

NHH



INNSPEL TIL «NORGE MOT 2025»

Aksel Mjøs, Førsteamanuensis Norges Handelshøgskole og leiar av Kapitaltilgangsutvalet 2017-18

18. Januar 2021



Mitt mangesysleri pregar mine innspel...

- Kapitaltilgangsutvalet, men og:
 - 14 år i finans (Morgan Stanley, DNB)
 - I styrer i Kavli sidan 2002 – styreleiar i Kavlifondet sidan 2013
 - Forskar på banklån, oppstartsselskap og lånekontraktar, stort sett med (fantastiske) norske data
 - Lokalt engasjert på Osterøy, sit som planutvalsleiar i kommunen
 - Med i Stiftelseslovutvalet (2016!)
 - Ansvarleg for ny Bærekraftsutdanning («Sustainable Finance»)
 - Gründer av Gi Gaven Videre – non-profit digitale gåvekort som mottakar gjev til gode føremål
 - Utgreier for ny lov om rekonstruksjon
 - ++



NHH



Our profits go to charity



**Gi gaven
videre.**



Struktur:

1. Kapitaltilgangsutvalet – refleksjonar ut frå tilrådingar og oppfølging

2. Andre tema:
 - a) Mangfaldig kapitalmarknad
 - b) Krefter for konsentrasjon og sentralisering

KAPITAL I OMSTILLINGENS TID NOU 2018: 5

REFLEKSJONAR – JANUAR 2021





Utvalet sine samlevurderingar

- Den norske kapitalmarknaden er hovedsakleg velfungerande og forventta lønsame prosjekt får stort sett nok, og rett, finansiering.
- Få nye, større vekstselskap, og dette skuldast **og avgrensa tilfang av risikoberande kompetent kapital.**
- Krevjande eigenkapitaltilgang til verksemdar som treng i storleiksorden opp til 20 mill. kroner.
- Staten kan både fjerna hindringar i kapitalmarknaden og leggja betre til rette for auka effektivitet.



Hovudmoment (1)

Avgrensa omfang av privat risikoberande kapital, og utvalet foreslår difor:

- Tiltak for auka risikoevne for kapitalen i pensjonssparing og stiftingar
- Nytt statleg venture fond-i-fond-mandat på 1 mrd. kr. gjennom omallokering av midler avsett til Investinor
- At unoterte selskap kan eigast gjennom aksjesparekonto
- Permanent, fleksibel og betre forvalta såkornordning
- Avvikla formuesskatt
- Meir disiplinert offentleg eigarskap



Hovudmoment (2)

- Nye bankreguleringar må konsekvensutgreiast både med omsyn til finansiell stabilitet og kapitaltilgang
- Tilrettelegging for folkefinansiering (crowdfunding), både som lån og eigenkapital
- Meir effektive konkursar og restruktureringar
- Betre digitalisert informasjonsutveksling i kapitalmarknaden
- Heilskapleg gjennomgang av offentlege verkemidlar for å gjera dei meir oversiktlege, effektive og tilgjengelege



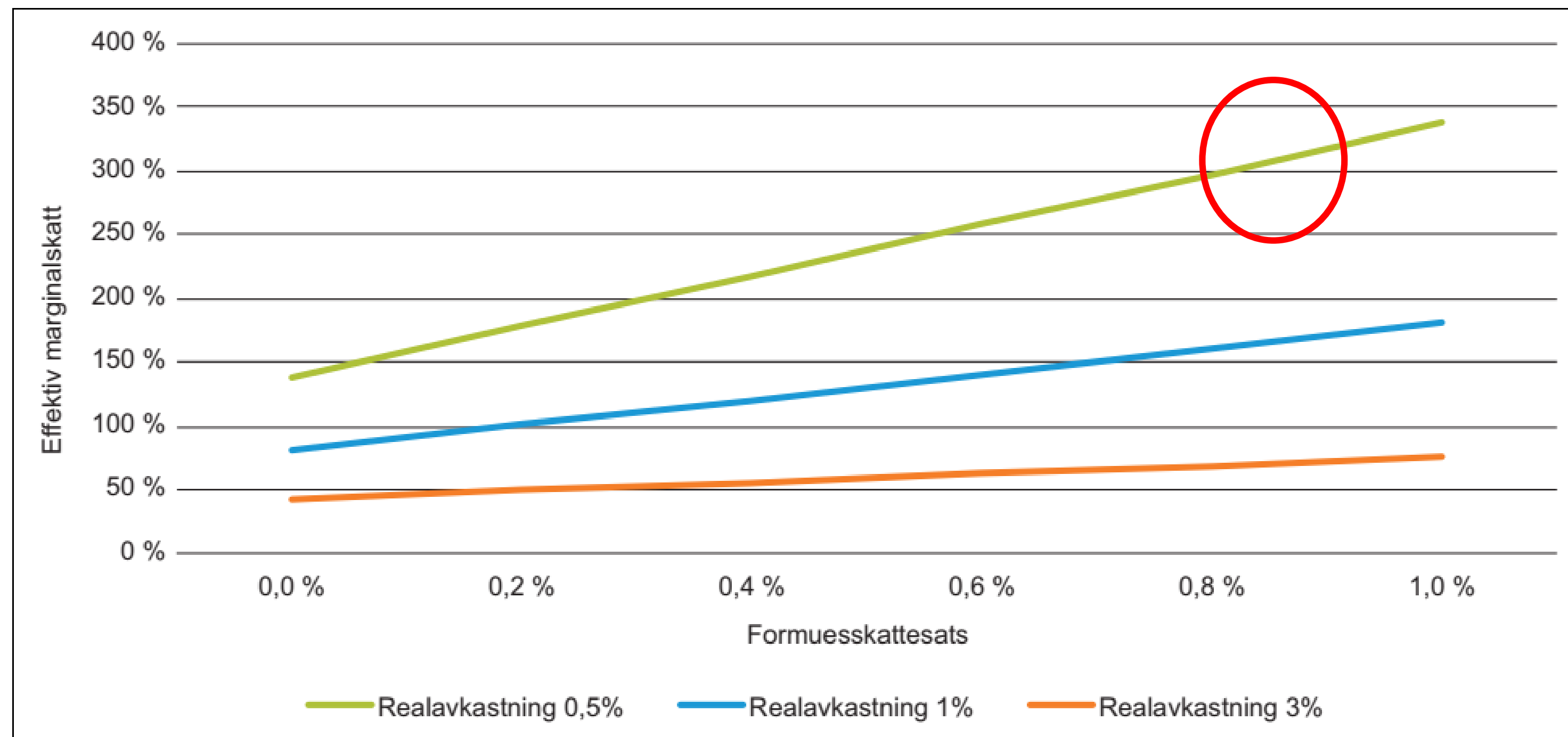
Refleksjonar etter snart 3 år:

Større utfordringar som ikkje er tilstrekkeleg adressert:

- *Konsistent tilrettelegging for at spararar tek forsvarleg marknadsrisiko:* Pensjon, stiftingar, crowdfunding++
- *Formuesskatten:* Ikkje tilstrekkelege tiltak for å redusera uheldige verknadar, f.eks. favorisering av fast eigedom, at redusert avkastning gjev høgare skatt, diskriminering av norsk eigarskap++
- *Fråvære av reellt forenkla reguleringar,* f.eks. crowdfunding, bankreguleringar, pensjon. Bruk av «regulatoriske sandkasser» og gode vesentlighetsvurderingar.

Formues skatten...

(Frå NOU'en)



Figur 8.6 Effektiv marginal skattesats på bankinnskudd på y-aksen med ulike formuesskattesatser på x-aksen. Det forutsettes inflasjon på 2,5 prosent og en skattesats på alminnelig inntekt på 23 prosent.

Kilde: Finansdepartementet

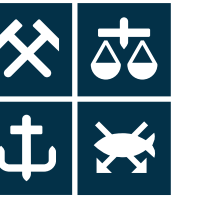
- Effektiv skatt på usikker kapitalinntekt er i dag mange ganger inntekta
- Kapitalmarknaden er ikkje effektiv – difor «bit» formuesskatten endå meir:
 - Likviditetsutfordring med å finansiera skatten – størst problem med dei mest FoU-tunge selskapa
 - Mindre attraktivt for norske eigarar å investera i norske selskap, påverkar eigarskapet
 - Skaper konkurransevridning i sektorar med utanlandseigde aktørar
 - Framleis mest attraktivt å investera i sentrale eigedomar, heller enn verksemder

Aktuelle prosessar – meir og mindre aktive



- *Rekonstruksjonslova* – midlertidig er på plass, permanent er i prosess
- *Statsobligasjonar med lengre løpetid* – Avvist hausten 2019 med for enkel vurdering av nytten for marknaden
- *Digitalisert basert reduksjon i transaksjonskostnader og informasjonsasymmetri* (Nordic Smart Government)
- &
 - Patentar – tilgjengelege registre og forenkla pantbarhet
 - Opsjonsbeskatning
 - Unoterte aksjar i aksjesparekonto

Rekonstruksjonslovgjevinga er også viktig for vekstselskap



Received financing from:

<i>Etbl. 2004-2014</i>	Innovation Norway		Venture Capital	
	IN	VC	IN+VC	Other
Number of firms	997	310	236	9,864
% Independently operating	0.64	0.56	0.66	0.63
% Bankrupt or disappeared	0.19	0.20	0.14	0.27
% Merged	0.05	0.07	0.06	0.04
% Acquired	0.12	0.14	0.11	0.05
% IPO'd	0.00	0.03	0.03	0.00

Kisseleva, Mjøs, Robinson: «*The returns to Early Stage Investments*» WP 2020 (R&R *Journal of Finance*)

- Ein stor del av lovande nysatsingar er likevel ikkje levedyktige, men vi treng likevel denne risikotakinga i næringslivet (*ex ante*)
- Godt regelverk og god praksis sikrar rask likvidering og omallokering av ressursar i dei håplause – og rask restrukturering og nytt liv for dei lovande – verksemdene.



Kva anna hadde vi teke med i dag?

- Finansiering av berekraftig omstilling – offentleg innsikt, rammer og risikoavlastning kobla med privat initiativ og investering..
- Reduksjon av direkte og indirekte kapital og investeringsstønad som veletablerte næringar har «hevd» på – og forsvarar (*zero-based budgeting*)
- Er det reelle utfordringar i å skalera opp nysatsingar, og spelar vi godt nok med i internasjonale samarbeid, f.eks. Horizon Europe?
- Meir på kommersialisering av forskarar og forsking

-trur eg!



Struktur:

1. Kapitaltilgangsutvalet – refleksjonar ut frå tilrådingar og oppfølging

2. Andre tema:
 - a) Mangfaldig kapitalmarknad
 - b) Krefter for konsentrasjon og sentralisering



Vi treng ein mangfaldig kapitalmarknad..

Avkastning på å investera i innovative, norske, unoterte, tidlegfaseselskap, 2004-16

-> Ex Ante verdsettelse er ikkje enkelt.....

TVPI: 1=pengane tilbake

PME:

1=TVPI+markedsjustering

Kjelde: Kisseleva, Mjøs, Robinson, «The Returns to Early-Stage Investments in Innovation», WP '20, R&R i Journal of Finance

	N	Mean			Percentiles						
		wins'd	unwins'd	Std	5th	10th	25th	50th	75th	90th	95th
Hypothetical investment returns—untraded shares valued at last cluster median price											
<i>TVPI</i>	24,911	2.24	21.53	5.77	0.00	0.00	0.30	0.99	1.61	4.01	6.61
<i>TVPI_{value-weighted}</i>	24,911	1.51	314.37	4.48	0.00	0.00	0.08	0.99	1.17	3.15	3.31
<i>PME</i>	24,911	1.63	16.08	3.60	0.00	0.00	0.19	0.86	1.29	3.60	4.71
<i>PME_{value-weighted}</i>	24,911	1.05	189.47	2.76	0.00	0.00	0.05	0.57	1.02	1.99	2.54

- Svært krevjande å finna rett selskap, team og teknologi -> Vi treng eit mangfald av kompetente investeringsmiljø som har rammer for å finna og vera kompetente eigarar av nye, viktige, vekstselskap
- Viktig at offentlege aktørar, også politikarar, som ikkje er rett incentiverte, ikkje tek investeringsavgjerder



No må stiftingane verta tekne på alvor!

- Lovutgreiinga har støva ned i over 4 år!
- Stiftingar forvaltar omlag 170 mrd.kr., og er viktige, langsiktige, uavhengige, investorar i kapitalmarknaden.
- Ei rekkje dårleg tilpassa nye lovkrav som hemmar god drift og utvikling i stiftingar





US: Amendments to SEC Regulation Crowdfunding. These include:

- Raising the offering limit in Regulation Crowdfunding from \$1.07 million to \$5 million;
- Amending the investment limits for investors in Regulation Crowdfunding offerings by:
 - removing investment limits for accredited investors; and
 - using the greater of their annual income or net worth when calculating the investment limits for non-accredited investors;
- Extending for 18 months the existing temporary relief providing an exemption from certain Regulation Crowdfunding financial statement review requirements for issuers offering \$250,000 or less of securities in reliance on the exemption within a 12-month period;
- Permitting Regulation Crowdfunding issuers to “test-the-waters” prior to filing an offering document with the Commission in a manner similar to current Regulation A and,
- Establishing rules that permit the use of Special Purpose Vehicles (SPV) that function as a conduit for investors to facilitate investing in Regulation Crowdfunding issuers.

- Folkefinansiering er ein marknadsplass der små foretak møter investorar, som alternativ til heilt uformelle nettverk.
- Verdipapirlovutvalget skal innan 1.9.21 komme med utredning om innføring av EUs nye folkefinansieringsregelverk
- Folkefinansiering utvidar kapitalmarknaden og f.eks. i USA er regelverket liberalisert gjennom pandemien for å styrka kapitaltilgangen til verksemdar.
- Volumet i Noreg (lån & egenkapital) var i 2020 ca. XX mill.kr.
- Investorbeskyttelse er sentralt knytta til crowdfunding, likevel er det interessant å reflektera over at nordmenn spelte for om lag 17 mrd.kr. hjå Norsk Tipping i 2019.

Konsentrasjon og sentralisering vs. mangfald og lokalt engasjement



- Regelverk og rapporteringskrav – «kvalitetssikringshelvetet» - skapar konsentrasjon og sentralisering:
 - Det er alltid avvegingar mellom tryggleik/kvalitet og andre omsyn – ingen tiltak må få stå over budsjettammene
 - Tunge, velmeinte bransjereguleringar driv konsentrasjon og skapar etableringshindringar
 - Statlege aktørar med snevre mandat (som Statens Vegvesen og NVE) overkøyrer lokale vurderingar og hindrar god samfunnsutvikling i heile landet
 - For mange tener (timebetalt) på kompliserte prosessar og rapportar, utan å vera eksponerte for verknadane sjølve – alltid relevant med «What's in it for me?»
- Vi treng motkrefter mot unødig sentralisering og konsentrasjon, det er for lett å utvida regelverk og rapportering



Oppsummert

- Vi treng fleire kompetente, private aktører i kapitalmarknaden, særleg på eigenkapitalsida – for å støtta viktig, bærekraftig vekst
- Erfaringa frå pandemien og digitale løysingar lar oss redusera sentralisering og konsentrasjon – då må ikkje regelverksproduksjonen hindra dette
- Internasjonalt samspel er stadig viktigare for å forstå og løysa samfunnsutfordringane – også for verksemdene