



JURIDISKA FAKULTETEN
vid Lunds universitet

Filip Dahlstedt

En komparativ studie mellan
Sverige och Storbritannien gäl-
lande framtida eventuell re-
glering av private equity mark-
naden

Examensarbete
20 poäng

Handledare
Torsten Sandström

Ämnesområde
Associationsrätt

Termin
HT2007

Innehåll

| | |
|---|-----------|
| SUMMARY | 1 |
| FÖRORD | 2 |
| FÖRKORTNINGAR | 3 |
| 1 INLEDNING | 5 |
| 1.1 Bakgrund | 5 |
| 1.2 Syfte och avgränsningar | 5 |
| 1.3 Frågeställning | 6 |
| 1.4 Metod och material | 6 |
| 2 PRIVATE EQUITY | 7 |
| 2.1 Bolagen | 7 |
| 2.2 Finansiering | 8 |
| 2.2.1 Leveraged buyout | 8 |
| 2.3 Exit | 11 |
| 3 PROBLEM OCH RISKER INOM PRIVATE EQUITY | 13 |
| 3.1 Externa risker mot private equity marknaden | 13 |
| 3.2 Interna risker inom private equity sektorn | 14 |
| 3.2.1 Överbelåning | 14 |
| 3.2.2 Transparens kring risktagandet | 16 |
| 3.2.3 Kapitalmarknadens effektivitet | 17 |
| 3.2.4 Marknadsmisbruk | 18 |
| 3.2.5 Intressekonflikter | 19 |
| 3.2.6 Tillträdessvårigheter | 21 |
| 3.2.7 Marknadsinformationen | 21 |
| 4 REGLERING INOM SVERIGE | 22 |
| 4.1 Nuvarande reglering av private equity | 22 |
| 4.2 Aktiebolagslagen | 23 |
| 4.2.1 Aktiernas överlåtbarhet | 24 |
| 4.3 Övriga gällande lagar | 25 |
| 4.4 Investeringsavtal | 26 |

| | | |
|----------|--|-----------|
| 4.5 | Framtida reglering av private equity | 28 |
| 5 | REGLERING INOM STORBRITANNIEN | 31 |
| 5.1 | Nuvarande reglering av private equity | 31 |
| 5.1.1 | Aktiernas överlåtbarhet | 33 |
| 5.1.2 | Övrig lagstiftning | 34 |
| 5.1.3 | Investeringsavtal | 34 |
| 5.2 | Framtida reglering av private equity | 35 |
| 6 | ANALYS OCH SLUTSATSER | 37 |
| 6.1 | Komparativ analys | 37 |
| 6.2 | Framtidsutsikter inom EU | 38 |
| 6.3 | Slutord | 39 |
| | KÄLL- OCH LITTERATURFÖRTECKNING | 42 |
| | RÄTTSFALLSFÖRTECKNING | 44 |

Summary

The private equity market has grown considerably the recent decade and has evolved into a substantial market in the overall economy. With regards to regulation of the private equity market, Sweden and the UK both differ as well as share common views. The intent of this thesis is to analyze the main differences between the two countries and analyze a further regulatory engagement.

The private equity market is not specifically regulated in Sweden, in contrary to the UK. The regulation, in Sweden, of interest for the private equity players are the common laws regarding investments and acquisitions. In many cases, private equity firms are exempt from regulation concerning investments due to the fact that they are not advising the investors, neither has the fund the characteristics of a conventional fund. The fund is often a Limited Partnership and the ownership is not subject to trade which exempts the fund from several laws including the law on investment funds (*Sw. Lag om investeringsfonder*).

Not even through the new directive MiFID will the private equity firms be regulated, thus the firms are not advising their clients as defined in the directive. Consequently there is little to show for a regulation in the near future.

What the author has concluded is that four questions have to be answered to encourage a regulation. First, if there are minority interests or other groups that require protection through legislation. It is the author's opinion that this is not the case. The minority shareholders have a protection in the Swedish Companies Act and the other participants in the private equity market are professionals and should be capable to anticipate and foresee the risks associated with the investment. Secondly, the question of whether size and importance of a deal has implications on a third party, and therefore requires regulations. The regulation in this area is today vast and can be found in several laws and to be sufficient. Nothing shall constrain private equity firms from investing in companies, with the sole reason that the investment is of a considerable amount. Thirdly, are there unreasonable profits and/or exploitation that from a legal point of view suggest the need for regulation? A corner stone in today's economy is the free market. When profit opportunities arise, it is not the legislator's role to restrain or regulate based on the size of the investment. Finally, are the risks involved in private equity specific for the market and therefore requires a specific private equity regulation? Some of the risks the private equity show is unique for this market but not to the extent to which a specific private equity regulation is called for. This could hamper the market growth that has been shown during the recent decade. The market needs a free market to evolve and to develop new and improved investment vehicles.

Förord

Jag skulle vilja ta tillfälle att tacka min handledare Torsten Sandström för hans tid och värdefulla handledning. Vidare skulle jag vilja tacka mina studiekamrater för en fantastisk tid på Juridicum och mina föräldrar som stöttat mig under hela utbildningen. Stor tack.

Förkortningar

| | |
|--------------------------------------|---|
| ABL | Aktiebolagslagen (2005:551) |
| BRB | Brottsbalken (1962:700) |
| BRL | Lag om bank- och finansieringsrörelse (2004:297) |
| CAD | Direktiv 93/6/EC om kapitalkrav för värdepappersföretag och kreditinstitut (Directive on the capital adequacy of investment firms and credit institutions). |
| FSMA | Financial Services and Market Act 2000. |
| FörmånsrättsL | Förmånsrättslagen (1970:979) |
| ISD | Direktiv 93/22/EEC om investeringstjänster inom värdepappersområdet |
| (IPO) Initial Public Offering | Menas med att ett bolag børsintroduceras på en marknadsplats. |
| (IRR) Internal Rate of Return | Internal Rate of Return är desamma som internränta vilket är ett mått på den genomsnittliga årliga avkastning en investering i ett bolag har givit. Den slutgiltiga IRR kan inte ges förrän innehavet slutligen har avyttrats men den kan någorlunda mätas löpande och görs oftast med hjälp av riskkapitalföreningens definition vilken följer internationellt vedertagna metoder. |
| KomL | Lagen om Kommission (1914:45) |
| KonkL | Konkurslagen (1987:672) |
| KöpL | Köplagen (1990:931) |

| | |
|--------------------------------|--|
| (LBO) Leveraged Buy Out | En Leveraged Buy Out innebär att förvärvet delvis är finansierad genom lån. |
| LKF | Lag om kontoföring av finansiella instrument (1998:1479). |
| MiFID | 2004/39/EG om marknader för finansiella instrument (Directive on Markets in Financial Instruments, MiFID). |
| RAO | Regulated Activities Order |
| (ROA) Return on Assets | Return on Assets är en värdemätare på storleken av avkastning på bolagets totala tillgångar. ROA räknas fram genom att bolagets netto inkomst delas med bolagets totala tillgångar. ROA redovisas i procent. |
| (ROE) Return on Equity | Return on Equity är en värdemätare vad gäller avkastningen av aktieägarnas eget kapital. ROE framräknas genom att bolagets netto inkomster delas med det egna kapitalet. ROE redovisas i procent. |
| SkbrL | Lag om skuldebrev (1936:81) |

1 Inledning

1.1 Bakgrund

Varje företagsförvärv kräver sin finansiering. Private equity, med vilket menas privat kapital som inte handlas över börsen, har utvecklats kraftfullt både i omfattning och vad gäller olika varianter. Private equity är särskilt vanligt i samband med utköp, s.k. buyouts, av hela eller delar av bolag.

Under 2006 skedde en oerhörd ökning i Europa gällande utköp med hela 50 procent jämfört med året innan. Bara buyouts i Storbritannien svarade för 42 procent av Europas totala buyouts och 27 procent av antalet affärer. Trots att Sverige inte kan mäta sig i antalet affärer står Sverige ändå starkt relativt sin storlek med €9 701 miljoner i volym och 53 till antalet. Det visar sig även med att ungefär en fjärdedel av alla företagsförvärv i Europa sker av private equity firmor.¹ Vidare har dessa private equity bolag visat på en anmärkningsvärd förmåga att skapa en hög avkastning på sina investeringar. Att analysera denna ekonomiska företeelse är av stort intresse, och det har det redan gjorts i stor omfattning. Det kan därför vara av intresse att komplettera analysen ur ett juridiskt perspektiv. Vilka risker uppkommer i takt med den ökade marknaden? Hur regleras denna marknad? Föranleder denna utveckling att något initiativ bör tas av lagstiftaren för att reglera eller ytterligare klargöra spelreglerna på denna marknad?

Historiskt sett har Storbritannien agerat pionjär inom private equity och influerat den europeiska marknaden i hög grad. Av stort intresse är därför att studera hur regleringen ter sig i Storbritannien och åt vilket håll denna utveckling går. Kommer Storbritannien att influera Sverige inte bara i den ekonomiska delen utan även ur lagstiftningssynpunkt och skulle denna reglering passa väl in i Sveriges legala struktur?

Det är många frågor och funderingar som växer fram desto mer läsaren sätter sig in i och förstår sig på ämnet varför författarens önskan är att ge en inblick i förvaltningsformen private equity, dess risker och kringliggande lagstiftning.

1.2 Syfte och avgränsningar

Syftet med förevarande uppsats är att beskriva den nuvarande private equity marknaden och värdera behovet av eventuella lagregleringar och som kan komma att ske beträffande denna specifika marknad. Private equity har länge tillåtits vara fri från särskild reglering i Sverige, till skillnad från Storbritannien, varför just dessa två länder är intressant att jämföra. Syftet är inte

¹ Mergermarket, European Private Equity in Review, Februari 2007.

primärt att uppsatsen skall vara av rättspolitisk art, vid arbetande med ett de lege ferenda perspektiv kan dock sådana inslag förekomma.

Författaren har avgränsat sig till att fokusera på utköp och inte rört vid venture capital eller andra former av riskkapital, även om dessa ämnen oundvikligen berörs.

1.3 Frågeställning

De frågeställningar författaren avser att behandla i förevarande uppsats är;

- (i) hur ser lagstiftningen rörande private equity marknaden ut i Sverige?
- (ii) hur ser lagstiftningen rörande private equity marknaden ut i Storbritannien? och
- (iii) hur ser de lege ferenda ut i dessa båda länder rörande private equity?

1.4 Metod och material

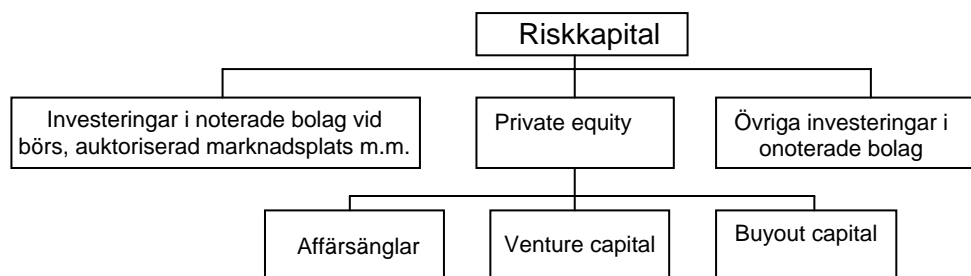
Metoden som främst har använts under förevarande uppsats består av studier gällande lagtext, litteratur, förarbeten och rättspraxis. Då ämnet är ett någorlunda nytt och någorlunda oreglerat fenomen som läsaren kommer att erfara, finns det därför begränsat med litteratur inom ämnet. Studier har därför även fokuserats på flertalet rapporter från marknadsaktörer, myndigheter samt analytiker.

2 Private Equity

2.1 Bolagen

Private equity har sitt ursprung i USA och Storbritannien. Dessa länder har kommit att influera och fortfarande i hög grad influerar den svenska private equity marknaden. Även om begreppet sedan många år varit etablerat i Sverige, lever vi i Sverige idag med lånade fackord. Detta leder inte sällan till en felaktig begreppsanvändning och översättning. Av denna detta skäl kan det vara till nytta med en genomgång av private equity området och dess vanligaste termer.

Först måste private equity särskiljas från riskkapital då dessa två begrepp oftast används synonymt. Med riskkapital menas alla de investeringar som görs i ett bolags egna kapital. Med detta följer att det är det investerade kapitalet i bolaget som har den svagaste ställningen vid eventuellt obestånd, därav benämningen riskkapital. Private equity bolaget investerar även i det egna kapitalet men skillnaden är att de utgör investeringar i onoterade bolag, eller noterade vilka de efter förvärv görs onoterade. Private equity kan således ses som ett eget segment inom riskkapital. Det som främst skiljer dem två åt är att private equity ofta innefattar ett större ägarengagemang och kortare investeringsperiod.²



Figuren visar skillnaden mellan riskkapital, private equity och venture capital.³

Private equity bolag kan sedan delas in i tre olika segment. Den ena är venture capital, vilket riktar sig mot små och medelstora tillväxtföretag vilka befinner sig i en kritisk tidpunkt i bolagets liv, ofta uppstarts- eller expansionsfasen. Dessa företag har ofta svaga eller rent negativa kassaflöden. Utöver venture capital finns buyout capital som investerar i mer mogna bolag, eller delar av dem, med starka kassaflöden. Dessa transaktioner finansieras allt oftare av lånekapital, ofta kallad leveraged finance. Det är av denna anledning särskilt viktigt med ett starkt kassaflöde då också betydande belopp för räntor och amorteringar på lånen skall betalas. Till sist har vi affärsäng-

² Svenska riskkapitalföreningen, www.svca.se den 14 februari.

³ Nyman, M, Riskkapital, Private equity och venture capital investeringar, Stockholm 2002 s.17.

lar vilka består av privata investerare utan några familjeband till målbolaget och som investerar i företag och där de också vill ha ett personligt engagemang i bolagets styrelse eller ledning. Gemensamt för dessa, framför allt venture capital och buyout, är att de har till syfte att investera, utveckla och sedan avyttra målbolaget inom en tidsperiod på tre till fem år. Det rör sig alltså om ett mer tidsbegränsat engagemang jämfört med traditionellt riskkapital.⁴ Det förevarande uppsats behandlar är främst buyout capital.

Privata private equity bolag kan vidare delas in i två huvudtyper, oberoende private equity företag och private equity fonder. Oberoende private equity företag gör investeringar med egna medel vilka de erhållit genom intern verksamhet. Ofta är dessa bolag aktiebolag och medel kan då ha införskaffats från aktieägarna. Vid sidan om denna form finns private equity fonder där bolaget samlar kapital genom öppnande av en fond där investerare kan investera kapital. Fonden är i de allra flesta fall stängd, dvs. att bara inbjudna investerare äger rätt att investera i fonden.⁵ Denna struktur för med sig särskilda rättsliga befrielser vilket kommer att redogöras för mer ingående nedan.

2.2 Finansiering

Förvärv av bolag kan ske via olika upplägg; Management Buy Out (MBO), Management Buy In (MBI), Buy In Management Buy Out (BIMBO) och Leveraged Buy Out (LBO). Private equity firmor använder sig allt oftare idag utav LBO modellen och det är den finansieringsform som oftast anses vara förknippad med högst risk och därav är av störst intresse i detta arbete.

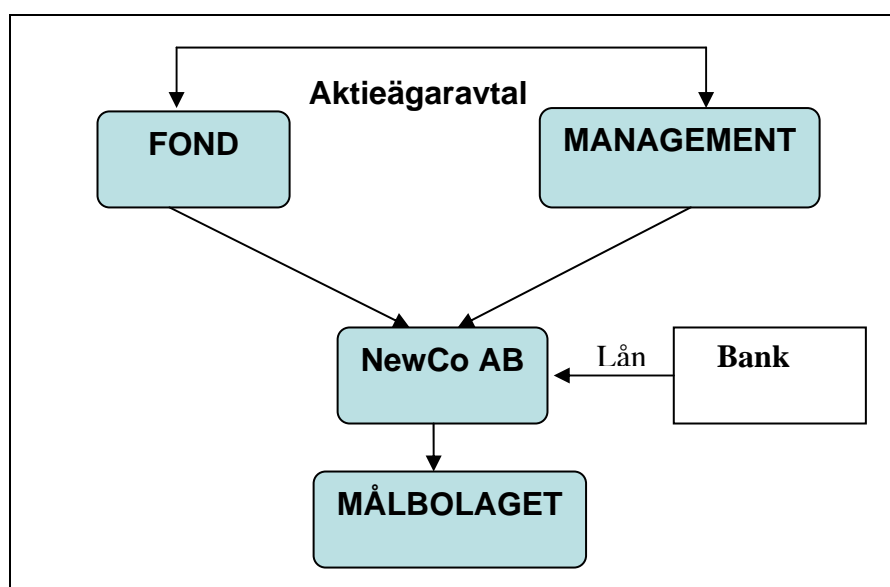
2.2.1 Leveraged buyout

LBO:s, oftast med hög belåning, är en alltmer använd metod att förvärva ett bolag då det ofta ger flertalet fördelar. För att första ju mer lånat kapital desto fler investeringar räcker det egna kapitalet. För det andra desto mindre eget kapital desto högre blir avkastningen. LBO skiljer sig, i stort, inte från andra företagsförvärv utan det som kännetecknar förvärvet är att större delen av finansieringen sker med hjälp av lånat kapital. Strukturen är ofta komplex och innefattar flertalet skilda investerare och kreditgivare samt att kapitalet ges i olika former. Vid belåning rörande förvärv av ett bolag finns ett s.k. förvärvslåneförbud i 21 kap 5 § ABL. Förbudet innebär att ett bolag inte får lämna förskott, lämna lån eller ställa säkerhet för lån med syftet att gäldenären eller honom närstående fysisk eller juridisk person skall förvärva aktier i bolaget i fråga eller överordnat bolag i samma koncern. För att undkomma detta förbud finns två möjliga lösningar. Den första lösningen är att förvärvaren bildar ett holdingbolag som dotterbolag vilken tar ett lån för att förvärva aktierna i det nya bolaget. Som pant lämnas aktierna i målbolaget.

⁴ www.svca.se, definitioner.

⁵ Nyman, M, s. 29ff.

Samtidigt tar målbolaget och refinansierar sina befintliga lån. Vid avslutat förvärv gör man en s.k. debt push down som innebär att målbolaget tar ett eget lån samtidigt som lånet hos holdingbolaget löses. Denna lösning är kritiserad i den bemärkelsen att det är ett uppenbart förfarande för att kringgå bestämmelserna angående förvärvslåneförbudet. Som regel måste det därför gå en period för att kunna visa att denna debt push down inte endast hade till syfte att kringgå lagen. Hur lång denna period bör vara är inte klarlagt men i praktiken varierar det mellan sex till nio månader. En andra lösning är att det nybildade holdingbolaget samt målbolaget fusioneras direkt efter förvärvet. Det är dock inte klart om det är rättsligt tillåtet att fusionera direkt. Många förespråkar att det måste gå mellan sex till nio månader efter transaktionen för att inte förfarandet skall anses strida mot koncernbidragsregler. Vid förvärvets avslut, fusioneras bolagen och bolaget refinansieras med nya lån vilka helt ligger hos det nya dotterbolaget.



Figuren visar på en enkel struktur vid en investering där fonden ofta är baserad utomlands medan managementteamet och investerarna finns i Sverige.

Kapitalanskaffningen innefattar olika sorters finansieringsalternativ med olika företrädesrättigheter och villkor. Banklånen ges i olika former, lån med bästa rätt (senior debt) och lån med efterställd säkerhet (junior debt). Skillnaden ligger i lånens prioritet vid obestånd. Kapitalet med lägst prioritet, m.a.o. kapitalet som sist blir ersatt är det egna kapitalet, dvs. aktieägarnas. Innan dessa kommer i olika rang olika former av lån, leverantörsskulder etcetera. Senior debts har högre prioritet jämfört med junior debts, och erhåller därför inte lika mycket ränta som ersättning för de lägre riskerna. Mezzanine financing är ett slags mellanting mellan eget kapital och lån med följd att skulden betalas först efter att samtliga lån har betalats men innan aktieägarna har fått någon utdelning eller återbetalning av det egna kapitalet. Den högre risk som mezzanine financing innebär ersätts med högre ränta. Till sist kommer högavkastande obligationer (High-Yield Notes eller s.k. junk bonds) vilka ofta är utgivna till den privata marknaden och är den mest

lågprioriterade formen av skuld men samtidigt den som ger högst ränta som en kompensation för den ökade risken.⁶ Ägarkapitalet kan tillföras av antingen i formen av nyemission dvs köp av aktier, apportemission dvs tillförsel av tillgångar eller i formen av ägarlån. Det är främst av som ägarlån används. Det medför att målbolagets resultat reduceras eftersom lånen löper med viss ränta. Som konsekvens av denna reducerade vinst, minskar bolaget den totala skatten som skall betalas på vinsten. Vidare ges olika former av aktier ut till investerarna, preferensaktier respektive stamaktier vilka skiljer sig åt genom olika prioritet vid likvidation samt utdelning. Dessa olika aktieslag kommer att redogöras mer om nedan i 4.2.

Det egna kapitalet tillförs oftast av en liten grupp investerare vilka investerar i en fond vilken private equity bolaget som leder förvärvet har satt upp. Antalet investerare är oftast begränsat till ett tiotal, av varandra oberoende, investerare. Dessa investerare är främst pensionsfonder, banker och försäkringsbolag som söker hög avkastning på det kapital de har att förvalta. Ledningen i private equity bolagen går oftast även själva in som investerare, dels för att utöver sitt arvode få del i värdetillväxten och dels för att garantera att deras intressen i fonden är desamma som övriga investerares. Vidare kan private equity bolag gå ihop i ett slags konsortium, ofta kallat syndikering. Fördelarna är att de med syndikering kan öka kapitalvolymen, sprida risker och utan att behöva betala höga arvoden få tillgång till specialistkunskap utanför det egna bolaget. Som regel tar det private equity bolag som innehar störst investeringsandel rollen som lead investor, m.a.o. den som blir huvudansvarig för investeringen.⁷

En private equity fond i Sverige tar ofta formen av kommanditbolag där investerarna är kommanditdelägare, även kallad partners, och managementbolaget komplementär, även kallad general partner. Vid upprättande av en private equity fond är målsättningen att nå de mest skattemässigt effektiva associationsformerna och affärsstrukturerna. Ett kommanditbolag medför att den vinst som uppstår skall beskattas hos ägaren vilket ofta är till ägarnas fördel. Vidare måste beaktas var investeraren har sitt säte för att utforma den bäst lämpade strukturen då även investerarnas lands lag, rörande exempelvis skatteregleringen, måste beaktas. Det är därför inte ovanligt att flera bolag bildas så att valmöjligheten finns att antingen investera i ett kommanditbolag eller ett aktiebolag.⁸

Fonderna kan av skattemässiga samt jurisdiktionella skäl även vara baserade utomlands där skattetrycket är lägre än i hemlandet. Fonden är strukturerad på så vis att det finns delägare i fonden och en general manager som är ansvarig för den specifika fonden och är ansvarig för alla beslut därtill. Investerare binder sig till olika villkor och tex., minsta kapital investeraren måste skjuta in i fonden, inbetalningstiden gällande överföring av kapitalet, investeringstiden investerarna binder sitt kapital till fonden samt differentie-

⁶ Olsen, J. s. 2ff

⁷ Nyman, M. s 30, 52 & 53.

⁸ Ibid. s. 34 & 136

ringskrav där fonden förbinder sig att inte investera mer än cirka 25 procent av fondens kapital i en enskild investering.⁹

Priset på aktierna är oftast något högre än det marknadsvärde som skulle gälla vid en fusion, en industriell eller vid en finansiell försäljning. Överpremien kan motiveras med framtida synergier vilket inte en buyout kan ge men däremot kan priset delvis motiveras med att en LBO ger höga räntor till långgivarna, vilka ofta inkluderar köparna och kan använda målbolaget för att reducera skatten. Skatteavdragen leder i sin tur till ett stigande värde i bolaget.¹⁰ Fördelen med private equity, med ett starkt ägarengagemang från private equity bolaget är att de visat att private equity bolaget ofta, bättre än någon annan, kan skapa mycket god avkastning vilket kan motivera överpremien.

I en nyligen publicerad rapport har främst fyra faktorer uppmärksammats till varför private equity bolag som regel kan skapa en exceptionellt hög avkastning. Private equity bolagen är först och främst oerhört noggranna och selektiva vid förvärv av bolag. Private equity bolaget har långt före investeringen granskat och analyserat i minsta detalj förutsättningarna för målbolagets utveckling och framtida avkastning. Private equity bolaget har oftast funnit ett outvecklat område där man ser potential. Det kan gälla effektivisering, ompositionering eller nya marknader. Oftast är private equity firmor mer engagerade och arbetar hårdare än andra investerare i ett nyförvärvat bolag. Ofta blir den nya ledningen delägare eller ges resultatrelaterad bonus vilket får till effekt att ledningens incitament att arbeta hårdare ökar. Ytterligare en stor konkurrensfördel som ligger hos private equity bolag är att de arbetar med ett noga sammansatt team som styr investeringen och ledningen i målbolaget. Private equity bolag är vidare oerhört skickliga när bolaget skall avyttras. Avyttring av bolagen är en av de viktigaste transaktionerna för private equity bolag, varför de har en unik skicklighet gällande förfarandet och strategin för att generera högsta möjliga pris.¹¹ Vidare är en fördel att bolaget kan agera snabbare och mer handlingskraftigt då beslutsordningen kortas jämfört med traditionellt ägda bolag.¹²

2.3 Exit

Private equity firmor har som nämnts ovan oftast en investeringshorisont på tre till fem år, en tid som självklart kan variera. Efter denna period skall målbolaget avyttras, oftast kallat en exit. En exit kan gå till på flera sätt, portföljbolagen kan bli föremål för en IPO, bolaget kan även säljas till en annan aktör, inlösas, omfinansieras eller återköpas. Valet av exitstrategi styrs mycket av rådande ekonomiska klimat och efter vad som passar det specifika bolaget bäst. Val av exit strategi skall helst vara klar redan vid

⁹ Olsen, J. s. 2.

¹⁰ Ross S, Westerfield R. & Jaffe J., Corporate Finance 6th edition, 2002, s. 840f.

¹¹ Ernst & Young, How Do European Private Equity Investors Create Value?, www.ey.com

¹² Ross S, Westerfield R. & Jaffe J., s. 840f.

investeringstillfället då vederlaget för avyttringen är en av de viktigare komponenterna som ligger till grund för en lyckad investering. Mycket i det ekonomiska klimatet kan dock komma att ändra exitstrategin då exempelvis en IPO inte är särskilt önskvärt i tider av dåligt börs klimat. Alternativ exitstrategi kan därför bli aktuell eller kanske private equity bolaget tvingas till att hålla sig kvar i målbolaget ytterligare en tid vilket kan påverka investeringens lönsamhet. Det vanligaste sättet att avyttra ett bolag är att sälja det till ett bolag vars syfte är att använda bolaget i sin verksamhet. Detta brukar benämnas som industriell försäljning¹³. Vid sidan av industriella försäljningar finns det även finansiella försäljningar vilka riktar sig till andra aktörer på private equity marknaden. Dessa försäljningar motiveras ofta av att bolaget har trätt in i en ny fas där en annan firma besitter den nödvändiga kunskapen för att bäst utveckla bolaget ytterligare. Vad gäller IPO är detta en mer komplicerad process och som innebär en viss osäkerhet till skillnad från en industriell eller finansiell försäljning där värdemätningen samt försäljningsprocessen är resultatet av en förhandling. Vid en IPO skall bolaget värderas och en rekommenderad aktiekurs ska sedan bli accepterad i marknaden först sedan notering skett. Vid en IPO tvingas ofta private equity bolagen behålla ett visst innehav i målbolaget. Då private equity bolagen inte önskar inneha några noterade andelar ses det som en nackdel med denna exitmetod. Samtidigt medför deras försäljning av aktierna, efter deras IPO, ofta en viss negativ påverkan på aktiekursen.¹⁴

¹³ SVCA, Rapport Q4, 2006, s. 95

¹⁴ Nyman, M. s. 68ff.

3 Problem och risker inom private equity¹⁵

3.1 Externa risker mot private equity marknaden

Då private equity marknaden får en allt större betydelse i ekonomin är det som nämnts av stor vikt att ständigt övervaka utvecklingen och säkerställa en optimal reglering av marknaden. Riskerna bör beaktas utifrån två perspektiv, dels hot mot private equity marknaden och dels hot som härstammar från private equity marknaden.

Riskerna i private equity ägda bolag är som för andra ”vanliga” bolag och är relaterade till känslighet för makroekonomiska störningar, sektor cykler, dålig strategi, svag ledning etcetera. Vad som skiljer private equity ägda bolag och traditionellt ägda bolag åt, är att private equity ägda bolagen på grund av sin höga belåning, har en högre räntekänslighet. Det vill säga, marginalen för ränteökning, omkostnadsökning eller intäktsminskning är mindre och därmed är risken större än för andra bolag. I vissa fall kan private equity fonden, om den har tillräckligt med likvida medel, träda in och lösa ut delar av lånen utställda till bolaget eller vanligare begränsa utbetalningar på ägarlånen.

Private equity är dessutom ett område som till stor del lever på sitt rykte och tilltron till private equity bolagets ledning. Vid alla anmärkningsvärda framgångar i en viss sektor följer att fler aktörer ger sig in i marknaden. Skulle en större aktör misslyckas med en investering och investerare, banker med flera förlora pengar påverkar inte detta bara det enskilda private equity bolaget utan även marknaden i stort. Med minskat förtroende blir det svårare för private equity bolag att anskaffa medel för framtida investeringar.

Private equity är vidare känsligt för plötsliga börsnedgångar, likt nedgången efter millennieskiftet. Vid en sådan nedgång i ekonomin är risken stor att private equity kapital på marknaden minskar och finansiering av nya projekt blir avsevärt svårare. Det bör dock noteras att private equity bolagen sitter i en unik ställning. Vid en börs kris som leder till kapitalminskning kan private equity bolag avvakta införskaffande av kapital och förvalta de investeringar de redan sitter på. Då kraftiga nedgångar skapar lågt värderade bolag kan private equity bolagen med hjälp av redan införskaffat kapital göra nya investeringar i, många gånger, undervärderade företag.

Idag är mycket av strukturen kring private equity driven av skattetrycket i olika länder. Då det är relativt enkelt att förlägga en fond i utlandet samt att

¹⁵ Om inget annat anges särskilt: FSA, Private equity: a discussion of risk and regulatory engagement, s.57ff, 2006.

flytta private equity bolaget, investeringarna och förvaltarna, är marknaden oerhört skattekänslig. Därutöver påverkar också även andra regleringar såsom hälso- och säkerhetskrav, minimilöner, arbetstider etcetera. Dessa regleringar kan slå oproportionerligt hårt mot småföretag och särskilt i deras utvecklingsfas. Av stor vikt blir därför att inte lägga ut onödigt stora hinder som kan hämma effektiviteten hos bolagen.

Från och med 2007 kommer Basel II reglerna, via ett EG direktiv, gälla i Sverige och EU. Detta kommer att innebära förändringar för främst kreditinstitut vilka omfattas av reglerna. De nya reglerna tar sikte på att åstadkomma en bättre genomlysning och hantering av risker i företagen och därmed möjliggöra för ökad stabilitet i det finansiella systemet. Av stor betydelse i Basel II är att kreditinstituten själva skall utforma en process för intern kapitalutvärdering. Det innebär att företagen skall kartlägga och utveckla empiriska modeller för de risker som finns samt bedöma sin riskhantering och sitt kapitalbehov. Eftersom LBO:s kan anses vara förknippad med högre risk följer det att kreditinstituten behöver ha en relativt högre kapitaltäckning för dessa affärer och därmed behöva ta betalt i form av högre räntor. Kapitalbehovet är i princip ett kapital som finns hos kreditinstitutet som täcker eventuella kreditförluster. Det är Finansinspektionen som övervakar att kapitaltäckning sker tillfredställande av bolagen och om så inte är fallet har Finansinspektionen möjligheter och skyldigheter att vidta åtgärder mot bolaget.¹⁶ Därutöver har även ratinginstituten påverkan på att kreditinstituten har en tillräcklig kapitalisering.

Även om risken är stor att räntekostnaden stiger av dessa skäl motverkas de av konkurrensen från både banken och institutionella placerare.

3.2 Interna risker inom private equity sektorn

Ovan redogjordes för externa risker som kan påverka private equity marknaden i olik hög grad. Nedan följer en analys om vilka risker private equity kan skapa.

3.2.1 Överbelåning

Bankernas utlåning till LBO transaktioner har ökat markant. En undersökning som FSA gjorde av 13 banker i Storbritannien, visar på att från juni 2005 fram till juni 2006 hade utlåningen ökat med 17 procent från €58 miljarder till €67.9 miljarder jämfört med samma period året innan.

Det råder olika åsikter vad gäller den ökade belåningen avseende förvärv gjorda av private equity bolag. De finns de som anser den ökade belåningen

¹⁶ Finansinspektionen, 2005:8, Företagens interna kapitalutvärdering – att bedöma kapitalbehovet under Basel II.

som en positiv trend och att belåningsnivåerna fortfarande inte nått till en optimal nivå ur ett ekonomiskt perspektiv. Det fondförvaltarna nu gör är att de omvandlar målbolagen till mer effektiviserade och lönsamma bolag samtidigt som de utnyttjar de skattefördelar som förknippas med lånekapitalet. En ökad utlåning beror främst på att det idag investeras i större bolag än förr. Fördelarna som finns i större företag är att de anses vara stabilare i tider av osäkerhet och då bör deras förmåga att betala ränta och ge god avkastning vara större. Då räntenivåerna är fortsatt låga har företag en större förmåga att betala större lån till bolaget och minst 50 procent av deras räntor är oftast säkrade, antingen genom att lånen är bundna eller att man via tredje part försäkrat sig om en räntehöjning skulle inträffa. Vid eventuella problem som företagen kan komma att drabbas av skall deras starka position göra det möjligt att omfinansiera befintliga lån på konkurrenskraftiga villkor.

En annan syn som råder är att banker nu mer än förr möter större konkurrens vad gäller att få vara med och finansiera ett förvärv. Bankerna måste ofta vara del av en auktion där de då tvingas erbjuda det bästa finansieringspaketet. Att vinna ett mandat att finansiera ett förvärv kan vara oerhört lönsamt för banken varför private equity bolagen ofta pressar bankerna hårt för att få fram en så billig och förmånlig finansiering som möjligt. Utfallet kan bli att bankerna accepterar svagare villkor och gör lättsammare due diligence processer. Då även private equity bolag ofta använder sig av samma bank vid flertalet olika transaktioner vill inte bankerna skada den relation som möjligtvis finns mellan de två. Dessa faktorer gör att bankerna ofta riskerar att kompromissa om sina villkor.¹⁷ Ena av de viktigaste konkurrensmedlen är belåningsgraden. Ju högre belåning, desto bättre chans att få affären.

Bankerna tillåter denna överbelåning då de numera kan använda nya finansiella instrument för att sälja och distribuera risken vidare. På så sätt kan en bank arrangera hela finansieringen och sen sälja den vidare till olika placereare som värderar potential och risken efter sina egna kriterier. Vissa långgivare prioriterar en strikt återbetalningsanalys av krediten, medan andra prioriterar den underliggande säkerhetens värde och den tredje kanske mest avkastningsnivån. Ifall private equity ägda bolag får ett förmånligt finansieringsvillkor kan detta senare leda till att, om marknaden vänder, det blir svårt att omfinansiera bolaget på samma villkor eftersom bolaget inte har ekonomin att klara av de villkor som egentligen skulle ha gällt. Detta kan få till konsekvens att bolaget inte kan tillföra sina åtaganden och förorsaka långgivaren förluster. Om olika finansiella institutioner skulle hamna i ekonomiska svårigheter skulle deras möjligheter att tillskjuta kapital minska. Dessa svårigheter måste inte vara direkt kopplade till private equity marknaden men får likväl en direkt effekt på private equity marknaden. Även om en omfinansiering inte är nödvändig står private equity ägda bolagen sårbara mot ränteökningar. Trots att det i hög grad är säkrade genom hedging är dessa långt från fulländade och det som idag ser bärkraftigt ut behöver inte vara det imorgon.

¹⁷ Jfr. FSA, 2006 och Finansinspektionens rapport: *Finanssektorns stabilitet 2005* s. 23.

Riskerna för att bankerna skall ta större skada av de utställda lånen om återbetalning blev svår för bolagen är relativt små då bankernas exponering gällande LBO är överlag små relaterat till deras totala kapitalbuffert.¹⁸ Så även om finansieringen av en LBO är en attraktiv affär för bankerna men en nedgång i denna marknad kommer endast påverka bankernas inkomster marginellt

Vi ser alltså olika synsätt med en mer positiv bild av den ökade belåningen och en annan där det anses föreligga fler risker och därmed att en viss återhållsamhet rekommenderas. Vilken som är det korrekta synsättet går inte generellt att besvara men man bör kunna dra värdefulla slutsatser av båda två. Det finns tecken på att vissa börjar förbereda sig för tuffare tider vilket kan anses klokt. Att en avmattning i ekonomin kommer är självklar men frågan är bara när och hur hårt den kommer att slå¹⁹.

3.2.2 Transparens kring risktagandet

Under de senaste åren har nya finansiella produkter utvecklats som innebär att investerare kan placera pengar i till exempel kreditderivat. Dessa innebär att man kan handla med risktransfereringar. Syftet kan vara att minska riskerna genom att sprida dem och erbjuda en placeringsmöjlighet som ger hög avkastning. Derivat är ett värdepapper vars värde beror på den underliggande tillgången som kan vara valutor, aktier, obligationer eller räntor etc. Förutom att värdet kan vara svårt att bestämma, eller kan variera kraftigt, finns också inslag av osäkerhet vad gäller villkoren för dessa och därmed vilka konsekvenser det kan få för ägaren. Speciellt rör sig oron om hur dessa instrument kommer att utveckla sig vid en eventuell nergång i ekonomin. (Jfr. Den nu rådande finansmarknadskrisen som har sitt ursprung i Amerikanska bolån med hög risk och som sålts vidare till banker och placerare runt om i världen. (Aug. 2007)

En LBO-transaktion är normalt sett komplex till sin struktur och blir ännu mer svårtolkad om det i samband med kreditgivningen använts kreditderivat. Dessa faktorer kan, i en risksituation, leda till att de inblandade parterna inte med säkerhet vet hur mycket risk och av vilket slag var och en bär vid en given tidpunkt. Eftersom det är av stor vikt för LBO-affärerna att det finns en fungerande kreditmarknad och den numera också är beroende av kreditderivaten kommer lagstiftning och praxis gällande dessa riskfrågor att få stor påverkan på LBO-marknadens förutsättningar och utveckling.

I och med att nya kapitaltäckningsregler för bankerna träder i kraft, genom det nya regelverket Basel II, arbetas det intensivt med nya riskmodeller och interna regelverk. Genom dessa ökade krav på riskhantering och säkrare riskmodeller omvärderas kapitalkraven för kreditrisker och marknadsrisker

¹⁸ Finansinspektionens rapport: *Finanssektorns stabilitet 2006*, s.4, 19.

¹⁹ ECB, Large banks and private equity-sponsored leverage buyouts in the EU, April 2007, s. 5

för till exempel derivatinstrument. Detta kan få en negativ effekt på finansieringsmarknaden för LBO's och private equity-affärer om de visar sig kräva högre kapitaltäckning än vad som gällde i det tidigare Basel I regelverket.

I finansierings- och kreditavtal skrivs det oftast in vilka risker olika aktörer skall bära och hur lånet skall vara finansierat. För att säkra upp denna risk, ordnar bankerna oftast olika kontraktsevenliga förbindelser med tredje part som är med och bär en del av risken mot en ersättning. Detta kan avse syndikering, dvs.medfinansiering av en eller flera banker, eller kreditderivat för att sprida kreditrisken. Det finns ingen tvingande lagstiftning som föreskriver att dessa relationer skall redovisas öppet vilket får till följd att den part vilken är angiven i avtalet som långivare, och därmed antas vara den som bär risken, inte nödvändigtvis står någon risk alls.

Om olika intressenter inte känner till de faktiska avtalssituationerna parterna emellan kan det medföra vissa svårigheter. Till exempel om den ena parten har sålt risken vidare kan vid en kreditförhandling nya parter agera på ett oförutsätt vis och därmed skapa problem för det låntagande bolaget.

Det ligger därför i allas intresse att avtal och praxis skapar trygghet och förutsägbarhet för både låntagare, kreditgivare och placerare utan att för den skull begränsa den fria handeln av placeringsinstrument. Detta gäller alla typer av affärer men med hänsyn till komplexiteten och den snabba tillväxten inom LBO-marknaden har det just här blivit extra svårt att ligga rätt i fas.

3.2.3 Kapitalmarknadens effektivitet

Ökar eller minskar private equity bolagen effektiviteten på kapitalmarknaden? Det som kan tala för en minskad effektivitet är om utköpen överstiger nyintroduktionerna på börsen.²⁰ Då minskar antalet noterade bolag och möjligheterna till alternativa placeringar begränsas. Detta gäller i synnerhet för de mindre handelsplatserna. En annan risk skulle kunna vara om utköpen upplevs som fientliga och okontrollerbara genom det spridda och ofta anonyma ägandet. Å andra sidan kan man hävda att det är just möjligheten till fri handel av aktier på börsen samt introduktioner och utköp som möjliggör en ständig värdering av bolaget och därmed driver effektivitet och värdeskapande.

För bolagets utveckling och värdeskapande kan det många gånger vara till fördel att både avnoteras och få in ett private equity bolag som ägare. Dels är det lättare för bolagets styrelse och ledning att fokusera på verksamheten och den långsiktiga utvecklingen utan att behöva ta hänsyn till den mediala och analytikerdrivna dagliga bevakningen av bolagets kursutveckling. Dels har de nya ägarna en väl definierad avsikt att inom en given tidsperiod utveckla och realisera en potential och sätta in både ledningsresurser och kapital för att lyckas.

²⁰ Finansinspektionens rapport: Finanssektorns stabilitet 2005, s. 23.

När private equity bolaget sen vill realisera värdeskapandet och ta hem investeringsvinsten kan det ske antingen genom en industriell eller institutionell försäljning alternativt genom en börsintroduktion, sk.IPO. I många fall där private equity bolag har gjort en IPO har aktien underpresterat på börser. Detta har uppmärksammats och oro har skapats av att private equity bolaget har, innan en IPO, uttömt den största tillväxt- och lönsamhetspotentialen i bolaget. Likaså kan förväntningarna på bolaget ha trissats upp av de förändringsframgångar som bolaget uppvisat under private equity bolagets ledning. Om höga introduktionskurser och dålig kursutveckling blir alltför vanligt kommer antingen introduktionskurserna för dessa bolag att bli lägre, och därmed mer rättvisande, eller också kommer bolagen få svårt att i samma utsträckning nå börser över huvud taget.

Den generella risken för att private equity skall komma att få några anmärkningsvärda konsekvenser för den ekonomiska marknaden i sin helhet är inte stora. Även om risken kan betraktas som liten kan en ökad övervakning av private equity marknaden som helhet och introduktionsformerna i synnerhet vara tillgodo för en hög effektivitet och kvalitet på kapitalmarknaden.

3.2.4 Marknadsmisbruk

Den mest grundläggande regeln när det gäller publika bolag är allas rätt till information samtidigt. Det finns regleringar på området, där ibland COMC (Code Of Market Conduct) i Storbritannien och lag om straff för marknadsmisbruk vid handel med finansiella instrument i Sverige, båda vilka är en delvis implementering av Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG av den 28 januari 2003 om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan (marknadsmisbruk), båda vilka är tillämpliga på samtliga parter. Därutöver och kanske mest styrande regleras informationshanteringen i börskontraktet som tecknas i samband med notering mellan bolaget och den börs på vilken bolaget ska noteras.

När riskkapitalister och private equity bolag intresserar sig för publika bolag, och många intressenter involveras, ökar risken för att enskilda individer missbrukar den information de får ta del av. Läckage till marknaden förekommer och härstammar dels från oskyldiga misstag till mer avsiktliga kommentarer. Oavsett kommentarernas bakomliggande uppsåt, kan de få till följd att rubba förtroendet för både aktören och marknaden som helhet. Vad gäller s.k. "fishing trips" där vissa individer kontaktar de inblandade och frågar om något är på gång är varken något private equity bolagen eller myndigheterna anser sig vålla något större bekymmer.

Däremot ökar riskerna för otillbörligt marknadsmisbruk när ett stort antal individer och finansiella institutioner blir inblandade i private equity affärer. När exempelvis ett bud skall läggas på ett publikt bolag närmar sig private equity bolaget det publika bolagets ledning och styrelse, för att efterhöra deras intresse till ett samarbete och genomförande av en formell genomlysning av bolaget, en sk. due diligence. Denna genomlysning är oftast mycket

omfattande och detaljerad och tillgången till informationen kan komma att påverka någon eller några intressenters handling då de ser möjligheter att påverka aktiekursen om informationen blir offentlig. Dessutom finns det många rådgivare som konsulteras vid planering av ett bud, inte minst när finansieringsstrategin skall utvecklas. Private equity bolagen måste bland annat sondera möjligheterna till lånefinansiering. De måste därför kontakta flertalet banker för att de skall kunna inkomma med bud. Kreditinstituten måste även internt involvera flera parter för att utreda möjliga finansieringslösningar. Det kan sägas att desto fler individer som har kännedom om den möjliga affären desto större är risken för att marknadsmissbruk sker, avsiktligt eller oavsiktligt. Det finns därför en avvägning hos alla parter mellan att hålla informationen inom en liten krets för att förhindra läckage och rådfråga fler parter för att kunna bygga en klar och säker grund.

När det väl är dags är det säkerligen så att vissa inblandade parter får lämna affären då deras bud eller tidigare tjänster valts bort. Då sitter dessa parter utanför affären men med, i stort sätt, samma information och kunskap om bolaget. Där är det viktigt att ordentliga och klara sekretessavtal har undertecknats och att alla parter är införstådda med vad dessa innebär.

Vad gäller de anställda inom private equity bolag brukar de ha omfattande bestämmelser gällande deras egna rättigheter att investera privat. Vissa upplägg är av den art att då en anställd skall genomföra ett aktieköp skall ledningen i firman rådfrågas och först efter klartecken från dem kan affären göras. Det är heller inget ovanligt att anställda är helt förbjudna att handla med aktier.

Konsekvenserna av marknadsmissbruk inom private equity marknaden, där risken för just sådant kan vara högre än andra marknader, är något som ses allvarligt på. Med en oren private equity marknad, hotas den totala effektivitet och lönsamhet som marknaden har potential att uppnå.²¹

3.2.5 Intressekonflikter

Det finns flertalet intressekonflikter som kan uppstå inom strukturen för private equity. Den konfliktrisk som kan vara av störst intresse är den mellan private equity bolaget och kreditinstituten. Det enda som reglerar denna konflikt är de bestämmelser som intas i investeringsavtalet. Därutöver lyder t.ex. bankanställda under särskilda banksekretessregler.

Vad gäller fondförvaltare, är en viktig del vid införskaffande av kapital att nyckelpersonerna i en transaktion satsar eget kapital i fonden. De blir på detta vis, liksom investerarna, personligen beroende av fondens utveckling. Den risk som därmed kan uppstå är att fondförvaltaren väljer de mest förmånliga

²¹ Det har visat sig under våren 2007 att flertalet inom branschen, exempelvis anställd i Cevian och Nordea m.fl., har utnyttjat den privilegierade informationen på ett otillbörligt sätt. Det bör anmärkas att dessa personer är vid skrivande stund ännu inte dömda.

investeringarna där de satsar en större del av sitt eget kapital än i investeringarna med mindre potential, s.k. ”cherry picking”.

Intressekonflikt kan även uppstå emellan olika investerare särskilt i de fall två olika fonder är förvaltade av samma person eller private equity bolag. Fall kan uppstå där en investering har gjorts i ett bolag av båda fonderna. Ena fonden är nu i sin slutfas medan den andra fonden är relativt ung. Portföljbolaget har vuxit och genererat god avkastning men bolaget anses möjligen ha ännu mer att ge i avkastning. Konflikt kan uppstå då val skall göras om private equity bolaget nu tänker göra en exit, exempelvis sälja till en industriell köpare eller en IPO, vilket är till intresse för investerarna i den mer mogna fonden eller om bolaget skall hållas kvar till fördel för den yngre fonden och dess investerare vilka då kan åtnjuta ytterligare ett antal år med höga avkastningar.

I de fall där en anställd eller partner av fonden också är verksam som ledning eller styrelseledamot i det fondägda bolaget skapas en möjlig intressekonflikt. Vari ligger deras främsta ansvarsskyldighet, i fonden eller i bolaget? Det kan vara situationer där fonden har flera investeringar och då bolaget kan kräva mer kapital, kan även andra bolag i fonden konkurrera om det kapital som finns i fonden. Det ger vidare en konflikt i den fokusering personen skall ägna fonden respektive bolaget. Skall ett beslut tas som kan skada bolaget men gynna fonden, uppstår det en konflikt om vilken linje som skall få prioritet. Om det investerade bolaget skapar resultatrelaterat bonusprogram för de anställda av fondförvaltaren, passerar dessa pengar inte fonden. Då stora utbetalningar görs minskar bolagets värde och värdet för investerarna samtidigt som private equity ledningen och deras anställda gynnas genom de utbetalda ersättningarna. Å andra sidan får det antas att bonusprogrammet driver medarbetarna till att utveckla bolagets värde ännu mera.

Vad gäller bankfinansiering av LBO:n utgör denna verksamhet stora intäkter för bankerna. Konflikter kan uppstå när en kund ber banken om hjälp att försvara sig mot ett private equity bud, samtidigt som private equity bolaget vänder sig till, oftast en annan del av, banken för att finansiera köpet.²² Vidare kan det uppstå fall där flera private equity bolag vänder sig till banken angående finansiering av samma bolag. I dessa fall uppkommer inte bara denna uppenbara konflikt utan även vad gäller vem i banken som skall agera för vilket private equity bolag. Fler private equity bolag kanske söker samma specialist i ärendet vilket kan vara en omöjlighet. Dessa konflikter skall dock hanteras av såväl bankens etiska policy och dess interna regelverk.

²² Det är inte alltid att denna konflikt skall beaktas ur ett rättsligt perspektiv. Det är även för bankens intresse att hantera denna konflikt på ett tillfredställande sätt för att måna om sitt eget anseende. Vi kan se inte allt för långt bakåt i tiden där Handelsbanken var husbank åt Scania och senare samtidigt var rådgivare åt MAN kring tureerna om förvärv av Scania hösten 2006. Detta agerande fick till konsekvens att Handelsbankens ordförande för Capital Markets avgick från sin post och förtidspensionerade sig efter det uppstått missnöje hos Scantias huvudägare.

Ovan anförda exempel är endast ett urval av de potentiella intressekonflikter som kan uppstå inom private equity marknaden och som kan skapa friktioner i ekonomin. Förutom lagar och policys utgör sättet att hantera känslig information och agera etiskt en av de viktigaste drivkrafterna för att skapa förtroende och därmed värde. Detta gäller lika för alla, investerare, banker, advokater, andra rådgivare med flera.

3.2.6 Tillträdessvårigheter

Det finns vissa begränsningar vad gäller tillträde till private equity marknaden. Möjlighet ges främst till finansiella institutioner samt stora investerare. För en småsparare ges idag inga större möjligheter att ta del av denna marknad med undantag för den indirekta investering som sker via de stora kapital- och pensionsfonderna. Denna lukrativa private equity marknad är därmed begränsad till en synnerligen begränsad krets. Flertalet olika strukturer växer fram med fond-i-fond möjligheter men är idag långt ifrån tillfredställande enligt många bedömare²³. Samtidigt är investeringar i private equity fonder förknippade med viss risk och dessa risker kan vara svåra för en lekman att förstå sig på. Vidare är en av fördelarna för ägarna, eller nackdelarna, för tilltänkta investerare, att informationsgivningen rörande private equity bolag är betydligt mer begränsad än för publika bolag. Inblicken i t.ex. strategi och resultat kan hållas hemlig och begränsad till en mindre utvald krets. Skulle fonderna öppnas för en vidare publik skulle många av de egenskaper och konkurrensfördelar, som private equity bolagen upplever, möjligen gå förlorade.

3.2.7 Marknadsinformationen

Trots påpekanden gentemot private equity bolagen är publiceringen av utveckling och värdering av investeringarna långt ifrån standardiserade. Det som lämnas till andra än investerare är i många fall strängt begränsat. Investerare som har tillgång till investeringsinformationen möts ofta av en svårtolkad och mycket omfattande information. Begränsningar uppstår därför i private equity bolagens öppenhet och möjlighet till analyser. Denna svårighet kan innebära risker då endast en begränsad insyn råder och någon översyn därför inte kan ske av marknaden och den faktiska utvecklingen. Samtidigt är det något som private equity bolag ser som en av dess stora fördelar att det inte råder samma krav på öppenhet.

²³ Dock kan vi se tecken på att denna marknad inte är så efterfrågad som många påstår. NAXS, som är ett svenskt bolag som handlas på First North vilka erbjuder småsparare att investera pengar i företaget som sedan investerar i någon av de större private equity fonderna där det ofta föreligger ett minimum kapital på 100 – 150 miljoner. Bolaget fick in 600miljoner av de tänkta en miljard de hade siktat på vid deras emission samtidigt som deras aktiekurs handlades inledningsvis något under emissionskursen vid inledande handeln i bolaget. Däremot har både SEB:s och Carnegies fonder vållat stort intresse bland privatpersoner.

4 Reglering inom Sverige

4.1 Nuvarande reglering av private equity

Trots att private equity marknaden har haft och fortfarande har en stark utveckling i Sverige finns det inte någon omfattande reglering som styr hur den skall bedrivas. Hur kommer sig detta?

För en kapitalplacerare som vill investera i bolag finns möjlighet att välja mellan att antingen direktinvestera genom köp av noterade aktier eller indirekt förvärva genom att placera kapitalet i en värdepappersfond eller private equity fond. En värdepappersfond placerar i noterade aktier och är en öppen fond, tillgänglig för alla, medan en private equity fond investerar direkt i ett enskilt eller flera onoterade bolag. Private equity fonden är dessutom oftast begränsad till utvalda investerare. Genom att en private equity fond är sluten och andelarna inte kan lösas in på begäran, till skillnad mot värdepappersfonden, uppfyller den inte kraven för att vara en investeringsfond som definieras i kap 1 § 1 p. 21 lagen (2004:46) om investeringsfonder. Inte heller omfattas den av något omfattande regelverk som t.ex. särskilda regler gällande tillståndsplikt, rörelseregler, kapitaltäckning, tillsyn etcetera. Private equity bolagen ser detta som en stor fördel eftersom de kan bedriva sin verksamhet utan att ta hänsyn till alltför mycket externa krav samtidigt som de inte behöver öppet redovisa sina investeringsprospekt, resultat samt vilka investerare som är involverade i affären.²⁴

Val av associationsform, t.ex. aktiebolag eller kommanditbolag, spelar också en stor roll för vilka lagar och regler som skall vara tillämpliga. Uppenbart är att aktiebolag medför reglering genom främst aktiebolagslagen medan kommanditbolag huvudsakligen regleras genom Lag (1980:1102) om handelsbolag och enkla bolag.

När det gäller att marknadsföra fonden till investerare blir det en stor skillnad vad gäller krav på form och innehåll om fonden är ett kommanditbolag och inte ett aktiebolag eftersom delägarskap i ett kommanditbolag inte är föremål för handel. Oavsett associationsform är andelarna inte avsedda för, inom private equity verksamheten, handel eller allmän omsättning, i varken aktiebolagsform som kommanditbolagsform och då kommer heller inte verksamheten att bedömas som värdepappersrörelse och därmed inte omfattas av motsvarande krav på redovisning. Den främsta faktorn som styr val av associationsform är de skatterättsliga regler de olika associationsformererna omfattas av. Av den anledning är de flesta private equity fonder kommanditbolag.²⁵

²⁴ Nyman, M. s. 27ff

²⁵ Ibid. s. 33f.

Avsaknaden av särskild reglering medför att riskkapitalbolag och riskkapitalfonder kan strukturera verksamheten på olika sätt och därmed skiljer de sig också ofta åt i struktur och inriktning som t. ex. val av associationsform, inriktning m.m.

4.2 Aktiebolagslagen

När det gäller avtalsförhållanden och regleringar inom private equity måste man beakta dels frågor rörande förhållandet mellan fonden och investerarna och dels förhållandet mellan private equity fonden och dess investeringar i målbolaget. Vad gäller frågor om aktieöverlåtelse och förvärv avser det enbart private equity bolagets relation till målbolaget. När det gäller investeringsavtal är det enbart hänförligt till relationen mellan fonden och investerarna. I nedanstående redogörelse, kapitel 4.2 och 4.3, avses relationen mellan private equity fonden och målbolaget och kapitel 4.4 avser förhållandet investerarna emellan.

Private equity investeringar görs oftast i aktiebolag genom förvärv av aktier. En huvudregel i ABL är att alla aktier i ett aktiebolag skall ha lika rätt om inte annat är reglerat i bolagsordningen, 3 kap 1 § ABL. De olika sorters aktier som finns och ofta används vid private equity investeringar är stamaktier och preferensaktier. Preferensaktier medför bättre rätt till bolagets tillgångar och är därmed säkrare än en stamaktie som inte har några andra rättigheter än de som ges genom ABL. Vidare ges det möjlighet att ge olika aktier olika röststyrka vilket är fallet med s.k. A- och B aktier. Ingen aktie får dock ha ett röstvärde som är tio gånger högre än de andra aktierna.

Regelverket i ABL tillåter endast utdelning till ägare av stamaktier om det finns utdelningsbara medel. Det föreligger däremot en utdelningspreferens till de aktieägare som har preferensaktier eftersom de har rätt till utdelning innan ägare av stamaktier kan få något. Hur långt denna företrädesrätt sträcker sig regleras enskilt i de olika bolagen. Vid en eventuell konkurs sker utdelning enligt bestämmelserna i KonkL och FörmånsrättsL. Då aktieägarnas fordran ligger i bolagets egna kapital har aktieägarna den lägsta prioritet bland fordringsägarna. Eftersom alla andra fordringsägare skall ha fått sitt innan någon utdelning kan ske till ägarna tillåts de ha en egen inbördes ordning utan att det påverkar någon utanför ägarkretsen. Det är av denna anledning som aktieägare med preferensaktier kan åtnjuta företräde framför ägare till stamaktier, s.k. likvidationspreferens. Denna fördelning av rättigheterna är knutna till de olika aktieslagen och genom att ge stamaktier ett högre röstvärde jämte preferensaktierna kan man på så sätt kompensera ojämnikten i utdelningspreferensen. Då investerare främst är intresserade av avkastning medan bolagets grundare och ledning i större utsträckning ser kontrollen som det primära blir användande av preferensaktier och stamaktier ofta lämplig lösning.²⁶

²⁶ Nyman, M. s. 55ff

En uppdelning i stamaktier och preferensaktier är inte så vanligt förekommande bland svenska investerare men används oftare när utländska investerare är inblandade i affären.

Investeringar kan också göras i form av konvertibla skuldebrev och ibland även teckningsoptioner. Dessa innebär att man först vid ett senare tillfälle kan omvandla sin investering till riktiga aktier.

Det som utmärker det konvertibla skuldebrevet är att, utöver de vanliga lånevillkoren, innehåller det bestämmelser som ger en rätt för innehavaren att helt eller delvis byta ut fordran på bolaget till aktier i bolaget. Ett alternativ kan vara att i samband med upprättande av ett skuldebrev tillfoga en teckningsoption som medför en rätt att förvärva aktier till ett förutbestämt pris. Fördelen med konvertibla skuldebrev och teckningsoptioner är att de, för investeraren, är förenade med lägre risk än aktier eftersom fordran består men aktievärdet kan sjunka. Nackdelen med dessa ligger främst hos bolaget då lånen ofta är dyra och att det inte tillförs något eget kapital, om inte konvertering eller teckning av nya aktier sker. Då de flesta utvecklingsbolag till en början går med förlust är det av den anledningen extra viktigt med ett väl tilltaget eget kapital, dels därför att inte ha ett alltför stort räntebärande kapital och dels för att ha kapacitet i balansräkningen att täcka upp för initiala förluster.²⁷

4.2.1 Aktiernas överlåtbarhet

Vad gäller förvärv av ett bolag är det främst regler om aktieöverlåtelse som är av intresse. Grunden är att en aktie skall ses som lös egendom och den skall vara fri att säljas eller överlåtas i samband med bodelning och arv, 4:7 ABL. Det finns dock möjligheter enligt ABL att inskränka denna rätt genom förbehåll i bolagsordningen. De förbehåll som ABL anger är samtyckesklausul i enlighet med 4:8, förköpsförbehåll, 4:18 samt hembudsklausul i 4:27 ABL. Samtyckesklausulen innebär att, före en eventuell avyttring av aktierna, måste styrelsen tillfrågas om denna aktieavyttring kan godtas. Förköpsklausulen medför att övriga aktieägare har rätt att köpa de berörda aktierna innan en eventuell avyttring till annan part sker. Genom hembudsklausulen ges övriga aktieägare rätt att köpa tillbaka de förvärvade aktierna från den nya ägaren, efter att en övergång skett, utan övriga aktieägarnas medgivande. Hembudsklausulen är således lik förköpsrätten med den vidare rätten att de andra aktieägarna fortfarande kan göra klausulen gällande även efter att tredje part förvärvat aktierna. Det finns vidare inget hinder att flera av dessa klausuler anges i bolagsordningen.²⁸ Det är således av vikt att utreda om några av dessa klausuler föreligger innan ett förvärv kan genomföras. Oftast när det gäller private equity investeringar sker förvärvet i samarbete och samförstånd med tidigare ägare och ledning varför de då kan godkänna förvärvet och inget hinder uppstår i anledning av klausulerna. Därmed inte

²⁷ Ibid.

²⁸ Svensson, B och Danelius, J, s. 48ff.

sagt att förvärvet tillkommit utan hårda förhandlingar. Rör det sig om ett fientligt uppköp, där styrelsen inte samtycker till förvärvet, kan ovanstående lagstiftning begränsa överlåtelsemöjligheten.²⁹

När det gäller ägarinflytande bygger ABL på majoritetsprincipen. För att säkerställa ett skydd också för minoriteten har lagstiftaren ansett det behövas ett särskilt minoritetsskydd vilket har införts i ABL, huvudsakligen i 7kap rörande bolagsstämman. Bolagsstämman anses vara en central del i bolagets förvaltning och där har varje aktieägare rätt att rösta och göra sin stämma hörd. Minoritetsintresset tillvaratas också i andra delar av ABL och bland de viktigaste kan nämnas likhetsprincipen, 4:1 ABL, minoritetens rätt till att bli utlöst ur bolaget, 25:21 – 23 samt 29:4 ABL. Ett annat sätt att skydda minoriteten följer av de fall där ABL föreskriver att beslut ska tas med kvalificerad majoritet, dvs. minst två tredjedelar. Till minoritetsskyddet skulle man kunna lägga 10 procents regeln. Eftersom en ägare som innehar mer än 90 procent av aktierna, enligt ABL, har rätt att tvångsinlösa resterande aktier kan en minoritet på minst tio procent förhindra en överlåtelse av hela bolaget. Denna lösenrätt gäller åt båda håll. Med det menas att även minoriteten har rätt att lösa ut sig till samma aktiekurs ur bolaget om annan aktieägare innehar mer än 90 procent av aktierna enligt 22:1 ABL.³⁰ Förvärvaren måste därför se till att, om målbolaget har flera aktieägare och endast vissa av ägarna är villiga att sälja, att förvärvaren åtminstone förvärvar över 90 procent av aktierna i första skedet för att sedan tvångsinlösa resterande aktier. Lyckas inte förvärvaren med detta riskerar de att bli samägare till målbolaget och iakta de minoritetsskyddsreglerna som avser ägare om 10 procent.

Det är ovanligt att en private equity fond skulle vilja utsättas för någon av ovanstående risker varför ett minoritetsägande sannolikt endast kan avse ledning och anställda i målbolaget. Dessa regler bidrar därför främst till att ge minoriteten motsvarande erbjudande.

4.3 Övriga gällande lagar

KöpL:s 1 § anger att KöpL är tillämplig på förvärv av lös egendom och bör därför omfatta även aktier. Det råder däremot inte enighet om denna bedömning och det förs, bland praktiker och teoretiker, en utförlig debatt om KöpL:s tillämplighet. Det är rimligt att påstå att den mest vedertagna uppfattningen är att KöpL är tillämplig för dessa affärer med stöd av ett skiljedomssavgörande från 1986 samt ett avgörande från HD³¹

KöpL, som dispositiv lag, medger att om parterna är överens om att villkoren i KöpL inte skall tillämpas så skall detta uttryckligen anges och avtalet skall vara tydligt och förutsägbart vad som skall gälla i KöpL:s ställe. HD

²⁹ Sandström, T. s. 144ff.

³⁰ Ibid, s. 191ff.

³¹ NJA 1976 s. 341

anför att det är av stor vikt med förutsägbarhet i avtalet, varför denna precisa reglering parterna emellan är nödvändig. Det är viktigt att notera att KöpL endast anses tillämplig vid förvärv av samtliga befintliga aktier. Om det endast rör sig om enstaka aktier eller förvärv av en större del av aktierna hänvisas istället till SkbrL 9 §.³² Vad gäller de allra flesta aktieköp, som inte är rena bolagsförvärv, sker dessa i publika bolag som handlas på en marknadsplats. Köpare och säljare träffas därför aldrig utan de två har en utestående köp- respektive säljorder som vid överensstämmande av pris matchas och övergången är därmed slutförd. Transaktionen hanteras genom en kommissionär och det finns standardiserade villkor som gäller för säljaren, kommittenten och kommissionären. Villkoren bör därför ha KomL:s tvingande och dispositiva regler som grund.³³

Ett område där parterna ofta väljer att gå vid sidan av KöpL är reglerna om hävning och skadestånd. Det är numera vanligt att det särskilt avtalas om ansvarsbegränsningar, s.k. warranty caps, i aktieöverlåtelseavtalet vilket betyder att parterna enas om att begränsa eventuella skadeståndskrav till en viss procentsats av köpesumman. Denna procentsats kan variera mellan fem till tjugo procent av köpeskillingen. Warranty caps medför att köparen ofta kompletterar sitt garantiskydd genom att teckna försäkring som är kopplad till säljarens utställda garantier. Detta blir särskilt viktigt när säljaren är en private equity fond då dess livslängd är tidsbegränsad. Det innebär bl.a. att det blir svårare för köparen att bedöma huruvida säljaren kommer att kunna infria garantin i framtiden.³⁴

Vid sakrättsliga tvister är det av betydelse huruvida det rör sig om ett kupongbolag eller ett avstämningsbolag. Vad gäller ett kupongbolag hänvisar 6:8 ABL till SkbrL:s regler om orderskuldebrev i 13, 14, 22 §§ SkbrL. Det som är av betydelse vad gäller dessa regler är aktiebrevets överlämnande enligt 14 och 22§ SkbrL. I avstämningsbolag, hanteras som nämnts aktierna elektroniskt och där är inte SkbrL tillämplig. Då aktierna endast finns i elektronisk form har tradition ersatts av inskrivning i avstämningsregistret. Det sakrättsliga skyddet finns därför i 6:2-4 LKF.³⁵

4.4 Investeringsavtal

Som tidigare redogjorts för är private equity bolag inte särskilt reglerade i lag. När private equity bolag inbjuder investerare i private equity fonden upprättas utförliga avtal parterna emellan där båda parter åtar sig skyldigheter och ges rättigheter. Dessa avtal utgör grunden för relationen och villkoren mellan investerare och fond och reglerar bland annat vad fonden får investera i och på vilket sätt fonden får bedriva sin verksamhet. Investeringsavtalet kan med andra ord anses som styrande regler för private equity bolaget.

³² Lindhs DLA Nordic internkurs den 17 april 2007, Björn Sjöberg.

³³ Sandström, T, s. 148.

³⁴ Kjellson, Å, Mannheimer Swartling, Utblick nr. 1 2006, s. 16f.

³⁵ Ibid, s. 151f.

Inför en investering, t.ex. vid ett företagsförvärv med flera investerare, är det vanligt att parterna upprättar ett investeringsavtal. Det finns ingen lagstadgad skyldighet att upprätta ett investeringsavtal men det kan medföra flera fördelar t.ex. att det tillförsäkrar investeraren rättigheter som denne annars inte skulle haft om det överlåtits till ABL:s regler som reglerar den fortsatta driften av och ägandet i målbolaget.

Ett investeringsavtal består av två avtal, det ena rörande teckning av aktier och eventuella andra värdepapper och det andra är ett aktieägaravtal. Teckningsavtalet reglerar frågor hänförliga till emissionen samt eventuella garantier medan aktieägaravtalet reglerar frågor hänförliga till ägandet och driften av målbolaget och därtill sammanhängande frågor. Vilka frågor som brukar regleras i investeringsavtalet, d.v.s. teckningsavtalet och aktieägaravtalet, innefattar:

- (i) Teckning av aktier och betalning;
- (ii) Aktier med särskilda rättigheter;
- (iii) Garantier;
- (iv) Styrelserepresentation;
- (v) Veto;
- (vi) Insyn, ekonomisk rapportering m.m.;
- (vii) Hembud och förköp;
- (viii) Deponering och pantsättning;
- (ix) Exit; samt
- (x) Värdeskyddande bestämmelser.³⁶

ABL anger att ägaren av en aktie äger fritt överlåta aktien om inte något av de i ABL angivna förbehållen är intagna i bolagsordningen. Om en sådan bestämmelse inte är intagen har därför aktieägaren en oinskränkt rätt att avyttra aktien. Återstående är då endast den bestämmelse som finns intagen i aktieägaravtalet vilket kan få olika verkningar beroende på mot vilken part som kravet riktas.³⁷

Vad avser verkningarna avtalsparterna emellan anges det i doktrin och förarbeten att rätten att fritt överlåta eller förvärva aktier är det viktigaste minoritetsskyddet i ABL.³⁸ Vidare anges att friheten är total om bolagsordningen inte anger annat och att det faktum att ABL måste anses tvingande i den mån inte annat anges medför att åsidosättande av minoritetsskyddet utanför bolagsordningen inte skall anses tillåtet.³⁹ I propositionen anför lagstiftaren att aktieägarna är oförhindrade att träffa avtal sinsemellan om att aktier inte får överlåtas eller att aktier får överlåtas men enbart på visst sätt. Aktieägaravtalet syftar ofta till att kringgå ABL:s tvingande bestämmelser varför aktieägaravtalet inte skall anses ha någon verkan gentemot bolaget. Aktieägaravtalet skall därför endast beaktas utifrån ett civilrättsligt perspek-

³⁶ Nyman, M. s. 89f.

³⁷ Sandström, T. s. 80ff.

³⁸ Svensson, B och Danelius, J. s. 39 samt prop. 2004/05:85 s. 249.

³⁹ Sandström, T. s. 80 – 83 & 195f.

tiv. Om en aktie överlåts i strid med ett sådant avtal, kan avtalsbrottet visserligen utlösa olika slag av sanktioner parterna emellan men den till vilken överlåtelsen har skett blir ändå normalt att betrakta som ny aktieägare. Det skall således beaktas som en avtalsrättslig tvist och inte bolagsrättslig varför de sanktioner som är givna i aktieägaravtalet rörande avtalsbrott är bindande för parterna.⁴⁰

Det bör vara den mest vedertagna uppfattningen att den som förvärvar aktier av en person som tecknat ett aktieägaravtal skall anses bunden av detta avtal om fallet var som sådant att han/hon kände till avtalets existens. Vidare skall den nya ägaren anses bunden om aktier har tillkommit personen genom bodelning eller arv.⁴¹

Effekten av ett aktieägaravtal blir således att parterna ingår ett civilrättsligt avtal vilket i sig inte har någon rättslig verkan gentemot bolaget eller god troende tredje part men skall anses bindande parterna emellan. Bryter ena parten vad som överenskommit skall de sanktioner för vilket ett avtalsbrott är gällande åläggas parten.⁴² De bestämmelser vilka är intagna i avtalet måste dock ligga inom rimliga gränser för att de inte skall anses falla in under 36 § AvtL som oskälig och därmed jämkas.

4.5 Framtida reglering av private equity

Det är svårt att identifiera några uppenbara förändringar vad gäller lagstiftning eller annan reglering som specifikt skulle träffa private equity fonder eller bolag. Ovan har redogjorts för att de främsta skälen till att införa ny reglering avser möjligheterna att förbättra öppenhet och redovisning av verksamheten. Ett sätt att försöka förutse inom vilka områden en utökad reglering kan komma är att titta på vad som händer i andra länder och framförallt inom EU. I nästkommande kapitel redogörs särskilt för regelverk och praxis i Storbritannien. Inom EU kan det vara mest naturligt att titta på MiFID, som är det nya direktivet och som ersatt ISD, och bedöma på vilket sätt det kan påverka svenska lagstiftare och private equity fonder. MiFID syftar dock främst till att reglera och harmonisera värdepappersmarknaden.

När ISD implementerades stämde dåvarande definition och reglering av värdepappersrörelse väl överens med direktivets innehåll och inga ändringar behövde därför göras. När MiFID nu skall implementeras medför den däremot en väsentlig skillnad på flera områden. En konsekvens av detta skulle kunna vara att MiFID även riktar in sig på bolag som bedriver ekonomisk rådgivning och därmed skall anses omfattas av direktivet. Därmed skulle private equity bolag kunna komma att träffas av direktivet och på så sätt tvingas bedriva verksamheten i enlighet med lagen som följer av direktivet.

⁴⁰ Sandström, T. s. 83, Kansmark, J och Roos, C M, Aktieägaravtalet, s. 33 och Prop. 2004/05:85 s. 251

⁴¹ Sandström, T. s. 83.

⁴² Prop. 2004/05:85 s.251

Lagstiftaren har särskilt utrett riskkapitalbolag och private equity fonder och konsekvenserna för dessa. Då private equity fonden normalt är ett kommanditbolag, aktiebolag eller en annan utländsk juridisk person skall den inte anses vara en investeringsfond enligt lag (2004:46) om investeringsfonder. Investerare blir delägare i associationsformen och private equity bolaget likaså men private equity bolaget har också rollen som management- och rådgivningsbolag. Det är inte sällan private equity bolaget som lämnar underlag för beslut till investerarna om lämpliga investeringar samt sköter den löpande förvaltningen. Prima facie kan det tyckas att rådgivningsbolaget tillhandahåller de av MiFID definierade tjänster angående investeringsrådgivning. Men då ett rådgivningsbolag endast lämnat råd till ett begränsat antal aktörer och inom ramen för fondverksamheten, bör enligt utredningen det i sig inte vara av det slag som är en tillståndspliktig investeringstjänst. Lagstiftaren framhåller att rådgivningsverksamheten skall betraktas som ett rådgivningsbolag i skatterättsligt hänseende men däremot inte för reglering i enlighet med den nya lagen om värdepappersmarknad. Det framförs redan i SOU 2006:50 där det anges att verksamhet där det primära inte är att tillhandahålla en tjänst åt kunder skall undantagas från tillståndsplikt i enlighet med artikel 2.1 i MiFID. Dock anför utredningen i propositionen att om rådgivningsbolag vilka tillhandahåller sina tjänster till andra företag utanför den egna sfären skall denna verksamhet kräva tillstånd. Utredning menar även att tillstånd skall krävas om de riktar sig direkt till icke-professionella investerare. Denna åsikt saknar möjligtvis nämnvärt betydelse då private equity verksamheten endast riktar sig till större professionella institut.⁴³

Utredningen anför också att den grundläggande förutsättningen för att en verksamhet skall omfattas av tillståndsplikt enligt MiFID är att verksamheten tillhandahåller investeringstjänster eller att det utförs investeringsverksamhet och att detta sker regelbundet, artikel 5 MiFID. En ytterligare förutsättning är att verksamheten inte anses vara undantagen MiFIDs tillämpningsområde. Det är av denna anledning oväsentligt om verksamheten betecknas som riskkapitalbolag eller inte då det skall bedömas i det enskilda fallet och om kriterierna anses uppfyllda skall enligt direktivet bestämmelserna även gälla för riskkapitalbolagen. Frågan om då riskkapital i stort skall falla innanför denna definition förutsätter, enligt MiFID att rådgivningen, som är aktuellt, avser finansiella instrument. Då private equity fonder som regel utför buy-outs, förvärvar de samtliga aktier i målbolaget. Den ursprungliga ägaren och ledningen kan många gånger stanna inom bolaget och rådgivningsbolaget ger den främsta rådgivning till dessa personer. Då rådgivningsbolaget främst förvaltar private equity fonden och är den som utövar rådgivning och inflytande i målbolaget skall i dessa sammanhang den sortens rådgivning inte falla in under den kategori av rådgivning som avser investeringsrådgivning. Den rådgivning som sker i private equity bolaget, rör främst frågor angående förvärv, drift och utveckling av företaget snarare än placeringar gällande finansiella instrument. Likaså avser rådgivningen investerings- och förvaltningsfrågor till professionella institutioner och inte

⁴³ Prop. 2006/07:115 s. 300ff. samt SOU 2006:50

till allmänheten. Denna form av rådgivning skall därför inte heller omfattas av bestämmelserna inom MiFID, däremot kan verksamheten komma att betraktas som en tillståndspliktig sidoverksamhet. Krav finns då att om en sådan sidoverksamhet skall vara tillståndspliktig skall det vara en sidotjänst för den vars primära rörelse tillhandahåller investeringstjänster eller utför investeringsverksamhet enligt direktivet. Detta skall inte private equity bolag vara föremål för varför tillståndsplikten för denna sidoverksamhet inte skall vara tillämplig. Om riskkapitalbolagets råd mer eller mindre avser köp och försäljning av fondandelarna och det är riskkapitalbolaget som fullgör funktionen som operativ ledning, då skall dessa råd anses vara investeringsråd och därmed kunna uteslutas från MiFIDs tillämpningsområde. Vidare skall, då målbolaget efter den struktur private equity formen ofta tar så skall målbolaget anses vara ett dotterbolag till fonden. MiFID undantar rådgivningsbolag som tillhandahåller investeringstjänster till samma moder eller dotterföretag, artikel 2.1 b.⁴⁴

Slutsatsen blir därför att private equity verksamhet sannolikt förblir oreglerad eftersom den inte omfattas av ovan nämnda direktiv och lagstiftning. Detta kan tyckas olyckligt då MiFID presenterar regleringar som skulle åtgärda flera av de risker som private equity verksamhet kan bedömas utgöra t.ex. vad gäller intressekonflikter och öppenhet i redovisningen. Samtidigt kan det vara till glädje för private equity bolagen att de får fortsätta bedriva sin verksamhet som idag och inom ett gynnsamt lagstiftningsområde.

⁴⁴ Prop. 2006/07:115 s. 315ff.

5 Reglering inom Storbritannien

5.1 Nuvarande reglering av private equity

Storbritannien är ett av de två länder i världen som i sin lagstiftning särskilt behandlar private equity verksamhet. Det andra är Singapore. Private equity bolagen i Storbritannien har visat att den sedan länge tillämpade regleringen, inte negativt begränsat utvecklingen och att de kan bedriva en väl fungerande och högavkastande verksamhet. Storbritannien är idag den näst största private equity marknaden i världen efter USA.⁴⁵

Det bör inledningsvis nämnas att Storbritannien tillhör den grupp av länder som tillämpar ”common law” som rättssystem till skillnad från Sverige och övriga europeiska länder vilka tillämpar ”civil law”. Skillnaden består i att länder styrda av ”common law” systemet inte har styrande lagar utan regleringarna kommer främst från prejudikat parallellt med ett antal ”acts” och principer.

Regleringen inom private equity bolag i Storbritannien utgörs idag främst av vad som FSMA och RAO fastställer. RAO är sekundärlagstiftning till FSMA. FSMA är en lag stiftad av parlamentet i Storbritannien som instiftade FSA som reglerare av försäkringsverksamheter, investeringsverksamheter och banker. FSMA fastställer att för de som bedriver verksamhet som definieras av RAO skall tillstånd erfordras för verksamhetens utövande. För att erhålla detta tillstånd skall verksamheten bedrivas i enlighet med FSA’s Handbook. I FSA’s Handbook finns regler för bland annat; High-Level standards, Prudential Standards och Business Standards. Det är vidare FSMA som ger FSA dess lagstadgade makt. Dessa är främst principer och ställer inte upp några precisare krav för verksamhetens bedrivande.

Varken private equity eller private equity fund managers är definierade i RAO eller FSA handbook men de skall ändå anses falla in under definitionen venture capital, som omfattas av reglerna. Definitionen omfattar de flesta private equity bolag men inte alla då vissa private equity bolag inte uppfyller samtliga de rekvisit som krävs. Oavsett om de omfattas eller inte så blir konsekvenserna inte alltför stora eftersom regleringen inte kan anses särskilt begränsande för verksamhetens utövande.⁴⁶

Det som främst regleras är, etablering och utövande av kollektiva investeringsprojekt, strukturering av affärer i investeringar, förvaltande av invester-

⁴⁵ BVCA Chief Executive’s Speech, Regulating Private Equity – who should do it and how it should be done, 5 juli 2006.

⁴⁶ FSA, Private equity: a discussion of risk and regulatory engagement, s.80.

ingar och rådgivning i samband med investeringar. Dessa områden behandlas bl. a. i High Level Standards, CAD, ISD och Conduct of Business.

High-Level Standards är en del i den större FSA Handbook som tar sikte på hur verksamheten bedrivs. Den innefattar PRIN och SYSC. PRIN tar sikte på de skyldigheter som gäller för verksamheten och anses utgöra grunden för vilka principer verksamheten skall bedrivas. Principerna berör främst, integritet, skicklighet vid utförande av tjänster, ledningskontroll, marknadsuppförande, kundintresset, intressekonflikter med flera.⁴⁷ Principerna uttrycker inte några specifika krav utan ställer upp mål som bolagen skall arbeta mot.

SYSC's syfte är att uppmuntra ledningen att ta ansvar för bolagets struktur och är därmed till för främjande av att verksamheten bedrivs ansvarsfullt vad gäller organisation och kontroll av affärerna. Detta kan till exempel innefatta gemensam plattform för organisation, system och kontrollfunktioner för bolag som står under CRD och/eller MiFID.⁴⁸ SYSC är tillämplig på alla private equity bolag, däremot behöver kraven inte alltid ställas lika högt för alla typer av bolag. Till exempel så behöver bolag som endast bedriver en mindre verksamhet inte alltid ha interna risk- eller revisionskommittéer.⁴⁹

Om Prudential Standards är tillämplig på private equity bolag eller inte beror på om firmorna omfattas av ISD eller CAD. ISD innehåller ett flertal undantag när det gäller att bli underställd regleringen. Faller verksamheten för det enskilda bolaget under ISD:s tillämpning bör bolaget även anses bli föremål för CAD. Konsekvensen blir då att bolaget måste hålla ett visst minsta eget kapital. Detta skall vara relaterat till bolagets exponering till marknads- och kreditrisker. Det skulle kunna jämföras med att ett aktiebolag måste ha ett visst minimum av eget kapital.

Business Standards innefattar olika områden där bolaget måste ha viss kontroll över att bolaget bedrivs på ett ansvarsfullt och korrekt sätt. Inom Business Standards finns bl.a. Conduct of Business, Market Conduct och Training and Competence.⁵⁰

Conduct of Business reglerar bolagens agerande gentemot kunder innefattande information, hantering av intressekonflikter och klassificering av klienter. Market Conduct avser marknadsinformation och insiderregler. Inom Training and Competence ställs det krav på att personalen utbildas löpande och att någon form av examination skall ske för att säkerställa kunskapen inom firman.⁵¹

Reglering angående penningtvätt fanns tidigare med i Business Standards men regleras främst av Money Laundering Regulations 2003. Mycket av det

⁴⁷ PRIN, 2.1.1 p 1, 2, 3, 5, 6 och 7.

⁴⁸ SYSC 1.2.1 p. 1, 2 och 4.

⁴⁹ FSA, Private equity: a discussion of risk and regulatory engagement, s.80.

⁵⁰ FSA Handbook, Business Standards Overview.

⁵¹ Ibid.

reglerade inom penningtvätt finns även i SYSC och en omstrukturering av regleringen angående penningtvätt pågår och skall bli klarare och precisare än tidigare reglering.⁵²

5.1.1 Aktiernas överlåtbarhet

När det gäller förutsättningar för aktiers överlåtbarhet intas dessa regler i bolagsordningen på samma sätt som i Sverige. Här talas det om "tag along" och "drag along" rights.

Med en tag along menas att om det avser en överföring av det kontrollerande ägarintresset till någon annan, är den säljande aktieägaren skyldig att samtidigt och på lika villkor erbjuda befintliga aktieägare att förvärva aktierna. "På lika villkor" innebär ett erbjudande där alla aktier är behandlade lika, utan rabatt eller ökning för minoritets- eller majoritetsintresset. Detta ger ett skydd för minoriteten om det kontrollerande intresset i bolaget byter ägare genom att de garanteras en försäljningsmöjlighet minst till samma överlåtelsepris. En drag along kan sägas utgöra det motsatta förhållandet. Det kan jämföras med det svenska tvångsinlösenförfarandet.

Det förtjänas att nämnas att begreppet "det kontrollerande intresset", som det hänvisas till i bolagsordningen, kan ha varierande innebörd. Definitionen kan variera mellan 50 procents ägarandel eller mer, vilket i sig enligt lag ger ett kontrollerat intresse men det kan även förekomma ner till 30 procents ägarandel. I fall av flera ägare kan 30 procent mycket väl utgöra ett kontrollerande intresse. Vid införande av dessa klausuler kan även bestämmelser gällande s.k. "pre-emption rights" tas med. Dessa föreskriver att då en "tag along" eller "drag along" sätts i spel har motparten viss tid på sig att hitta en annan köpare av aktierna. Man skulle kunna definiera det som att den andra parten, då den andra tänker avyttra, har en företrädesrätt att välja köparen, om än tidsbegränsad.

Reglerna gällande ovan nämnda klausuler finns i Restricted Securities Provisions i Finance Act 2003. Finance Act reglerar skatterna i Storbritannien och det är i denna Act som dessa rättigheter finns. Vidare finns ett Memorandum of Understanding utfärdat den 24 juli 2003 av Inland Revenue (skattemyndigheten) som reglerar att tag along och drag along rights inte skall anses nedslående gentemot ledningens aktier.⁵³

⁵² FSA, Reviewing our Money Laundering regime, 2006.

⁵³ The Finance Act 2003, chapter. 2, section 7 och Inland Revenue Memorandum of Understanding issued on 24 July 2003 mellan BVCA och HM Revenue and Custom.

5.1.2 Övrig lagstiftning

Storbritannien har nyligen introducerat en ny Companies Act 2006 vilken ersätter den tidigare Companies Act 1989. Det är en mycket omfattande lagstiftning som kommer att träda ikraft i omgångar.

I Storbritannien är det vanligt att fördela olika aktier med olika rättigheter, s.k. preferensaktier och stamaktier. Dessa aktier fungerar på samma sätt som i Sverige. Det kan bland tas in ett likvidationsförbehåll där innehavaren till en preferensaktie har högre prioritet än den som besitter en vanlig stamaktie. Detta regleras exempelvis i The Companies Act 2006, part 18, chapter 7, section 735 gällande likvidationspreferens.

På samma sätt som i Sverige ges särskilda rättigheter då en köpare har förvärvat minst 90 procent av aktierna. I The Companies Act 2006 part 28, chapter 3, section 979 ges förvärvaren rätt att lösa ut de resterande aktierna från minoriteten. Motsvarande rätt ges även, i The Companies Act 2006 part 28, chapter 3, section 983, till innehavare av aktier att bli utlösta om en annan part förvärvar över 90 procent av aktierna. Dessa regler kallas för "squeeze out" respektive "sell out".

Vid förvärv av aktier är det i första hand det enskilda överlåtelseavtalet mellan parterna som styr. Storbritanniens motsvarighet till KöpL är Sales of Goods Act men denna är inte tillämplig på aktier. I övrigt finns det inga lagar vilka direkt kan anses tillämpliga på förvärv av aktier utan det förlitas på avtalet. Detta medför att aktieöverlåtelseavtalen ofta är av mycket stor omfattning då allt skall regleras i avtalet.

Visserligen föreligger vissa lagar som löper parallellt men dessa kan inte anses vara av den form som KöpL är utan den reglerar tredje mans rättigheter samt ingångna avtal som strider mot tro och heder. Dessa skall anses som avtalsrättslig lagstiftning likt AvtL.

5.1.3 Investeringsavtal

Investeringsavtalen i Storbritannien är i stort lika dem i Sverige varför ingen djupare redogörelse ges i detta avsnitt. Anledning till varför dessa avtal ofta är lika i olika länder är att en stor del av det investerade kapitalet inte sällan kommer från utländska investerare. Vad som däremot skall beaktas är att då det inte finns någon utbredd lagstiftning som i Sverige läggs det större vikt på investeringsavtalen i Storbritannien och de blir därför betydligt större i omfattning än vad vi är vana vid i Sverige.

5.2 Framtida reglering av private equity

I skrivande stund pågår en intensiv debatt om en större reglering av private equity marknaden behövs och i sådant fall hur omfattande den bör vara. Debatten kommer både från regeringen, marknadsaktörer samt det allmänna. Många private equity bolag och deras representanter är inte helt emot ytterligare reglering. Private equity bolagen anser däremot att det framtida arbetet avseende reglering, bör ske i samråd parterna emellan och skall utvecklas varsamt för att inte hämma marknaden och begränsa de positiva ekonomiska drivkrafter som private equity medför.⁵⁴

I april 2004 beslutades det om ett direktiv om företagstjänster på det finansiella området och som väntas bidra till att vidare integrera de europeiska finansiella marknaderna. Direktivet, MiFID, skall vara fullt implementerat och börja gälla från och med den 1 november 2007. MiFID skall utöka och ersätta det gällande regleringen ISD. Idag är det inte en självklarhet att alla private equity bolag omfattas av ISD då de inte bedriver värdepappersrörelse i den mening som lagen åsyftar. Skillnaden med MiFID är att den även omfattar verksamheter som sysslar med ekonomisk rådgivning, vilket kan tyckas att private equity bolagen i vissa avseenden gör. Detta innebär att en fortsatt reglering av private equity marknaden redan är på väg och som är gemensam för alla EU stater om MiFID skall anses tillämpligt⁵⁵. Det skall dock beaktas att trots att MiFID i sig kanske inte är direkt tillämplig på private equity bolag kan den lagstiftning som följer av MiFID, på landets egen begäran, även omfatta private equity bolag. Storbritannien har visat på en större benägenhet att reglera detta område varför en reglering på initiativ av MiFID mycket väl kan vara rimlig. Hur denna lagstiftning kommer se ut vet man ingenting om idag men en redogörelse för de förändringar MiFID har gentemot den rådande FSA Handbook kan vara av intresse.

Syftet med MiFID är, likt den för ISD, att den skall lägga den formella grunden för hur finansiella institut skall organisera och bedriva sin verksamhet. MiFID innehåller vissa förändringar för att vara mer i överensstämmelse med den utveckling som varit. De områden där förändringar kommer att ske, till följd av MiFID, är exempelvis klientkategorisering, rapportering till klienter, ändamålsenlighet gällande råd och godtyckliga portföljförvaltares verksamhet och anslag av icke rådgivande tjänster, bästa verkställighet samt kontroll över lockelser.

FSA föreslår att en ändring av ”systems and controls requirements” skall göras för de bolag vilka faller under tillämpningen av MiFID. Dessa bolag blir de även föremål för CRD vilken ersatt CAD den 1 januari 2007. Där de

⁵⁴ Jfr. Larsen, T, Financial Times, Private equity industry seeks 'appropriate' FSA regulation, 28 mars 2006; Blitz, J, Financial Times, UK flags regulatory action for private equity companies, 1 mars 2007, BVCA Chief Executive's Speech, Regulating Private Equity – who should do it and how it should be done, 5 juli 2006.

⁵⁵ Se ovan anförda resonemang. Kap. 4:4

regler införs kommer det att finnas en gemensam plattform för vilken policy som skall gälla vid hantering av intressekonflikter.⁵⁶

FSA företar i skrivande stund en utvärdering om private equity marknaden där de har publicerat stora delar av sina tankar inom området och erbjuder marknadsaktörer att inkomma med remissvar. Denna process är främst för- anledd av den mycket starka tillväxten och missuppfattningar hos flertalet aktörer rörande verksamheten och dess risker. I skrivande stund har inte några svar inkommit rörande FSA's utlåtande.

Samtidigt växer initiativ för en reglering från aktörerna själva. I Storbritan- nien har en grupp bildats med medlemmar från olika aktörer i marknaden som tillsammans ska arbeta fram frivilliga, gemensamma regler för att för- bättra transparensen i private equity ägda bolag. Detta har välkomnats av större delen av marknaden men samtidigt kritiserats av vissa som anser att utformningen idag är en av konkurrensfördelarna private equity bolag inne- har. Denna grupp eller förening skall dock endast finnas till för dem som vill tillhöra den och därmed följa de seder som föreningen ställer upp. Valet att bli medlem är därför upp till var och en av private equity bolagen⁵⁷. Det måste dock belysas att denna frivillighet kanske är överdriven. Om det är så att flera aktörer går samman för att höja standarden och tilliten till markna- den uppstår svårigheter för de firmor som ställer sig utanför. Hur kommer ett sådant ställningstagande att tolkas av investerare och andra marknadsak- törer? Kommer inte deras avtalsparter eller framtida investerare ställa krav på medlemskap eller ifrågasätta varför inte private equity bolaget ingår då det är bara av goda och välvilliga skäl som föreningen finns till? Tecken på liknande tendenser kan finnas där, något som kan liknas vid private equity branschen, hedgefonder söker närmare samarbete om framtida lagstift- ning⁵⁸.

⁵⁶ FSA, 2006 s. 84ff.

⁵⁷ www.bvca.co.uk, pressmeddelande 20 mars 2007.

⁵⁸ Krause, P. Realtid.se, Hedgfonder ska tyglas – frivilligt, 12 juli 2007.

6 Analys och slutsatser

6.1 Komparativ analys

Inledningsvis måste redogöras för att både Sverige och Storbritannien är medlemmar i EU och därför bundit sig till den lagstiftning som följer av EU medlemskapet. Konsekvensen blir att lagstiftningen i de båda länderna alltmer närmar sig varandra. Inom de olika rättsområdena kan man se på olik lagstiftning men att slutresultatet oftast blir desamma. Skillnaderna är mera varifrån villkoren i aktieöverlåtelsen härstammar, avtal eller lag, eller vilken väg domstolen tar för att nå sitt domslut. Om beslut om vidare reglering tas inom EU, blir det upp till varje land att implementera dessa. Skillnader kan visserligen uppstå om de ges i form av minimi direktiv men även då borde det inte bli några stora skillnader. Vidare är de domar som ges av EG domstolen bindande för båda länderna vilket kommer att jämka samman de olika tolkningar som kan uppstå efter ett direktivs utgivande.

Som framgått i denna uppsats är riskerna inom private equity marknaden i stort sätt de samma i Sverige och Storbritannien. Viljan att begränsa dessa risker finns på båda håll men det råder skillnader i på vilket sätt och när det ska ske. Private equity regleras inte särskilt i Sverige utan omfattas av den lagstiftning som tar sikte på alla olika aktörer som är verksamma inom förvärv och avtalsrättsliga lagar. Storbritannien som inte styrs av lagar på samma sätt som Sverige gör, regleras av en mer principorienterad reglering. Å andra sidan är private equity verksamheten mer specifikt definierad än i Sverige. Några vidare precisa krav på bolagen finns däremot inte utan för att verksamheten skall få bedrivas enligt FSA skall bolaget agera på ett tillfredsställande sätt i enlighet med de principer som ges av FSA's Handbook.

Av intresse blir att se hur Storbritannien kommer att tolka MiFID och om denna reglering även kommer att innefatta private equity bolag. Är så fallet, till skillnad mot i Sverige, kommer vi att se en större splittring i regleringen av private equity och konsekvenserna av dessa är svårbedömda. Vad som dock skall tilläggas är att dessa mål och principer som ges i Storbritannien är mål vilka, antar författaren, alla aktörer i Sverige också strävar efter. Det är självfallet så att för en verksamhet som får förtroendet att förvalta stora belopp åt investerare, måste det åtföljas av ett affärsklimat för private equity bolagen så att de förväntas bedriva sin verksamhet högst tillfredsställande både vad gäller hantering av ekonomin, konflikter, interna organisation etcetera. Om inte bolaget bedrivs på ett tillbörligt sätt kan det leda till att investerarna avstår från att investera i fonden eller att de vänder sig till sidolagstiftning och allmänna rättsgrundsatser såsom förutsättningsläran och frånträder investeringsavtalet. Skillnaderna, länderna emellan, är kanske därför inte så stort som det först kan te sig.

Skillnaderna i lagstiftningen i de båda länderna har inte lett till någon större skillnad i hur affären och bolagsstrukturen ser ut. Vidare är investeringsav-

talen oftast av samma karaktär. En möjlig anledning till att det blivit så är den ökande internationaliseringen och därmed att många private equity investeringar sker med utländskt kapital. De bör ha större benägenhet att investera kapital om strukturen är väl känd och så lik som möjligt deras egen. Vidare finns fördelar eftersom det sker enklare och mer kostnadseffektivt om strukturerna länderna emellan är lika.

Vi ser även en större benägenhet i Sverige att avtala bort de dispositiva lagar som är tillämpliga vid företagsförvärv. Resultatet blir att dessa delar regleras till största delen i aktieöverlåtelseavtalet, på samma sätt som i Storbritannien. Då marknaden idag består av professionella aktörer, bör det presumeras att dessa själva kan kalkylera riskerna och de skyldigheter de drar på sig och då kan parterna emellan upprätta en för affären mer gynnsam rättslig relation.

6.2 Framtidsutsikter inom EU

Huruvida en gemensam reglering bör ske på private equityområdet och i så fall hur omfattande den bör vara råder det delade meningar om. De flesta erkänner att det vuxit fram nya typer av affärsrisker i och med private equity men det råder olika åsikter om vilka de negativa effekterna är, omfattningen av dem och vad dessa kan föra med sig.

En av de större rapporter på senare tid inom området har skrivits av ECB och behandlar fondernas belåning och bankernas kreditgivning.⁵⁹ ECB ser idag ingen större anledning till oro gällande bankernas utlåning och private equity bolagens höga belåning. ECB anser att bankernas kreditrisker gällande LBO affärer är mer riskfyllda än andra krediter och blir av den anledningen mer exponerade för förluster vid en ekonomisk nergång. Det kan därför antas att vid tecken till ekonomisk oro kan private equity bolagen tidigare än andra uppleva att bankerna blir restriktivare i sin kreditgivning.

ECB menar däremot att eftersom LBO bara utgör en mindre del av bankernas verksamhet och att även om de skulle göra förluster så skulle detta endast påverka bankerna marginellt. Bankerna har även utvecklat sk. kreditderivat vilket är ett sätt att säkra sig så inte banken behöver bära hela kreditförlusten om målbolaget misslyckas. Detta tas idag hand om i regler om övervakning av bankernas utlåning och riskhantering.

Dock ser ECB hot inom vissa områden och nämner bland annat två. Den ena avser de fall då banken på olika sätt efter genomförd affär säljer bort risken. Man brukar skilja på två huvudtyper av affärsmodeller, portfolio business modell och capital turnover. Portfolio modell innebär att erbjuda lån på egen balansräkning. Capital turnover modellen avser de fall banken arrangerar finansieringen men säljer vidare hela eller delar av lånen och

⁵⁹ ECB, Large Banks and Private Equity-sponsored Leveraged Buyouts in the EU, 2007, Frankfurt am Main, s. 37 ff.

eller risken till andra. Capital turnover involverar även en omfattande användning av kreditderivat. Den senare är allt mer använd då de kan vidarekanalisera risken till en tredje part. Capital turnover är den som främst används av investment banker då de arbetar mer med att skapa transaktions- och provisionsintäkter än ränteintäkter.

Det andra området ECB känner oro för är den allt hårdare konkurrensen mellan bankerna om utlåningen. Resultatet kan lätt bli att bankerna ger allt förmånligare villkor för finansieringen med lättsammare villkor som t.ex. amorteringsfria strukturer och mindre noggranna säkerhetskrav. Om kraven lättas när det gäller villkor för krediten kan uppföljningsmöjligheterna begränsas och därmed möjligheten att i tid upptäcka att bolaget fått svårigheter.

ECB anser dock att trots dessa risker finns det inte anledning att i nuläget ta initiativ till någon ytterligare reglering av private equity marknaden. De erkänner dock ett stort behov av att övervaka framtida utveckling. Tyskarna däremot driver på för att få till stånd en vidare reglering inom området.

I och med att det nyutgivna MiFID direktivet inte omfattar private equity bolag på ett tydligt sätt kan det ses som ett tecken på att det inte fanns vilja till att reglera denna marknad ännu. Om viljan skulle ha funnits hos majoriteten skulle det enkelt kunnat bakas in i MiFID.

6.3 Slutord

De viktigaste skillnaderna mellan Storbritannien och Sverige kan summeras till att private equity bolag i Storbritannien regleras särskilt i olika författningar vilket inte är fallet i Sverige. Det ställs dock inga specifika krav på fondstrukturer i Storbritannien, vilket skulle skilja dem åt från svenska strukturer. De skillnader som kan urskiljas i vissa fall har främst med skattemässiga skäl att göra men är däremot inte särskilt kopplade till private equity. Regleringen i Storbritannien tar främst sikte på private equity bolagens utförande och kontroll. Dessa principer finns inte i Sverige specifikt uttalade för private equity bolag eller riskkapitalbolag men det är författarens uppfattning att principerna åtföljs av private equity bolag någorlunda lika i de båda länderna.

Kan Sveriges respektive Storbritanniens regelverk anses ha påverkat utvecklingen av private equity i respektive land på ett betydelsefullt sätt? Det är författarens åsikt att så inte är fallet. Storbritannien är mycket större och är dessutom ett land med större kapital jämfört med Sverige varför de naturligt har en större marknad rent volymmässigt. Sverige var 2005 näst störst inom private equity i EU vilket är ett kvitto på att Sverige har ett fördelaktigt klimat för denna typ av verksamhet. Investeringar i private equity var i Storbritannien 2005 1,33 procent av BNP medan i Sverige var det 1,06 procent.

Det kan jämföras med Danmark som var tredje störst inom EU och låg på 0,51 procent.⁶⁰

Som nämnts ovan anser författaren att trots skillnader i regleringen uppstår likheter i hur verksamheten bedrivs i de båda länderna på grund av att investerargruppen är internationell och att de kräver av private equity bolagen att de uppför sig på ett ansvarfullt sätt. Det uppstår därmed en slags sedvana kring Codes of Conduct.

När kan då en vidare reglering tänkas initieras? För frågans besvarande bör flertalet faktorer vägas in, t.ex. den rådande ekonomiska och framtida ekonomiska konjunkturen, styrande regering samt övriga EU:s utveckling. Många anser att så länge konjunkturen är stark och utvecklingen fortsätter som den gör i skrivande stund finns ingen större anledning att lagstifta. Nuvärande regering ser private equity som någonting positivt men samtidigt ställer de sig frågande till varför inte det bör finnas samma krav på riskkapitalbolag som noterade bolag vad gäller öppenheten? Regeringen avser att ta ett initiativ till att föra en långsiktig dialog med branschens aktörer för att diskutera företagandets villkor och öka förståelsen gällande private equity⁶¹. Författaren anser därför att något större lagstiftningsinitiativ på denna front därmed knappast är något att förvänta sig inom den närmsta tiden. Det kanske blir av större intresse och större skyndsamhet då marknaden ser sitt första stora misslyckande.

Visst finns risker med private equity bolag men den marknaden har visat sig också vara oerhört gynnsam för ekonomin. På alla marknader finns risker och bara för att det här ofta rör sig om väldigt stora belopp ska inte det särskilt vara en anledning som driver fram en utökad reglering. Vid höga belåningsnivåer, görs det av seriösa professionella aktörer och frågan kan då ställas vilka lagstiftaren är att begränsa dess rätt till de ekonomiska strategiska beslut som är fritt för dem själva att befatta över.

I slutändan är det fyra frågor författaren anser måste besvaras för att ställningstagande angående behov av särskild lagstiftning gällande private equity skall kunnat ske.

- (i) Finns det några minoritetsintressen eller svagare grupper vars intresse ytterligare behöver skyddas av lag?
- (ii) Är intressenternas, affärernas storlek och betydelse av den omfattningen att missbruk eller oaktsamhet kan skada tredje man och/eller en större marknad?
- (iii) Finns några oskäliga vinster och/eller utnyttjanden som av rättsprincipiella skäl bör regleras?
- (iv) Är ovanstående risker specifika för just private equity marknaden och behöver därför private equity en särskild reglering?

⁶⁰ EVCA Yearbook 2005.

⁶¹ Uttalande av Mats Odell, Riskkapitaldagen 2007, www.svca.se.

Författaren anser att det inte krävs annat än vad som följer av dagens lagstiftning i ABL gällande skydd för minoriteten samt borgenärer. Dessa nämnda grupper är en grupp vilka kanske inte direkt är personer inom private equity marknaden utan småsparare i ett noterat bolag eller parter därtill. Aktörerna på private equity marknaden är däremot mycket insatta i denna marknad och i ekonomi överlag. Det bör därför inte betraktas som en grupp som kräver ett särskilt skydd likt konsumenter. De risker som finns är oftast av det slag vilka de kan upptäcka och själva ta med i beaktande för sitt eget agerande.

Vad gäller tredje part i övrigt, finns det idag redan ett skydd för dessa och regleras i exempelvis Banklagen, FörmånsrättsL, BrB med flera. Det krävs därför ingen vidare reglering för att skydda dessa grupper för vilka risker dessa affärer kan komma att utgöra. Det bör kanske snarare utredas huruvida dessa regler fungerar och övervakas i den mån som den bör.

En hörnsten i vårt samhälle är just en fri marknad varför när möjligheter ges till lönsamma projekt skall dessa inte begränsas. Inte minst när det visats sig gynna den totala ekonomin. Det som kan vara att beakta är de skatteupplägg vilka private equity firmorna företar där vinsterna sällan kommer att beskattas i Sverige. Detta har skapat debatt och kan tyckas fel att det förekommer. Författaren instämmer att det är olyckligt att dessa vinster inte tas upp i Sverige men anser samtidigt att definitionen av ett företag är just att skapa vinst. Föreligger det möjligheter till ett skatteupplägg som bidrar till högre vinst skall det inte anses fel av private equity bolaget att utnyttja dessa fördelar på annat sätt än vad som gäller alla skattskyldiga bolag. Kritiken rör sig då endast om att det kan finnas en moralisk skyldighet från private equity bolagens sida och det är säkerligen svårsålt hos investerare som t.ex. pensionsfonder som möter hård konkurrens och måste visa på mycket god avkastning på sina fonder för att locka pensionssparare att välja just deras pensionsfond. Ett steg i rätt riktning kan anses vara taget då slopande av förmögenhetsskatten gjordes vilket inbjuder kapital att vara kvar i Sverige utan att beskattas. Det skall förhoppningsvis leda till att investerare har större vilja till att ta hem vinsterna till Sverige.

Författaren anser att vissa av riskerna redogjorda för i arbetet kanske inte är specifika för private equity men i alla fall av stort intresse för private equity marknaden. Dock anses det inte förefalla att en särskild reglering för just private equity bolag är nödvändig på ett uppenbart sätt. Det är som nämnts ovan endast professionella aktörer som verkar på marknaden varför riskerna skall kunna uppfattas av parterna utan hjälp av annan lagstiftning än vad som gäller för företagande och handel i övrigt. I en innovativ marknad, som i stora delar lever på denna innovation skulle en ytterligare lagreglering kunna utgöra ett hinder för utvecklingen av private equity och dess fortsatta framgång.

Käll- och litteraturförteckning

Förarbeten

Regeringens proposition 2006/07:115, Ny lag om värdepappersmarknaden.
Regeringens proposition 2004/0:85, Ny aktiebolagslag
SOU 2006:50, En ny lag om värdepappersmarknaden.

Litteratur

ECB, Large Banks and Private Equity-sponsored Leveraged Buyouts in the EU, 2007, Frankfurt am Main

Finansinspektionen, DNR 05 – 5939-350, 2005:8, Företagens interna kapitalutvärdering – att bedöma kapitalbehovet under Basel II.

Funered, Urban E, *Bankernas risktagande*, Nerenius & Santérus Förlag, Lund 1994.

Kansmark, Jan och Roos, Carl Martin, *Aktieägaravtal: en kortfattad handbok*, Norstedt, Stockholm 1994.

Kjellson, Åke, Mannheimer Swartling, Utblick nr. 1 2006.

Krause, P. Realtid.se, Hedgfonder ska tyglas – frivilligt, 12 juli 2007

Nyman, Mikael, *Riskkapital, Private equity- och venture capital investeringar*, Norstedts Juridik, 2002 Stockholm.

Olsen, Jonathan, *Note on Leveraged Buyouts*, Tuck School of Business at Dartmouth College, Center for private equity an entrepreneurship, 2002.

Ross S., Westerfield R. & Jaffe J. *Corporate Finance 6th edition*. McGraw-Hill. New York, N.Y. 2002.

Sandström, Torsten, *Svensk Aktiebolagsrätt*, Norstedts Juridik, Stockholm 2005.

Svensson, Bo och Danelius, Johan, *Nya Aktiebolagslagen*, Tholin & Larsson, Göteborg 2005.

Sveriges Riksbank, *Den Svenska finansmarknaden 2006*, 2006.

Hemsidor

[http://www.ey.com/Global/download.nsf/UK/How_do_European_PE_investors_create_value/\\$file/EY_Euro_PE_investors_create_value.pdf](http://www.ey.com/Global/download.nsf/UK/How_do_European_PE_investors_create_value/$file/EY_Euro_PE_investors_create_value.pdf), den 11 april 2007

www.svca.se, den 14 februari

www.bvca.co.uk den 23 maj

Rättsfallsförteckning

NJA 1976 s. 341