

Minnisblað

vegna athugasemd við frumvarp til laga um opinberan stuðning til fjárfestinga í sprota- og nýsköpunarfyrirtækjum (frumvarpið)

29. maí 2020

Undirritaðir voru boðaðir á fund Efnahags- og viðskiptanefndar Alþingis 27. maí sl. og var í kjölfar þess fundar óskað eftir viðbrögðum við nokkrum athugasemdum sem borist hafa við frumvarpið og óskað eftir skoðun þeirra á þeim athugasemdum.

Tilgangur KRÍU

Undirritaðir líta svo á að tilgangur með stofnun KRÍU, eins og kveðið er á um í frumvarpinu, sé eftirfarandi:

- A. Að stuðla að mótun og þroska umhverfi vísisjóða (VC) á Íslandi;
- B. Að gera íslensku atvinnulífi, einkum því sem byggist á nýsköpun og hugviti, kleift að ná hraðari, arðbærari og alþjóðlegri vexti;
- C. Að stuðla að því að skipulag íslenska nýsköpunarumhverfisins sé með þeim hætti að það falli vel að alþjóðlegu umhverfi nýsköpunar- og vaxtarfjárfestingar;
- D. Að stórauka aðgengi sprotafyrirtækja að áhættufjármagni á fyrstu stigum;
- E. Að stuðla að því að einkafjárfestar (svo sem lífeyrissjóðir og aðrir stofnanafjárfestar) geti tekið aukinn þátt í fjárfestingum í nýsköpunar- og sprotasjóðum með hagnað að leiðarljósi.

Eins teljum við mikilvægt að undirstrika að það er ekki markmið með þessari áætlun að ríkið gerist beinn áhættufjárfestir með markmið um hámarksávöxtun fjármuna. Slíkt markmið samræmist ekki almennum rökstuðningi fyrir opinberum stuðningi við nýsköpunarumhverfið og tíðkast að jafnaði ekki. Þá er það heldur ekki markmið með stofnun Kríu að beina nýsköpunarstarfsemi í tiltekinn farveg eða geira. Vilji stjórnvöld ná slíkum markmiðum í gegnum nýsköpun er heppilegra að beita til þess öðrum úrræðum.

Þessi markmið með stofnun Kríu er mikilvægt að hafa í huga við mat á þeim athugasemdum sem fram eru komin um frumvarpið. Einkum er mikilvægt að gera nokkurn greinarmun á því almenna markmiði að auka aðgengi að fjármagni (D) og þeim markmiðum sem hafa að gera með tegund fjármögnunarinnar (A, B og C).

Tillagan um stofnun Kríu þjónar einkum og sér í lagi þeim tilgangi að móta umhverfi fyrir fjárfestingu í hugvitsdrifnum nýsköpunarfyrirtækjum, en útilokar alls ekki aðrar aðferðir stjórnvalda til þess að styðja við nýsköpun (svo sem í gegnum samkeppnissjóði). Slík önnur markmið, góð og gild sem þau eru, geta hins vegar ekki blandast með góðu móti inn í þá áætlun sem lagt er upp með í þessu frumvarpi.

Öll skilyrði sem sett hafa verið fram um mótframlag Kríu til vísisjóða mótast fyrst og fremst af þeim tilgangi sem lagt er upp með. Í þessu ljósi viljum við því bregðast við athugasemdum sem fram hafa komið annars vegar frá Nasdaq Iceland (Nasdaq) og hins vegar frá Samtökum sprotafyrirtækja (SSP).

Athugasemdir frá Nasdaq

Tillaga Nasdaq um að Kría fjárfesti í hlutabréfum á markaði

Nasdaq leggur til þá breytingu á frumvarpinu að Kría geti fjárfest í „almennum útboðum sprota- og nýsköpunarfyrirtækja.“

Þessi tillaga fellur engan veginn að mikilvægustu markmiðum lagasetningarinnar (A, B og C), en ekki nema að mjög takmörkuðu leyti samrýmanleg tilgangi E, en er ágætlega samrýmanleg tilgangi D. Fjárfesting í fyrirtækjum á markaði felur ekki í sér neins konar aðkomu reyndra fjárfesta að sprota- og nýsköpunarfyrirtækjum, en tilgangur frumvarpsins er einmitt að styrkja betur það umhverfi íslenskra fyrirtækja, svo þau hafi aðgang að sérhæfðum fjárfestum sem leggja til þekkingu, reynslu og tengsl en ekki einvörðungu fjármagn. Hafi stjórnvöld áhuga á því að fjárfesta beint í fyrirtækjum á markaði þá er mjög mikilvægt að slíkt sé ekki gert á grundvelli Kríu.

Aðrar athugasemdir Nasdaq

Nasdaq gerir athugasemd við þá fyrirætlan að ríkið gefi einkafjárfestum kost á því að kaupa hlut Kríu út úr sjóðum, með fyrirframákveðnum vaxtakjörum. Ástæða þessa ákvæðis er að það er í samræmi við tilgang frumvarpsins og hafa sambærileg ákvæði reynst vel annars staðar (einkum Ísrael).

Á undanförunum áratugum er tvennt sem er áberandi við markmið stjórnvalda, einkum á Vesturlöndum, með stuðningi við fjármögnunarumhverfi nýsköpunar:

- a) Stjórnvöld hafa ekki það markmið að hámarka arðsemi af því fjármagni sem þau leggja til uppbyggingar nýsköpunarumhverfisins heldur að stuðla að því að starfandi sé heilbriggt umhverfi slíkrar fjárfestingar. Í flestum tilvikum er því beinn ábati stjórnvalda af þátttöku takmarkaður með einum eða öðrum hætti.
- b) Stjórnvöld taka sér ekki það hlutverk að ákveða í hvaða fyrirtækjum skuli fjárfest heldur byggja þátttöku sína á því að einkaaðilar séu tilbúnir til að fjárfesta, hvort sem er í einstökum fyrirtækjum eða fjárfestingarsjóðum.

Með því að gefa öðrum fjárfestum tækifæri á að kaupa út hlut ríkisins kemst hið opinbera hjá því að vera beinn þátttakandi í áhættufjárfestingum, en það er álitid geta verið óaðlaðandi fyrir einkafjárfesta á síðari stigum í rekstri sjóða að opinber aðili hafi beinna eða óbeinna hagsmuna að gæta varðandi ákvarðanir sem varða einstök fyrirtæki í eignasafni sjóðsins.

Vangaveltur Nasdaq um „óþarfa gagnrýni“ og „ákveðna hagsmunaárekstra“ sem falist gætu í þessu fyrirkomulagi virðast ekki eiga við rök að styðjast. Þvert á mót myndi hætta á slíku vera mun meiri ef hið opinbera yrði áfram þátttakandi í sjóðum þegar taka þarf erfiðari ákvarðanir um ráðstöfun eignasafns, fylgifjárfestingar í tilteknum fyrirtækjum og þar frameftir götunum. Núverandi tillaga byggist á algjörlega fyrirsjáanlegum og gegnsæjum skilmálum sem allir fjárfestir ganga að við stofnun sjóðs.

Athugasemdir frá SSP

Tillaga um að ákvæði um að fjárfestum bjóðist að kaupa hlut Kríu á fyrirfram ákveðnum kjörum verði fellt út (i)

Vísad er til umfjöllunar um sambærilega tillögu frá Nasdaq, hér að framan. Ásamt þeim rökum sem Nasdaq nefnir lýsir SSP áhyggjum af samkeppnisstöðu sjóða sem ekki hljóta fjármögnun frá Kríu, þar sem um „styrk til fjárfesta“ sé að ræða og það skekki samkeppnisstöðuna.

Um þetta er það að segja að áhættan vísisfjárfestingum er margslungin, eins og þeir sem fylgjast með gengi nýsköpunarfyrirtækja á markaði þekkja. Fyrirtæki sem komin eru langt og teljast jafnvel gríðarlega mikils virði um stund geta hrapað á stuttum tíma niður í nánast ekkert. Um þetta er aragrúi dæma. Af þessu leiðir að möguleiki fjárfestis á að vera keyptur út úr vísisjóði á fyrirframákveðnum kjörum getur hæglega reynst ábatasamari kostur heldur en að fylgja fjárfestingunni í gegnum allan líftíma sjóðsins.

Þrátt fyrir þetta er það vissulega hugmyndin með Kríui að gera fjárfestingu í vísisjóðum meira aðlaðandi með mótframlagi Kríu. Stjórnvöld víða um heim hafa farið ýmsar leiðir til þess að ná sambærilegum markmiðum og fela þær allar í sér einhvers konar ívilnanir, sbr. eftirfarandi yfirlit um algengar aðferðir:

- 1. Ríkið leggur fram fjármagn með einkafjárfestum.** Þegar sjóður er stofnsettur, og fyrir liggja skuldbindingar frá einkaaðilum um þátttöku, skipulag sjóðsins og stefna hefur verið ákveðin, þá hafa þeir aðgang að mótframlagi frá opinberum sjóðum. Þessi þátttaka hefur sums staðar numið meira en helmingi heildarfjármögnunar sjóðanna.
- 2. Tímasetning inngreiðslu ólík milli aðila.** Starfsemi sjóða byggist að jafnaði á því að hluthafar leggja inn fjármagn eftir því sem þörf er á og samkvæmt samningi. Sums staðar (t.d. í Bretlandi) hefur ríkissjóður niðurgreitt aðra hluthafa með því að leggja sinn hluta skuldbundins fjármagns (e. committed funds) inn í sjóðinn á undan einkafjárfestum.
- 3. Ríkisframlagið er skilgreint sem lán.** Einkafjárfestar fá lánsfé frá ríkinu við stofnun sjóðsins sem þeir endurgreiða á fyrirframgefnum vöxtum, í stað þess að ríkið sé fullgildur þátttakandi í sjóðnum. Þessi aðferð eykur vænta ávöxtun annarra sjóðsfélaga.
- 4. Hámark er sett á ábata ríkisins.** Samkvæmt þessari aðferð er framlag ríkisins að öllu leyti jafnsett framlagi einkafjárfesta, nema að ákveðið hámark er sett á ábatann sem ríkið getur hlotið af fjárfestingunni. Þegar greitt er út úr sjóðnum þá fær ríkið sinn hluta og allt að hámarkinu greitt, en einkafjárfestarnir skipta með sér öllum umframhagnaði af sjóðnum.
- 5. Einkafjárfestar hafa kauprétt á hlut ríkisins.** Þessi leið felur í sér að stjórnvöld (eða stofnun á vegum stjórnvalda) leggur til fjármagn ásamt öðrum fjárfestum við stofnun sjóðsins en að ákveðnum tíma liðnum (t.d. fimm til sjö árum) hafa aðrir fjárfestar (e. limited partners) rétt til þess að kaupa hlut ríkisins á fyrirframgefnum kjörum. Þessari aðferð var beitt í Yozma áætluninni, og telja höfundar hennar að þessi valkostur hafi ráðið miklu um þann árangur sem rakinn er til framtaksins.
- 6. Vörn gegn fjártapi.** Sums staðar hafa stjórnvöld hvatt einkafjárfesta til að fjárfesta í áhættusömum sprota-, nýsköpunar og vaxtarfyrirtækjum með því að ábyrgjast tiltekinn hluta fjárfestingarinnar. Í Þýskalandi, Frakklandi og Danmörku hafa verið gerðar tilraunir með slíka sjóði.
- 7. Niðurgreiðsla rekstrarkostnaðar sjóða.** Áætlun sem kallast *European Seed Capital Scheme* byggist á því að opinbert fjármagn niðurgreiðir kostnað við rekstur sjóða, þannig að innlagt hlutfé nýtist að meira leyti til fjárfestingar í fyrirtækjum en ekki í kostnað.

Það er mat okkar að sú leið sem valin er með Kríu sé sú sem hefur einna minnst raskandi áhrif á markaðinn en felur þó í sér verulegt tækifæri til þess að hafa raunveruleg og jákvæð áhrif á það sem stefnt er að með markmiðum sjóðsins.

Áhrif á möguleika annarra sjóða

Undirritaðir telja að ekki sé ástæða til þess að hafa áhyggjur af því að tilvist Kríu hafi ruðningsáhrif sem gera muni sjóðum sem ekki uppfylla skilyrði Kríu erfiðara um vik. Í undirbúningsvinnu var rætt við fjölmarga aðila sem hafa þekking bæði á stofnun sjóða og fjármögnun þeirra á Íslandi og alþjóðlega. Þær áhyggjur sem SSP lýsa voru mjög ofarlega í huga við mótun hugmyndarinnar, enda eru áhyggjurnar fullkomlega lögmætar. Athugun á stöðu á þessum markaði gaf hins vegar ekki tilefni til að ætla að líklegt sé að þessi áhætta muni raungerast.

Tillaga SSP um tilnefningar í stjórn Kríu (ii)

Undirritaðir telja eðlilegt að stjórnvöld, sem leggja til allt fjármagn í Kríu, skipi fulltrúa í stjórnina og getum við því ekki tekið undir tillöguna eins og hún er sett fram. Við tökum hins vegar heilshugar undir það sjónarmið SSP að skipaðir verði einstaklingar sem hafa þekkingu og reynslu sem nýtist við ákvarðanatöku í tengslum við sjóðinn. Lagafrumvarpið tilgreinir einmitt slík skilyrði, en þess háttar áskilnaður í lagatexta, mun vera fátíður eftir því sem okkur hefur verið tjáð. Við teljum það fagnaðarefni að gefin sé vísbending um hæfnikröfur í lagatextanum sjálfum.

Krafa um tengsl við erlenda fjárfesta sé ekki of íþyngjandi (iii)

Undirritaðir telja það vera algjöra lykilforsendu fyrir því að Kría geti náð tigangi sínum, eins og fram kemur fremst í þessu skjali, að hún stuðli að því að íslenskir vísisjóðir hafi raunveruleg og gagnleg tengsl á alþjóðlegum mörkuðum. Við gerum okkur vel grein fyrir því að þessi skilyrði gera sjóðum erfiðara að fá mótframlag frá Kríu við stofnun, en við teljum mjög mikilvægt að hafa í huga að markmið Kríu er alls ekki að gera það auðvelt að fá mótframlag ríkisins. Þvert á móti teljum við mjög mikilvægt að aðstandendur þeirra sjóð sem hljóta mótframlag Kríu geti sýnt það í verki að þeir séu færir um að stuðla með raunverulegum hætti að þeim markmiðum sem getið er um í liðum A, B og C hér að ofan. Sú krafa að þiggjendur mótframlags frá Kríu geti laðað til samstarfs aðila sem hafa þekkingu, reynslu og tengsl á alþjóðlegum vettvangi dregur einnig að okkar mati úr hættu á því að tilgangur Kríu útvatnist. En ef sjóðirnir hafa ekki alþjóðlega skírskotun er hætt við að í stað þess að á Íslandi verði til kröftugt alþjóðlegt fjárfestingarumhverfi sé fjármagni dælt stefnulaust í félög sem ekki eiga raunverulega möguleika á því að ná hröðum og alþjóðlegum vexti.

Fjármagn Kríu hvert ár renni ekki í einn sjóð (iv)

Undirritaðir telja ekki að rétt sé að takmarka rekstur sjóðsins umfram það sem þegar er áætlað hvað þetta varðar. Við teljum raunhæft að á Íslandi verði að jafnaði til einn nýr sjóður á hverju ári, eða þrír á hverjum tveimur árum. Ekki er æskilegt fyrir nýsköpunraumbhverfið að vísisjóðum fjölgi of hratt.

Við teljum því ekki ástæðu til að bregðast við ofangreindri athugasemd.

Loforð um fjármögnun (v)

SSP bendir á að það geti verið hamlandi ef Kría getur einungis fjárfest í sjóðum sem þegar hafa fjármagnað sig að öðru leyti.

Við teljum að þetta sé mjög réttmæt athugasemd og leggjum til að brugðist verið við því þegar starfsreglur sjóðsins eru útfærðar í reglugerð, og einnig að leitað verði eftir áliti SSP á slíkri útfærslu.

Krafa um fjárfestingu í fyrirtækjum með staðfestu á Íslandi (vi)

SSP leggur til að sjóðir sem Kría fjárfestir í skuldbindi sig til þess að fjárfesta í fyrirtækjum sem hafa staðfestu á Íslandi fyrir upphæð sem nemur framlagi Kríu. Frumvarpið felur að okkar dómi þegar í sér sambærilegan ásetning og kemur hann fram í athugasemdum við 3. gr. frumvarpsins. Við teljum því ekki ástæðu til að bregðast frekar við þessari athugasemd.

Tíðni stjórnarfunda (vii)

SSP leggur til að stjórn Kríu fundi oftár en einu sinni á ári. Skilningur okkar er sá að í 3. gr. sé fjallað um úthlutunartíðni en að tíðni stjórnarfunda fari eftir ákvörðun stjórnar. Hvað varðar tíðni úthlutana þá tókum við undir að þetta geti verið vandmeðfarið en að ekki sé til staðar betri lausn m.v. núverandi forsendur heldur en að umsóknir um mótframlag frá Kríu séu afgreiddar einu sinni á ári. Fjárútlát á grundvelli slíkra ákvarðana geta þó dreifast á lengri tíma þar sem vísisjóðir innheimta ekki fé frá fjárfestum sínum nema þegar þarf vegna tiltekinna fjárfestinga.

Skilyrði um 4 milljarða lágmarksstærð (viii)

SSP leggur til að fallið verði frá lágmarksstærð sjóða. Undirritaðir telja þessa tillögu SSP varhugaverða og samræmast engan veginn markmiðum sjóðsins. Íslenskri vísisjóðir eru nú þegar mjög smáir í alþjóðlegum samanburði en til þess að vísisjóðir geti sinnt hefðbundnu hlutverki gagnvart þeim fyrirtækjum sem fjárfest er í (e. portfolio companies) þurfa þeir að vera nægilega burðugir til þess að hafa á sínum snærum hæft starfsfólk og ráðgjafa.

Til eru vísisjóðir af ákaflega mismunandi stærð. Þeir allra stærstu geta numi tugum eða jafnvel hundruðum milljarða króna. Almenn er það þó svo að

samhengi er milli stærðar sjóðanna og þeirra markmiða sem sjóðirnir hafa um þroskastig þeirra fyrirtækja sem fjárfest er í. Stærstu sjóðirnir setja háar upphæðir inn í fyrirtæki sem komin eru tiltölulega langt í þroskaferlinu, en að jafnaði eru sjóðir sem leggja áherslu á fjárfestingu í óþroskaðri fyrirtækjum, mun minni. Þeir sjóðir sem fyrir eru á Íslandi eru á bilinu 3,5 til 5 milljarðar króna og teljast allir örsmáir miðað við sambærilega alþjóðlega sjóði.

Þótt ekki sé gert ráð fyrir að sjóðir sem hljóta mótframlag Kríu verði mjög stórir þá er þó mikilvægt í ljósi markmiðsins um þroska nýsköpunarumhverfins (markmið A) að nýir sjóðir séu ekki svo vanmáttugir að burðum að þeim sé ókleift að sinna þeim hlutverkum sem ætlast er til af vísisjóðum.

Komið verði í veg fyrir lög þóknana (ix)

SSP leggur áherslu á að komið verði í veg fyrir „lög þóknana“ og veltir fyrir sér því hvort til standi að „úthýsa umsýslu sjóðsins til þriðja aðila“ og þar með komi fram tvöfaldur strúktúr þóknana. Undirritaðir lýsa sig algjörlega sammála SSP hvað þetta varðar, en benda á að hlutverk sjóðsins, sem felur ekki í sér markmið um hámarkun hagnaðar, girðir í raun fyrir þetta markmið. Undirritaðir telja eðlilegast að gerður sé samningur við umsýsluaðila um fasta upphæð, en ekki verður séð að slík upphæð þurfi að vera mjög há. Að okkar mati kemur ekki til greina að umsýsla um Kríu sé rekin á „sjóðaforsendum.“ Undirritaðir telja að vel komi til greina að fela NSA umsýslu með sjóðnum og telja jafnframt að þá þyrfti NSA að draga sig út úr beinum fjárfestingum á sömu mörkuðum, en geti hugsanlega fylgt eftir núverandi fjárfestingum eða tekið þátt í samflotsfjárfestingum þar sem aðrir fjárfestar leiða ákvarðanatöku og kostgæfnisathuganir.

Sprotafyrirtæki verið skilgreint (x)

SSP leggur til að hugtakið „sprotafyrirtæki“ sé skilgreint. Væntanlega er þessi tillaga ætluð til þess að skilgreina nánar skilyrði til vísisjóða fyrir mótframlagi frá Kríu. Undirritaðir hafa ekki skoðun á því hvort tillaga SSP sé heppileg í þeim tilgangi, en taka undir að starfreglur sjóðsins þurfi að kveða á um skynsamlega skilgreiningu á því hvað geti falist á fjárfestingarstefnu (e. mandate) þeirra sjóða sem sækjast eftir mótframlagi í Kríu.

Skilgreining á sérhæfðum sjóðum og fjölbreyttara sjóðafyrirkomulag (xi)

SSP leggur til að skilyrði fyrir fjármögnun Kríu séu skýr og aðgengileg umsækjendum í reglugerð. Undir þetta taka undirritaðir.

SSP leggur til að Kría sé opin fyrir „margskonar sjóðafyrirkomulagi.“ Undirritaðir telja að þetta sé óráðlegt í ljósi þess tilgangs sem tilgreindur er hér fremst varðandi stofnun Kríu. Sjóðir sem Kría leggur til fjármagn þurfa að vera

settir upp þannig að það sé í samræmi við það sem gengur og gerist í alþjóðlegu umhverfi vísifjárfestinga (sbr markmið C).

Niðurlag

Þótt undirritaðir telja ekki ástæðu til að bregðast beint við flestum þeirra athugasemda sem koma fram í umsögnum Nasdaq og SSP þá fela þær í sér mikilvægar og áleitnar spurningar sem mikilvægt er að svara. Flestar þeirra hafa þegar komið til ítarlegrar skoðunar við undirbúning frumvarpsins og í þeirri vinnu sem unnin var í tengslum við mótun nýsköpunarstefnu, sem var kynnt haustið 2019.

Þá teljum við mikilvægt að ítreka að Kría er einungis einn þáttur af nýsköpunarstefnu stjórnvalda. Henni er ætlað að stuðla að því að ein mikilvæg þörf sé uppfyllt á Íslandi; semsagt þörfina fyrir sérhæfðan markað vísifjárfestinga og ætti alls ekki að útiloka að aðrar mikilvægar stöðir nýsköpunarumhverfisins á Íslandi séu styrktar.

Þórlundur Kjartansson (formaður verkefnastjórnar um mótun nýsköpunarstefnu)

Guðmundur Hafsteinsson (formaður stýrihóps um mótun nýsköpunarstefnu)