, Edward Malmborg, Nicklas Uvelöv
Handledare:	Göran Andersson, Maria Gårdängen
Nyckelord:	Private equity, Venture capital, Law & Finance, EVCA, SVCA
Syfte:	Syftet med uppsatsen är att se hur den svenska lagstiftningen skulle kunna förändras för att öka investeringarna på PE-marknaden.
Metod:	Vi undersöker om det föreligger en statistisk signifikans genom linjär regression hos ett antal lagregler och går kvalitativt igenom den befintliga svenska lagstiftningen för att finna orsaksvariabler och deras påverkan.
Teoretiska perspektiv:	Vi utgår ifrån LaPorta et.al. Law & Finance-studier samt EVCA:s årliga rapporter gällande den europeiska private equity-marknaden.
Empiri:	Resultaten påvisar att de legala frågorna inverkar på PE-marknadens storlek. En signifikans finns hos de tio variablerna som EVCA tar upp och i dessa utmärker sig bland annat fondstrukturer och företagsbeskattning.
Slutsatser:	PE-marknaden påverkas starkt av såväl den rättsliga miljön som av lagreglerna. Det innebär att det finns starka argument, sett ur ett PE-perspektiv, för att Sverige skall fortsätta att ligga i framkanten inom detta område och samtidigt arbeta för att förbättra vissa av de specifika reglerna, främst fondstruktur och skatterelaterade inlåsnings effekter. Vid sidan av regelförändringar bör även en ökad kunskap hos pensionsbolagen gällande PE eftersträvas.

# Abstract

Title:	Legislative effects on the size of Private Equity market
Seminar Date:	2004-06-09
Course:	Bachelor thesis in Business Administration, 10 Swedish Credits (15 ECTS)
Authors:	Emil Hedberg, Edward Malmborg and Nicklas Uvelöv
Advisor/s:	Göran Andersson, Maria Gårdängen
Key-words:	Private equity, Venture capital, Law & Finance, EVCA, SVCA
Purpose:	The purpose of the thesis is to see how the Swedish legislation could be altered to increase investment in the private equity market.
Methodology:	We explore if there lies a statistic significance through the use of linear regression in a number of law rules and through the use of qualitative method, present Swedish legislation to find causing variables and their effect.
Theoretical perspectives:	We use La Porta's et.al. Law & Finance-studies and EVCA's yearly reports regarding the European Private Equity market.
Empirical foundation:	The results show that legal rules affect the size of private equity market. There is statistical significance in EVCA's ten variables, and among these, fundstructure and company taxation distinguish themselves.
Conclusions:	The investments in private equity market are strongly affected by the legal environment as well as the law rules. This means that there are strong arguments, seen through a PE-perspective, for Sweden to continue being in the forefront in legislation and at the same time work on improving certain specific rules, especially fundstructure and tax-related lock-in effects. Apart from the legal changes, an increase in the pension funds' knowledge regarding private equity is worth striving for.

# Innehåll

<b>SAMMANFATTNING</b> .....	<b>1</b>
<b>FÖRKORTNINGAR</b> .....	<b>1</b>
<b>1 INLEDNING</b> .....	<b>2</b>
1.1 BAKGRUND .....	2
1.1.1 EVCA .....	2
1.1.2 SVCA .....	3
1.2 PROBLEMDISKUSSION .....	3
1.3 SYFTE .....	4
1.4 AVGRÄNSNINGAR .....	4
1.5 DISPOSITION .....	5
<b>2 METOD</b> .....	<b>6</b>
2.1 VAL AV METOD .....	6
2.2 DATAINSAMLING .....	7
2.2.1 Kvantitativ metod .....	7
2.2.1.1 Enkel linjär regression .....	7
2.2.1.2 Efrons ickeparametriska bootstrap .....	8
2.2.2 Kvalitativ metod .....	8
2.3 PRIMÄRDATA OCH SEKUNDÄRDATA .....	9
2.4 KÄLLKRITIK .....	9
2.5 RELIABILITET OCH VALIDITET .....	10
<b>3 TEORI</b> .....	<b>11</b>
3.1 LAW AND FINANCE .....	11
3.1.1 <i>La Porta et al.</i> .....	11
3.1.1.1 Law and Finance .....	11
3.1.1.2 Legal Determinants of External Finance .....	11
3.1.1.3 Corporate Ownership Around the World .....	12
3.1.1.4 Investor Protection and Corporate Valuation .....	12
3.1.2 <i>Legala familjer</i> .....	13
3.1.2.1 Common law .....	13
3.1.2.2 Fransk civil law .....	14
3.1.2.3 Tysk civil law .....	14
3.1.2.4 Skandinavisk civil law .....	15
3.1.3 <i>Rättsäkerhet</i> .....	15
3.2 LAGREGLER AV EVCA .....	16
3.2.1 <i>Fondstrukturer</i> .....	16
3.2.1.1 Fonduppbyggnad .....	16
3.2.1.2 Fast driftsställe .....	17
3.2.1.3 EVCAs rekommendationer .....	17
3.2.2 <i>Fusionsregler</i> .....	18
3.2.2.1 Bakgrund .....	18
3.2.2.2 Fusionsförfarandet .....	18
3.2.2.3 EVCA:s rekommendationer .....	19
3.2.3 <i>Pensionsfonder</i> .....	19
3.2.3.1 Första till Fjärde AP-fonden .....	19
3.2.3.2 Sjätte AP-fonden .....	20
3.2.3.3 Sjunde AP-fonden och Privata fondbolag .....	20
3.2.3.4 EVCAs rekommendationer .....	20
3.2.4 <i>Försäkringsbolag</i> .....	20
3.2.4.1 EVCAs rekommendationer .....	21
3.2.5 <i>Skatteregler</i> .....	21
3.2.5.1 Bolagsskatten .....	21
3.2.5.1.1 EVCAs rekommendationer .....	22

3.2.5.2	Inkomst av kapital för fysiska personer.....	22
3.2.5.2.1	Historik.....	22
3.2.5.2.2	Realisationsprincipen.....	22
3.2.5.2.3	Inlåsningsseffekt.....	22
3.2.5.2.4	Svensk lagstiftning idag.....	23
3.2.5.2.5	EVCAs rekommendationer.....	23
3.2.5.3	Beskattning av optioner.....	23
3.2.5.3.1	Inkomst av tjänst eller kapitalvinst?.....	23
3.2.5.3.2	Beskattningstidpunkt.....	24
3.2.5.3.3	Beskattning vid överlåtande av optioner.....	24
3.2.5.3.4	Beskattning vid inlösen/försäljning.....	25
3.2.5.3.5	Svensk lagstiftning.....	25
3.2.5.3.6	EVCAs rekommendationer.....	25
3.2.5.4	Skatt vid inkomst av tjänst.....	25
3.2.5.4.1	EVCAs rekommendationer.....	26
3.2.5.5	Skatteincitament för investeringar i onoterade bolag.....	26
3.2.5.5.1	EVCAs rekommendationer.....	26
3.2.6	<i>Forskning och utveckling</i> .....	27
3.2.6.1	EVCAs rekommendationer.....	27
3.2.7	<i>Konkurs och insolvens</i> .....	27
3.2.7.1	Företagsrekonstruktion.....	27
3.2.7.2	Konkurs – Tid till avslut.....	28
3.2.7.3	Näringsförbud.....	29
3.2.7.4	EVCAs uppfattning.....	30
3.2.8	<i>Entreprenörsklimat –bolagsbildning</i> .....	30
3.2.8.1	EVCAs rekommendationer.....	30
<b>4</b>	<b>EMPIRI</b> .....	<b>31</b>
4.1	STATISTIK.....	31
4.1.1	<i>Mätvariabler</i> .....	31
4.1.1.1	Oberoende variabler.....	31
4.1.1.2	EVCA.....	31
4.1.1.2.1	Fondstrukturer.....	31
4.1.1.2.2	Fusionsregler.....	32
4.1.1.2.3	Pensionsfonder.....	32
4.1.1.2.4	Företagsbeskattning.....	32
4.1.1.2.5	Företagsbeskattning för små och medelstora företag.....	32
4.1.1.2.6	Beskattning av inkomst från kapital.....	32
4.1.1.2.7	Skatteincitament för privatpersoner att investera i riskkapital.....	33
4.1.1.2.8	Beskattning av aktieoptioner.....	33
4.1.1.2.9	Redovisningsmässiga FoU-incitament.....	33
4.1.1.3	Legal familj.....	33
4.1.1.4	Effektiviteten i det juridiska systemet.....	33
4.1.1.5	Korruption.....	34
4.1.2	<i>Beroende variabel</i> .....	34
4.1.3	<i>Regressioner och bootstrapping</i> .....	34
4.1.3.1	EVCA.....	35
4.1.3.2	Effektiviteten i det juridiska systemet och korruptionens påverkan.....	37
4.1.3.3	Legal familj.....	38
4.2	INTERVJU TOM BERGGREN, VD SVCA.....	39
<b>5</b>	<b>ANALYS &amp; SLUTSATS</b> .....	<b>40</b>
5.1	LAW AND FINANCE.....	40
5.2	LAGREGLER EVCA.....	40
5.2.1	<i>Fondstrukturer</i> .....	40
5.2.1.1	Fonduppbyggnad.....	40
5.2.1.2	Fast driftsställe.....	41
5.2.2	<i>Fusion</i> .....	41
5.2.3	<i>Pensionsfonder och försäkringsbolag</i> .....	42
5.2.4	<i>Skatteregler</i> .....	42
5.2.4.1	Inlåsnings effekter.....	42
5.2.4.2	Optioner.....	43
5.2.4.3	Beskattning av tjänst.....	43
5.2.4.4	Beskattning av kapital.....	43

5.2.5	<i>Forskning och utveckling</i> .....	43
5.2.6	<i>Konkurs och insolvens</i> .....	44
5.2.7	<i>Entreprenörsklimat - Bolagsbildning</i> .....	44
5.3	AVSLUTANDE KOMMENTARER .....	45
<b>KÄLLFÖRTECKNING</b> .....		<b>46</b>
<b>BILAGA 1</b> .....		<b>50</b>

# Förkortningar

AB	Aktiebolag
ABL	Aktiebolagslagen (1975:1385)
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
EVCA	European Venture Capital Association
FR	Företagarnas riksorganisation
FrekL	Företagsrekonstruktionslagen (1996:764)
FRL	Försäkringsrörelselag (1982:713)
FoU	Forskning och utveckling
IL	Inkomstskattelagen (1999:1229)
KL	Konkurslagen (1987:672)
NL	Näringsförbudslagen (1986:436)
PE	Private Equity
Prop.	Proposition
RF	Regeringsformen (1974:152)
SAF	Svenska arbetsgivareföreningen
SVCA	Swedish Venture Capital Association
VC	Venture Capital

# 1 Inledning

*Inledningen innefattar en kort bakgrund gällande private equity och venture capital-marknaderna (vilka hädanefter kommer refereras till enbart som PE-marknaderna) samt en överblick över SVCA och EVCA, två intresseorganisationer för branschen. Inledningen avslutas med en problemdiskussion och en beskrivning av uppsatsens syfte.*

## 1.1 Bakgrund<sup>1</sup>

Traditionellt brukar den moderna PE-marknaden dateras till strax efter andra världskriget. Framväxten skedde främst i USA och till de ofta citerade första stegen brukar ARD, American Research & Development Corporation, höra. Deras bästa investering, och en av de tidigaste, gjordes i Digital Equipment Corporation vilket genererade 5800 gånger pengarna efter 15 år av tålmodigt väntande.

Även om alla investeringar som företag i branschen gjort sedan dess inte varit lika välapplicerade har en stor marknad vuxit fram, en marknad som idag, så som tidigare, domineras av USA. Europa är dock i full takt med att utveckla sina egna marknader och sedan vad som brukar nämnas som den första PE-affären i Storbritannien 1962 har landet seglat upp som en klar toppkandidat i Europa. Tillsammans med Storbritannien ligger Sverige i den absoluta framkanten, när det gäller storleken på marknaden sett till BNP.<sup>2</sup>

Utvecklingen i Sverige startade under 1970-talet och fick sitt första riktiga genomslag på 1980-talet då en våg av investeringar svepte över landet. Branschen stod på sin storleksmässiga höjdpunkt under de sista åren av 1990-talet för att sedan falla tillbaka något i efterdyningarna av IT-boomen.<sup>3</sup>

### 1.1.1 EVCA

EVCA, European Private Equity and Venture Capital Association, grundades 1983 och är en organisation för företag som på ett aktivt sätt investerar i private equity.<sup>4</sup> Både europeiska och icke-europeiska företag och organisationer är medlemmar, enda kravet är att investeringar görs inom Europa. Undantag görs dock för organisationer som inte aktivt investerar men som bedöms kunna påverka marknadsklimatet inom regionen.

Organisationen beskriver sin roll som att ”representera sina medlemmars intressen inför reglerande organ, bedriva forskning och sätta standarder” och

---

<sup>1</sup> <http://www.europeanvc.com/history.htm>, 2004-05-20

<sup>2</sup> [http://www.vencap.se/article\\_view.asp?ArticleID=29](http://www.vencap.se/article_view.asp?ArticleID=29), 2004-05-20

<sup>3</sup> Ibid

<sup>4</sup> [http://www.evca.com/html/about\\_what.asp](http://www.evca.com/html/about_what.asp), 2004-05-20



sin målsättning som att ”skapa en fördelaktigare miljö för investeringar och entreprenörskap”.<sup>5</sup>

Medlemskapet har vuxit stadigt sedan starten, med undantag för 2003, och man har nu 925 medlemmar. Av dessa är 573 stycken aktiva investerare från 50 olika länder.

### 1.1.2 SVCA

Organisationen SVCA, Swedish Venture Capital Association, grundades 1994 och har som uppdrag att ”i olika sammanhang verka för en väl fungerande PE- och VC-marknad i Sverige samt bland allmänheten sprida kunskap och utbildning samt främja entreprenörskap”.<sup>6</sup> SVCA är helt fristående från den större organisationen EVCA men har ett medlemskap däri och påverkar genom detta även den större europeiska marknaden.

2004 hade föreningen ett medlemsantal på 350 varav de drygt 140 aktiva medlemmarna förvaltar ett totalt kapital på 190 miljarder kronor.<sup>7</sup> Medlemmarna inkluderar även, förutom företag som är aktiva i branschen, pensionsfonder, privata investerare och rådgivare.

## 1.2 Problemdiskussion

Vilken nytta gör en god tillgång på riskkapital för samhället i stort? Är det ett relevant mål att ha en så stor PE-marknad som möjligt? Svaret på dessa frågor är givetvis inte helt självklara och enkla att besvara. Dock kan man konstatera att en god tillgång på riskvilligt kapital rimligtvis ökar möjligheten för entreprenörer att kunna genomföra sina idéer. Detta bör i sin tur öka möjligheten för att bärkraftiga affärsidéer utvecklas till för samhället inkomstbringande företag.

I mitten av 1990-talet publicerade ett amerikanskt forskningsteam en studie som visade på den legala miljöns inverkan på kapitalmarknaden. Undersökningen blev startskottet för den så kallade Law & Finance-debatten. Forskningsresultaten var intressanta då de pekade på att den så kallade legala familjen var en faktor som syntes påverka den finansiella marknadens utformning. Undersökningen baserade sig på ägarstrukturen inom större noterade bolag och berörde inte förhållandet för mindre onoterade bolag. Är det rimligt att samma förhållande gäller även för dessa bolag?

---

<sup>5</sup> EVCA 2003 Annual Report, s. 2

<sup>6</sup> [www.vencap.se](http://www.vencap.se), 2004-05-28

<sup>7</sup> [www.vencap.se/omsvca.asp](http://www.vencap.se/omsvca.asp), 2004-05-28

I en studie från EVCA som kom ut 2003 presenterades en jämförelse mellan lagstiftning som påverkar PE-marknaden.<sup>8</sup> Studien omfattade 15 europeiska länder och ger även ett betyg på det legala klimatet i de olika länderna. Sverige placerade sig strax under genomsnittet. Mot bakgrund av Sveriges framträdande position som ett land med stort investerat kapital i branschen förefaller EVCAs undersökning intressant. Hur viktig är egentligen lagstiftningen för PE-marknaden?

Det finns alltså indikationer på att såväl den legala miljön som enskilda lagregler påverkar PE-marknaden. I uppsatsen undersöks om ett samband föreligger och vilka legala åtgärder som kan vidtas i syfte att påverka det totala investerade kapitalet på PE-marknaden.

### **1.3 Syfte**

Syftet med uppsatsen är se om den svenska lagstiftningen skulle kunna förändras i syfte att öka investeringarna på PE-marknaden.

### **1.4 Avgränsningar**

Uppsatsen fokuserar enbart på 14 länder inom den europeiska unionen. De har som medlemmar i EU en gemensam kapitalmarknad och ligger geografiskt nära varandra. Variabler som inte tillhör lagstiftning berörs inte i uppsatsen då detta skulle göra arbetet alltför omfattande. De lagstiftningsvariabler som analyseras kommer från en undersökning gjord av EVCA.<sup>9</sup> Orsaken till att just dessa lagområden analyseras är att de bedöms som essentiella av dem som verkar på marknaden.

---

<sup>8</sup> EVCA, *Benchmarking European Tax and Legal Environments* (2003)

<sup>9</sup> Ibid

## 1.5 Disposition

### 1. Inledning

*Inledningen omfattar en kort bakgrund gällande private equity och venture capital-marknaderna samt en överblick över SVCA och EVCA, två intresseorganisationer för branschen. Slutligen görs en problemdiskussion och syftet för uppsatsen beskrivs.*

### 2. Metod

*I det här kapitlet redovisas de metoder och tankar som har uppkommit vid insamlingen av data för uppsatsen. Först presenteras de metodologiska utgångspunkter som arbetats efter och varför dessa valts. Därefter följer en beskrivning av hur datainsamlingen har gått tillväga. Avslutningsvis förs en diskussion kring kvalitetsaspekter.*

### 3. Teori

*Teoriavsnittet redogör för två huvudområden. Den första delen beskriver ett antal artiklar som skrivits i ämnet Law & Finance samt olika former av rättsliga miljöer. Den andra delen bygger på två rapporter utgivna av EVCA som beskriver ett antal rättsområden som de anser är av betydelse för PE- och VC-marknaden. En beskrivning av hur den svenska lagstiftningen ser ut i förhållande till de av EVCA identifierade rättsområdena görs även.*

### 4. Empiri

*Denna studie omfattar en rad enkla linjära regressioner med uppgiften att utröna vilka av de valda variablerna som signifikant påverkar PE-marknadens storlek. Variabler som inte nått en statistiskt säkerställd nivå kommer presenteras på ett sammanfattande plan medan de områden som bedöms som viktiga kommer att beskrivas mer i detalj.*

### 5. Analys och slutsatser

*Teorin jämförs med undersökningarnas utfall och slutsatserna som dragits presenteras.*

## 2 Metod

*I det här kapitlet redovisas de metoder och tankar som har uppkommit vid insamlingen av data för uppsatsen. Först presenteras de metodologiska utgångspunkter som arbetats efter och varför dessa valts. Därefter följer en beskrivning av hur datainsamlingen har gått tillväga. Avslutningsvis förs en diskussion kring kvalitetsaspekter.*

### 2.1 Val av metod

Syftet med uppsatsen är att se vad i lagstiftningen som kan inverka på storleken inom PE-marknaden och hur den svenska lagstiftningen ser ut på området. För att på bästa sätt uppnå detta syfte valdes en kombination av kvantitativ och kvalitativ metod.

För att undersöka om det finns ett samband mellan lagstiftningens utformning och hur mycket kapital som är investerat i PE inleddes studien med en statistisk undersökning för att finna en eventuell korrelation mellan de två variablerna. Detta kan ses som ett exempel på en kvantitativ datainsamlingsmetod. En metod som bland annat används när forskaren vill se hur frekvensen är i ett fenomen.<sup>10</sup> Med hjälp av den kvantitativa metoden är det dock svårt att få en djupare förståelse av det fenomen som önskar studeras.<sup>11</sup> Den kvantitativa metoden ger svar på om lagstiftningen påverkar men ingen djupare förståelse om hur och varför.

För att uppnå detta kompletteras undersökningen med en kvalitativ studie av den svenska lagstiftningen, genom en teoretisk litteraturstudie samt en informantintervju. Metoden är till för att få större kunskap om oklarheter i ämnet som studeras.<sup>12</sup> Som undersökare försöker man att komma in på objektet så förståelse om ämnet skapas utifrån deras synsätt.<sup>13</sup> Detta gjordes genom att studera lagar som var adekvata för besvarandet av syftet. En kompletterande informantintervju genomfördes även så att information och åsikter om hur den svenska riskkapitalföreningen ställde sig inom området kunde inhämtas.

En indelning mellan kvantitativ och kvalitativ forskning görs ofta och olika datainsamlingsmetoder klassas som tillhörande den ena eller andra inriktningen.<sup>14</sup> Vissa forskare menar dock att det inte finns någon mening i att favorisera den ena eller andra metoden utan anser istället att en

---

<sup>10</sup> Jacobsen, Dag Ingvar, *Vad, hur och varför? Om metodval i företagsekonomi och andra samhällsvetenskapliga ämnen* (2002), s. 149

<sup>11</sup> Ibid s. 146 ff

<sup>12</sup> Holme, Idar Magne & Solvang, Bernt Krohn, *Forskningsmetodik - Om kvalitativa och kvantitativa metoder* (1997), s. 14

<sup>13</sup> Ibid s. 92

<sup>14</sup> Bryman, Alan, *Samhällsvetenskapliga metoder* (2002), s. 408

kombination kan ge många fördelar.<sup>15</sup> Detta resonemang appliceras med lätthet på denna uppsats då syftet kräver dels att det studeras om ett samband föreligger men också att detta samband förklaras.

Olika forskare ser olika på relationen mellan teori och forskningspraxis och detta avspeglas i valet av forskningsansats. Arbetar forskaren med utgångspunkt i en deduktiv ansats arbetar hon utifrån hypoteser och idéer som härleds från teorier.<sup>16</sup> Den induktiva ansatsen däremot utgår från att teorin genereras från praktiken.<sup>17</sup> Denna uppsats utgår från ett antal tidigare gjorda avhandlingar och med dessa som grund skapades ett antagande som sedan studerades med hjälp av statistiska analyser. Genom det förfarandet kan det anses som att ingången i arbetet var av deduktiv art. Dessa statistiska resultat låg sedan till grund för teorisökningen. Detta skulle kunna ses som en strimma av induktivt arbetssätt då det utifrån den praktiska datainsamlingen letades lämplig litteratur. Det bör poängteras att det är svårt att vara renodlad i sitt sätt att arbeta. Detta var heller inte målet utan som nämnts ovan finns det drag av både deduktiv och induktiv ansats i denna uppsats. Stöd för resonemanget finns hos Bryman som menar att induktion nästan alltid uppvisar drag av deduktion och vice versa.<sup>18</sup>

## 2.2 Datainsamling

### 2.2.1 Kvantitativ metod

EVCA har tagit fram tio rättsliga områden som de menar är viktiga för den europeiska PE-marknadens aktörer. Bland de tio kriterierna finns förgreningar som enligt EVCA är tillräckligt väsentliga för att finnas med som enskilda värden.<sup>19</sup> Betygsättningen i studien är kategoriserande, eftersom lagarna och skatterna endast kan placeras i tre olika kategorier.<sup>20</sup> Varje land får ett betyg från ett till tre inom varje enskilt rättsområde. Betyget *ett* innebär att inga förändringsåtgärder behöver vidtas, betyg *två* att vissa åtgärder behöver vidtas och betyg *tre* anger ett stort behov av förändringsåtgärder.

#### 2.2.1.1 Enkel linjär regression

En enkel linjär regression undersöker sambandet mellan två variabler, i detta fall PE-marknadens storlek som beroende variabel och olika lagrelaterade variabler som oberoende. Orsakssambandet antas alltså vara ensidigt, vilket

---

<sup>15</sup> Holme, Idar Magne & Solvang, Bernt Krohn, *Forskningsmetodik - Om kvalitativa och kvantitativa metoder* (1997) s.85-87

<sup>16</sup> Bryman, Alan, *Samhällsvetenskapliga metoder* (2002), s.20 f

<sup>17</sup> Ibid s.20 ff

<sup>18</sup> Ibid s.20 ff

<sup>19</sup> Benchmarking European Tax & Legal Environments (2003), EVCA

<sup>20</sup> Jacobsen, Dag Ingvar, *Vad, hur och varför? Om metodval i företagsekonomi och andra samhällsvetenskapliga ämnen* (2002) s.287

betecknas som  $x \rightarrow y$ . Den räta linjen som söks för att beskriva sambandet betecknas.<sup>21</sup>

$$y = \alpha + \beta x + \varepsilon$$

$y$  = den beroende variabeln.

$\alpha$  = intercept, anger var linjen skär y-axeln ( $x = 0$  ger  $y = a$ ).

$\beta$  = anger hur många enheter  $y$  ändras när  $x$  förändras med en enhet.

$x$  = den oberoende variabeln.

$\varepsilon$  = residual, variationen i  $y$  som inte förklaras av regressionen.

### 2.2.1.2 Efrons ickeparametriska bootstrap

Bootstrapping finns i en del olika varianter, vilka i regel används för olika typer av material. Passande för undersökningar som har oberoende, likafördelade observationspar, dvs

$(x_i, y_i)$ ,  $i = 1..n$  från en tvådimensionell fördelning,

är exempelvis Efrons ickeparametriska bootstrap, vilken har som enda krav just detta.<sup>22</sup> Det gör även att man undviker krav så som normalfördelade residualer eller andra vanligt förekommande postulat inom regressionsanalyser.

Tillvägagångssättet för tekniken innebär att man, med återläggning, skapar en ny variabelmatris. Längden på den skapade matrisen skall vara den samma som den ursprungliga och variablerna väljs stokastiskt. Detta förfarande upprepas sedan ett stort antal gånger, därav de facto krav på tillgång till datorutrustning. Rekommendationer varierar från 500 till 3000 gånger och beror bland annat på det statistiska materialets utformning.<sup>23</sup> Vidare görs en enkel linjär regression på samtliga av de skapade vektorerna så att p-värdet från dessa kan analyseras.

Efter detta följer en analys av tidigare nämnda p-värden, vilken i korthet går ut på att man tittar om de stokastiska matriserna får ett högre eller lägre p-värde än originalmatrisen. Är värdena högre indikerar detta att ett samband finns i den ursprungliga informationen eftersom den stokastiska informationen visar på ett lägre samband.

## 2.2.2 Kvalitativ metod

För den svenska marknaden görs en djupare genomgång av den befintliga lagstiftningen. Detta i syfte att fördjupa förståelsen för hur de olika lagstiftningsparametrarna påverkar den svenska marknaden. Detta

---

<sup>21</sup> Körner, Svante & Wahlgren, Lars, *Praktisk statistik* (2002), s. 153

<sup>22</sup> Davison, A. & Hinkley, D., *Bootstrap Methods and Their Applications* (1997), kap. 4

<sup>23</sup> Ibid, kap. 4

kompletteras genom en informantintervju med Tom Berggren, verkställande direktör för Svenska Riskkapitalföreningen angående hans syn på PE-marknaden i Sverige.<sup>24</sup> Denna senare del i uppsatsen har en kvalitativ prägel. Användandet av en semistrukturerad intervju gjordes då detta ter sig lämplig för att få fram den information som behövdes. Intervjun spelades in med bandspelare för att undvika misstag i tolkning som lättare uppstår vid användande av anteckningar. Minimerad påverkan av intervjupersonen har eftersträvat så att Berggren skulle få en möjlighet att själv kunna påverka samtalets utveckling.<sup>25</sup>

## 2.3 Primärdata och Sekundärdata

Information som införskaffats direkt från personer var intervju med Tom Berggren. Sekundärdata består av litteratur, hemsidor, universitetets elektroniska databaser och lagtexter.

## 2.4 Källkritik

Den statistiska bearbetning som genomförs baseras på EVCA:s studie. EVCA är liksom den svenska riskkapitalföreningen en intresseorganisation, i det här fallet inriktad på att förbättra den europeiska PE-marknaden. Det kan ge en negativ inverkan på undersökningen genom att deras studie kan vara formad efter deras egen agenda. En av EVCA:s roller är dock att belysa vad som kan göras bättre för PE-marknaden.<sup>26</sup> Därför kan EVCA ses som en god källa för information och det krävs därför inte att fler organisationer ger sin syn på marknaden.

Siffrorna på investerat kapital som användes vid beräkning är gjorda av Pricewaterhousecooper i samarbete med EVCA. EVCA:s delaktighet i insamlingen kan ses som att de har en inverkan på resultatet men Pricewaterhousecooper har som extern part ett varumärke att upprätthålla och kan därför inte vinkla siffrorna endast för att blidka EVCA.

Gällande intervjuens utformning hade det varit bättre med en ansikte-mot-ansikte intervju. Tillförlitligheten kan eventuellt påverkas till det bättre genom att man får möjlighet att observera uppgiftslämnarens uppträdande under intervjun men i och med att arbetet saknade tids- och pengaresurser ansågs telefonintervjun rättfärdigad.<sup>27</sup>

---

<sup>24</sup> Bilaga 1, frågeformulär

<sup>25</sup> Holme, Idar Magne & Solvang, Bernt Krohn, *Forskningsmetodik - Om kvalitativa och kvantitativa metoder* (1997), s.99

<sup>26</sup> [http://www.evca.com/html/public\\_affairs/introd.asp](http://www.evca.com/html/public_affairs/introd.asp), 2004-05-31

<sup>27</sup> Jacobsen, Dag Ingvar, *Vad, hur och varför? Om metodval i företagsekonomi och andra samhällsvetenskapliga ämnen* (2002) s.161 f

## 2.5 Reliabilitet och Validitet

För att en undersöknings resultat skall vara trovärdigt bör man se till dess reliabilitet och validitet. Reliabilitet rör frågan huruvida resultatet från en undersökning blir detsamma om undersökningen genomförs på nytt eller om de påverkas av slumpmässiga eller tillfälliga betingelser. Reliabilitet blir aktuellt då man gör en kvantitativ undersökning<sup>28</sup>. Det andra forskningskriteriet inom kvantitativa undersökningar är validitet. Validitet går ut på en bedömning av om de slutsatser som genererats från undersökningen giltiga eller inte.

Då tidigare studier på större företag visar på ett samband är det rimligt att anta att lagstiftningen även påverkar kapitaltillgången hos mindre bolagen.<sup>29</sup> Det är givetvis möjligt att det även finns andra faktorer som påverkar investeringsviljan men mot bakgrund av resultatet i de ovan nämnda undersökningarna är det sannolikt att lagstiftningens utformning är en mycket väsentlig faktor. Eftersom både den kvantitativa och kvalitativa delen utgår från EVCA:s studier beror arbetets reliabilitet i stor del även på dessa. EVCA har till sin hjälp tagit ländernas PE-organisationer, OECD, EU med flera för att kunna få fram de viktigaste lagstiftningsområdena som kan inverka på PE-marknaden.

Vid beräkningarna betygsätts länderna med hjälp av EVCA, detta betyg jämförs sedan med storleken på PE-marknaden i respektive land. Den statistiska metod som använts för att bearbeta materialet är etablerad och ger ett tillförlitligt resultat. Ett sätt att ytterligare öka validiteten i undersökningen hade varit att mäta hur lagstiftningen och PE-marknadens storlek ändras över en längre tidsperiod. Någon sådan mätning var dock inte möjlig att genomföra då detta material inte finns att tillgå.

När det gäller kvalitativa studier kan man inte använda sig av begreppen reliabilitet och validitets. Istället kan termer som tillförlitlighet, överförbarhet, pålitlighet och konfirmering användas.<sup>30</sup> Den kvalitativa undersökningen tar utgångspunkt från de lagar som EVCA tar upp i sin undersökning.<sup>31</sup> Dessa har som ovan nämnts tagits fram i samverkan med andra organisationer vilket bör betyda att dessa är relevanta och intressanta att studera. När det gäller den genomförda informantintervjun kan Tom Berggren, pga. sin position, ha en vinklad syn på EVCA:s arbete. Han har dock som VD för en fristående organisation ingen skyldighet att acceptera EVCA:s arbete.

---

<sup>28</sup> Bryman, Alan, *Samhällsvetenskapliga metoder* (2002), s.43 f

<sup>29</sup> La Porta et al, *Law and Finance* (1996)

<sup>30</sup> Bryman, Alan, *Samhällsvetenskapliga metoder* (2002), s.45 f

<sup>31</sup> EVCA, *Benchmarking European Tax and Legal Environments* (2003)



# 3 Teori

*Teoriavsnittet redogör för två huvudområden. Den första delen beskriver ett antal artiklar som skrivits i ämnet Law & Finance samt olika former av rättsliga miljöer. Den andra delen bygger på två rapporter utgivna av EVCA som beskriver ett antal rättsområden som de anser är av betydelse för PE-marknaden. En beskrivning av hur den svenska lagstiftningen ser ut i förhållande till de av EVCA identifierade rättsområdena görs i denna andra del.*

## 3.1 Law and Finance

### 3.1.1 La Porta et al.

Sedan mitten av 1990-talet har en debatt om lagstiftningens inverkan på finansmarknaden pågått. Denna debatt har sitt ursprung i ett antal artiklar publicerade av fyra amerikanska forskare, Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes och Andrei Shleifer från Harvard University samt Robert W. Vishny från University of Chicago.

#### 3.1.1.1 Law and Finance

Den första artikeln i serien, "Law & Finance", som publicerades 1996 undersökte lagregler om investerarskydd, dessa reglers legala hemvist och kvalitén på dessas utövande i 49 stycken länder.<sup>32</sup> Undersökningen visade att common law-länder hade det bästa skyddet, franska civil law-länder det sämsta och att tysk och skandinavisk civil law där emellan. De fann vidare ett samband mellan ägarkoncentrationen i de stora börsbolagen och investerarskyddets kvalité -svagare ägarskydd gav en högre ägarkoncentration.<sup>33</sup> Detta ses som stöd för deras hypotes att "små, diversifierade aktieägare sannolikt inte ses som viktiga i länder som inte lyckas/vill skydda deras rättigheter".<sup>34</sup>

#### 3.1.1.2 Legal Determinants of External Finance

Denna undersökning följdes senare upp av bland annat "Legal Determinants of External Finance" från 1997 där samma 49 länder ingick. Här kom man fram till att länder som har sämre investerarskydd, både mätt som karaktären på de legala reglerna och som kvalitén på implementeringen av dessa, i regel har mindre och smalare kapitalmarknader.<sup>35</sup> Mer specifikt ser man åter

---

<sup>32</sup> La Porta et al, Law and Finance (1996)

<sup>33</sup> Ibid s.1

<sup>34</sup> Ibid s.1

<sup>35</sup> La Porta et al, Legal Determinants of External Finance (1997)

igen en kraftig skillnad mellan de franska civil law-länderna och de som har sina rötter i common law. Studien ger analogt resultat med den tidigare, dvs. att common law-länder har större marknader än franska civil law-länder och konkluderar därmed att implementeringen och exekveringen av lagar spelar en markant roll för storleken på marknaden.

### 3.1.1.3 Corporate Ownership Around the World

1998 genomför samma grupp ytterligare en studie som då täcker in 27 rika länder för att vidare analysera hur ägarstrukturen ser ut.<sup>36</sup> Slutsatserna i denna undersökning påminner i mångt och mycket om "Law & Finance" resultat men går djupare in på ägarstrukturen. Man finner bland annat att hos de största, icke-regeringskontrollerade, företagen finns det ytterst få indikationer på att ett spritt ägande faktiskt äger rum.

Enbart i de länder som bedöms, i deras tidigare forskning, ha ett exceptionellt bra legalt skydd för minoritetsägare stämmer Berle och Means bild överens med verkligheten. Modellen förutsäger att ägande och styrande bör vara frikopplat genom att ett stort antal ägare finns i bolag och att dessa styrs av företagsledare, inte av familjer, bolag eller individer som äger en stor andel i företaget.<sup>37</sup> Detta i sig tas som en ytterst stark indikation på att legala regler spelar en kraftig roll i hur marknaderna utvecklas och i slutänden storleken på dessa marknader. Man menar på att om inte regler finns som skyddar minoritetsägare kommer de starkare ägarna att utnyttja sin makt i företaget på ett sådant sätt att investeringar i dessa bolag blir mindre attraktivt och marknaden därmed blir mindre.<sup>38</sup>

### 3.1.1.4 Investor Protection and Corporate Valuation

1999 kommer undersökningen "Investor Protection and Corporate Valuation" ut där teorierna som byggts upp i de tidigare studierna appliceras på värderingen av enskilda bolag.<sup>39</sup> Man finner starka bevis för att värderingen på likartade företag, i de 27 länderna som är med, ligger högre i länder som anses ha bättre skydd för minoritetsägare än de som anses ha en lägre skyddsnivå. Även svagare indikationer på att ett reellt ägande av kapitalet, och alltså inte rösterna, påverkar värderingen av företag positivt tas upp.

Samtliga av undersökningarna ger alltså mer eller mindre starka indikationer på att legala regler får ett signifikant genomslag på marknads välmående och storlek. Man visar även att implementeringen av dessa regler är av yttersta vikt, därav de kraftiga skillnaderna i exempelvis civil- och common-law länderna.

---

<sup>36</sup> La Porta et al, Corporate Ownership Around the World, 1998

<sup>37</sup> La Porta et al, Corporate Governance and Globalization: Arguments and Evidence Against Convergence, Maruo Guillen, 1999, sid 4,

<sup>38</sup> La Porta et al, Corporate Ownership Around the World, 1998, sid 37

<sup>39</sup> La Porta et al, Investor Protection and Corporate Valuation, 1999

## 3.1.2 Legala familjer

Den mest kända indelningen i olika rättsliga familjer har utarbetats av René David.<sup>40</sup> David delar in rättsordningarna i ett romansk-germanskt även kallat civil law, anglo-amerikanskt även kallat common law, ett socialistiskt samt ett rättssystem som vilar på religiös och traditionell grund.<sup>41</sup> Utifrån denna indelning har det sedermera skapats ytterligare indelning. I de undersökningar som nedan studeras inom Law & Finance-området har en indelning i common law, fransk civil law, tysk civil law och skandinavisk civil law använts. Nedan kommer därför en kort redogörelse av de grundläggande skillnaderna i de olika familjerna att ges.

### 3.1.2.1 Common law<sup>42</sup>

Den engelska rätten ligger som grund för den så kallade common law-familjen. Common law är väldigt utspritt och det beräknas att ungefär en tredjedel av jordens befolkning lever i ett rättssystem som tillhör denna familj. Rättssystemets utbredning beror på att England varit en stark kolonialmakt men även på att systemet visat sig vara såväl flexibelt som praktiskt.

Common law har en historia som sträcker sig tillbaka till år 1066 och det normandiska maktövertagandet i England. Den nya makten avstod från att påtvinga befolkning det egna rättssystemet och skapade istället en egen centraliserad administration som bestod av kungen med sina rådgivare. Rådgivarna utvecklades sedan till de kungliga domstolarna i Westminster. Under tiden fortsatte de lokala domstolarna ute i landet att verka. De kungliga domstolarna utvidgades successivt och trängde sedermera ut de lokala instanserna. Orsaken till detta var till mångt och mycket att de kungliga domstolarna var modernare och effektivare och därför föredrogs av de kårande. De kungliga domarna var resande domare och de tillämpade till en början de lokala sedvanerätterna. Genom sina resor blev domarna bekanta med de olika sedvanerätterna och dess för- och nackdelar. Detta ledde så småningom till att domarna började tillämpa samma regler över hela riket, den gemensamma rätten eller common law.

Common law bygger alltså inte på en skapad lagstiftning utan på domstolarnas prejudikatbildning. Principen att tidigare prejudikat skall följas blev formellt bindande successivt mellan 1600-talet och 1800-talet. Denna princip är viktig för förutsägbarheten i systemet och för rättsäkerheten.

Den engelska rätten består dock inte endast av prejudikat. Parlamentet kan stifta lagar som står över domstolarnas prejudikat. Domarna har dock valt att tolka dessa lagar väldigt restriktivt då man menar att kodifierad

---

<sup>40</sup> David, René, *Les grands systèmes de droit contemporains* (1982) 8:e uppl.

<sup>41</sup> Bogdan Michael, *Komparativ rättskunskap* (1996) s. 90

<sup>42</sup> *Ibid* s.105-146

lagstiftning har svagheter gentemot den av prejudikat skapad rätten. Man menar att de prejudikat som finns har en mer praktisk karaktär eftersom de bygger på många tusen verkliga fall till skillnad mot den kodifierade lagstiftningens mer teoretiska karaktär.

Grunden i common-law är alltså att den gällande rätten i stor utsträckning bygger på domstolarnas prejudikatsbildning och inte kodifierad rätt.

### 3.1.2.2 Fransk civil law<sup>43</sup>

Dagens franska rätt går tillbaka till år 1805 och det stora kodifikationsarbete som Napoleon lät genomföra efter franska revolutionen. Innan dess hade inte Frankrike någon enhetlig rättsordning utan rätten skilde sig över hela landet. De södra delarna hade en kodifierad rätt som byggde på romerskrättslig tradition och de norra delarna bestod av ett stort antal nedtecknade sedvanerätter. Napoleons civilkod har även idag ett stort inflytande på den franska rätten trots att den genomgått stora revideringsarbeten.

Till skillnad från den engelska rättens common-law finns det i den franska rätten inte skyldighet att följa tidigare domar utan det är den nedtecknade rätten som är den gällande. I de ställen där lagstiftningen haft luckor har dock domstolen kommit att fylla dessa och på så sätt skapat en domstolspraxis. Inom exempelvis skadeståndsrätten där civilkoden inte varit särskilt utfyllande har en omfattande praxis skapats. Detta är dock inget som syns i domskäl genom exempelvis hänvisningar till tidigare domar utan domskälen ger lätt ett intryck av att endast lagstiftning ligger till grund för avgörandet. Om man studerar domskälen närmare ser man dock att formuleringar från tidigare domar på området ofta används på nytt. Det finns alltså även i den franska rätten stora inslag av rätt grundad på prejudikat med den skillnaden att den inte alltid är lika synlig.

### 3.1.2.3 Tysk civil law<sup>44</sup>

Under 1800-talet bestod tyskland av hundratals små kungadömen som formellt samlades under den tyska kejsaren. Statsbilden var dock mycket lös och de olika kungadömena kunde till och med ligga i krig med varandra. Under denna tid fanns inte heller någon gemensam lagstiftning. 1806 föll det svaga kejsardömet samman och den tyska staten återbildades inte förrän 1871. Rätten i de olika kungadömena hade dock den saken gemensamt att de förutom en lokal sedvanerätt kompletterades med romersk rätt.

Genom antagandet av den tyska civillagen BGB år 1896 enades dock landet i ett gemensamt rättssystem. Den romerska rätten ligger som grund för BGB. Detta föll sig naturligt då denna rättsordning använts som subsidiär rättskälla i de tidigare tyska kungadömena. BGB har ingen ambition att vara

---

<sup>43</sup> Bogdan Michael, *Komparativ rättskunskap* (1996) s. 169-185

<sup>44</sup> *Ibid* s.186-198

heltäckande utan kompletteras med speciallagstiftning på områden där så anses finnas behov. De fall där inte speciallagstiftningen inte täcker in förväntas domaren fylla ut luckorna i lagstiftningen. De tyska domarna kan dock aldrig bli bundna av tidigare avgjorda mål.

Den tyska rätten bygger alltså, i likhet med den franska, på i första hand skrivna lagregler. Prejudikat är inte bindande men följs normalt i praxis och spelar därigenom en viktig roll i det tyska systemet. I Tyskland är det dessutom vanligt att det i domskäl finns hänvisningar till såväl praxis som doktrin.

### 3.1.2.4 Skandinavisk civil law

I teorin innebär en kodifiering en total redogörelse för gällande lagregler på ett visst område, återgivna i en lagbok. Den skandinaviska rätten har till skillnad från den franska och tyska inte genomgått någon genomgripande kodifikation. Det har i Sverige dock gjorts ett antal försök utan något heltäckande resultat. Dagens svenska balksystem är ett resultatet av ett kodifikationsförsök från 1734. Det senaste försöket gjordes 1850.<sup>45</sup>

Den skandinaviska lagstiftningen bygger dock, i likhet med den tyska och franska, på skrivna lagregler stiftade av regering och riksdag. Unikt för den skandinaviska rätten är användandet av förarbeten. Förarbetena utgör en viktig del i rättssystemet då de förklarar det bakomliggande syftet med lagstiftningen. I likhet med det tyska systemet finns hänvisningar till praxis och doktrin i domskälen. Domstolarna är inte formellt bundna av praxis men de avviker inte från den utan att det finns synnerliga skäl som talar för det.

### 3.1.3 Rättsäkerhet<sup>46</sup>

Rättsäkerheten kan delas upp i formell rättsäkerhet och materiell rättsäkerhet. Den formella rättsäkerheten bedöms utifrån hur förutsebara ett beslut är. Rättsäkerheten blir till exempel högre ju exaktare lagreglerna är, ju långsammare reglernas förändringstakt är, ju större oavhängighet domstolarna åtnjuter osv. Den materiella rättsäkerheten tar istället hänsyn till den etiska legitimiteten i lagen. Det formellt förutsebara beslutet måste även vara legitimt ur ett etiskt perspektiv och inte förenat med stora orättvisor.

Jämvikten mellan formell och materiell rättsäkerhet är viktig. För mycket etik ger dålig förutsebarhet medan för mycket formallitet ger ett stelt regelverk med risk för orättvisor och en inbyggd svårighet för lagstiftaren att snabbt kunna genomföra snabba lagändringar.

---

<sup>45</sup> Modéer Kjell Å, *Historiska Rättskällor* s 182 ff

<sup>46</sup> Peczenik Aleksander, *Juridikens teori och metod* (1995), s.11 ff

I ett samhälle som förändras i allt snabbare takt måste rätten anpassas till de rådande förhållandena så att de inte blir en broms för utvecklingen. Lagstiftaren kan omöjligt förutse alla olika situationer som skall regleras och kraven på flexibilitet gör att vissa delar måste lämnas öppna och låta bli föremål för domstolarnas tolkning. Domstolarna kan inte lyda lagens bokstav blint utan måste vara öppna för tolkningar så att den materiella rättsäkerheten kan upprätthållas.

## 3.2 Lagregler av EVCA

EVCA har i två rapporter identifierat ett antal rättsområden som påverkar riskkapitalmarknadens tillstånd.<sup>47</sup> Nedan kommer den svenska lagstiftningen på dessa områden att kort sammanfattas. Vidare beskrivs hur den svenska lagstiftningen skiljer sig från övriga Europa enligt EVCA:s undersökning. Jämförelsen syftar till att ge en övergripande bild över hur den svenska lagstiftningen ser ut och att tjäna som grund för den analys över hur lagstiftningen skulle kunna ändras som genomförs i analysdelen senare i uppsatsen.

### 3.2.1 Fondstrukturer

#### 3.2.1.1 Fonduppbyggnad<sup>48</sup>

Kommanditbolagsformen är i liten grad reglerad, vilket gör att den lämpar sig väl för riskkapitalfonder då ett behov finns att bygga fonden på egna avtalsstrukturer. Bolagsformen ger en transparent beskattning då den inte utgör ett eget skattesubjekt utan istället beskattas hos ägarna. Hur bolaget ägs och drivs regleras genom kommanditbolagsavtal. Dessa avtal kan, speciellt när det gäller riskkapitalfonder, ofta vara mycket omfattande. Avtalen innehåller ofta mycket sofistikerade regler kring exempelvis vinstdelning. Kapitaltillskott och återbetalningar till bolagsmännen kan ske på avtalsmässig basis och regleras inte i lagstiftningen, som till exempel är fallet med aktiebolagens emissionsregler. Kommanditbolagsavtalen innehåller så gott som alltid även regleringar om den ersättning som skall utgå till förvaltaren av fonden. Dessa ersättningar är ofta utformade på ett sätt som ger förvaltaren en ersättning som innehåller någon form av bonus om investeringarna faller väl ut.

Under 2003 trädde ny lagstiftning i kraft gällande företagsbeskattning av kapitalvinster och näringsbetingade andelar. Skattefriheten gäller dock inte andelar i kommanditbolag eller andelar som innehas av kommanditbolag. En näringsbetingad andel är ett aktieinnehav i ett bolag och syftet med ägandet skall inte vara ett kortsiktigt spekulationssyfte. Enligt reglerna faller exempelvis aktier i onoterade bolag under definitionen, så är även fallet med

---

<sup>47</sup> EVCA, *Benchmarking European Tax & Legal Environments* (2003 & 2004)

<sup>48</sup> <http://www.vencap.se/nyheter.asp?NewsId=19>, 2004-06-02

andelar i noterade bolag som uppgår i ett ägande större än 10%. I och med att beskattningen slopades avskaffades även rätten till avdrag för förluster på andelarna. Andelsägarna i kommanditbolaget tappade genom lagstiftningen möjligheten att göra avdrag för sin del av förlusten i bolaget medan man fortfarande beskattas för sin del av vinsten. I förarbetena motiverades detta av regeringen av att en utredning pågick om huruvida bolagsformen i framtiden skulle bli ett skattesubjekt och att man avsåg invänta resultatet av den utredningen.<sup>49</sup>

### 3.2.1.2 Fast driftsställe

Ett fast driftsställe är en stadigvarande plats för affärsverksamhet, från vilken verksamheten bedrivs helt eller delvis. Utländska företag som bedriver näringsverksamhet från ett fast driftsställe i Sverige är skattskyldiga för sådan verksamhet.

Utländska investerare, såväl fysiska som juridiska personer, som idag investerar i en svensk riskkapitalfond eller ett riskkapitalbolag bedöms ha ett fast driftsställe i Sverige. Därmed skall de intäkter som kommer från denna verksamhet beskattas i Sverige. Om investeraren dessutom är skattskyldig för dessa inkomster i sitt hemland riskeras en internationell dubbelbeskattning.<sup>50</sup>

Problem med internationell dubbelbeskattning kan lösas genom så kallade dubbelbeskattningsavtal. Denna typ av avtal reglerar vem som skall beskatta intäkterna. Om investerarens hemland och Sverige inte har ett dubbelbeskattningsavtal beskattas dock inkomsterna alltid i Sverige. Länder som Sverige inte har dubbelbeskattningsavtal med är oftast lågskatteländer eller så kallade skatteparadis.<sup>51</sup>

### 3.2.1.3 EVCAs rekommendationer

- Transparent beskattning av fondstrukturer.
- Utländska investerare skall undantas från regler om fast driftsställe.
- Möjlighet att avtala om resultatgrundade incitament för fondförvaltare, såväl enskilda personer som bolag.
- Moms skall inte utgå på förvaltningsavgifter och erhållen ränta.
- Fonderna skall inte ha några olämpliga restriktioner vad gäller möjlighet att fritt välja investering.

---

<sup>49</sup> Prop. 2002/03:96 s.111 f

<sup>50</sup> Pelin Lars, *Internationell skatterätt* (2000) s.113 f

<sup>51</sup> *Ibid* s.57

## 3.2.2 Fusionsregler

### 3.2.2.1 Bakgrund

I Sverige brukar fusion betecknas som det fall då två associationer slås samman genom att den överlåtande associationen upphör utan likvidation och samtliga tillgångar och skulder övergår till den övertagande associationen.<sup>52</sup> Regler om fusion finns i ABL samt FL. De fusioner som regleras av FL är fusioner där ekonomiska föreningar är part och kommer därför inte att beröras närmare här.

Det finns i Sverige två typer av fusioner. Vid *absorption* går ett annat bolag upp i ett annat medan det vid *kombination* är två bolag som går upp i ett för ändamålet nybildat bolag.

### 3.2.2.2 Fusionsförfarandet<sup>53</sup>

Förfarandet inleds med att ett avtal träffas mellan parterna. Som vederlag vid fusion accepteras aktier i det övertagande bolaget eller pengar. Styrelserna i bolagen skall upprätta en gemensam fusionsplan som sedermera skall granskas av revisorer med möjlighet till yttrande. Inom en månad från upprättandet av fusionsplanen skall den inges till registreringsmyndigheten för registrering.

Fusionsplanen skall underställas bolagsstämman i det överlåtande bolaget. Eftersom en absorption medför att det övertagande bolaget övertar det överlåtande bolagets förpliktelser skall fusionsplanen även underställas det övertagande bolagets bolagsstämma om minst fem procent av ägarna begär så inom två veckor från det att fusionsplanens registrering kungjorts. Stämman får hållas tidigast en månad efter det att uppgifter om fusionsplan kungjorts. Om samtliga fusionerande bolag är privata aktiebolag minskas tiden till två veckor. När stämman fattat beslut om att godkänna fusionsplanen skall samtliga borgenärer skriftligen underrättas om fusionen. Detta är dock inte nödvändigt om revisorerna uttalat att fusionen inte medför några risker för borgenärerna. Efter underrättelsen ansöker det överlåtande bolaget om tillstånd att verkställa planen. Ansökan skall göras inom en månad efter att fusionsplanen godkänts i samtliga bolag och senast två år efter fusionsplanens registrering. Registreringsmyndigheten kallar därefter bolagens borgenärer genom kungörelse i post och inrikestidningar. Om ingen borgenär bestrider fusionsplanen skall registreringsmyndigheten lämna tillstånd att verkställa fusionen.

Vid en fusion uppstår ett behov av skyddsregler framförallt med hänsyn till fusionerande bolagens fordringsägare samt eventuella minoritetsägare i bolagen.

---

<sup>52</sup> Johansson Svante, *Nials svensk associationsrätt i huvuddrag* (2001), s. 314

<sup>53</sup> Rodhe, Knut, *Aktiebolagsrätt* (2000), s. 287



### 3.2.2.3 EVCA:s rekommendationer

Fusionsreglerna skall inte belasta PE och VC-finansierade affärer (vilka inte orsakar konkurrensproblem) de skall inte heller resultera i höga transaktionskostnader eller skapa orättvisa konkurrensfördelar till förmån för industriella köpare. Av EVCA:s undersökning framgår att av de 21 undersökta länderna i Europa är det 19 länder som har en lagstiftning liknande den svenska. Två länder, Storbritannien och Luxemburg har en lagstiftning som är utformad på det av EVCA förordade sättet.

### 3.2.3 Pensionsfonder

Det svenska pensionssystemet innefattar tre områden:

- Den obligatoriska pensionen som är lagstiftad
- Avtal som sluts mellan arbetsgivare och det rådande facket, ”avtalspension” eller ”tjänstepension”
- Det frivilliga, ”privata pensionssparandet”

Inom den obligatoriska pensionen finns det förutom premiepensionen, inkomst- och garantipensionen. Premiepensionen innefattar 2,5 % av en persons bruttolön. De pengar som går till premiepensionen allokeras i fonder som förvaltas av antingen sjunde AP-fonden eller privata fondbolag. Inkomstpensionen är 16% av den arbetandes bruttolön och är ett fördelningssystem som betyder att dagens arbetare betalar in skatt som går till pensionärer.<sup>54</sup> Detta är en kontinuerlig process och framtida pensionärer som betalat in till inkomstpensionen får därav sin pension betald av de individer som arbetar.<sup>55</sup> Pengar som betalas in från bruttolönen och som skall gå till den framtida inkomstpensionen placeras i de sex allmänna pensionsfonderna.

Pensionssparande inom de två övriga områdena förvaltas via försäkringsbolag och regleras speciellt.<sup>56</sup>

#### 3.2.3.1 Första till Fjärde AP-fonden

De allmänna pensionsfonder, från första till och med fjärde, har en kvantitativ gräns gällande investering i noterade värdepapper. Maximalt får 5 % av den enskilda fondens totala tillgångar investeras i värdepapper. Ovanpå det måste det ske indirekt via till exempel värdepappersfonder.<sup>57</sup>

---

<sup>54</sup> <http://www.ppm.nu/tpp/infodocument/1:1;74,73,75::>, 2004-05-26

<sup>55</sup> <http://www.ppm.nu/tpp/infodocument/1:1;100002::>, 2004-05-26

<sup>56</sup> se nedan 3.2.4

<sup>57</sup> [http://www.ap4.se/Files/356/AP-folder\\_svenska.pdf](http://www.ap4.se/Files/356/AP-folder_svenska.pdf), 2004-06-01

### 3.2.3.2 Sjätte AP-fonden

Sjätte AP-fonden är inriktad på att bedriva förvaltning genom investeringar i PE-marknaden. Utöver dess stora investering i PE-fonder har man även direktägande i ett antal tillväxtföretag.<sup>58</sup> Sjätte AP-fonden är en av de största investerarna av private equity i Sverige med sitt fondkapital på ca 12,8 miljarder kronor.<sup>59</sup>

Premiepensionen som ingår i inkomstpensionen allokeras beroende på vilket val man har gjort angående förvaltningen av pengarna. Förvaltningen av pengarna går antingen till sjunde AP-fonden eller till privata fondbolag.<sup>60</sup>

### 3.2.3.3 Sjunde AP-fonden och Privata fondbolag

Det finns två fonder inom den sjunde AP-fonden. Premievalsfonden och premiesparfonden. Enligt sjunde AP-fondens policyregler ska förvaltningen av tillgångar styras genom användandet av en normportfölj. Portföljen ska uppvisa i vilka tillgångsslag man har sin strategiska fördelning. Premievalsfondens variation angående investering i PE är lägst 6% till högst 10% medan premiesparfonden varierar mellan 2% till 10%.<sup>61</sup> Privata fondbolag inom premiepensionssystemet har även som de allmänna pensionsfonderna en gräns gällande investering i PE.

### 3.2.3.4 EVCAs rekommendationer

Eftersom pensionsfonder har ett långsiktigt ägande liknande det som PE-investeringar har borde det inte förekomma några restriktioner för hur stor andel av kapitalet som skall få investeras i denna investeringsklass. EVCA förespråkar tillämpningen av ”prudent man rule” som går ut på en försiktighetsprincip och inga allmängiltiga regler med kvantitativa investeringsrestriktioner.

## 3.2.4 Försäkringsbolag

Försäkringsbolag har i likhet med pensionsfonder i ett antal av sina produkter åtaganden som sträcker sig långt fram i tiden. Detta gäller exempelvis livförsäkringar och privata pensionsförsäkringar. Försäkringsbolagen har givetvis ett eget intresse av att i framtiden kunna införliva sina åtaganden, men frågan har ansetts så viktig att man från staten velat ha en kontroll över att försäkringsbolaget sköter detta på ett bra sätt.

För vissa av försäkringsbolagens tillgångar, så kallade skuldtäckningstillgångar, finns skuldtäckningsregler. Enligt 7:1 FRL skall ett försäkringsbolags försäkringstekniska avsättningar motsvara det belopp

<sup>58</sup> <http://www.apfond6.se/index1.htm>, 2004-05-26

<sup>59</sup> [http://www.apfond6.se/om\\_sjatte\\_apfonden/riskkapitalmarknaden.shtml](http://www.apfond6.se/om_sjatte_apfonden/riskkapitalmarknaden.shtml), 2004-05-26

<sup>60</sup> [http://www.ap4.se/Files/356/AP-folder\\_svenska.pdf](http://www.ap4.se/Files/356/AP-folder_svenska.pdf), 2004-05-30

<sup>61</sup> <http://www.ap7.se/dokument/policy/Placeringspolicy.pdf>, 2004-05-30

som erfordras för att bolaget skall kunna uppfylla de åtaganden som kan skäligen kan antas uppkomma med anledning av ingångna försäkringsavtal. I lagen finns regler om vilka risker bolagen får utsätta sig för och hur dessa får fördelas mellan olika tillgångsslag.

Begränsningarna för hur stor andel av bolagets avsättningar som får placeras i varje enskilt tillgångsslag finns ytterst EG-rätten.<sup>62</sup> Här fastslås limiter för tre typer av tillgångar: lån utan säkerhet, kontanta medel och onoterade värdepapper. För aktier eller andra värdepapper som inte omsätts på någon reglerad marknad är limiten 10 % av avsättningarna, samma begränsning följer av 7:10 b FRL.

En omarbetning av de svenska reglerna pågår då den anses vara är mycket långtgående jämfört med gällande EG-rätt.<sup>63</sup>

### **3.2.4.1 EVCAs rekommendationer**

Rekommendationerna är de samma som för pensionsfonder.<sup>64</sup>

## **3.2.5 Skatteregler**

### **3.2.5.1 Bolagsskatten**

Sverige har en bolagsskatt som är konkurrenskraftig med internationella mått mätt. Skattesatsen ligger på 28 % av vinsten mot ett genomsnitt i Europa på 32,6 % år 2002. Dock bör det noteras att medelskattesatsen i Europa 2004 är 28,8 % vilket ligger i nivå med den svenska beskattningen.<sup>65</sup>

Sverige har inte någon skattereduktion för mindre och medelstora bolag, något som finns i ett antal andra europeiska länder. Eftersom PE-investeringar ofta vänder sig till mindre bolag berör denna skattelättnad i hög utsträckning dessa bolag.

Bolagsskatten berör företag först när de redovisar ett positivt resultat. I Sverige finns det ett antal möjligheter att skjuta upp beskattningen genom att utnyttja olika periodiseringsmöjligheter. Företagen kan på detta sätt skjuta upp en beskattning av delar av vinsten till senare år. Detta ger bolagen en möjlighet att undvika beskattning vid toppår för att återföra beloppen vid år med sämre resultat och kanske kvitta mot underskott.

---

<sup>62</sup> Dir. 92/49/EEG art. 22 och dir. 2002/83/EG art. 24

<sup>63</sup> SOU 2003:84 s.107

<sup>64</sup> Se 3.2.3.4 ovan

<sup>65</sup> EVCA, *Benchmarking European Tax & Legal Environments* (2004)

### 3.2.5.1.1 EVCAs rekommendationer

En låg beskattning av bolag är eftersträvarnsvärd. Det bör även finnas regleringar som ger små- och medelstora bolag lägre skatt än övriga bolag.

### 3.2.5.2 Inkomst av kapital för fysiska personer

Beskattning av inkomst av kapital sker genom beskattning av avkastning av det kapital som investerats, exempelvis ränta och aktieutdelning. Beskattning sker även av den eventuella kapitalvinst som uppstår i samband med att tillgången avyttras. För privatpersoner redovisas inkomsterna i inkomstslaget kapital.

#### 3.2.5.2.1 Historik<sup>66</sup>

I tidigare svensk lagstiftning har inte kapitalvinster beskattats särskilt hårt. Detta motiverades med att dessa vinster var tillfälliga inkomster som dessutom inte enligt nationalekonomisk mening är någon inkomst då det inte produceras ett värde när en tillgång byter ägare. Investeringar som bedömdes vara av spekulations syfte kunde dock beskattas. För att definiera detta valde man att sätta upp två objektiva rekvisit som om de var uppfyllda medförde en beskattning. Om tillgången förvärvats genom ett oneröst fång och om den hade innehaft under en kortare tid än 5 år (fastigheter 10 år) beskattades den eventuella vinst som uppkom vid en försäljning. Detta synsätt har dock i princip helt övergivits i och med införandet av nya IL och kapitalvinster beskattas nu på samma sätt som avkastningen på kapitalet.

#### 3.2.5.2.2 Realisationsprincipen<sup>67</sup>

Det finns, som ovan beskrivits, olika uppfattningar om när en viss ekonomisk resurs ger upphov till en inkomst. Detta blir som tydligast vid kapitalbeskattning. Det vidaste begreppet för när inkomst uppstår är när en värdeökning uppstår. I praktiken är det dock svårt att påföra en beskattning redan vid en värdeökning och de flesta länder i världen tillämpar därför den så kallade realisationsprincipen. Denna innebär att en värdeökning beskattas först då vinsten realiserar genom en avyttring. En tredje möjlighet är att beskatta i konsumtionsfasen, detta är fallet med exempelvis mervärdesskatten.

#### 3.2.5.2.3 Inlåsningsseffekt<sup>68</sup>

En nackdel med en beskattning vid realisationstidpunkten är att det kan ge upphov till inlåsningsseffekter. Eftersom beskattningen ger upphov till att det avkastningsgivande kapitalet minskas innebär det att den nya investeringen måste ge en högre avkastning än den förra. Denna risk för inlåsnings har

---

<sup>66</sup> Lodin et al., *Inkomstskatt – en läro- och handbok i skatterätt* (2001), s.140 f

<sup>67</sup> Ibid s.30

<sup>68</sup> Ibid s. 143 f

medfört att uppskov kan sökas vid vissa typer av realisationer, exempelvis vid byte av bostäder eller i vissa fall aktier.

#### **3.2.5.2.4 Svensk lagstiftning idag<sup>69</sup>**

Avsikten med dagens lagstiftning är att kapitalinkomster skall beskattas fullständigt och med en proportionell skattesats. Skattesatsen är 30% oavsett om den skattskyldige har en stor eller liten inkomst. Inget grundavdrag medges vilket medför en beskattning som är proportionell. Eftersom beskattning sker på såväl avkastning i form av exempelvis räntor som vid vinster som uppstår vid realisation av en tillgång finns det idag inte någon anledning att omvandla vinsten från den ena formen till den andra, något som var vanligt enligt tidigare lagstiftning. Beskattningstidpunkten är i princip den tidpunkt då vinsten realiserats. För löpande intäkter gäller att de beskattas när de kan disponeras och för kapitalvinster när tillgången avyttrats.

#### **3.2.5.2.5 EVCAs rekommendationer**

Kapitalskatten för privatpersoner bör vara fördelaktig. En fördelaktig hantering av kapitalskatten på kapitalvinsten på onoterade investeringar i tillväxtbolag är ett lämpligt incitament för att stimulera entreprenörsanda. Den genomsnittliga kapitalskatten i Europa idag är 16,3.

#### **3.2.5.3 Beskattning av optioner**

Aktieoptioner är i dagsläget en incitamentsform som ofta används för nyckelpersoner inom ett företag, och ibland även för andra anställda. Genom att kontraktsmässigt garantera ett visst pris för vilket optionsinnehavaren kan köpa aktier i det utgivande företaget försöker man skapa ett tydligt samband mellan en ökning av aktieägarnas och programdeltagarnas förmögenhet. I många fall finns även en vilja att binda personer till företaget eller vice versa, dvs. personerna som är med och bygger upp ett företag vill vara med och skörda det som skapas.

Det finns två punkter som ofta tas upp som problematiska när det gäller optionsprogram - om inkomsten skall ses som inkomst av kapital respektive arbete samt vid vilken tidpunkt beskattningen skall ske.

##### **3.2.5.3.1 Inkomst av tjänst eller kapitalvinst?**

Eftersom optioner i incitamentsprogram bör ses som ersättning för någon form av arbetsprestation kan det te sig uppenbart att de bör beskattas som all annan form av arbete. Detta förfarande är långt ifrån ovanligt men har även mött kritik. Kritikerna menar att även om det ges som motprestation för arbete bör det även ses som ett investeringsbeslut och därmed beskattas som

---

<sup>69</sup> Lodin et al., *Inkomstskatt – en läro- och handbok i skatterätt* (2001), s. 145 f

inkomst av kapital.<sup>70</sup> Även om denna diskussion har likheter med ett rent akademiskt problem finns det en väldigt viktig punkt i detta som får stort genomslag, nämligen att skattesatsen i de flesta länder skiljer sig åt mellan de två inkomsterna.

Detta är dock inte den diskussion som har störst genomslag inom området PE utan får snarare ses som sekundär. Självklart finns det generellt en inneboende eftersträvan att hålla kvar så mycket medel som möjligt inom den egna sfären men en ändring av skatteklassificeringen bör inte ses som att det löser ett problem utan snarare förbättrar en position, d.v.s. ger en lägre skattesats.

### **3.2.5.3.2 Beskattningstidpunkt**

Huvudpunkten, samt det som framförallt tas upp i EVCA:s undersökning är tidpunkten för beskattningen.<sup>71</sup> Vid utgivande av optioner finns det ofta ett direkt synbart värde hos dessa, dvs. de kan ofta säljas på en marknad och därmed skapa ett omedelbart monetärt inflöde till den mottagande parten. Detta leder lätt till synsättet att beskattningen skall ske omedelbart vid mottagandet av optionen i fråga. Det finns dock två möjliga huvudtidpunkter för beskattning, båda med för och nackdelar, vilka tas upp nedan.

### **3.2.5.3.3 Beskattning vid överlåtande av optioner**

Om beskattningen sker vid själva överlåtandet väljer man, i praktiken, att behandla optioner som vilken annan löneförmån som helst. Detta likställer optionen med andra instrument som kan delas ut, exempelvis rena aktier i företaget, och skapar därmed en förhållandevis neutral position. Ett problem föreligger dock om det finns hinder för avyttring av de överlåtna optionerna. Detta kan bero på exempelvis avsaknad av en marknad för optionen eller om kontraktuella hinder för försäljning ställts upp. Finns sådana hinder sker beskattningen vid ett tillfälle då den mottagande parten inte kan tillgodogöra sig de, då rent teoretiska, fördelar som instrumentet implicerar.

En liknelse kan lätt göras med så kallade bonusprogram. Givet att vissa uppsatta kriterier fullgörs utdelas en bonus, exempelvis i form av pengar. Fullgörs däremot inte dessa kriterier utgår ingen, eller minskad, ersättning. Denna form av kompensation fungerar fullt analogt med optionens utfall om bonusen är kopplad till bolagets aktiekurs men beskattningen sker vid mottagandet av ersättningen, inte vid uppstarten av programmet.

---

<sup>70</sup> European Commission, *Employee stock options* (2003), s. 28

<sup>71</sup> EVCA, *Benchmarking European Tax and Legal Environments* (2003)

#### **3.2.5.3.4 Beskattning vid inlösen/försäljning**

Om beskattningen sker vid inlösen av optionen, eller likvärdigt vid en ren försäljning av den, frångår man problematiken med beskattning innan likvida medel finns tillgängliga för den mottagande parten. Även här finns det dock problem som är värda att ta upp, kanske främst vad som kan benämnas som ett teoretiskt uppskjutande av skatt. I många fall sker en inlösen av optionen långt efter att den utfärdats, d.v.s. inbetalningen till staten fördröjs avsevärt. Detta är dock den lösning som förespråkas både av EVCA samt SVCA, främst på grunderna att "no taxation of unrealised gains" – orealiserade vinster skall ej beskattas.<sup>72</sup> Vidare finns det även en ekonomisk fördel för staten med detta förfarande. Många länder använder sig av en progressiv skattesats som i fallet med beskattning vid inlösen leder till en möjlig högre inbetalning.<sup>73</sup>

#### **3.2.5.3.5 Svensk lagstiftning**

I den svenska lagstiftningen beskattas optioner i tillgångslaget kapital om de erhållits utan vederlag eller om de köpts till underpris. För att en beskattning skall ske i tillgångslaget kapital måste optionen ha köpts till ett marknadspris. Detta medför en del svårigheter vid värderingen av tillgången då den underliggande tillgången inte är noterad.

#### **3.2.5.3.6 EVCA:s rekommendationer**

Beskattning av orealiserade vinster ses som ett hinder för användandet av optioner som instrument och därmed en försämring av antalet valmöjligheter vid investeringar samt en försvärning av vissa incitamentprogram.

#### **3.2.5.4 Skatt vid inkomst av tjänst**

I Sverige beskattas inkomster från tjänst i två delar. Grundbeskattningen är kommunalskatten som samtliga betalar på sin inkomst, till detta kommer en statlig skatt som utgår om inkomsten överstiger vissa gränsvärden. Den kommunala skattesatsen varierar mellan olika kommuner med ett medeluttag på ca. 33 % av bruttoinkomsten. Den statliga inkomsts-katten för inkomståret 2004 utgår på den del av den beskattningsbara förvärvsinkomsten som överstiger 291 800 kr. På inkomster mellan 291 800 kr och 441 300 kr utgår en skatt på 20 % och på belopp över 441 300 kr utgår en skatt på 25 %. Sammantaget gör detta att den maximala totala beskattningen på förvärvsinkomst idag ligger på ca. 58 %.<sup>74</sup> Det svenska skatteuttaget är därmed högst i Europa.

---

<sup>72</sup> EVCA, *Benchmarking European Tax and Legal Environments* (2003) s. 26

<sup>73</sup> European Commission, *Employee stock options* (2003) , s. 32

<sup>74</sup> <http://www.skatteverket.se>, 2004-05-28

I inkomstslaget tjänst ingår allt från lön till olika förmåner som en person får som ersättning. Inkomstslaget tjänar även som uppsamlingsplats för inkomster som inte är att hänföra till något av de övriga inkomstlagen. Här beskattas även värdepapper som anställda erhåller eller köper förmånligt på grund av sin anställning.<sup>75</sup>

#### **3.2.5.4.1 EVCAs rekommendationer**

Inkomstskatten för privatpersoner bör vara utformad på ett sätt som stödjer, lockar och håller kvar humankapital i bolagen. Detta är speciellt viktigt när det gäller entreprenörer, forskare och högkvalificerade företagsledare. Den genomsnittliga inkomstskatten i Europa 2004 är enligt undersökningen 45,3 % och Sverige har den högsta skatten i Europa med ett maximalt uttag på 58% av inkomsten.

#### **3.2.5.5 Skatteincitament för investeringar i onoterade bolag**

Skatteincitament för investeringar i riskkapital fanns i Sverige åren 1996 och 1997. Detta incitament bestod av en skattereduktion på 30% för investeringar upp till 100 kkr. per år.<sup>76</sup> Lagstiftningen upplevdes dock som krånglig, beloppen för små vilket ledde till att den utnyttjades låg grad.<sup>77</sup> SVCA, som var remissinstans, ansåg tillsammans med bland annat FR, SAF och Svenska Uppfinnareföreningen att tanken bakom förslaget var god men att kretsen av investeringsobjekt borde vidgas samt att skatteincitamentet måste förstärkas väsentligt.<sup>78</sup>

Skattereduktionen motiverades från regeringen med att det fanns ett behov av att underlätta riskkapitalförsörjningen för små och medelsstora företag. Åtgärden var en temporär lösning i syfte att öka soliditeten hos bolagen i avvaktan på mer permanenta lösningar.<sup>79</sup> Något förnyat incitament har inte tillkommit efter att detta program löpte ut 1997.

#### **3.2.5.5.1 EVCAs rekommendationer**

Det bör finnas skatteincitament för att uppmuntra personer att investera i PE. Personer som tar den högre risken att investera PE bör belönas genom någon form av skattelättnad eller dylikt.

---

<sup>75</sup> Lodin et al., *Inkomstskatt – en läro- och handbok i skatterätt* (2001), s. 119

<sup>76</sup> Lag (1995:1623) om skattereduktion för riskkapitalinvesteringar

<sup>77</sup> Intervju Tom Berggren, VD SVCA, 2004-05-28

<sup>78</sup> Prop. 1995/96:109 s.47

<sup>79</sup> Prop. 1995/96:109 s.47 f



## 3.2.6 Forskning och utveckling

Sedan januari 2001 finns det enligt 11:22-23 IL en möjlighet att anställa vissa utländska nyckelpersoner och få en subvention på sociala avgifter och skatt. Lagstiftningen är utformad så att skatt och sociala utgifter endast utgår på 75 % av inkomsten. Även ersättningar för resor till hemland, flyttkostnader m.m. är undantaget beskattning. Skattereduktionen utgår under en period av högst 3 år. Vistelsen i Sverige får uppgå till högst 5 år. Personer som omfattas är exempelvis experter, forskare och andra nyckelpersoner, förutsatt deras arbetsuppgift är av sådan art att det innebär svårigheter att rekrytera personal med samma kompetens inom riket. Bedömningen av om arbetsuppgiftens kvalificerar sig görs av Forskningsnämnden efter ansökan.

Några andra skattesubventioner eller andra incitament skattevägen finns inte i svensk lagstiftning.

### 3.2.6.1 EVCAs rekommendationer

Det bör finnas incitament för att uppmuntra företag att satsa på FoU och innovativ verksamhet.

Incitamentsprogrammen kan utformas genom olika former av skattestimulanser, det kan handla om förmånliga avdragsrätter, skatteincitament som uppmuntrar uppfinnare att sälja sina uppfinningar vidare, inkomstskattelättnader för forskare, underlätta samarbete mellan företag och universitet m.m. EVCA har i undersökningen listat 6 olika former av skatteincitament.

## 3.2.7 Konkurs och insolvens

### 3.2.7.1 Företagsrekonstruktion<sup>80</sup>

Om ett svenskt bolag får ekonomiska problem kan gäldenären eller borgenär ansöka om företagsrekonstruktion. Vid ansökan räcker det om bolaget inte kan eller inom kort inte kommer att kunna betala sina skulder. Det finns alltså inget krav på insolvens utan man har nöjt sig med att bolaget är eller inom kort kommer bli illikvid, något som i förarbetena motiverats av att processen skall kunna påbörjas på ett tidigt stadium.<sup>81</sup> Endast insufficiens har dock inte godtagits som orsak till rekonstruktion. En grundläggande förutsättning för att beslut om företagsrekonstruktion skall kunna meddelas är att det finns förutsättningar för att uppnå det önskade syftet, att bolaget kan avveckla sina skulder utan konkurs.

---

<sup>80</sup> Welamson Lars, *Konkurs* (1997), s.211 ff

<sup>81</sup> Prop. 1995/96:5 s. 61

I de fall då gäldenären ansöker om företagsrekonstruktion enligt 2:3 FrekL skall han i ansökan lämna en kortfattad redogörelse för gäldenärens ekonomi och orsakerna till betalningssvårigheterna, en borgenärsförteckning, en redogörelse för hur gäldenären avser att verksamheten skall bedrivas i fortsättningen och en uppgörelse nås med borgenärerna, och ett förslag till rekonstruktör samt behövliga uppgifter om dennes lämplighet för uppdraget.

En ansökan av en borgenär enligt 2:4 FrekL skall innehålla uppgift om borgenärens fordran på gäldenären, upplysningar om gäldenärens betalningssvårigheter och ett förslag till rekonstruktör samt behövliga uppgifter om dennes lämplighet för uppdraget.

Rekonstruktörens uppgift är att undersöka om och hur verksamheten skall fortsätta drivas och om det finns förutsättningar för att träffa en ekonomisk uppgörelse med bolagets borgenärer. En rekonstruktör skall ha såväl obeståndsjuridiska kunskaper som insikter i företagsekonomi och företagsledning och det är därför ofta lämpligt rekonstruktören rekryteras bland exempelvis konkursförvaltare.<sup>82</sup>

Under en företagsrekonstruktion är borgenärernas rätt begränsad, de äger exempelvis ingen rätt att under rekonstruktionstiden begära bolaget i konkurs och de har heller ingen rätt att få tillgångar utmäta. Borgenären äger inte heller rätt att häva avtal på grund av exempelvis betalningsdröjsmål, dock ställs inget krav på att denne skall utsätta sig för nya risker.<sup>83</sup>

Mot bakgrund av att borgenärens rättigheter under rekonstruktionstiden är inskränkta är det av stor vikt att förfarandet inte drar ut på tiden. Man har därför i förarbetena angett att tiden för en rekonstruktion endast undantagsvis bör överstiga 3 månader.<sup>84</sup> En företagsrekonstruktion upphör genom beslut i rätten eller genom att bolaget försätts i konkurs. De kostnader som uppstår vid en företagsrekonstruktion utgörs av kostnader för handläggning hos rätten och ersättning till rekonstruktör. Samtliga kostnader skall bäras av gäldenären enligt 4:7 FrekL.

### **3.2.7.2 Konkurs – Tid till avslut**

Om en gäldenär uppger att han är insolvent i samband med konkursansökan skall dessa uppgifter godtas om inte särskilda skäl föreligger enligt 1:7 KL. Konkursförhandling skall hållas inom 2 veckor från det då ansökan inkommit till tingsrätten. Vid konkursförhandlingen beslutas om att bolaget skall försättas i konkurs och en konkursförvaltare utses.

Konkursförvaltaren skall enligt 7:8 KL tillvarata borgenärernas gemensamma intressen samt vidta åtgärder för att främja en förmånlig och

---

<sup>82</sup> Prop. 1995/96:5 s.100

<sup>83</sup> Prop. 1995/96:5 s.196 ff

<sup>84</sup> Ibid s.119 f

snabb avveckling av konkursboet. Förvaltaren kan dock vidta vissa åtgärder i syfte att främja den långsiktiga sysselsättning förutsatt att borgenärernas ställning inte försämras nämnvärt.

Förvaltaren skall enligt 7:15 KL snarast efter att han fått ärendet upprätta en skriftlig berättelse om bolagets tillstånd, om orsakerna till obeståndet samt vid vilken tidpunkt obeståndet antas ha inträtt. Orsaken till detta är för att utreda exempelvis tidpunkt för när kontrollbalansräkning skulle ha upprättats eller om olovliga och återvinningsbara utbetalningar skett. Berättelsen skall snarast inlämnas till rätten, dock senast inom 6 månader efter konkursbeslutet. Berättelsen skall även tillsändas tillsynsmyndighet samt borgenär som begärt det. Om rätten efter att ha hört förvaltaren finner att tillgångarna i konkursen inte räcker till för att betala uppkomna eller förväntade konkurskostnader skall konkursen avskrivas enligt 10:1KL. Om konkursen inte är avslutad inom 6 månader från edgångssammanträdet skall förvaltaren enligt 7:20 KL, inom en månad, inlämna en berättelse till tillsynsmyndigheten där alla åtgärder som vidtagits för att avsluta konkursen anges. Denna procedur upprepas därefter varje ytterligare 6 månadersperiod som passerar.

Tillsynsmyndighet är i konkursmål kronofogdemyndigheten och de har enligt 7:27 KL till särskild uppgift att bevaka att avvecklingen inte fördröjs i onödan.

### 3.2.7.3 Näringsförbud

Rätten att bedriva näring är grundlagsskyddad i Sverige. I 2 kap RF stadgas om de grundläggande fri- och rättigheterna:

*20 § Begränsningar i rätten att driva näring eller utöva yrke får införas endast för att skydda angelägna allmänna intressen och aldrig i syfte enbart att ekonomiskt gynna vissa personer eller företag.*

Som paragrafen anger ges dock ett visst utrymme för att begränsa rätten. Sådana begränsningar finns i dag i KL och i NL. Reglerna 6:1 KL föreskriver att en gäldenär som är fysisk person inte under konkursen får bedriva näringsverksamhet som medför bokföringsskyldighet. Denna typ av förbud kan även kallas för en automatisk konkurskarantän.<sup>85</sup> Karantänen kan ses som ett incitament för konkursgäldenären att medverka till att konkursen snabbt avslutas. Näringsförbud kan enligt 1 § NL tilldömas en gäldenär som genom brott eller på annat sätt grovt åsidosatt sina skyldigheter som näringsidkare eller enligt 1a § NL om han i avsevärd omfattning underlåtit att betala skatt, tull eller avgift. Förbudet kan utdömas för en tid om 3 till 10 år. Det är dock relativt ovanligt att näringsförbud utdöms. Enligt statistik från 1995 utdömdes näringsförbud vid 60 tillfällen, detta är att jämföra med att det under samma år avslutades 18 600 konkurser varav

---

<sup>85</sup> Lagutskottets betänkande 2001/02:LU19

åklagaren anmält 1615 fall där gäldenären förfarit på ett sätt som skulle kunna föranleda näringsförbud.<sup>86</sup>

Under 1990-talet har det gjorts försök till att åstadkomma ändrad lagstiftning i syfte att underlätta utdömandet av näringsförbud.<sup>87</sup> De förslag som framlades var att lagen skulle ändras till att vissa presumtionsregler skulle gälla för när näringsförbud skulle utdömas. Presumtionen skulle brytas endast i de fall särskilda skäl talade mot förbud.<sup>88</sup> Förslaget fick dock stark kritik i remissinstanserna och lagen ändrades endast i mindre omfattning.

#### **3.2.7.4 EVCAs uppfattning**

EVCA anser att det är viktigt att om ett bolag får dålig ekonomi och riskerar konkurs skall det finnas lagstiftning som gör det möjligt att rekonstruera bolaget. Om en konkurs inte går att undvika skall den avslutas så snabbt som möjligt. EVCA anser vidare att det är viktigt att ledande personer som varit inblandade i bolaget inte drabbas av näringsförbud eller andra restriktioner om det inte skett något felaktigt, olagligt i samband med konkursen.

### **3.2.8 Entreprenörsklimat –bolagsbildning**

I Sverige är registreringsavgiften för ett nytt aktiebolag för närvarande 2 000 kr. Detta är den enda obligatoriska avgiften som finns vid registrering av ett svenskt aktiebolag. Handläggningstiden varierar men målsättningen från PRV, som sköter registreringen, är 3 veckor.<sup>89</sup>

Ett alternativ till att själv registrera bolaget är att köpa ett färdigt lagerbolag. Ett lagerbolag är ett bolag som är registrerat hos PRV och säljs av företag mot en avgift. Bolaget har ett organisationsnummer och kan därmed börja verka så snart handlingar mellan köpare och säljare är upprättade vilket kan ske på några dagar. Ett färdigt aktiebolag kostar ca. 10 kkr. inklusive moms och samtliga avgifter.<sup>90</sup> Kapitalkravet för privata aktiebolag är 100 kkr. och för publika 500 kkr.

#### **3.2.8.1 EVCAs rekommendationer**

Som ett mått på hur entreprenörsklimatet ser ut har EVCA valt att titta på ett antal frågor kring bolagsbildning. EVCA påpekar att man är medveten om att det finns många andra faktorer som påverkar entreprenörsklimatet men att man i denna undersökning valt att fokusera på bolagsbildningen.

---

<sup>86</sup> <http://skatteverket.se/kronofogden/handledning/90004/kap7.html>, 2004-05-30

<sup>87</sup> Prop. 1998/99:44

<sup>88</sup> Ibid s.13

<sup>89</sup> Telefonintervju PRV Bolag, 2004-06-01

<sup>90</sup> Telefonintervju Svenska Standardbolag AB, 2004-06-01

# 4 Empiri

*Denna studie omfattar en rad enkla linjära regressioner med uppgiften att utvärdera vilka av de valda variablerna som signifikant påverkar PE-marknadens storlek. Variabler som inte nått en statistiskt säkerställd nivå kommer presenteras på ett sammanfattande plan medan de områden som bedöms som viktiga kommer att beskrivas mer i detalj.*

## 4.1 Statistik

### 4.1.1 Mätvariabler

#### 4.1.1.1 Oberoende variabler

En stor del av de oberoende variablerna inhämtas från ”Benchmarking European Tax and Legal Environments”, vilken genomförs årligen av EVCA.<sup>91</sup> Dessa variabler innefattar samtliga EU-medlemmar från år 2003. De områden som pekats ut som extra viktiga för en vital PE-marknad har betygssatts från ett till tre, där en närhet till ett i betyget indikerar ett överensstämmande med EVCAs åsikter gällande lagstiftningens utformning. Vidare görs analyser gällande tillhörighet i olika legala familjer samt effektiviteten i det juridiska systemet och korruptionsnivån mot den beroende variabeln.

#### 4.1.1.2 EVCA

Nedan följer en uppräknig av de variabler som inhämtas från EVCA samt en beskrivning av hur de olika kriterierna bedömts.

##### 4.1.1.2.1 Fondstrukturer

Fondstrukturvariabeln tar en rad områden i beaktning. Dessa inkluderar:

- Skattetransparens.
- Möjlighet för privata investerare att undvika permanent etablering.
- Möjligheten att införa ett skatteeffektivt, resultatbaserat incitamentsprogram för investerare inom riskkapitalmarknaden.
- Möjlighet att undvika momsinsbetalningar på ledningens utgifter.
- Möjlighet att undvika momsinsbetalningar på företagets rörliga vinstandel.
- Möjlighet att undvika obefogade restriktioner i val av investeringsobjekt.

---

<sup>91</sup> EVCA, *Benchmarking European Tax and Legal Environments* (2003)

Varje individuell delvariabel tilldelas sedan värdet ett om påståendet är sant, annars tre. Ett totalt betyg för fondstrukturer fås sedan genom att ett medelvärde beräknas.

#### **4.1.1.2.2 Fusionsregler**

##### **Krav på avisering vid fusion**

- Variabelvärde ett: Avisering vid samgående är inte ett krav.
- Variabelvärde tre: Villkoren för variabelvärde ett är inte uppfyllda.

##### **Krav på avstannande av processen vid undersökning**

- Variabelvärde ett: Ett samgåendet måste inte avstannas vid en undersökningsprocess av myndighet.
- Variabelvärde tre: Villkoren för variabelvärde ett är inte uppfyllda.

#### **4.1.1.2.3 Pensionsfonder**

- Variabelvärde ett: Pensionsfonder får fritt investera i riskkapitalmarknader.
- Variabelvärde två: Pensionsfonder får investera i riskkapitalmarknader upp till en viss procentuell gräns.
- Variabelvärde tre: Pensionsfonder får inte investera i riskkapitalmarknader.

#### **4.1.1.2.4 Företagsbeskattning**

- Variabelvärde ett: Den högsta, nominella skattenivån i landet ligger under EUs genomsnitt.
- Variabelvärde två: Den högsta, nominella skattenivån i landet ligger på EUs genomsnitt.
- Variabelvärde tre: Den högsta, nominella skattenivån i landet ligger över EUs genomsnitt.

#### **4.1.1.2.5 Företagsbeskattning för små och medelstora företag**

- Variabelvärde ett: Skattelättnader finns för små och medelstora företag (SME).
- Variabelvärde tre: Villkoren för variabelvärde ett är inte uppfyllda.

#### **4.1.1.2.6 Beskattning av inkomst från kapital**

Betygsättningen av denna variabel görs analogt med företagsbeskattningsvariabeln, med följande antaganden.

- Tidsramen för investeringen är lång nog för att inte betraktas som spekulering.
- Andelen aktier är låg nog för att inte ses som en substantiell investering i respektive land.
- I Belgien antas investeraren vara ”professionell”.

#### **4.1.1.2.7 Skatteincitament för privatpersoner att investera i riskkapital**

- Variabelvärde ett: Skatteincitament för att förmå privatpersoner att investera i riskkapitalmarknaderna finns.
- Variabelvärde tre: Villkoren för variabelvärde ett är inte uppfyllda.

#### **4.1.1.2.8 Beskattning av aktieoptioner**

- Variabelvärde ett: Optioner som mottagits i olika program beskattas vid försäljning av instrumentet.
- Variabelvärde tre: Villkoren för variabelvärde ett är inte uppfyllda.

#### **4.1.1.2.9 Redovisningsmässiga FoU-incitament**

En rad olika forsknings- och utvecklingsdrivande incitamentförslag vägs samman till ett medelvärde. De olika områdena bedöms enligt följande kriterier

- Variabelvärde ett: Incitamentsprogram för FoU som bedöms som goda av EVCA
- Variabelvärde två: Incitamentsprogram för FoU finns men bedöms inte som goda av EVCA
- Variabelvärde tre: Incitamentsprogram för FoU finns inte.

#### **4.1.1.3 Legal familj**

De olika länderna delas in i fyra olika legala familjer, beroende på varifrån det rättsliga systemet härstammar.

- Common law, där Storbritannien samt Irland ingår.
- Skandinavisk civil law, där Sverige, Danmark samt Finland ingår.
- Fransk civil law, där Frankrike, Italien, Spanien, Belgien, Grekland, Portugal samt Nederländerna ingår.
- Tysk civil law, där Tyskland och Österrike ingår.

#### **4.1.1.4 Effektiviteten i det juridiska systemet**

Denna variabel mäter ”effektiviteten och integriteten i den legala miljön” så som det påverkar affärstransaktioner, specifikt sådana som innefattar ett

företag ej hemmavarande i landet.<sup>92</sup> Skalan varierar från noll till tio, där ett högre värde indikerar en högre effektivitet.

#### 4.1.1.5 Korruption

ICRs bedömning av korruptionen inom ett lands myndigheter.<sup>93</sup> Skalan varierar från noll till tio där ett högre värde indikerar en lägre korruptionsnivå.

### 4.1.2 Beroende variabel

Den beroende variabeln inhämtas från en studie gjord av PricewaterhouseCoopers och visar den totala mängden investerat PE-kapital i de olika länderna som procent av de individuella ländernas BNP. Valet att inte använda enbart investerat kapital som mått utan relatera det till bruttonationalprodukten görs för att minimera de skillnader som ländernas olika storlekar ger upphov till.

Tabell 1

Land	PE-marknadens storlek <sup>94</sup>
Belgien	0,137
Danmark	0,132
Finland	0,326
Frankrike	0,389
Grekland	0,032
Irland	0,082
Italien	0,209
Luxemburg	n/a
Nederländerna	0,388
Portugal	0,053
Spanien	0,14
Storbritannien	0,626
Sverige	0,575
Tyskland	0,119
Österrike	0,067

### 4.1.3 Regressioner och bootstrapping

Samtliga av de oberoende variablerna analyserades sedan mot den beroende variabeln med hjälp av enkel linjär regression samt att Efrons ickeparametriska bootstrap används för att granska validiteten hos den utvunna informationen.

<sup>92</sup> La Porta et al, Law and Finance, 1996, sid 50

<sup>93</sup> <http://www.icrgonline.com/>, 2004-05-10

<sup>94</sup> [http://www.evca.com/images/attachments/tmpl\\_21\\_art\\_20\\_att\\_315.pdf](http://www.evca.com/images/attachments/tmpl_21_art_20_att_315.pdf), 2004-04-20



### 4.1.3.1 EVCA

Nedan presenteras en tabell med korrelationskoefficienten och tillhörande p-värde för samtliga av regressionerna som hämtats från EVCA's "Benchmarking European Tax and Legal Environments" samt grafiska plottningar av de variabler som indikerar statistisk signifikans.

Tabell 2

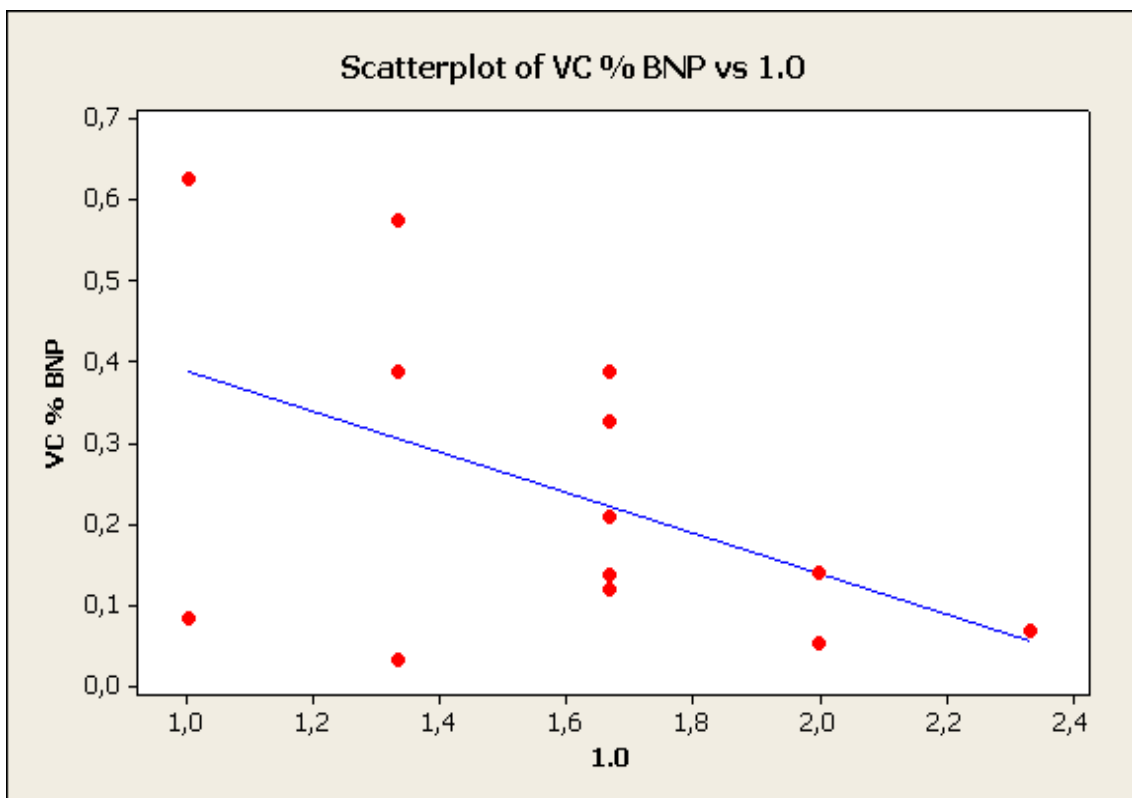
Variabelnamn	Korrelationskoefficient (r)	P-värde
Fondstrukturer	-0,4473	0,0420 <sup>95</sup>
Krav på avisering vid samgående	-0,5380	0,1688
Krav på avstannande av processen vid undersökning	-0,3708	0,1439
Regler kring pensionsfonder	-0,0869	0,3676
Företagsbeskattning	-0,4214	0,0482 <sup>96</sup>
Företagsbeskattning för små och medelstora företag	-0,2559	0,1668
Beskattning av inkomst från kapital	0,0371	0,5764
Skatteincitament för privatpersoner att investera i PE och VC-marknaden	-0,1288	0,3427
Beskattning av optioner	0,0580	0,4476
Redovisningsmässiga FoU-incitament	-0,2738	0,1508
Total poäng	-0,4834	0,0310 <sup>97</sup>

---

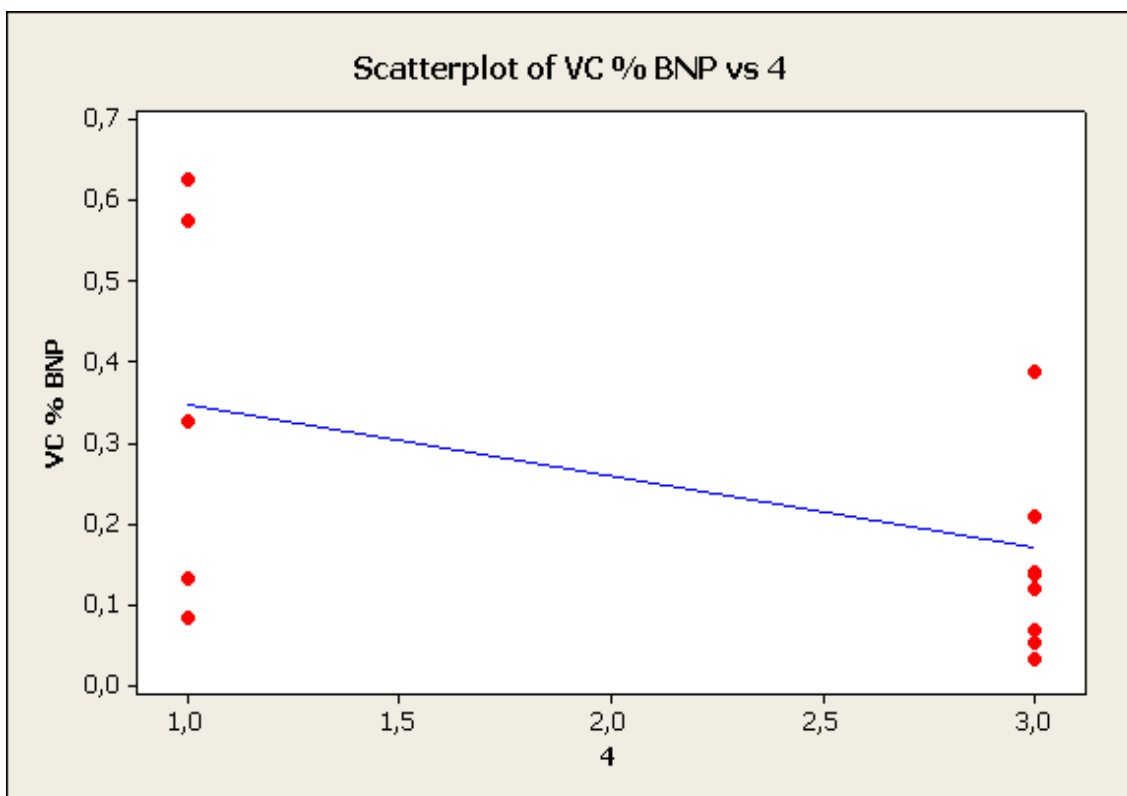
<sup>95</sup> Statistiskt signifikant

<sup>96</sup> Statistiskt signifikant

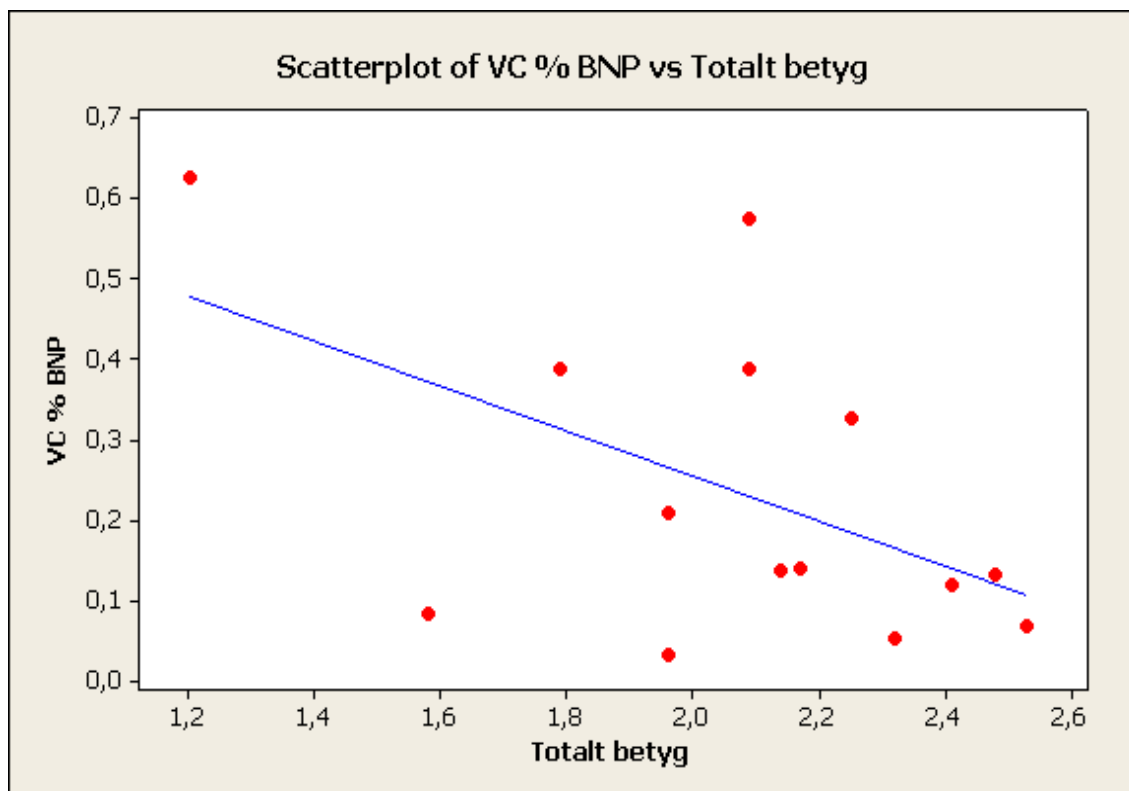
<sup>97</sup> Statistiskt signifikant



Figur 1 Enkel linjär regression för fondstrukturer och marknadens storlek



Figur 2 Enkel linjär regression för företagsbeskattning och marknadens storlek



Figur 3 Enkel linjär regression för det totala betyget och marknadens storlek

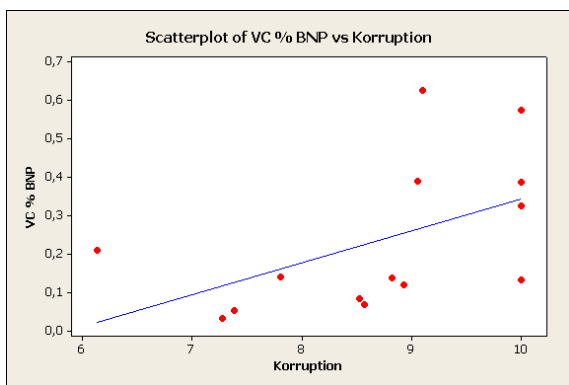
#### 4.1.3.2 Effektiviteten i det juridiska systemet och korruptionens påverkan

Samma förfarande som använts i de tidigare enkla linjära regressionerna appliceras här på variabeln som mäter effektiviteten i det juridiska systemet samt korruptionsindexet.

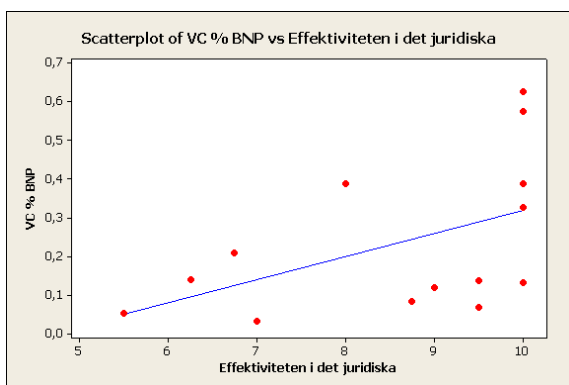
	Korrelationskoefficient (r)	P-värde
Effektivitet i det juridiska systemet	0,4552	0,0190 <sup>98</sup>
Korruptionsindex	0,4719	0,0210 <sup>99</sup>

<sup>98</sup> Statistiskt signifikant

<sup>99</sup> Statistiskt signifikant



**Figur 4 Enkel linjär regression för korruptionsindex och marknadens storlek**



**Figur 5 Enkel linjär regression för effektiviteten i det juridiska systemet och marknadens storlek**

### 4.1.3.3 Legal familj

Nedan relateras den legala familjen till medelvärdet av de ingående ländernas riskkapitalmarknadsstorlek.

Medelvärde

”Common law”

0,354

Skandinavisk ”civil law”

0,344

Fransk ”civil law”

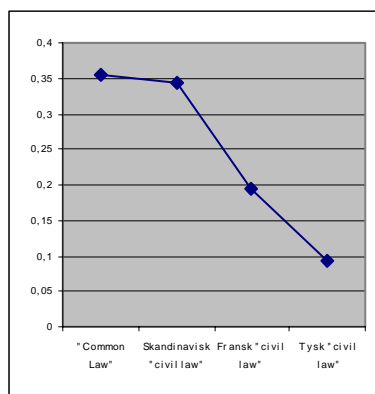
0,193

Tysk ”civil law”

0,093

Samtliga länder

0,246



**Figur 6 Legal familjers genomsnittliga marknadsstorlek**

## 4.2 Intervju Tom Berggren, VD SVCA

De områden som Tom Berggren anser är de viktigaste för svenska PE-bolagen är:

- Risken att de utländska investerarna skall drabbas av extra skatt på grund av det så kallade driftsstället om de investerar i en svensk PE-fond. Det är därför flesta fonder med utländska ägare finns utomlands som kommanditbolag (limited partnership).
- Det saknas skatteincitament för privata investerare. Som det är nu, försöker vi inte helhjärtat få med personer som kan tänkas investera i PE.
- Att förutom bolagsbeskattningen så är den svenska skattesatsen för hög i relation till resten av länderna inom EU.
- När man har investerat pengar i PE bör det kunna gå att skjuta på kapitalvinstbeskattningen ”så att pengarna åtminstone kan jobba tills dom så småningom hamnar hos skatteverket”. Kapitalet kan flyttas till ett nytt investeringsprojekt utan att beröras av beskattning.

När frågan ställdes angående de restriktioner för allokering av pengar som det finns för pensionsfonder i Sverige trodde inte Tom Berggren att det vid lyftning av restriktioner skulle resultera i att mer pengar investeras i PE.

Berggren ansåg att det krångel vi har i Sverige gällande optioner, avskräcker potentiellt duktig arbetskraft från att flytta hit. ”De måste köpa optionerna vilket kan uppfattas som lite väl dyrbart och riskabelt.” Genom köpet betecknas optionerna som värdepapper och man får då betala kapitalskatt. Skatteverkets syn på optioner ger upphov till konstiga tolkningar vilket leder till osäkerhet vid användandet av optioner som incitament för att få hit kompetent personal.

# 5 Analys & slutsats

*Den kvantitativa undersökningen visar att såväl den rättsliga miljön som de enskilda rättsreglerna påverkar storleken på PE-marknaden. Sverige har ett genomgående högt betyg inom rättssäkerhetsaspekterna. Detta anser vi kan förklara varför den svenska marknaden är så stor som den är trots det mediokra lagstiftningsbetyget. Eftersom EVCA:s undersökning visar signifikans på det totala betyget anser vi att det finns grund för att genom en kvalitativ metod undersöka vilka lagförändringar som skulle kunna förbättra den svenska marknads storlek.*

## 5.1 Law and finance

Enligt undersökningen har common law-länderna den genomsnittligt största PE-marknaden. Därefter följer i turordning, skandinavisk-, fransk- och tysk civil law. Våra resultat skiljer sig mot La Portas et al. på den punkten att den tyska och franska rätten skiftat plats. En möjlig förklaring är att det tyska banksystemet är väldigt starkt och dominerande och att skuldfinansiering därför är vanligare i Tyskland. Intressant att notera är att common law, i likhet med La Porta et. al. är den legala familj som även här utmärker sig i positiv riktning. Det går att göra en koppling till teorierna presenterade ovan gällande vikten av ett flexibelt legalt system som snabbt kan anpassa sig till nya förhållanden. Eftersom common law-systemet inte bygger sin lagstiftning på kodifiering utan på prejudikat kan rätten snabbare anpassas nya förhållanden.<sup>100</sup>

## 5.2 Lagregler EVCA

Genom den kvantitativa undersökningen framgår att det finns signifikans mellan det totala lagstiftningsbetyget och marknads storlek.<sup>101</sup> Eftersom syftet med uppsatsen är att se hur svensk lagstiftning skulle kunna ändras för att öka investeringarna på PE-marknaderna kommer de beskrivningar av lagområdena som finns i teoridelen att nedan analyseras.

### 5.2.1 Fondstrukturer

#### 5.2.1.1 Fonduppbyggnad

Kommanditbolagsformen utgör idag den vanligaste bolagsformen för PE-fonder och det är därför eftersträvansvärt att den åtminstone inte skattediskrimineras, vilket idag får anses vara fallet.

---

<sup>100</sup> se ovan 3.1.3 Rättsäkerhet

<sup>101</sup> Se tabell 2 samt figur 3

Kommanditbolagsreglerna bör därför ändras så att full skattetransparens uppstår. En totalöversyn av skattereglerna pågår, där exempelvis bolagen föreslås bli ett eget skattesubjekt. Det är då viktigt att reglerna utformas på ett sätt som inte påverkar bolagsformen grundläggande struktur negativt då det statistiska resultatet tydligt påvisar en korrelation mellan fondstrukturen och storleken på den undersökta marknaden.

- Arbetet med att återställa skattetransparens för kommanditbolag bör påskyndas då de flesta investeringar görs i denna bolagsform.

### 5.2.1.2 Fast driftsställe

En utländsk investerare som investerar i en svensk PE-fond får med dagens regler ett permanent driftsställe i Sverige. Detta gör att investeraren riskerar att drabbas av dubbelbeskattning. Sverige har idag dubbelbeskattningsavtal med de flest europeiska länder och dubbelbeskattningsproblematiken bör därför vara relativt marginell.<sup>102</sup> Dock finns det risk att utländska investerare väljer att investera i utländska fonder istället för att helt undvika risk för dubbelbeskattning. Tom Berggren menar att den svenska PE-marknaden idag förlorar värdefullt kapital pga. av reglerna kring fast driftsställe.

- En anpassning så att denna typ av investering inte omfattas av reglerna om fast driftsställe skulle skapa en internationell skattetransparens och eventuellt öka investeringsviljan i svenska PE-fonder.

### 5.2.2 Fusion

EVCA hänvisar till att det inte finns några konkurrensproblem vid mindre fusioner. Inom EU är konkurrenslagstiftningen en betydande orsak till hur reglerna är utformade. Den svenska fusionlagstiftningen är dock framförallt inriktad på att skydda minoritetsägare och borgenärer. Genom att bolagen måste registrera och invänta godkännande ges samtliga ägare och bolagets borgenärer en möjlighet att motsätta sig affären och undvika att få en sämre ställning än vad man hade innan fusionen. Dessa skyddsvärden är viktiga, även för utomstående investerare i form av exempelvis PE-bolag. Visserligen är PE-bolagen ofta aktiva i sitt ägande och har kanske den insyn som man önskar. Det är även troligt att denna typ av frågor regleras i de avtal som finns mellan investeraren och bolaget. Dock kvarstår det faktum att inte alla som investerar i företag har möjlighet eller kunskap att avtala bort denna typ av potentiella framtida problem. Det är därför viktigt att dessa intressen tillgodoses även om detta kan inverka på PE-bolagens investeringsvilja.

---

<sup>102</sup> Pelin, Lars, *Internationell skatterätt* (2000), s.110

- Dagens fusionslagstiftning innehåller ett skydd för minoritetsägare och ett slopande av reglerna skulle urholka detta varför en ändrad fusionslagstiftning inte är önskvärd.

### 5.2.3 Pensionsfonder och försäkringsbolag

I den svenska regleringen av pensionsfonder och försäkringsbolag finns regler kring hur stora delar av kapitalet som får investeras i onoterade bolag. Den här typen av begränsningar anser EVCA vara negativ för PE-marknaden. Enligt Tom Berggren framstår dock förslagen när det gäller pensionsfonderna som verkningslösa eftersom det primärt inte är lagändringar som kan öka pensionsfondernas investeringar då fonderna inte nyttjar befintligt investeringsutrymme.

Enbart ett avskaffande av pensionsfondernas placeringsregler skulle sannolikt inte innebära någon drastisk förändring av tillgången på kapital på marknaden. Att en möjlighet finns att investera innebär alltså inte att investeringar också sker.

För försäkringsbolagen pågår en översyn av placeringsreglerna inom såväl Sverige som inom EU.<sup>103</sup> Förändringarna förväntas bli i riktning mot EVCA:s rekommendationer.

- En ökad kunskap om de fördelar som finns i att investera i PE hos pensionsfondsförvaltarna skulle sannolikt kunna åstadkomma en ökad investeringsvilja.

### 5.2.4 Skatteregler

#### 5.2.4.1 Inlåsnings effekter

En av de frågor som EVCA och SVCA verkar för är en förändring av reglerna vid avyttring av en investering och byte till en annan. Eftersom man genom en realisation tvingas beskatta även de kapital som binds i en ny investering tappar man omotiverat pengar på vägen. Positiva effekter skulle istället kunna uppnås genom att realiserade vinster beskattas först då pengarna flyttas ur PE-marknaden.

- Inlåsnings effekter bör undvikas och regelverket bör utformas på ett sätt som inte orsakar beskattning vid byte av PE-tillgång. Beskattning bör istället ske i samband med att kapital tas ur arbete.

---

<sup>103</sup> SOU 2003:84 s.39



### 5.2.4.2 Optioner

Optioner är ett viktigt instrument för att kunna locka till sig kompetent personal enligt SVCA.<sup>104</sup> Problemet med dagens lagstiftning är att optionerna måste köpas för att undvika beskattning i inkomstslaget tjänst, där skattesatsen kan bli så hög som 58 % mot 30 % i inkomstslaget kapital. En förändring av optionsreglerna skulle därmed tillåta att en större andel kapital bibehålls i PE-företagen. Om detta i sig skulle bli fallet eller om andra vägar för att finna incitamentprogram istället används är svårt att svara på.

- Då vi inte kan påvisa en koppling mellan storleken på marknaden och beskattningen av optioner finner vi det väl att lämna frågan öppen.

### 5.2.4.3 Beskattning av tjänst

Den svenska beskattningen av tjänst är bland de högsta i Europa. Detta utgör ett hinder vid rekrytering av personal från framförallt utlandet. Vissa incitamentprogram finns dock för utländska nyckelpersoner.<sup>105</sup> I och med Sveriges medlemskap i EU har möjligheten för svensk arbetskraft att ta anställning utomlands kraftigt underlättats vilket innebär att svenska bolag i princip konkurrerar med utländska bolag om den inhemska arbetskraften.

- En harmonisering av beskattningen skulle kunna underlätta för PE-bolag att rekrytera personal, såväl lokalt som globalt.

### 5.2.4.4 Beskattning av kapital

Rörligheten för kapital har ökat kraftigt under de senaste åren. Dels väljer svenska investerare att flytta sina pengar utomlands och dels undviker utländska investerare att investera i svenska fonder. Svenska investerare drabbas förutom av detta av dubbelbeskattning då tillgången beskattats i bolaget innan den är utdelningsbar.

- En harmonisering av beskattningen minskar pengadräneringen och gör att kapital bibehålls inom marknaden.

## 5.2.5 Forskning och utveckling

Sverige får i EVCAs undersökning ett av de sämsta betygen i Europa. Det skulle utifrån detta vara lätt att tro att den svenska FoU marknaden är liten och underutvecklad. Så är dock inte fallet. I Sverige finns det istället för skattesubventioner och dylika incitamentsprogram i syfte att uppmuntra FoU, ett antal statligt ägda institut som hjälper till med investeringspengar i tidiga faser och när företag behöver utveckla idéer.

---

<sup>104</sup> Telefonintervju Tom Berggren, 2004-05-28

<sup>105</sup> se 3.2.6 Forskning och utveckling

Trots detta kan man konstatera att riskkapitalförsörjningen till bolag i exempelvis såddfasen är relativt dålig.<sup>106</sup> Detta kan antagligen förklaras med att de stora FoU-investeringarna görs i de stora svenska börsbolagen. Sverige har relativt sin population en mycket hög andel stora bolag och deras FoU investeringar påverkar troligen statistiken avsevärt.

- Sverige bör behålla de skatteincitament som finns vid anlitan av utländska forskare. Systemet bör även förenklas då det idag kräver en ansökan hos forskningsrådet.
- Skatteincitamentsprogram för att uppmuntra exempelvis uppfinnare att sälja sina uppfinningar inom riket genom att exempelvis slopa beskattning på royalties.

## 5.2.6 Konkurs och insolvens

Den svenska konkurslagstiftningen överensstämmer i stora delar med EVCA:s normer. Möjligheten till att genomföra en företagsrekonstruktion och på detta sätt på ett tidigt stadium få en möjlighet att åtgärda eventuella problem inom bolaget är positivt. Det svenska systemets uppbyggnad gör att institutet kan användas innan problemen blivit allt för långt gångna då kravet för att en rekonstruktion skall beviljas är att bolaget är illikvid.

För att en konkurs skall genomdrivas på ett så snabbt sätt som möjligt är den svenska lagstiftningen även på detta område ett föredöme. I lagen påpekas på ett flertal ställen vikten av att konkursen genomförs skyndsamt. Till detta kommer även att kronofogdemyndigheten satts att tillse att denna regel även efterföljs. Det är troligt att den svenska lagstiftningens utformning är av stor betydelse för att det i Sverige går jämförelsevis fort att få en konkurs avslutad.

Den i grundlag fastslagna rätten till att bedriva näringsverksamhet är positiv. Bolagsverksamma får fortsätta att verka i nya bolag om inga allvarliga fel begåtts vid konkursen. Under tiden då konkursen avslutas finns en karenstid för bolagsmännen där de inte tillåts att fortsätta till andra bolag.

- Den svenska lagstiftningen tar god hänsyn till gäldenär och borgenär och utgör inget onödigt hinder för entreprenörer att gå vidare till annan verksamhet.

## 5.2.7 Entreprenörsklimat - Bolagsbildning

EVCA konstaterar själva i sin undersökning att det finns många fler områden som påverkar klimatet för entreprenörer. Frågan blir ändå om

---

<sup>106</sup> Intervju Tom Berggren, VD, SVCA, 2004-05-28

bolagsbildningsfrågor egentligen är relevanta. De svenska förutsättningarna för att starta ett AB kostnadseffektivt och snabbt synes vara goda. Givetvis kan det vara ett problem med att PRVs väntetider varierar kraftigt under året. Positivt är dock att en målsättning på tre veckor finns.

Enligt EVCAs rapport är kostnaden för att starta ett svenskt aktiebolag, inkluderat obligatoriska kostnader för registrering med mera men exkluderat icke obligatoriska kostnader för rådgivare, revisorer och verksamhetsområdesspecifika kostnader, mellan 15 och 20 kkr. Dessa uppgifter stämmer inte in på våra. Ett nytt aktiebolag kostar 2 000 kr att registrera och ett färdigt lagerbolag kostar ungefär 10 kkr.<sup>107</sup>

- De svenska förhållandena i samband med nybildning av bolag behöver inte genomgå några förändringar då det i dagsläget är snabbt och enkelt att köpa och/eller bilda ett AB.

### 5.3 Avslutande kommentarer

PE-marknaden påverkas starkt av såväl den rättsliga miljön som av lagreglerna. Detta anser vi visat genom att de statistiska undersökningar vi gjort. Det innebär att det finns starka argument, sett ur ett PE-perspektiv, för att Sverige skall fortsätta att ligga i framkanten inom detta område och samtidigt arbeta för att förbättra vissa av de specifika reglerna, främst fondstruktur och skatterelaterade inlåsnings effekter. Vid sidan av regelförändringar bör även en ökad kunskap hos pensionsbolagen gällande PE eftersträvas.

---

<sup>107</sup> se 3.2.8

# Källförteckning

## Offentligt tryck

### *Betänkanden*

2001/02:LU19 Näringsförbud, m.m.

### *Statens offentliga utredningar*

SOU 2003:84 Förslag till ett moderniserat solvenssystem för försäkringsbolag

### *EG-direktiv*

direktiv 92/49/EEG av den 18 juni 1992 om samordning av lagar och andra författningar som avser annan direkt försäkring än livförsäkring

direktiv 2002/83/EG av den 5 november 2002 om livförsäkring

### *Propositioner*

Prop. 1995/96:5 Lag om företagsrekonstruktion

Prop. 1995/96:109 Skattelättnad för riskkapital, m.m.

Prop. 1998/99:44 Ändringar i lagen (1986:436) om näringsförbud

Prop. 2002/03:96 Skattefri kapitalvinst och utdelning på näringsbetingade andelar

## Litteratur

Bogdan, Michael, *Komparativ rättskunskap* (1996), upplaga 1:2, Norstedts Juridik, Stockholm

Bryman, Alan *Samhällsvetenskapliga metoder* (2002), Liber Ekonomi, Malmö

Davison, A. & Hinkley, D., *Bootstrap Methods and Their Applications* (1997), 1:a upplagan

Holme, Idar Magne, *Forskningsmetodik Om kvalitativa och kvantitativa metoder, andra upplagan* (1997), Studentlitteratur, Lund

Jacobsen, Dag Ingvar, *Vad, hur och varför? Om metodval i företagsekonomi och i andra samhällsvetenskapliga ämnen* (2002), Studentlitteratur, Lund

Johansson, Svante, *Nials svensk associationsrätt i huvuddrag* (2001), 8e upplagan, Norstedts Juridik, Stockholm

Körner, Svante & Wahlgren, Lars, *Praktisk statistik* (2002), 3:e upplagan, Studentlitteratur, Lund

David, Renè, *Les grands systèmes de droit contemporains* (1982) 8:e upplagan, Dalloz, Paris

Lodin et al., *Inkomstskatt –en läro- och handbok i skatterätt, del 1* (2001), 8e upplagan, Studentlitteratur, Lund

Modéer, Kjell Å, *Historiska Rättskällor* (1997), 2a upplagan, Nerenius & Santéus Förlag, Stockholm

Nilsson, Pia, *Placera pengar i fonder* (2000), Sellin & partner, Stockholm

Nyman, Michael, *Riskkapital* (2002), upplaga 1:1, Elanders Gotab, Stockholm

Peczenik, Aleksander, *Juridikens teori och metod* (1995), Norstedts Juridik, Stockholm

Pelin, Lars, *Internationell skatterätt* (2000), 2a upplagan, Studentlitteratur, Lund

Rodhe, Knut, *Aktiebolagsrätt* (2000), 9e upplagan, Norstedts Juridik, Stockholm

Welamson, Lars, *Konkurs* (1997), 9 upplagan, Norstedts Juridik, Stockholm

## **Rapporter**

EVCA 2003 Annual Report

EVCA, *Benchmarking European Tax & Legal Environments* (2003)

EVCA, *Benchmarking European Tax & Legal Environments* (2004)

European Commission, *Employee stock options* (2003)

La Porta et al, *Law and Finance* (1996)

La Porta et al, *Legal Determinants of External Finance* (1997)

La Porta et al, *Corporate Ownership Around the World*, (1998)

La Porta et al, *Corporate Governance and Globalization: Arguments and Evidence Against Convergence*, Maruo Guillen, (1999)

La Porta et al, *Investor Protection and Corporate Valuation*, (1999)

## Elektroniska källor

European venture capital association, *About EVCA*, URL:  
[http://www.evca.com/html/about\\_what.asp](http://www.evca.com/html/about_what.asp), 2004-05-20

European venture capital association, *Introduction*, URL:  
[http://www.evca.com/html/public\\_affairs/introd.asp](http://www.evca.com/html/public_affairs/introd.asp), 2004-05-31

European venture capital association, *Funds raised in Europé*, URL:  
[http://www.evca.com/images/attachments/tmpl\\_21\\_art\\_19\\_att\\_309.pdf](http://www.evca.com/images/attachments/tmpl_21_art_19_att_309.pdf),  
2004-04-20

Fjärde AP-fonden, *En presentation av de nya AP-fonderna*, URL:  
[http://www.ap4.se/Files/356/AP-folder\\_svenska.pdf](http://www.ap4.se/Files/356/AP-folder_svenska.pdf), 2004-06-01

International Country Risk Guide  
<http://www.icrgonline.com/>, 2004-05-10

Premiepensionsmyndigheten, URL:  
<http://www.ppm.nu/>, 2004-05-26

Sjätte AP-fonden, URL:  
<http://www.apfond6.se/index1.htm>, 2004-05-26

Sjätte AP-fonden, *Sjätte AP-fonden på den svenska riskkapitalmarknaden*,  
URL:  
[http://www.apfond6.se/om\\_sjatte\\_apfonden/riskkapitalmarknaden.shtml](http://www.apfond6.se/om_sjatte_apfonden/riskkapitalmarknaden.shtml),  
2004-05-26

Sjunde AP-fonden, *Placeringspolicy*, URL:  
<http://www.ap7.se/dokument/policy/Placeringspolicy.pdf>, 2004-05-30

Skatteverket, URL:  
<http://www.skatteverket.se/>, 2004-05-28

Skatteverket, *Konkurs, Företagsrekonstruktion & Ackord Avsnitt 7 –  
Näringsförbud*, URL:  
<http://skatteverket.se/kronofogden/handledning/90004/kap7.html>,  
2004-05-30

Svenska Riskkapitalföreningen, URL:  
<http://www.vencap.se>, 2004-06-02

Svenska Riskkapitalföreningen, *Riskkapitalbranschens utveckling i  
Sverige*, URL:  
[http://www.vencap.se/article\\_view.asp?ArticleID=29](http://www.vencap.se/article_view.asp?ArticleID=29), 2004-05-20

Svenska Riskkapitalföreningen, *Om Riskkapitalföreningen*, URL:  
<http://www.vencap.se/omsvca.asp>, 2004-05-28

Svenska Riskkapitalföreningen, *Remissvar till Betänkandet SOU 2001:11, Utdelningar och kapitalvinster på företagsägda andelar*, URL: <http://www.vencap.se/nyheter.asp?NewsId=19>, 2004-06-02

Venture Capital in Europe, *History*, URL: <http://www.europeanvc.com/history.htm>, 2004-05-20

### **Muntliga källor**

Intervju Tom Berggreen, VD SVCA, 2004-05-28

Telefonintervju Svenska Standardbolag AB, 2004-06-01

Telefonintervju PRV Bolag, 2004-06-01

# Bilaga 1

## Frågor till Tom Berggren

EVCA pekar i sin rapport på ett antal områden som är viktiga för VC-marknaden. Vad är din bedömning om rapporten, är den relevant?

I rapporten får Sverige ett genomsnittsbetyg på sin lagstiftning som är något under genomsnittet trots detta har Sverige en riskkapitalmarknad som är bland de största i Europa och världen sett till investerat kapital i förhållande till BNP. Hur viktig är egentligen lagstiftningen? Finns det andra faktorer som är avsevärt viktigare?

I undersökningen får Sverige dåliga betyg på i fyra områden:

### *FoU:*

Sverige satsar mycket pengar på FoU, enligt siffror från OECD, trots detta får Sverige mycket låga betyg när det gäller detta område.

Vad beror detta på? Är FoU ett problem för just mindre bolag?

### *Fusionslagstiftning:*

För att erhålla ett bra betyg skall det vid en fusion inte vara obligatoriskt att anmäla affären och det skall inte heller vara nödvändigt att avvakta fusionen under den tiden myndigheter utreder den. Utgör denna lagstiftning ett hinder? I vilka situationer i så fall? Kan inte denna lagstiftning utgöra ett bra skydd även för VC-bolag?

### *Möjlighet för utländska investerare att undvika fast driftsställe*

Förklara vad som är problemet!

### *Skattelagstiftning alla områden utom bolagsskatt:*

Den svenska skattelagstiftningen får lägsta betyg på samtliga områden utom ett, bolagsskatten. Trots detta har Sverige en stor riskkapitalmarknad.

Vad beror detta på?

Är skattelagstiftningen verkligen så viktig som den utges för att vara?

Får den kanske för stor inverkan på det totala betyget?

Finns det förklaringar till detta, exempelvis att de stora kapitalförsörjarna i Sverige är exempelvis sjätte AP-fonden, Skandia, Industrifonden m fl. Berör skattelagstiftningen kanske i huvudsak de mindre investerarna?

I Sverige finns regler om hur stor andel av pensionsfondernas- samt försäkringsbolagens kapital som får investeras i PE. Är det viktigt att dessa får investera fritt? Varför?

Hur mycket mer skulle investeras om de var fria att investera hur mycket de vill?