



JURIDISKA FAKULTETEN
vid Lunds universitet

Emma Widman

Private equity-investeringar genom fond och investmentbolag

*- en jämförelse av investerarskyddet för institutionella
placerare*

JURM02 Examensarbete

Examensarbete på juristprogrammet
30 högskolepoäng

Handledare: Niklas Arvidsson

Termin för examen: HT12

Innehåll

SUMMARY	1
SAMMANFATTNING	2
FÖRORD	3
FÖRKORTNINGAR	4
1 INLEDNING	5
1.1 Bakgrund	5
1.2 Syfte och frågeställning	6
1.3 Avgränsningar	7
1.4 Metod och material	7
1.5 Disposition	8
2 PRIVATE EQUITY-INVESTERINGAR	9
2.1 Definition av private equity	9
2.2 Risker beskrivna utifrån venture capital och buy-out	10
2.3 De institutionella investerarna	11
3 DE TVÅ PLACERINGARNAS FORM	12
3.1 Private equity-fonder	12
3.2 Investmentbolag	14
3.3 Investerarnas risker	16
4 ADMINISTRATIV RISK	17
4.1 Rätt till utträde ur fonden	17
4.1.1 Inlösen	17
4.1.2 Överlåtelse	18
4.1.3 Avtal	18
4.2 Utträde ur investmentbolaget	19
4.2.1 Aktiens fria överlåtbarhet	19
4.2.2 Avtal	20
5 RISK FÖR INTRESSEKONFLIKTER	21
5.1 Inflytande i fondverksamheten	21

5.1.1	Förvaltarens kompetens	21
5.1.2	Fondbestämmelser	22
5.1.3	Generalklausuler	23
5.1.4	Ökade möjligheter till insyn och inflytande?	24
5.2	Inflytande i investmentbolaget	26
5.2.1	Investerarnas inflytande	26
5.2.2	Möjligheter att minska investerarnas inflytande	27
6	FINANSIELL RISK	29
6.1	Private equity-fonder	29
6.1.1	Belåning och borgensåtaganden	29
6.1.2	Fondbestämmelser	30
6.1.3	Placeringskrav	31
6.1.4	Avtal	33
6.2	Investmentbolag	34
6.2.1	Regler för att hindra underskott	34
6.2.2	Regler för att hindra avvikelser från investerarnas förväntningar	35
6.2.3	Krav på riskspidning	36
6.2.4	Avtal	38
7	EFTERLEVNAD AV REGELVERKET	39
7.1	Skadestånd	39
7.1.1	Investerarnas rätt till ersättning från fondförvaltaren	39
7.1.2	Investerarnas rätt till ersättning av ledningen i investmentbolaget	40
7.2	Finansinspektionens respektive revisorernas tillsyn	42
8	ALTERNATIVA INVESTERINGAR – EN NY REGLERING	43
8.1	Konsekvenser för investerarskyddet i private equity-fonderna	43
8.2	Konsekvenser för investerarskyddet i investmentbolaget	45
9	ANALYS	46
9.1	Administrativ risk	46
9.2	Intressekonflikter	47
9.3	Finansiell risk	49
9.4	Skadestånd och tillsyn	50
9.5	Konsekvenser av den nya regleringen	51
9.6	Vilken investeringsform erbjuder bäst skydd?	52
	KÄLL- OCH LITTERATURFÖRTECKNING	53
	RÄTTSFALLSFÖRTECKNING	57

Summary

A new law is to be enforced in Sweden in order to regulate investments in private equity – that is investments in unlisted companies. The law concerns investments which are placed through a trustee. It is motivated by the fact that the investor takes a special risk when the trustee places the capital of the investor in unlisted companies. In this essay I will investigate current and coming regulations, regarding *only* private equity-funds and investment trust companies. The purpose is to examine differences in the protection that the investor is offered when investing in funds, compared to when investing in the companies. I will proceed from three types of risks.

The first risk is that administrative obstacles can be used to limit the investor's right to transmit or redeem the unit. For instance there are several opportunities for one investor in the investment trust company to reduce another investor's right to transmit the unit. It is possible to do this by contract or by regulation in the articles of the association. The investor has no right to redeem the unit, if it is not specially regulated in the articles of the association. In opposed to the investor in the investment trust company the fund investor has a right, which is directly regulated by law, to redeem an unlisted unit. In addition to that, the fund investor is also protected against any attempts from the trustee trying to limit the right to transmit the units by contract. The administrative protection in the fund is for these reasons probably better than the protection in the investment trust company.

The second risk concerns the danger that there will be a conflict of interests. A conflict may rise from the fact that the trustee gives priority to it's own interests. The investment trust company, unlike the fund, offers the investor right to influence how the company is managed. The investor has, as an owner of the company, a right to participate at the owner's general meeting, and thereby take part in the decisions. It is my opinion that legislation should be suggested to increase the fund investor's right to participate in the management of the fund as a way of avoiding conflicts of interests.

Finally, the third risk is financial. The fund offers, in general, a better protection against financial risks than the investment trust company, because the fund is governed by special rules about risk diversification.

Since much implies that the protection against administrative and financial risks in a comparison might be vague in the investment trust company, it is remarkable that the new rules are not certain to be applied on the companies. The legislator should clarify that the investment trust companies are covered by the rules – or otherwise the differences between the two alternatives might increase. That could in return lead to a distorted competition between the fund and the investment trust company.

Sammanfattning

En ny lag ska införas i Sverige för att bland annat reglera private equity-investeringar – alltså investeringar i onoterade andelar. Lagen avser investeringar som sker genom att ansvaret för investerarnas medel överläts till förvaltare för sådana förvärv. Lagstiftningen, som ställer nya krav på förvaltarna, har sin grund i de speciella risker som investeringarna kan medföra. Genom uppsatsen ska befintliga och föreslagna regler för förvaltare i två olika placeringsalternativ undersökas; private equity-fonder och investmentbolag. Syftet är att analysera investerarnas skydd mot tre identifierade risker. Arbetet är en jämförelse mellan skyddet i de två placeringsalternativen.

Den första risken berör att administrativa hinder kan begränsa investerarnas möjligheter att omsätta andelarna genom överlåtelse eller inlösen. I investmentbolaget finns flera chanser för befintliga ägare, att genom avtal eller bolagsordning begränsa investerarnas rätt att överlåta andelarna. Någon rätt att lösa in andelar i bolaget finns inte, förutsatt att inget annat angivits i bolagsordningen. Investerarna i fonden har däremot som utgångspunkt rätt att lösa in onoterade andelar med stöd i lag. Fondandelsägarna skyddas även mot att förvaltare genom avtal försöker hindra att andelarna överläts. På så sätt kan skyddet mot den administrativa risken i fonden sägas vara starkare än i investmentbolaget.

Den andra risken adresserar intressekonflikter som kan uppstå genom att förvaltarna prioriterar sina egna intressen framför investerarnas. Genom sin konstruktion erbjuder investmentbolaget insyn och inflytande. Som ägare i investmentbolaget kan investerarna delta vid bolagets stämma och bevaka sina intressen. Den möjligheten saknar andelsägarna i fonden. Skyddet mot intressekonflikter synes därför vara bättre i investmentbolaget. Ny lagstiftning bör föreslås för att ge investerarna i fonden ökat inflytande och möjlighet att hävda sina intressen.

Slutligen ska investerarnas skydd mot den finansiella risken nämnas. Generellt erbjuder fonden ett mer detaljerat skydd än investmentbolaget mot finansiella risker. Fonden har särskilt utformade regler för riskspridning. Den skatterättsliga och aktiebolagsrättsliga reglering som styr investmentbolaget medför inte lika höga krav.

Mycket tyder på att skyddet mot administrativa och finansiella risker är mindre långtgående i investmentbolaget. Därför är det anmärkningsvärt att de nya regler som föreslås för private equity-investeringar, inte med säkerhet omfattar bolagen. Lagstiftaren bör förtydliga att förvaltare av investmentbolag innefattas av de nya kraven. I annat fall riskerar skillnaderna mellan investeringsalternativen att öka. Det kan i sin tur leda till en snedvriden konkurrens mellan alternativen.

Förord

När uppsatsen nått sitt slutgiltiga stadium finns det åtskilliga personer att tacka. Materialet om den fondrättsliga regleringen har inte varit överväldigande; hjälpen av Lena Falk från Fondbolagens förening har därför varit ovärderlig. Advokat Jan Lombach från advokatfirman Törngren Magnell, som har bidragit med sin yrkeskunskap om värdepappersfonder, ska även ha stort tack. Jag vill därutöver nämna att synpunkterna och kommentarerna från Sara Dennås på Svenska Riskkapitalföreningen har varit betydelsefulla tillgångar.

Särskilt tack riktas till Niklas Arvidsson som i egenskap av handledare bidragit med perspektiv och sakkunskap.

Emma Widman
Lund den 5 december 2012

Förkortningar

ABL	Aktiebolagslag (2005:551)
EVCA	European Private Equity and Venture Capital Association
IL	Inkomstskattelag (1999:1229)
LIF	Lag (2004:46) om investeringsfonder
SVCA	Svenska riskkapitalföreningen
UCITS	Europaparlamentet och rådets direktiv 2009/65/EG om samordning av lagar och andra författningar som avser företag för kollektiva investeringar i överlåtbara värdepapper

1 Inledning

1.1 Bakgrund

De senaste årens ekonomiska instabilitet i Europa sätter press på lagstiftaren att agera för att öka tryggheten på de finansiella marknaderna. Så kallade alternativa investeringar, i till exempel private equity, ses ibland som särskilt riskabla eftersom de utgör satsningar i onoterade bolag. Investeringarna ses även som äventyrliga för att de i vissa fall genomförs vid osäkra perioder under onoterade bolagens livscyklar. Till exempel kan verksamheten i de onoterade bolagen precis startats upp, när investerarna väljer att bli delaktig i projektet. För att kontrollera investeringar som kopplas samman med sådana risker har den europeiska lagstiftaren valt att föreslå nya regler. Det handlar om regler för de som förvaltar andras investeringar. Reglerna träffar alltså inte enskilda investerare som placerar direkt i private equity. De avser mellanhänderna, alltså förvaltare som tar hand om investerarnas medel och placerar dem för investerarnas räkning.

De strängare reglerna för förvaltarna av andras placeringar har fått mig att reflektera över det skydd som idag finns för investerarna i olika placeringsalternativ. Vilken placeringsform erbjuder bäst skydd för investerarnas förmögenhet idag? En tätt därpå följande fråga är hur alternativen kommer att regleras efter införandet av de föreslagna reglerna? Dessa frågeställningar undersöks i uppsatsen, om än i något avgränsad form.

Jag kommer inte att granska alla placeringsformer som erbjuder investerarna del i private equity. Uppsatsen är begränsad till att enbart avse fonder och investmentbolag som gör sådana placeringar för investerarna. Dessa mellanhänder fyller en liknande funktion för investerarna, som former för kollektiva investeringar, och blir därför särskilt intressanta att undersöka. Jag vill upptäcka skillnaderna i de juridiska konstruktionerna och regelverken mellan fonderna och investmentbolagen. Sedan avser jag att ifrågasätta om skillnaderna är sakligt motiverade. En sådan motivering kan vara att den ena placeringsformen är mer riskfylld för investerarna än den andra, på grund av dess konstruktion. Finns det olikheter som inte går att motivera, är det möjligt att se skillnaderna som en snedvridning av konkurrensen på kapitalmarknaderna. *Samma krav bör råda för likvärdiga placeringsalternativ, som erbjuder samma tjänster för investerarna.*

När lagstiftaren nu valt att agerat kraftfullt och snabbt i spåren av den ekonomiska krisen finns det en risk att lagstiftningstakten varit allt för hög. Min uppfattning är att lagstiftarens avsikt aldrig bör vara att skapa otillbörliga konkurrensnackdelar för någon investeringsform. Avsikten är inte att någon form ska drabbas av strängare regler eller erbjuda investerarna ett sämre skydd än ett liknande alternativ. Utifrån denna grundläggande uppfattning ska jag analysera dagens och framtidens skydd i fonderna och investmentbolagen, för att eventuellt upptäcka sådana skillnader.

1.2 Syfte och frågeställning

I arbetet ska jag jämföra två olika placeringsalternativ för institutionella investerare som tar del i private equity genom att placera medlen hos en mellanhand. Syftet är att blottlägga skillnaderna i investerarskyddet mellan de två placeringsalternativen. Alternativen jag valt är investmentbolag och private equity-fonder. I de inledande kapitlen förklarar jag vad som förstås med private equity och vilka motiv lagstiftaren har för att kontrollera investeringarna. Jag går sedan vidare genom att titta på den grundläggande juridiska uppbyggnaden av placeringsalternativen. I denna del besvaras frågan:

1. Vilka risker finns med placeringarna och hur är de två investeringsalternativen uppbyggda juridiskt?

Nästa del av arbetet belyser investerarskyddet i de två placeringsformerna. För att läsaren ska få en så rättvisande bild som möjligt av det reella skyddet berör jag även möjligheten att genom avtal avvika från det. Frågorna är:

2. Hur ser investerarskyddet ut för de två alternativen och vilken betydelse har avtal mellan parterna?

Som det redogjordes för i inledningen av arbetet är en ny reglering för alternativa investeringar snart på plats. Av intresse är hur den nya regleringen påverkar investerarskyddet i de två formerna. För att få ett framåtblickande perspektiv redogör jag därför för nedanstående fråga.

3. Vilka ändringar medför den nya regleringen av alternativa investeringar för investerarskyddet i de två investeringsformerna?

Efter två utredande och beskrivande delar av arbetet övergår det i en djupare analys. Då ska skillnaderna i skyddet synliggöras och analyseras. Följande fråga besvaras:

4. Vilka skillnader finns mellan investerarskydden i alternativen?

Jag kommer att jämföra regleringen för investeringsformerna, men även de eventuella inbyggda risker som finns i deras grundläggande konstruktion. Om en investeringsform är särskilt riskfylld för att investerarna exempelvis inte kan påverka investeringsbesluten som mellanhanden tar, kan en hårdare reglering vara motiverad. Sådana skillnader i de grundläggande konstruktionerna måste analyseras. Därför besvarar jag alltså frågan:

5. Kan skillnaderna motiveras?

Som en avslutning på analysen avser jag ge ett tydligt svar på vilken form som erbjuder investerarna bäst skydd. En kommentar lämnas till om något alternativ är utsatt för konkurrensnackdelar till följd av en omotiverat hård reglering.

1.3 Avgränsningar

Jag vill betona att arbetet är en jämförelse av regler, och ingen generell beskrivning av fondens eller investmentbolagets regelverk. Jämförelsen tar sin utgångspunkt i lag (2002:46) om investeringsfonder, hädanefter LIF. De aktiebolags- och skatterättsliga bestämmelser som reglerar investmentbolaget vägs sedan mot LIF.

Uppsatsen har ett nationellt perspektiv. Jag utgår ifrån de nationella reglerna om investerarnas skydd i nationella fonder och bolag. I ett fåtal fall har jag jämfört reglerna med bakomliggande EU-direktiv. Anledningen har då främst varit att den nationella rätten är oklar och att ledning därför måste sökas från EU-rätten, på grund av principen om EU-konform tolkning.

Ytterligare en aspekt som jag, av utrymmesskäl, tvingats utelämna är den om investerarnas skydd mot felaktig informationsgivning. Det finns en rad bestämmelser i LIF som enbart syftar till att ge investerarna möjlighet att fatta ett välgrundat beslut innan köpet. Exempelvis ska förvaltaren tillhandahålla faktablad om fondens risknivå till presumtiva investerare. Av samma anledning har jag valt att inte beröra eventuella skyldigheter för investmentbolaget att upprätta prospekt när andelar erbjuds allmänheten.

Det finns flera exempel på att fonder och investmentbolag som investerar i private equity är noterade. De som förvaltar en noterad fond eller ett noterat investmentbolag har att följa börsernas och handelsplatsernas regelverk. Även om de regelverken kan ge investerarna skydd som går utöver bestämmelserna som redovisas i detta arbete, har jag dessvärre inte möjlighet att ta upp dessa aspekter.

1.4 Metod och material

Jag har tagit utgångspunkt i studier av lagtext och förarbeten, särskilt för att få en överblick av den något komplexa fondrättsliga regleringen. I litteraturen är fondrättsliga frågor sparsamt behandlade. När det gäller särskilt de aktiebolagsrättsliga reglerna, som investmentbolagen berörs av, finns det däremot mycket litteratur att tillgå. Jag medveten om att en fullständig bild av samtliga författares uppfattning inte kan ges. Däremot har jag strävat efter att ge en representativ bild.

Efter att ha undersökt litteraturen har jag kompletterat informationen med intervjuer och artiklar. Detta särskilt för att få ytterligare information om fonderna. För att ge läsaren en förståelse för hur fonder och investmentbolag följer reglerna i praktiken har jag valt att ge vissa konkreta exempel. Exempelen ger inte en heltäckande bild av verkligheten, men är ett värdefullt inslag för ökad förståelse.

1.5 Disposition

Början av arbetet är till stora delar en beskrivning av skyddet för investerare i de två placeringsalternativen. För att få en lättillgänglig struktur på beskrivningen har jag valt att dela in framställningen efter ett antal risker som investerarna tar. Investerarna utsätts för risker när medlen lämnas över till en mellanhand, alltså till den så kallade förvaltaren i fonden eller bolagsledningen i investmentbolaget. Det är dessa risker som det uppställda skyddet ska förebygga. I förarbetena har främst tre kategorier av risker identifierats. Det handlar om administrativa risker, risker för intressekonflikter och en finansiell risk. En djupare förklaring av riskerna och källhänvisning till förarbetena återkommer vi till i den fortsatta framställningen.

Investerarskyddet för riskerna tas upp genom att fondens skydd först berörs. Efter det följer en redogörelse av det motsvarade skyddet mot riskerna i investmentbolaget. En direkt jämförelse av skydden återges först senare, i analysen.

Efter genomgången av riskerna behandlas även de regler som ser till att förvaltarna lever upp till det lagreglerade skyddet. Där ingår regler om skadestånd och tillsyn. Som en sista byggsten i den beskrivande delen anges de nya reglerna som föreslås för förvaltare av alternativa investeringar.

Den senare delen av arbetet består av analysen. Analysen dels upp efter samma mönster som använts i det övriga arbetet. Skyddet mot varje risk jämförs alltså separat. Avslutningsvis försöker jag väga samman slutsatserna för varje risk och presentera en övergripande slutsats för skyddet i sin helhet.

2 Private equity-investeringar

2.1 Definition av private equity

Arbetet tar som bekant upp två placeringsformer för institutionella investerare som vill placera i private equity. Private equity-investeringar innebär att investerarna blir delägare i bolag. I fonden sker det genom att förvaltaren köper aktieandelar i bolag för investerarnas medel. Investmentbolaget placerar på liknande vis i aktier. På dessa sätt blir investerarna indirekt delägare i målbolagen. Begreppet målbolag används i arbetet för att beteckna bolag som fonden eller investmentbolaget placerar investerarnas medel i. Det bör uppmärksammas att investeringar i *noterade* bolag genom fond eller investmentbolag inte ger del i private equity – sådana placeringar anses ge del i public equity. Private equity och public equity utgör tillsammans det som i bredare termer kallas riskkapital.¹

I ljuset av mediadebatten kring riskkapitalinvesteringar kan vi fråga oss om det finns ytterligare egenskaper hos private equity-investeringarna som medför höga risker. I strikt bemärkelse krävs det endast direkt eller indirekt ägande i ett onoterat bolag för att det ska vara fråga om private equity. Däremot finns det studier på det företagsekonomiska området som visar att private equity-investeringarna i flera fall har gemensamma egenskaper. Ett särdrag kan vara att förvaltarna inte bara skjuter till kapital till verksamheten, utan även bidrar med till exempel nya affärsidéer och kunskap. På så sätt utövar förvaltarna ett aktivt ägarskap. Ytterligare en faktor är att förvaltarna kan ha en på förhand bestämd tidsgräns för sitt engagemang.² När målbolagen nått sin fulla potential utifrån vad förvaltarna kan tillföra avvecklar de sedan sitt ägarskap. En uppgift som framkommer i litteraturen är att private equity-investerare i genomsnitt är engagerade i förvärven under tre till sju år.³

Som redan antytts i inledningen kan private equity-investeringar genomföras i tidiga och expansiva faser; då målbolagen ofta är i omfattande behov av extra kapital. Investeringarna kan å andra sidan även genomföras i mogna faser. Utifrån vid vilken tidpunkt investeringarna sker är det möjligt att dela in dem i venture capital respektive buy-out. Det brukar sägas att investeringar i tidiga och expansiva faser är hänförliga till venture capital, medan buy-out sker i mogna faser.⁴ För att få en djupare förståelse för lagstiftarens önskan att reglera private equity-marknaden är det värdefullt att närmare granska investeringarnas syften och de risker som förvaltarna tar. Granskningen sker i kommande kapitel utifrån uppdelningen av placeringar i venture capital respektive buy-out.

¹ Det förekommer att olika definitioner används, både i doktrin och i affärsvärlden. Jag har valt att följa vad som anges av EVCA och SVCA. Se www.evca.eu och www.svca.se.

² A. Söderblom, *Private Equity Fund Investing*, s. 13 ff.

³ M. Nyman med flera, *Riskkapital*, s. 16.

⁴ www.evca.eu, www.svca.se den 26 november 2012. Samt M. Nyman med flera, s. 48 ff.

2.2 Risker beskrivna utifrån venture capital och buy-out

Begreppet venture capital kopplas ofta till investeringar som sker redan när en innovatör söker finansiering för att bilda ett bolag, eller då det nyss startat. I vissa fall finns enbart en idé om hur verksamheten ska se ut och hur produkten ska lanseras. Naturligen är placeringar i dessa första stadier generellt mycket riskfyllda. Produkten kanske inte får det genomslag som innovatörerna först trodde, konkurrensen kan vara allt för hård eller så blir projektet mer kostsamt än planerat.⁵ Riskerna är flera och drabbar investerarna. För att sprida riskerna söker förvaltare ofta projekt där även andra förvaltare och kapitalstarka investerare är engagerade. På så sätt delas riskerna på flera ägare. Även den upplevda tryggheten kan öka när också andra ser vinsterna med en placering. I ekonomiska termer kallas detta syndikering. I de tidigaste faserna är det vanligt att förvaltarna endast är intresserade av en minoritetspost i det startade bolaget. Även detta är typiskt sett en åtgärd för att minska risktagandet; den som förvärvar en mindre andel behöver inte ta lika stora banklån och undviker på så sätt att ställa sig i skuld. Istället för att söka extern finansiering skapar förvaltarna ofta tillskott genom att ge ut fler fondandelar eller genomdriva en nyemission i investmentbolaget.⁶

Till venture capital-placeringar räknas även aktieköp i målbolag som är i en expansiv fas. Dessa bolag har ofta god tillväxt, men är i behov av extra finansiering. Anledningen kan till exempel vara att målbolaget behöver medel för att expandera på en ny marknad eller för att täcka oförutsedda kostnader på grund av en snabb tillväxt.⁷ Generellt kan det sägas att dessa aktieköp är mindre riskfyllda än de som sker i de allra tidigaste stadierna, eftersom verksamheten hunnit nå en viss stabilitet.

Investeringar i målbolagens mogna stadier, så kallad buy-out, är i ett inledande skede ofta särskilt kostsamma för förvaltarna. Det beror på att målbolagen hunnit expandera och växa i värde. Förvaltarnas motiv till att bli ägare i bolagen kan vara att de gått in i en negativ utveckling som kan vändas, bara rätt initiativ tas. För att vända negativa trender i bolag eller på annat sätt ta dem till nya höjder krävs det att förvaltarna skaffar ett betydande ägarinflytande. Att förvärva en majoritet av andelarna kan bli kostsamt. De främsta riskerna med buy-out kopplas just till de omfattande banklån som kan krävas för att förvärva inflytande över stora bolag.⁸ På så sätt är även bankerna beroende av private equity-investeringarnas sundhet. Lagstiftarens motiv till att reglera investeringarna är därför inte bara knutna till riskerna för investerarna. Motiven kan eventuellt även hänföras till riskerna för de systemviktiga bankerna.

⁵ M. Nyman med flera, Private Equity, s. 49 f.

⁶ Jämför A. Söderblom, Private Equity Fund Investing, s. 14.

⁷ M. Nyman med flera, Riskkapital, s. 51.

⁸ Jämför A. Söderblom, Private Equity Fund Investing, s. 15 f.

2.3 De institutionella investeringarna

I detta avsnitt ska vi undersöka investeringarnas motiv till att använda fonden eller investmentbolaget för att få del av private equity. Anledningen till att just de institutionella investeringarna valts för arbetet kan knytas an till private equity-investeringarnas karaktär. Vi återkommer till varför så är fallet i slutet av avsnittet. Till att börja med behöver vi veta vilka de institutionella investeringarna är? Det handlar om banker, företag, kommuner, föreningar med flera som ofta har betydande ekonomiska tillgångar. Institutionella investeringar förutsätts ha större kunskaper om risktagande vid investeringar än en den enskilde konsumenten i gemen.⁹ Investeringarnas syften med att placera förmögenheten genom fonden eller investmentbolaget är, precis som den enskilde konsumentens, att de vill lämna över ansvaret för placeringarna på expertis. Genom att ge medlen till förvaltarna kan investeringarna även uppnå en större riskspridning. Det beror på att förmögenheten läggs ihop med flera andra investeringars medel. En totalt större förmögenhet kan sedan spridas på flera innehav.¹⁰

Generellt sett är de institutionella investeringarna beredda att acceptera att investeringarna är låsta under en längre tid. Att medlen inte fritt är tillgängliga för investeringarna är nästan en förutsättning för att förvaltarna ska kunna genomföra placeringar i private equity. Det beror på att de värdeskapande processerna – att förändra ett bolag i grunden eller låta det utvecklas från en idé till en fungerande verksamhet – tar lång tid. I avsnitt 2.1. angavs en uppskattning om tre till sju år. Ifall investeringarna kan hoppa av när som genom att till exempel lösa in sina andelar tvingas förvaltarna i värsta fall att avveckla de placeringar som gjorts vid illa valda tillfällen. Sker det mitt i en värdeskapande process är risken att mellanhanden går miste om vinsten med placeringen och att alla investeringarna drabbas av förlusten. En sådan ordning är svår att acceptera. Därför krävs det i regel att förmögenheten är låst under viss tid.¹¹ De institutionella investeringarna kan på detta sätt sägas vara särskilt lämpade för att placera i private equity. Just detta är anledningen till att det blir intressant att undersöka just de institutionella investeringarnas skydd vid private equity-investeringar.

⁹ SOU 2002:56, s. 28 och 148, även A. Söderblom, s. 22 ff.

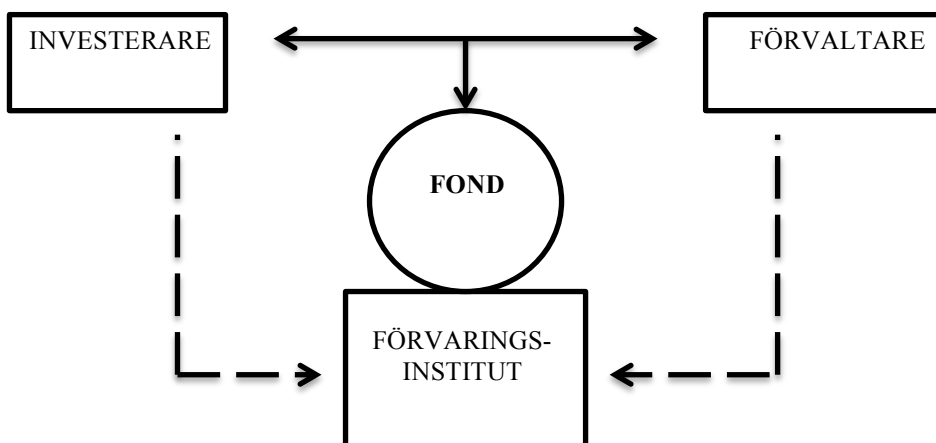
¹⁰ SOU 2002:56 s. 127 ff. om investeringarnas syften med fondplaceringar. Jämför K. Wallin-Norman, Finansiella instrument, s. 49. För investmentbolag måste liknande förhållanden råda, se samma SOU s. 459 ff.

¹¹ Detta beskrivs i SOU 2002:56 s. 467 ff. Angående investmentbolag måste samma förutsättningar gälla, se SOU 2002:56 s. 459 ff.

3 De två placeringarnas form

3.1 Private equity-fonder

Fonden är en juridisk konstruktion som idag regleras av LIF. För att förstå hur fonden är uppbyggd är det av vikt att undersöka de bakomliggande förhållandena mellan parterna. Parterna är till att börja med investerarna och förvaltaren. Innan LIF reglerades parternas mellanhavanden enbart av avtal. Det fungerade så, att när investerarna överförde förmögenhet till förvaltaren fick investerarna rätt till en viss del av fonden. Investerarnas rätt till fondförmögenheten tog sig uttryck genom en samäganderätt till fondens medel. Investerarnas rätt till förmögenheten stod alltså i direkt proportion till det belopp som överförts, jämför 1§ lag (1904:48) om samäganderätt. Genom transaktionen fann sig parterna stå i ett avtalsförhållande med varandra. Det avtalsförhållande som uppstod synliggörs överst i figur 1 nedan. Avtalet behövde inte vara skriftligt och de närmare detaljerna var inte alltid reglerade. Av transaktionen följde att förvaltaren med stöd i avtalet ägde rätt att placera de överförda medlen och därigenom agera syssloman. Om investerarna ville införa begränsningar av förvaltarens rätt att placera förmögenheten var de tvungna att särskilt avtala om sådana. Förmögenheten från samtliga investerare utgjorde den så kallade fonden. Det innebär att fonden inte var en juridisk person, utan i grunden enbart en summa pengar. Så är fallet än idag, även om fondens juridiska uppbyggnad nu i stora delar regleras genom LIF.¹²



Figur 1. Se även illustrationen i SOU 2002:56 s. 168 som legat till grund för aktuell figur.

¹² SOU 2002:56 s. 166 ff.

Att fonden inte är en juridisk person anges nu i LIF. Enligt 4 kap. 1 § 1 st. kan fonden varken förvärva rättigheter eller ikläda sig skyldigheter. Förvaltaren kan därför inte ingå avtal för fondens räkning.¹³ Istället agerar förvaltaren för investerarna, men i eget namn enligt 4 kap. 2 § 1 st. Viktigt är att investerarna inte svarar för skulder som kan uppkomma i fonden, se 4 kap. 1 § 2 st. På samma sätt som i aktiebolaget är investerarnas ansvar alltså begränsat, jämför 1 kap. 3 § aktiebolagslagen (2005:551), hädanefter ABL.

Vid införandet av LIF bestämdes att lagen om samäganderätt inte ska tillämpas för att ange vilken rätt investerarna har till fondförmögenheten, se 4 kap. 1 § 2 st. LIF. Istället förvärvar investerarna andelar i fonden. Andelarna är som utgångspunkt lika stora och ger likvärdig rätt till förmögenheten. Enligt 4 kap. 10 § tillåts det att andelarna delas in i olika klasser. Andelsklasserna kan knytas an till särskild rätt till utdelning, avgifter, tecknings- eller inlösenbelopp.

Vidare angavs det i LIF att en del betydelsefulla villkor för förvaltningen skulle anges i så kallade fondbestämmelser, se 4 kap. 8 §. Bestämmelserna kan sägas förtydliga de villkor som investerarna tidigare var tvungna att särskilt avtala om för att begränsa förvaltarens befogenheter. Fondbestämmelserna är en viktig del av det grundläggande skyddet för investerarna i fonden och kan liknas vid bolagsordningen för aktiebolag. Flera olika uppgifter, som till exempel vilken risknivå förvaltaren ska eftersträva vid investeringarna, måste anges. Mer om bestämmelsernas betydelse anges i de kommande kapitlen.

I samband med att investerarnas och förvaltarens mellanhavanden utmönstrades i LIF, ansågs det dessutom att ytterligare en aktör borde ingå som part. Jag syftar på vad som nu kallas förvaringsinstitut, se dåvarande 26 § aktiefondslagen (1974:931) och gällande 3 kap. 1 § LIF. Idag är förvaringsinstitutet en bank eller ett annat kreditinstitut, se 1 kap. 1 § 1 st. 15 p. LIF. Institutet tar emot och förvarar förmögenhet som ingår i fonden. Institutet verkställer enbart förvaltarens order om överföring av medel ifall begäran överensstämmer med reglerna i LIF och fondbestämmelserna, se 3 kap. 2 § 1 st.¹⁴ Institutet har en skyldighet gentemot investerarna att bevaka förvaltarens hantering av förmögenheten i fonden. Det bakomliggande förhållandet mellan investerarna och förvaringsinstitutet, respektive institutet och förvaltaren syns i figur 1 ovan.

¹³ När det gäller aktiebolaget agerar ledningen för bolagets räkning. Aktiebolaget är nämligen en juridisk person. För en beskrivning av begreppet juridisk person se till exempel K. Wallin-Norman, *Finansiella instrument*, 16 f.

¹⁴ E. Grundell med flera, *Regelverk på värdepappersmarknaden*, s. 37 ff.

3.2 Investmentbolag

Investmentbolaget tjänar i detta arbete som en jämförelse mot private equity-fonden. Bolaget och fonden kan sägas konkurrera om samma investerare eftersom deras funktioner är liknande; bolagsledningen respektive förvaltaren placerar medlen i investerarnas tjänst. För att möjliggöra en jämförelse av investerarskyddet mellan de två placeringsformerna är det nödvändigt att först definiera vad ett investmentbolag är. Bland annat i den företagsekonomiska litteraturen görs en rad ansatser att avgränsa begreppet.¹⁵ Jag avser göra avgränsningen att investmentbolag är ett sådant *aktiebolag* som uppfyller kraven i 39 kap. 15§ inkomstskattelagen (1999:1229), hädanefter IL. Jag kommer alltså inte ta upp andra former av investmentbolag som drivs i form av till exempel ekonomiska föreningar. En sådan jämförelse hade blivit alltför omfattande.

Anledningen till att jag i övrigt gör en skatterättslig avgränsning är att endast bolag som når upp till de skatterättsliga kraven blir beskattade på ett, i förhållande till fonderna, neutralt sätt.¹⁶ Ifall bolagen inte uppfyller kraven kan det bli svårt att konkurrera med fonderna om investerarna. Kraven uppfylls enligt 39 kap. 15§ IL av bolag som:

1. uteslutande eller nästintill uteslutande förvaltar värdepapper eller liknande tillgångar,
2. väsentligen har till uppgift att genom ett välfördelat innehav erbjuda riskspridning och
3. ett stort antal fysiska personer äger del i.

Investmentbolag ska till att börja med alltså nästintill uteslutande syssla med att *förvalta* värdepapper. Aktieandelar som köps in för att snabbt avyttras klassas som omsättningstillgångar – de är inte förvaltade enligt lagens krav.¹⁷ Att tydligt skilja omsättningstillgångar från andra tillgångar är inte helt enkelt. Vi får förlita oss på praxis för svar. I rättsfallet RÅ 2007 not. 162 förvärvade en bank genom sitt dotterbolag andelar i olika företag. Dotterbolaget ville utveckla förvärven enligt vissa uppsatta mål, och först när dessa uppnåtts skulle förvärven avyttras. Försäljning genomfördes i regel efter två till tio år. Regeringsrätten var av uppfattningen att innehaven var kapitaltillgångar, och inte omsättningstillgångar.

Vid en jämförelse med private equity-investeringar och det beskrivna rättsfallet RÅ 2007 not. 162, kan vi konstatera att det finns betydande likheter. Private equity-investeringar innebär på samma sätt som beskrevs i rättsfallet att investerarna tar aktiv del i målbolagens verksamhet. Investeringarna innebär även ofta att investerarna är engagerad en längre tid, i avsnitt 2.1 nämndes två till sju år som en genomsnittlig tid. Mot bakgrund av vad vi därmed vet om private equity-investeringar bör många bolag inom

¹⁵ R. von Essen, Investmentbolag, 37. Se även U. Myrberg, Blandade investmentbolag, s.8.

¹⁶ Prop. 2001/02: 1 s. 195.

¹⁷ Jämför prop. 1999/2000:2 s. 507 ff.

branschen uppfylla det skatterättsliga kravet om förvaltning av tillgångarna. Därmed torde kravet normalt inte vara ett hinder för att bolag som investerar i private equity uppnår status som investmentbolag.

Att bolaget *nästintill uteslutande* ska förvalta värdepapper innebär enligt praxis, se RÅ 2002 ref. 52, att det inte ska bedriva en omfattande näringsverksamhet vid sidan av förvaltningen av värdepapper. I fallet drev ett företag näringsverksamhet med en förmögenhet som motsvarade tjugo procent av kapitalet. Trots verksamhetens omfattning ansåg Regeringsrätten att företaget uppfyllde det skatterättsliga kravet på att i princip uteslutande syssla med förvaltning. När det talas om investmentbolag i denna uppsats avser jag alltså företag som koncentrerat sin verksamhet på förvaltning och endast till en mindre del eventuellt sysslar övrig verksamhet.¹⁸

Det har utlovats att uppsatsen ska ge exempel på investmentbolag som verkar i näringslivet. RATOS är ett sådant bolag som huvudsakligen förvaltar onoterade andelar.¹⁹ Vi kan använda bolaget som ett praktiskt exempel på vad som krävs för att uppfylla även de övriga skatterättsliga kraven. Kravet på riskspridning, som ovan angivits som p. 2, innebär att placeringarna måste fördelas på olika innehav. Vad det närmare innebär ska besvaras i samband med avsnitt 6.2.3. Kravet är nämligen en del i investerarnas skydd mot så kallade finansiella risker. Den sista förutsättningen för att klassas som investmentbolag är att företaget ägs av ett flertal fysiska personer. Kravet hindrar inte att även institutionella investerare placerar i bolaget. Närmare trettio procent av kapitalet i RATOS innehas av privatpersoner (därutöver finns också ett flertal institutionella investerare).²⁰ Bolaget är som en följd härav ett investmentbolag enligt den skatterättsliga definitionen.

Investmentbolagen regleras alltså sammanfattningsvis av IL och ABL. Däremot regleras de inte av lag om värdepappersmarknaden (2007:528). Den senare nämnda lagen ställer krav på tillståndsansökan för den som tillhandahåller investeringstjänster, se 2 kap. 1§. Finansinspektionen utövar även tillsyn över bolag som lyder under lagen. Jag vill klargöra att investmentbolagen inte underkastas några sådana krav som följer av regleringen. Anledningen är att bolagen undantas genom 2 kap. 5§ 1 st. 7 p.²¹ Om lagen vore tillämplig hade investerarskyddet i investmentbolaget sett väsentligen annorlunda ut.

¹⁸ Jämför även S. Jansson, *Investmentföretag och handel med värdepapper*, SST 2002, s. 784 ff. Denne författare förespråkade en lägre gräns för uppfyllelse av kravet.

¹⁹ Se <http://www.ratos.se/Om-Ratos/Investeringsstrategi/>. Hämtat den 27 november 2012.

²⁰ Se <http://www.ratos.se/Investor-Relations/Aktiekurs-Ratos-B/Aktieagare/>. Hämtat den 6 november 2012.

²¹ Att så är fallet har även kontrollerats genom intervju per mail med Kristoffer Rosell, jurist på Finansinspektionen, den 19 oktober 2012.

3.3 Investerarnas risker

De investerare som placerar medel i fonden eller investmentbolaget utsätts för risker, bland annat på grund av alternativens juridiska konstruktioner. För fonden har lagstiftaren identifierat huvudsakligen tre risker, som även låg till grund för regleringen genom LIF. Jag kommer använda mig av dessa risker för att analysera investerarskyddet i de två alternativen. Innan vi anger riskerna ska det anmärkas att dessa definierades för investerarna i deras egenskap av *konsumenter*. I utredningen till nuvarande LIF diskuterades om institutionella investerare inte hotades av riskerna och därför inte heller borde omfattas av en skyddande lagstiftning.²² När propositionen lades fram ansåg lagstiftaren dock att även de institutionella investerarna skulle skyddas genom lag.²³ Av den anledningen är de tre riskerna i sin helhet relevanta även för de institutionella investerarnas skydd.

De investerare som använder sig av en mellanhand riskerar att inte ha den investerade förmögenheten tillgänglig närhelst de vill. Den som vill omsätta sina andelar till förmögenhet kan gå till väga på olika sätt. Investeraren kan lösa in eller överlåta andelen. Begränsningar av investerarens rätt att på dessa sätt få ut förmögenhet för sitt innehav utgör *administrativa risker*.

Faran är även att förvaltarna tar hänsyn till sina egna intressen när medlen placeras. Fondförvaltaren är ett bolag med egna aktieägare, som kan ha en annan agenda än investerarna. Att fondförvaltaren är ett aktiebolag följer av 1 kap. 1 § 1 st. 7p. LIF. Även i investmentbolaget finns det en fara för att investerarnas vilja inte tillgodoses. Då talar vi om *riskerna för intressekonflikter*. Ytterligare ett scenario som kan målas upp är att tillgångarna går förlorade för att förvaltarnas dispositioner visar sig mindre lyckosamma. Dessa *finansiella risker* kan reduceras till exempel genom att krav ställs på att förvaltarna sprider sina placeringar på flera innehav.²⁴

Låt oss nu övergå till beskrivningen av investerarnas skydd mot de administrativa riskerna, riskerna för intressekonflikter och de finansiella riskerna. Kom ihåg att de grundläggande dragen i investeringarnas former har beskrivits i detta kapitel. Vi lämnar nu beskrivningen av investeringarnas uppbyggnad och koncentrerar oss i nästa del på det särskilt reglerade investerarskyddet.

²² SOU 2002:56 s. 474 ff.

²³ Prop. 2002/03:150 s. 248.

²⁴ Prop. 2002/03:150 s. 129 ff.

4 Administrativ risk

4.1 Rätt till utträde ur fonden

4.1.1 Inlösen

Fondandelsägare har, med en del begränsningar, rätt att lösa in sina andelar närhelst de begär. Förvaltaren har motsvarande skyldighet att tillgodose deras rätt. Rätten till inlösen innebär att investerarna ska få lämna ifrån sig fondandelarna i utbyte mot ersättning. Rätten är alltså ett första skydd mot den administrativa risken; att investerarna inte kan återkräva sin förmögenhet när de vill. Hur ersättningen beräknas för de som vill lösa in sina andelar ska framgå av fondbestämmelserna, se 4 kap. 8§ 1 st. 5 p. Fondandelens marknadsvärde läggs av naturliga skäl till grund för beräkningen. Fondandelsägarna ska åtnjuta fördelarna av förvaltarens lyckade placeringar, eller ta konsekvenserna av de som varit mindre lyckade. I de fall fonden eller andelarna som fonden placerar i är marknadsnoterade blir det enklare att fastställa marknadsvärdet. Det hänger samma med att marknadsnoterade andelar värderas kontinuerligt.²⁵

Av LIF framgår det närmare i vilka fall fondandelsägarna har rätt till inlösen. Utgångspunkten är förvaltaren omedelbart ska verkställa fondandelsägarnas begäran om inlösen, se LIF 4 kap. 13§ 1 st. Det förutsätter att det finns medel tillgängliga i fonden. Om så inte är fallet måste förvaltaren så snart som möjligt avveckla de förvärv som krävs för att införskaffa medlen. Huvudregeln om att inlösen snabbt ska verkställas har troligtvis fått en minskad praktisk betydelse i och med att ett nytt stycke tillförts. Sedan år 2011 följer det av bestämmelsens 2 st. att innehavaren av noterade andelar inte är berättigad till inlösen. En förutsättning är dock att andelarnas noterade värde inte avviker från marknadsvärdet. Avsikten med förändringen är att investerarna istället ska sälja andelarna på börsen.²⁶

För så kallade specialfonder finns det möjlighet att ytterligare begränsa investerarnas rätt till inlösen. Specialfonder är fonder vilka avviker från bestämmelserna om inlösen eller placeringsreglerna i LIF, se lagens 6 kap. Private equity-fonder är ofta specialfonder. Per definition ingår det nämligen en betydande del onoterade andelar i fonderna. Förvaltaren måste då ansöka om undantag från placeringsregeln i 5 kap. 5§. Regeln sätter en gräns för hur stor del onoterade innehav som får ingå i fonden. Mer om placeringsreglerna anges i avsnitt 6.1.3. För specialfonderna kan också inlösen, som redan påstås, hindras i större utsträckning än för övriga fonder. Helt slutna får specialfonderna dock inte vara – inlösen får alltså inte helt vägras. Investerarna ska minst kunna lösa in andelarna en gång per år. Perioden ska anges i fondbestämmelserna, se 4 kap. 8§ 1 st. 6 p.

²⁵ E. Grundell, Regelverk på värdepappersmarknaden, s. 39 f.

²⁶ Se ändringar enligt prop. 2010/11:135 s. 254 f.

4.1.2 Överlåtelse

Investerarnas möjlighet att överlåta fondandelarna kan vara begränsad. Rätten till överlåtelse innefattar möjligheten för investerarna att sälja, byta eller ge bort andelen till någon annan. I de fondbestämmelser jag haft möjlighet att studera förekommer det att förvaltaren måste godkänna överlåtelsen på förhand.²⁷ Det finns även exempel på att överlåtelse av andelar i specialfonder kan ske fritt.²⁸ Att flera förvaltare vill godkänna överlåtelser på förhand beror sannolikt på deras önskan att behålla kontrollen över vilka andelsägare som träder in. Om kretsen av investerare är kapitalstarka och enbart ska bestå av institutionella aktörer, kan det anses olyckligt ifall en privatperson förvärvar andelar genom överlåtelse.²⁹

LIF stadgar inte uttryckligen i vilka fall rätten till överlåtelse får begränsas av förvaltaren. I Finansinspektionens föreskrifter om investeringsfonder (FFFS 2008:11) framgår det däremot av 14 kap. 16§ att det måste anges i fondbestämmelserna om det inte är möjligt att överlåta andelarna. Finansinspektionens föreskrifter är bindande och inspektionen godkänner endast fondbestämmelser som lever upp till kravet. Inspektionen prövar fondbestämmelserna med stöd av 4 kap. 9§ 1 st. LIF.

4.1.3 Avtal

En intressant fråga är om förvaltaren och investerarna kan avtala om begränsningar av rätten till inlösen eller överlåtelse. Till att börja med är begränsningar av rätten till inlösen i vissa fall tillåtna enligt LIF. Till exempel kan förvaltaren enligt lagen inskränka rätten för de så kallade specialfonderna. Avtal som avviker från LIF genom att tillåta mer omfattande inskränkningar, till nackdel för konsumenten, utgör ytterligare en administrativ risk. Frågan är om sådana avtal överhuvudtaget gäller mellan parterna? Min bedömning är att så inte är fallet. Det beror på att LIF är till för att skydda konsumenten. Om parterna genom avtal kan frånträda lagstiftningen skulle den bli tämligen verkningslös.

Ytterligare en omständighet som tyder på att avtalen inte gäller mellan parterna är att avvikelser sanktioneras genom LIF. Förvaltare som frångår bestämmelserna riskerar skadestånd enligt lagens 2 kap. 21§. Ytterst kan Finansinspektionen enligt 10 kap. 20§ återkalla tillståndet för verksamheten. Att åberopa ett avtal som kräver att förvaltaren avviker från LIF innebär att

²⁷ Se fondbestämmelserna för Eligo Emerging Equity Allocation, via www.allbakapital.se. Hämtad den 7 november 2012. Efter förfrågan har information även erhållits för Awake Swedish Equity Fund den 19 oktober via mail. För Valbay Swedish Equity Fund, vars fondbestämmelser hämtats via www.valbay.com, den 7 november 2012, kräver förvaltaren att denne själv får sälja investerarnas andelar vid begäran om överlåtelse.

²⁸ Se Swedbank Robur Stellas fondbestämmelser. De har utfänts via www.swedbankrobur.se. Hämtad den 7 november 2012.

²⁹ Jämför SOU 2002:56 s. 450 ff.

motstående plikter ställs upp. Förvaltaren ska dels fullfölja avtalet och är dels förhindrad därtill av LIF. Sådana pliktcollisioner ska inte upprätthållas och avtalen bör därför inte heller gälla.³⁰ Det kan anmärkas att sådana avtal på grund av sanktionerna troligen inte är vanligt förekommande i praktiken.³¹

Vi går vidare till begränsningar av överlåtelsefriheten. Sådana begränsningar ska anges i fondbestämmelserna och får endast medföra att rätt till inlösen finns eller helt saknas. Några mellanlösningar tillåts inte. Skulle ett avtal inskränka investerarnas rätt, trots att fondbestämmelserna berättigar till inlösen, är det även i dessa fall något oklart vilken verkan avtalet har mellan parterna. Överträdelser av fondbestämmelserna kan leda till sanktioner med stöd av LIF, till exempel enligt tidigare angivna 2 kap. 21§ eller 10 kap. 20§. I enlighet med vad som anfördes i det senaste stycket bör pliktcollisioner inte upprätthållas. Av den anledningen bör inte heller avtal som avviker från fondbestämmelserna gälla.

4.2 Utträde ur investmentbolaget

4.2.1 Aktiens fria överlåtbarhet

Det finns ingen grundläggande rätt enligt ABL att lösa in en aktie i utbyte mot förmögenhet. Ett särskilt inlösenförbehåll kan ge investerarna en sådan rätt om det tas in i bolagsordningen enligt 20 kap. 31§ ABL. Aktien kan däremot som utgångspunkt överlåtas och därmed, om den är noterad, med fördel säljas på börsen. Regeln om aktiens fria överlåtbarhet är en av grundpelarna i ABL och framgår av 4 kap. 7§. Samtidigt som friheten fastlås i bestämmelsen anges i samma mening att den kan begränsas i vissa fall, genom bolagsordningen. Begränsningar av det slaget är en administrativ risk för den som investerar i investmentbolaget. Inskränkningar av överlåtelsefriheten medges genom lag om något av följande förbehåll tas in i bolagsordningen:

- samtyckesförbehåll
- förköpsförbehåll
- hembudsförbehåll

Samtycke innebär att investerarna måste ha styrelsen eller stämmans godkännande innan överlåtelsen blir av. Förbehållet är tillåtet med stöd av 4 kap. 8§ ABL. Ett förköpsförbehåll i bolagsordningen innebär att investerarna måste erbjuda särskilt angivna personer aktien innan den överlåts, se 4 kap. 18§ ABL. Det sist angivna, så kallade hembudsförbehållet, tillåts med stöd av 4 kap. 27§ ABL och är något mer

³⁰ Jämför vad som framhålls av N. Arvidsson, Aktieägaravtal, s. 235 ff.

³¹ Att sådana avtal är ovanliga, om de alls förekommer, framkom vid en intervju per mail den 23 oktober 2012, med Lena Falk, jurist på Fondbolagens förening.

komplext. Den som förvärvar andelen ska erbjuda vissa angivna personer aktien. Till skillnad från de två övriga förbehållen syftar en sådan föreskrift i bolagsordningen alltså även till att få verkan gentemot den utomstående förvärvaren.³² Läsaren uppmanas att hålla de legala möjligheterna för att begränsa överlåtelsefriheten i minnet, när vi övergår till nästa kapitel. Vi undersöker då ifall avtal om att inskränka överlåtelsefriheten ska upprätthållas mellan parterna.

4.2.2 Avtal

Det råder tämligen stor enighet om att avtal som begränsar överlåtelsefriheten är gällande mellan parterna.³³ Enligt en uppfattning inom litteraturen beror det på att endast avtal som åsidosätter vissa *fundamentala regler* i ABL blir verkningslösa. Sådana fundamentala regler ska inte kunna urholkas genom avtalspåverkan. Författaren som är av denna uppfattning menar att överlåtelsefriheten inte är en fundamental rättighet i ABL och att investerarna därför är bundna av avtalen.³⁴

Läsaren kan fråga sig om inskränkande avtal enligt den nyligen nämnde författarens resonemang kan vara hur långtgående som helst – gäller till exempel absoluta förbud mot att sälja en andel? Svaret är att reglerna i aktiebolagslagen inte förhindrar det. Däremot kan det finnas avtalsrättsliga regler om ogiltighet som blir tillämpningsbara. Jag tänker då till exempel på att oskäligen avtal jämkas eller lämnas utan beaktande enligt 36§ avtalslagen (1915:218).

En annan mening i litteraturen är att överlåtelsefriheten i 4 kap. 7§ ABL inte är en aktiebolagsrättslig, utan rent avtalsrättslig, regel. Anledningen anges vara att överlåtelsefriheten enbart berör aktieägarna. Någon diskussion kring om *aktiebolagsrättsliga* bestämmelser medför ogiltighet är i sådana fall inte aktuell. Istället rör det sig om avtalsrättsliga förhållanden som parterna fritt förfogar över.³⁵

Oavsett vilken av de redovisade uppfattningarna vi anser riktig, når vi ändå slutsatsen att avtalen inte är ogiltiga på grund av aktiebolagsrättsliga regler. Avtalen upprätthålls och är ytterligare en administrativ risk för investerarna.

³² Se vidare E. Sjöman, Hembud, förköp och samtycke, s. 137 ff.

³³ Jämför E. Nerep, Anmeldelse: Arvidsson Niklas, NTS 2011, s. 103.

³⁴ E. Nerep, Anmeldelse: Arvidsson Niklas, NTS 2011, s. 111 f.

³⁵ N. Arvidsson, Aktieägaravtal, s. 138 och 302 ff.

5 Risk för intressekonflikter

5.1 Inflytande i fondverksamheten

5.1.1 Förvaltarens kompetens

Förvaltaren företräder andelsägarna i alla frågor som rör fonden. Den breda kompetensen fastslås i LIF 4 kap. 2§ 1 st. Syftet med att investera i fonder har anförts vara just att få lämna över ansvaret för investeringarna till en förvaltare. Förvaltaren är ett självständigt bolag med en egen styrelse och aktieägare. Samtidigt som investerarna överlämnar ansvaret mister de normalt också rätten till insyn i investeringsbesluten. Investeringarna har inte heller rätt enligt lag att påverka vilka beslut som fattas – det sker i det självständiga bolaget som agerar förvaltare. Faran för att förvaltaren agerar i strid med investerarnas önskan, kanske för att uppfylla egna mål, utgör den så kallade risken för intressekonflikter. Risken knyter an till avsaknaden av rätt till påverkan och bristen på insyn för investerarna. I avsnitt 3.1 har det redan angetts att förvaringsinstitutet äger en viktig roll i att endast verkställa beslut från förvaltaren som överensstämmer med lag och fondbestämmelser. I det följande ska vi se närmare på den reglering som motverkar intressekonflikter, vilken både förvaltaren och förvaringsinstitutet ska iaktta.

Innan vi går närmare in på vilket skydd det finns mot risken för intressekonflikter måste vi förstå vilken kompetens som tillfaller förvaltaren. Att förvaltaren till att börja med får fatta beslut om hur den samlade förmögenheten i fonden placeras har antytts flera gånger. Förvaltaren äger även besluta om vinstuttag ur fonden. Investeringarna kan inte bara få del av värdeökningar genom att andelarna överläts eller löses in, utan även genom vinstutdelningar. Slutligen får förvaltaren rösta för alla innehav i fonden. Det får inte förglömmas att placeringarna av fondens medel leder till innehav i en rad onoterade bolag. Andelarna berättigar ägaren att rösta på stämman i bolagen. Eftersom fonden i sig enbart är en summa förmögenhet ankommer det på förvaltaren att utöva rösträtten.³⁶

Den grundläggande rätten för förvaltaren att agera i investerarnas ställe är vid, men det finns ramar inom vilka förvaltaren måste hålla sig. Dessa ramar följer av LIF. Kraven i lagen på föreskrifter i fondbestämmelserna utgör en sådan första ram som inskränker förvaltarens handlingsfrihet. En rad förhållanden ska fastställas i bestämmelserna. Förvaltaren får inte sedan avvika från det som fastställts. Bestämmelserna hindrar på så sätt förvaltaren från att slå in på nya vägar som inte stämmer överens med investerarnas intressen. Generalklausulerna i LIF är en andra ram som säkrar investerarskyddet. I det följande ska vi ta upp dessa två ramverk.

³⁶ Angående förvaltares kompetens SOU 2002:56 s. 174 ff. och prop. 2002/03:150 s. 119 ff.

5.1.2 Fondbestämmelser

De som ska genomföra en investering sätter sig förhoppningsvis in i fondbestämmelserna på förhand. På så sätt får investerarna viktig information om vad som är att vänta av förvaltarens agerande. Bestämmelserna stramar upp förvaltarens handlingsutrymme och är en säkerhet för investerarna, som får vissa grundpelare för förvaltningen svart på vitt. Genom fondbestämmelserna ska investerarna med stöd i 4 kap. 8§ LIF bland annat kunna ta del av följande:

- fondens placeringsinriktning,
- om utdelning ges ut och när den ges ut samt hur den beräknas,
- uppgifter om olika andelsklasser,
- grunderna för beräkning av förvaltarens och förvaringsinstitutets ersättning,
- förvaltarens avgifter för inlösen, överlåtelse eller liknande,
- vilka fonden riktar sig till (exempelvis institutionella investerare),
- risknivån som eftersträvas samt det riskmått som används.

Fondens placeringsinriktning och den eftersträvide risknivån är uppgifter som främst bör ses som en del av skyddet mot den finansiella risken. Visserligen utgör de indirekt ett skydd mot intressekonflikter. Anta till exempel att förvaltaren vill ge sig in på en ny, men samtidigt riskfylld marknad. En lågt angiven risknivå hindrar en sådan placering, vilken inte är i enlighet med vad investerarna förväntade sig utifrån fondbestämmelserna. Därför avviker placeringen troligen även från vad som är inom deras intresse. Vi återkommer till bestämmelser om placeringsinriktning och risknivå i 6.1.2.

Investerarna väntar sig säkert i flera fall utdelning på investeringarna under året. Det ligger i deras intresse att fasta gränser upprätthålls för när utdelningen ges ut, samt för hur den beräknas. Utdelningen kan till exempel beräknas utifrån vad som finns tillgängligt som utdelningsbart belopp från föregående år, se Finansinspektionens föreskrifter (FFFS 2008:11) 14 kap. 13§. Storleken på utdelningen påverkas av vilken andelsklass investerarna har del av. Fondbestämmelserna, när de ses ihop med 4 kap. 10§ LIF om att andelarna i samma klass ger lika rätt till utdelning, förhindrar att en investerares intressen värderas högre än en annans.

Investerarna har ett intresse av att de avgifter och ersättningar som förvaltaren kräver för sitt arbete är så låga som möjligt. Avgifterna som tas ut kan till exempel avse kostnader för begärd inlösen, överlåtelse av en andel eller arbetet med att finna lämpliga placeringar. Förvaltaren har ett motsatt intresse och vill naturligen maximera sin vinst. Priserna ska därför anges i fondbestämmelserna. Det har emellertid ifrågasatts om fondbestämmelserna i sig har en avgörande betydelse för att hålla nere avgifterna. Konkurrensen mellan fonderna är hård och kanske är det främst den som pressar priserna och säkrar investerarnas intressen.³⁷

³⁷ Jämför A. Pålsson i rapporten, Fondbolagen som ägare, 2012, s. 21.

5.1.3 Generalklausuler

I LIF formuleras flera allmänt hållna bestämmelser för att hindra att förvaltaren avviker från investerarnas intressen. En första regel är att förvaltaren ska agera *uteslutande* i fondandelsägarnas *gemensamma* intresse, se 4 kap. 2§ 3 st. Formuleringen antyder att förvaltaren ska sätta investerarnas intressen även framför de egna aktieägarnas. Hur en eventuell konflikt mellan förvaltarens aktiebolagsrättsliga syfte och investerarnas intressen ska lösas anger lagstiftaren dock inte.³⁸ Det är även oklart hur förvaltaren ska agera när investerarnas intressen går isär och något gemensamt intresse inte står att finna. Ett teoretiskt, om än tänkbart, exempel som nämns i litteraturen börjar med att två olika investerare äger andelar i ett utomstående bolag. Förvaltaren investerar i det utomstående bolaget och får därmed rösträtt på stämman. Sedan är fallet så att investerarna har helt motstående intressen av att förvaltaren röstar på ett visst sätt, i till exempel en fråga om sammanslagning med den ena investerarens dotterbolag. Vad är då investerarnas gemensamma intresse och hur ska förvaltaren agera?³⁹ Även det problemet verkar sakna lösning.

Som ett hjälpmedel för förvaltaren, men också för att gynna investerarna, har Fondbolagens Förening gett ut en kod för fondbolag, antagen den 6 december 2004. Koden ger bland annat vägledning för hur intressekonflikter kan undvikas och lösas. Koden är inte tvingande, men det framkommer i inledningen att avvikelser bör förklaras av förvaltaren, enligt principen följ eller förklara.⁴⁰ Det är möjligt att koden kan ges viss betydelse som tolkningsmaterial vid en skadestandsprövning om överträdelse av generalklausulen. I övrigt torde kodens effektivitet vara beroende av att förvaltarna väljer att upprätthålla den. Det kan nämnas att Fondbolagens förening även gett ut en rad andra, för förvaltarna frivilliga, riktlinjer som jag av utrymmesskäl inte kan redogöra för närmare.⁴¹ Det är möjligt att den relativt omfattande självregleringen på marknaden har inverkan på lagstiftarens vilja att anta tvingande lagstiftning för att öka investerarnas skydd mot intressekonflikter. Mer om detta i nästa avsnitt.

Det finns fler regler i LIF till skydd mot intressekonflikter. Så kallade sundhetskrav ställs genom generalklausulen i 2 kap. 17§ LIF. Kraven kan delvis ses som ett skydd mot den finansiella risken, men behandlas av praktiska skäl i sin helhet här. I klausulen anges att ”fondbolag ska driva sin verksamhet så att allmänhetens förtroende för fondmarknaden upprätthålls och enskildas kapitalinsatser inte otillbörligen äventyras samt i övrigt så att verksamheten kan anses sund”. Formuleringen får sägas vara allmänt hållen.

³⁸ Jämför SOU 2002:104 s. 149 ff. Se även vad A. Pålsson framhåller i rapporten, Fondbolagen som ägare, 2012, s. 15.

³⁹ A. Pålsson i rapporten, Fondbolagen som ägare, 2012, s. 26 f.

⁴⁰ Principen känns igen från svensk kod för bolagsstyrning som antagits av kollegiet för svensk bolagsstyrning. Mer om den koden återfinns för jämförelse exempelvis i L. Haglind, Lagstiftning eller självreglering – vad tycker lagstiftaren?, SvJT 2001, s. 263 ff.

⁴¹ Till exempel Fondbolagens förenings riktlinjer för fondbolagens ägarutövning, antagna den 13 februari 2002. Ett annat exempel är riktlinjer för fondbolagens marknadsföring och information, antagna den 6 december 2004.

För att den angivna bestämmelsen ska ges en mer specifik innebörd har Finansinspektionen utfärdat bindande föreskrifter genom FFFS 2008:11. Föreskrifterna innehåller bland annat krav på att förvaltarna ska ha etiska riktlinjer och rutiner för klagomålshantering. Kraven framgår av 8 kap. 1§ respektive 9 kap. 1§ i föreskrifterna. Inspektionen äger utfärda bindande föreskrifter för uttolkning av sundhetskraven enligt 11 kap 1§ 1 st. 3 p. LIF. Föreskrifterna är bindande genom att inspektionen ser till att de följs, med stöd av 10 kap. 1§ LIF. Med stor sannolikhet kan föreskrifterna även användas som tolkningsmaterial vid en skadeståndstalan om överträdelse av generalklausulen. Att grunda en skadeståndstalan endast på föreskriften i sig torde däremot inte vara möjligt. Det framkommer vid en granskning av formuleringen i 2 kap. 21§ LIF, vilken anger att talan kan ha grund i överträdelse av LIF eller fondbestämmelserna.

Vidare har inspektionen utfärdat allmänna råd om styrning och kontroll av finansiella företag genom FFFS 2005:1. I råden anges bland annat att förvaltaren ska ha ett oberoende organ som kontrollerar risktagandet inom organisationen, se 4 kap. 3§. Dessutom ska förvaltaren ha ännu ett organ som utvärderar efterlevnaden av tillämpliga regler, se 5 kap. 2§. De allmänna råden är inte tvingande, men kan troligen få betydelse vid en skadeståndsprövning om överträdelser av sundhetskraven. I övrigt är rådets effekt beroende av att förvaltarna väljer att följa dem.

5.1.4 Ökade möjligheter till insyn och inflytande?

Vid utarbetandet av LIF la utredarna stor kraft på att belysa problematiken med intressekonflikter på fondmarknaden. Det berodde inte bara på att investerarnas intressen riskerade att sättas åt sidan, utan även på att förvaltaren hade en viktig roll som ägare i många bolag genom placeringarna.⁴² Förvaltaren kan sägas få en oproportionerlig stor roll som ägare, eftersom denne får inflytande med hjälp av investerarnas, och inte bara sin egen, förmögenhet.⁴³ Inflytandet kan också sägas öka i takt med att svenskarna i allt större utsträckning sparar i fonder.⁴⁴ Trots mödan med att utreda behovet av lagstiftning mot intressekonflikter valde lagstiftaren att inte vidta några långtgående åtgärder för att påverka förvaltarens verksamhet. Lagstiftaren menade att det redan fanns goda incitament för förvaltaren att verka i investerarnas intresse på grund av konkurrensen på fondmarknaden.⁴⁵ Det kan spekuleras i om även den ökade självregleringen är en faktor som avhållit lagstiftaren från handling. I förarbetena uttalade sig

⁴² SOU 2002:56 s. 261 ff.

⁴³ A. Pålsson, Fondbolagen – de ovilliga och olämpliga ägarna, Ekonomisk Debatt 2011.

⁴⁴ Se statistik från Fondbolagens Förening, <http://fondbolagen.se/sv/Statistik--index/Fakta-om-fondmarknaden-i-Sverige/>. Hämtat den 9 november 2012.

⁴⁵ Prop. 2002/03:150 s. 133.

utredarna synnerligen positivt om självregleringen på initiativ av bland annat Fondbolagens Förening.⁴⁶

Frågan är om fondbestämmelserna och generalklausulerna med vidhängande föreskrifter och rekommendationer ger ett tillräckligt skydd mot intressekonflikter? Det är möjligt att argumentera för att så inte är fallet, utifrån ett antal exempel. Till att börja med kan förvaltaren ta ut olika avgifter för sitt arbete, som är svåra för investerarna att värdera. Hur ska investerarna exempelvis uppskatta förvaltarens kostnader för att välja lämpliga placeringar?⁴⁷ Generalklausulerna och fondbestämmelserna tillåter inte att oskäliga avgifter debiteras kunden, men bestämmelserna kan inte fullt ut säkerställa att så inte sker. För att agerandet ska kunna upptäckas är det sannolikt att investerarna behöver insyn i förvaltarens verksamhet.

Det är möjligt att ge fler exempel på när intressekonflikter kan uppstå, då varken LIF eller fondbestämmelserna synes erbjuda fullständigt skydd. Exempelvis kan förvaltaren ha bonussystem som uppmanar personalen att skapa snabba vinster. Sådana system riskerar uppmuntra till otillbörliga risktaganden. I sig kan bonusarna inte angripas utifrån generalklausulerna eller fondbestämmelserna. Om andelsägarna haft inflytande över förvaltningen skulle sådana bonussystem eventuellt ha avskaffats.⁴⁸

Ytterligare ett exempel är att förvaltaren försummar att marknadsföra en fond. Investerarna kan tycka att det är negativt, om de vill ha in flera investerare för att till exempel öka förmögenheten i fonden. Avsaknaden av beslut i det förvaltande bolaget om att investera i marknadsföring för fonden kan med stor sannolikhet inte angripas av LIF eller fondbestämmelserna. Investerarna behöver rätt till påverkan för att styra marknadsföringen.⁴⁹

Mot bakgrund av de anförda exemplen är det möjligt att nå slutsatsen att ett fullgott skydd i fonden mot intressekonflikter saknas. Tänkbara motargument är som redovisats; att det finns en god konkurrens bland förvaltarna eller att marknaden själv skapar rutiner för att motverka konflikter genom självreglering. Att helt förlita sig på en effektiv konkurrens eller självreglering synes dock otillfredsställande. Effektiviteten av Fondbolagens Förenings kod för fondbolag kan till exempel ifrågasättas, eftersom förvaltarna faktiskt kan avstå från att tillämpa den utan att det får långtgående konsekvenser. Lösningar för att ge investerarna ett ökat inflytande bör övervägas. Tänkbara alternativ är att investerarna ges rätt att utse styrelseledamöter i det förvaltande bolaget, eller att oberoende ledamöter utses för att tillvarata investerarnas intressen. En annan möjlighet är att tillåta associationsrättsliga fonder. I associationsrättsliga fonder är fonden i sig en juridisk person och investerarna agerar som ägare.⁵⁰

⁴⁶ SOU 2002:56 s. 267.

⁴⁷ Exemplet är hämtat från SOU 2002:56 s. 263.

⁴⁸ Jämför SOU 2002/03:150 s. 252.

⁴⁹ SOU 2002/03:150 s. 252 f.

⁵⁰ Lösningarna är hämtade från förarbetena, se SOU 2002/03:150 s. 269 ff. och s. 501 ff.

5.2 Inflytande i investmentbolaget

5.2.1 Investerarnas inflytande

I investmentbolaget har investerarna på olika sätt möjlighet till insyn och påverkan på vilka beslut som fattas. Det innebär inte att alla beslut tas av investerarna. Viss kompetens tillfaller bolagsledningen. Som ägare väljer investerarna i regel även styrelsen och påverkar på så sätt ledningens sammansättning. Risken för intressekonflikter är därför förhållandevis låg i investmentbolaget. Med detta är det inte sagt att bolagsledningen alltid tillvaratar investerarnas intressen. Läsaren ska göras uppmärksam på att en sådan problematik finns.⁵¹ I det närmaste ska vi dock inte fokusera på motstående intressen mellan investerare och ledning. Uppmärksamheten riktas mot förhållandet mellan investerarna och en ursprunglig ägare i investmentbolaget. I jämförelse med fonden är det den mest närliggande problematiken. En ursprunglig investerare kan försöka minska investerarnas inflytande i bolaget. Möjligheten att göra begränsningar tas upp i nästa avsnitt. Först måste utgångspunkt tas i investerarnas grundläggande rätt att påverka besluten i tre viktiga frågor. Frågorna rör placering av förmögenheten, vinstutdelning och hur rösträtten utövas för andelarna.

För att börja med investeringsbesluten, så förbereds de i regel av en särskild grupp i bolaget, den så kallade investeringskommittén. Det är en lång process innan en investering genomförs. Den innefattar bland annat due diligence (alltså en juridisk och ekonomisk undersökning av målbolaget) och kräver att en rad avtal upprättas. Efter en noggrann beredning når ärendet styrelsen, som ser över de ekonomiska konsekvenserna av investeringen.⁵² Styrelsen bör vara delaktig i beslutet, eftersom organet har ett ansvar för bolagets ekonomi som inte i sig kan delegeras bort, det följer av 8 kap. 4§ 2 men. och 4 men. ABL. Investerarna har som deltagare på stämman rätt att rösta för sina andelar och kan därigenom delta vid valet av styrelsen. På så sätt har investerarna möjlighet att indirekt få inflytande över investeringsbesluten. Värt att påpeka är att investerarna ofta måste få ihop en majoritet av rösterna i bolaget för att en föreslagen styrelseledamot ska bli vald, se 7 kap. 41§ ABL.

Genom att närvara vid stämman får investerarna även delta i beslut om vinstuttag, se 18 kap. 1§ ABL. Stämman får dock inte ta beslut om större uttag än vad styrelsen rekommenderat. Beslutet kräver en majoritet av rösterna på stämman, se 7 kap. 40§. Med stöd av ett minoritetsskydd i 18 kap. 11§ kan en investerare ändå få till stånd en utdelning om hälften av bolagets vinst, efter vissa avdrag. Det kräver tio procent av aktierna.

⁵¹ För fördjupning om detta, se C. Bergström m.fl., Aktiebolagets grundproblem, 70 ff.

⁵² D. Klonowski, The Venture Capital Investment Process, s. 25 ff. Se även M. Nyman, Riskkapital, s. 89 ff. Jämför gärna med RATOS bolagsstyrningsrapport, som nås via <http://www.ratos.se/Om-Ratos/Bolagsstyrning-i-Ratos/Bolagsstyrningsrapport/>.

Rösträtten för andelarna i målbolagen utövas av investmentbolaget som juridisk person. Det är sannolikt styrelsen som utövar rösträtten för bolagets räkning – den slutsatsen kan dras eftersom organet har ett övergripande förvaltningsansvar för verksamheten. En annan sak är att styrelsen sedan troligen delegerar uppdraget till ett antal representanter som får röstfullmakter. Själva ansvaret ligger dock ändå kvar på styrelsen, se 8 kap. 4§ 4 st. ABL.⁵³ Via samverkan mellan ledningen i investmentbolaget och målbolaget utövas sannolikt mycket av inflytandet informellt – särskilt i koncernförhållanden. Även vid denna informella påverkan kan styrelsen inta en nyckelposition.⁵⁴ Även för att påverka det informella maktutövandet är det alltså väsentligt för investerarna att få inflytande över valet av styrelse.

5.2.2 Möjligheter att minska investerarnas inflytande

Det finns två vägar att välja mellan för den ägare som vill begränsa en ny investerares inflytande i investmentbolaget. Ett sätt är att införa begränsningar genom bolagsordningen, ett annat att försöka avtala om begränsningar. Huvudregeln är att alla andelar har samma rätt, men undantag tillåts genom bolagsordningen med stöd av 4 kap. 1§ ABL. Andelarna kan vara av olika slag enligt 4 kap. 2§, förutsatt att skillnaderna anges på ett tydligt sätt i bolagsordningen.⁵⁵ Olikheterna får dock aldrig utesluta en andelsägare från att delta på stämman, eller stänga av dennes rätt att klandra stämmobeslut.⁵⁶

Genom föreskrifter i bolagsordningen kan aktierna till exempel ges olika röstvärden. Enligt 4 kap. 5§ får inget röstvärde vara mer än tio gånger större än värdet för en annan aktie. Ingen aktie kan heller ha röstvärdet noll. En investerare som innehar ett fåtal andelar har svårt att inverka på förvaltningen, särskilt om dessa andelar svarar mot ett lågt röstvärde.⁵⁷ Fler åtskillnader som kan bli aktuella är föreskrifter om att endast vissa andelar ger rätt att utse styrelsen. Att sådana föreskrifter har stöd av ABL framgår även av 7 kap. 41§ 2 st. En investerare som inte kan påverka valet av styrelse utesluts tämligen effektivt från påverkan, inte minst på investeringsprocessen. Ytterligare en åtskillnad kan avse rätten till vinstutdelning. Vissa aktier, så kallade preferensaktier, ger företräde till medel som delas ut.⁵⁸

⁵³ Se till exempel T. Sandström, Svensk aktiebolagsrätt, s. 172 ff., 208 ff. eller E. Nerep med flera, Aktiebolagslagen en lagkommentar kap. 1-10, andra upplagan, s. 566 ff.

⁵⁴ För exempel på informell påverkan, B. Larsson, Koncernföretaget, s. 76 ff. och s. 131 ff.

⁵⁵ Se till exempel T. Sandström, Svensk aktiebolagsrätt, s. 138.

⁵⁶ Prop. 2004/05:85 s. 543.

⁵⁷ Problematiken med röstvärdeskillnader beskrivs ingående av C. Bergström med flera, Aktiebolagets grundproblem, s. 154 ff.

⁵⁸ E. Nerep, P. Samuelsson, Aktiebolagslagen en lagkommentar kap. 1-10, s. 192 ff. Även H. Nial, Svensk Associationsrätt i huvuddrag, s. 146 ff.

Det går också att tänka sig att den ursprunglige ägaren genom avtal söker begränsa principen om alla aktiers lika rätt, så som den uttrycks i 4 kap. 1 § ABL. En inledande fråga blir om sådana avtal är gällande mellan parterna? En författare har uppfattningen att endast så kallat *absolut obligatoriska* regler i ABL medför att avtal därom inte kan upprätthållas. Absolut obligatoriska regler syftar till att skydda något utomstående intresse, och de kan inte åsidosättas ens om samtliga aktieägare samtycker till det i ett konkret fall.⁵⁹ Regeln i 4 kap. 1 § kan åsidosättas genom att aktieägarna föreskriver att så ska ske i bolagsordningen genom en kvalificerad majoritet. Regeln i 4 kap. 1 § ska dessutom skydda aktieägarna och inte utomstående, som till exempel borgenärerna. Enligt denne författares mening kan avtalen om aktiernas olika rätt därför upprätthållas mellan parterna.

Avtal som avviker från principen om alla aktiers lika rätt blir troligen gällande mellan parterna. Om så är fallet kan ett avtalsbrott berättiga den drabbade parten till skadestånd.⁶⁰ Däremot kan avtalen inte åberopas som klandergrund av ett stämmobeslut enligt ABL. Av den anledningen får de en något begränsad betydelse. Vi tänker oss att den ursprunglige investeraren avtalat med övriga ägare om att investeraren ska ha rätt att lyfta dubbelt så mycket vinst som de övriga. Stämman fattar sedan ett beslut om att vinsten ska delas lika mellan alla ägare. Den ursprunglige investeraren kommer då inte ha någon framgång med att klandra beslutet med stöd av 7 kap. 50 § ABL vid åberopande av avtalet. Det beror på att avtalet inte har någon betydelse aktiebolagsrättsligt. Att så är fallet synes det råda enighet om i litteraturen.⁶¹ Det finns dock skilda meningar om orsakerna därtill.

Samma författare som nyss angivits menar att avtal som söker påverka bolagets *inre förhållanden* inte får aktiebolagsrättslig betydelse. De inre förhållandena är sådana som styrs genom ändringar i bolagsordningen och inte genom de olika företrädarnas ageranden.⁶² Som vi minns kunde principen om aktiernas lika rätt i 4 kap. 1 § påverkas genom ändringar i bolagsordningen, men bolagets företrädare ägde inte inskränka den. Alltså är principen en del av de inre förhållandena i bolaget, och avtalen kan därför inte ges någon bolagsrättslig betydelse.⁶³

Det finns även synpunkter från en annan författare om att avtal *aldrig* kan få någon aktiebolagsrättslig betydelse, om inte ABL uttryckligen medger det.⁶⁴ Oavsett vilken uppfattning vi anser korrekt är det möjligt att dra slutsatsen att avtalen inte utgör någon begränsning av investerarskyddet i detta avseende. Däremot påverkar det som anförts investerarskyddet eftersom investerare som bryter mot avtalen riskerar skadestånd.

⁵⁹ N. Arvidsson, Aktieägaravtal, s. 240 f. i jämförelse med s. 283 f.

⁶⁰ J. Hellner med flera, Skadeståndsrätt, s. 91 ff.

⁶¹ N. Arvidsson, Aktieägaravtal, s. 277 ff.

⁶² N. Arvidsson, Aktieägaravtal, s. 116 ff.

⁶³ Resonemanget hämtar stöd från N. Arvidsson, Aktieägaravtal, s. 277 ff. och Arvidsson, Högsta domstolen och den aktiebolagsrättsliga separationsprincipen, JT 2012, s. 53 ff.

⁶⁴ E. Nerep, Anmeldelse: Arvidsson Niklas, NTS 2011, s. 107 ff.

6 Finansiell risk

6.1 Private equity-fonder

6.1.1 Belåning och borgensåtaganden

Den finansiella risken består av faran för att fondförmögenheten minskar till följd olyckliga dispositioner från förvaltarens sida. Sådana dispositioner kan vara allt från riskfyllda placeringar i bolag vars marknadsvärde snabbt sjunker, till omfattande lån eller borgensåtaganden med säkerhet i fondförmögenheten. I framställningen avser jag belysa skyddet mot den finansiella risken i tre delar. Samma uppdelning görs sedan för investmentbolaget. En första del avser skyddet mot underskott i fonden. Underskott kan inte skapas genom riskfyllda placeringar, utan enbart genom lån eller borgensåtaganden. En andra del avser skydd mot från fondbestämmelserna avvikande placeringar och en tredje avser skydd mot riskfyllda placeringar. Det sist angivna skyddet är noggrant utbyggt i LIF genom krav på förvaltaren att sprida placeringarna på flera innehav.

Vi inleder med skyddet mot underskott. Som vi minns kan investerarna inte hållas ansvarig för fondens skulder, se 4 kap. 1 § 2 st. 2 men. LIF. Investerarna tvingas därför aldrig betala för fondens underskott, men gynnas av att det finns ett skydd mot sådana brister. Fonden kan inte heller gå i konkurs, se 1 men. i samma bestämmelse. Även om fonden inte kan gå i konkurs kan borgenärerna kräva att medel i fonden tas i anspråk för att fullgöra en förpliktelse. Saken är enbart den att det inte kan ske genom utmätning.⁶⁵ Eftersom egendomen inte kan utmätas ställer LIF upp stränga krav för den förvaltare som vill ta lån utifrån stöd av fondförmögenheten. Borgensåtaganden i förvaltningen förbjuds helt enligt 5 kap. 23 § 1 st. 2 p. LIF.

En första utgångspunkt gällande lånen är att de inte får tas upp, se 5 kap. 23 § 1 st. 1 p. Möjligheten till undantag framgår dock av 2 st. i samma bestämmelse. Undantaget innebär att kortfristiga lån som motsvarar högst tio procent av fondens värde tillåts. Lagstiftaren har dock särskilt påpekat att lånen inte ska tas i syfte att skapa extra utrymme för placeringar. Syftet är istället att möjliggöra för förvaltare att ta lån när en investerare vill lösa in sin andel. På så sätt undviker lagstiftaren att förvaltaren tvingas avveckla placeringar för att återge investerarna medel.⁶⁶ I förarbetena poängteras att regeln om förbud mot annat än kortfristiga lån inte hindrar så kallad äkta blankning eller handel med vissa derivat. Sådana placeringar faller utanför undersökningen av satsningar i private equity och berörs därför inte.⁶⁷

⁶⁵ Jämför SOU 2002:56 s. 398 ff.

⁶⁶ SOU 2002:56 s. 400.

⁶⁷ Den intresserade läsaren hänvisas till SOU 2002:56 s. 389 ff.

6.1.2 Fondbestämmelser

Efter att vi undersökt skyddet mot underskott i fonden, ska vi fortsätta med skyddet mot att förvaltaren avviker från fondbestämmelserna. Som angivits finns det en rad uppgifter i fondbestämmelserna som hindrar att investerarna drabbas av obehagliga överraskningar. En sådan uppgift är den om fondens placeringsinriktning, se 4 kap. 8§ 1 st. 2 p. LIF. En annan är fondens risknivå i kombination med en angivelse av riskmättet, se 4 kap. 8§ 2 st. 2 och 3 p. Vi ska se vad dessa uppgifter i detalj måste innehålla.

Att placeringsinriktningen ska anges innebär att förvaltaren måste beskriva vilka tillgångar fondens medel placeras i. Det framgår av Finansinspektionens bindande föreskrifter, se 14 kap. 6§ 1 st. 1 p. Den som läser fondbestämmelserna för private equity-fonder ska dock inte bli förvånad om det under rubriken ”placeringsinriktning” anges att förmögenheten placeras i noterade andelar. Private equity-fonder behöver inte placera *hela* förmögenheten i onoterade andelar. Mer om detta i nästa avsnitt. Enligt inspektionens föreskrifter är det just de noterade innehaven och deras karaktär som ska beskrivas i placeringsinriktningen.⁶⁸

Av större betydelse för investerarna i private equity-fonder, är därför istället en speciell bestämmelse om att avvikelser måste noteras i fondbestämmelserna, se 4 kap. 8§ 2 st. 1p. LIF. Private equity-fonderna är som anförts ofta specialfonder och avviker från placeringsreglerna eller bestämmelserna om inlösen i LIF. Avvikelserna måste anges med viss noggrannhet för att investerarna ska kunna bedöma riskerna. Till exempel måste en förvaltare som avviker från en placeringsregel om onoterade innehav ange exakt hur stor del av fondens förmögenhet som placerats i sådana tillgångar.⁶⁹

Även angivelser om risknivån i kombination med riskmättet i fondbestämmelserna är till för att ge investerarna möjlighet att bedöma fondens risk. Föreskrifterna binder förvaltaren till den angivna risknivån, även om avvikelser som inte är upprepade och allt för stora får förekomma.⁷⁰ Risknivån kan anges med olika mått. Det enda kravet som ställs är att måttet ska vara relevant för förvaltningen, se 14 kap. 6§ 2 st. i Finansinspektionens föreskrifter. I praktiken används en stor variation av mått. Ett mått som kan användas är den så kallade marknadsrisken. Riskmättet är tacksamt på så sätt att det fastställs efter en konkret skala. En fond som har risknivån 1 ger en avkastning som varierar på samma sätt som den generella avkastningen på marknaden. Fonder med en marknadsrisk under 1 kan på så anges vara lågriskfonder, medan fonder med en större

⁶⁸ Flera exempel kan ges på beskrivningar av de noterade andelarnas karaktär. Till exempel placeras Aktiefond Småland enbart i bolag med verksamhet i Småland. Det beskrivs på fondens hemsida, www.spiltanfonder.se, hämtat den 13 november 2012. Observera att fonden inte kan anses vara en private equity-fond.

⁶⁹ SOU 2002:56 s. 472 f. och prop. 2002/03:150 s. 257 f.

⁷⁰ SOU 2002:56 s. 545 och prop. 2002/03: 150 s. 310.

marknadsrisk är högriskfonder.⁷¹ Ett annat exempel på riskmått är det så kallade value at risk-måttet. Detta förespråkades av utredningen som föregick LIF.⁷² Måttet baseras på värdeförändringarna i förvaltarens placeringar, mätt under en viss period.⁷³

6.1.3 Placeringskrav

Förvaltarens placeringar kan av olika anledningar förlora i värde. Det kan bero på faktorer hänförliga till verksamheten som förvaltaren investerade i, på valutanedgångar, svackor i ekonomin med mera. Flera av dessa faktorer är svåra att påverka. Det som kan hindra att investerarna drabbas negativt av nedgångarna är att innehaven sprids, gärna i olika branscher. I LIF finns det flera krav på riskspridning, även kallade placeringsbestämmelser. Låt oss undersöka dessa.

En allmän princip om riskspridning fastslås genom 5 kap. 1§ 1 st. i LIF. En fond ska enligt stycket ha ”en lämplig fördelning av placeringar med hänsyn till den riskspridning som är förenad med fondens placeringsinriktning”. Finansinspektionen prövar om fonden följer den allmänna principen om riskspridning i samband med att dess fondbestämmelser godkänns, se 6 kap. 2§ 1 st. LIF. För private equity-fonderna kan det redan nu påpekas att den allmänna bestämmelsen får en avgörande betydelse. Det beror på att fonderna i övrigt får avvika från kraven på riskspridning i LIF. Att förvaltarna inte kan ansöka om undantag från just denna placeringsregel framgår av förarbetena.⁷⁴

Den allmänna principen om riskspridning har inte formen av en konkret angivelse av hur många innehav en fond måste ha. Finansinspektionen har ibland tillämpat en regel om att minst två innehav krävs för att riskspridningen ska anses lämplig.⁷⁵ Det är dock endast ett riktmärke. För den som vill fördjupa sig i frågan finns det många olika uppfattningar om det lämpliga minsta antalet placeringar.⁷⁶ Vad som är en god riskspridning påverkas bland annat av i vilka branscher innehaven är placerade. En stor åtskillnad i mellan branscherna är positivt för riskspridningen.⁷⁷

Vidare erbjuder LIF även ett antal mycket specifika placeringsregler. Där ingår bestämmelsen om att förvaltaren inte får placera mer än fem procent av fondens förmögenhet hos samma bolag, se 5 kap. 6§ 1 st. Undantag görs för fall då inte mer än fyrtio procent av förmögenheten placerats på det

⁷¹ P. Kågerman med flera, Etik, regler och värdering på kapitalmarknaden, s. 83 f.

⁷² SOU 2002:56 s. 424 ff.

⁷³ För en närmare beskrivning av olika riskmått se Sveriges riksbanks publikation, Finansiell stabilitet, 2002, s. 63 ff.

⁷⁴ SOU 2002:56 s. 380 och prop. 2002/03:150 s. 323.

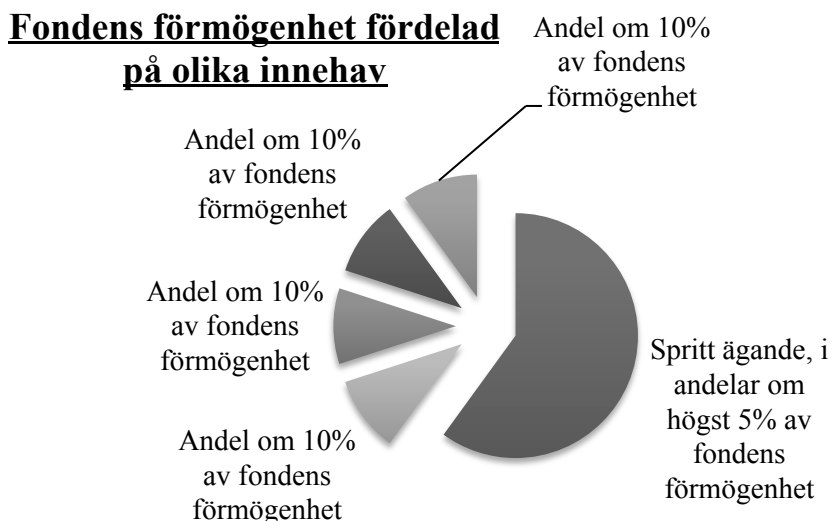
⁷⁵ SOU 2002:56 s. 419.

⁷⁶ Se till exempel vad som följer av den så kallade portföljteorin, SOU 2002:56 s. 420.

Jämför även uppgifter i A. Söderblom, Private Equity Fund Investing, s. 42.

⁷⁷ SOU 2002:56 s. 418 ff.

sättet. I sådant fall får istället tio procent av fondens förmögenhet placeras i samma bolag. Undantaget framgår av 5 kap. 6§ 2 st. 3 p. Den riskspridning som lagstiftningen alltså *minst* kräver enligt reglerna synliggörs i figur 2. Som läsaren kan räkna ut av figuren krävs det innehav i minst sexton olika bolag för att nå upp till denna placeringsregel.



Figur 2. Bilden tydliggör det minsta antalet innehav som tillåts enligt 5 kap. 6§ 1 st. och 2 st. 3p. LIF.

För specialfonderna, och däribland även private equity-fonderna, är det enligt 6 kap. 2§ 2 st. möjligt att frånga till och med det minsta kravet på riskspridning som ställs enligt placeringsregeln i 5 kap. 6§. Endast Finansinspektionen kan bevilja sådana undantag. Vid inspektionens prövning ska det, enligt förarbetena, ställas krav på att de allmänna bestämmelserna i LIF inte sätts åt sidan. Enligt förarbetena innebär det att andelsägarnas gemensamma intresse måste bevakas vid prövningen. Finansinspektionen ska bevaka deras gemensamma intresse bland annat genom att ställa krav på att undantagen anges tydligt i fondbestämmelserna.⁷⁸ Tydliga fondbestämmelser ger investerarna bättre möjligheter att själva värdera riskerna.

Det finns ytterligare en specifik placeringsregel i LIF, som redan berörts i arbetet på grund av dess centrala roll för private equity-fonderna. Regeln sätter en gräns för andelen noterade innehav som får ingå i fonden. Den återfinns i 5 kap. 5§ 1 st. och innebär att högst tio procent av fondens förmögenhet får placeras i noterade andelar. Även i detta fall kan Finansinspektionen meddela undantag. Prövningen sker på samma sätt som nyss beskrivits avseende undantag från det minst antalet tillåtna innehav. Enligt en intressant uppgift från Finansinspektionen, har det mycket sällan

⁷⁸ Prop. 2002/03:150 s. 323 f.

beviljats undantag som avsett att placera mer än trettio procent av fondens förmögenhet i onoterade andelar.⁷⁹ Vi återkommer till närmare slutsatser om detta i analysen.

Slutligen finns det en sista specifik regel om riskspridning som behöver belysas. Regeln ska inte bara ses som en bestämmelse om spridning av innehaven; egentligen har den till syfte att hindra fondförvaltarna från att få allt för stort inflytande i målbolagen. Den finns i 5 kap. 20§ LIF och anger att förvaltarna inte får förvärva *väsentligt inflytande* i något målbolag. Var gränsen går för väsentligt inflytande bestäms i den svenska lagstiftningen med stöd i europeisk praxis. Grovt sett är det fråga om en gräns på tio procent av rösterna, se 1 kap. 1§ 1 st. 17 p. Regeln ska emellertid förstås så, att hänsyn måste tas till ägarförhållandena i målbolagen. En förvaltare med endast sju procent av rösterna kan till exempel, genom att förvärva särskilt röststarka andelar, få ett inflytande som är tillräckligt stort för att passera gränsen.⁸⁰ Undantag kan beviljas, på samma sätt som gällde för placeringsreglerna ovan.⁸¹ Den private equity-förvaltare som tänkt sig att utöva ett aktivt ägarskap genom en betydande del av rösterna gör i så fall klokt i att söka undantag.

6.1.4 Avtal

Det saknas troligen utrymme för att genom avtal avvika från placeringsbestämmelserna som beskrivits i detta kapitel. Vi har tidigare konstaterat att syftet med LIF är att skydda konsumenterna. Om avtalen gäller mellan parterna undermineras detta syfte. Avtalen ger dessutom upphov till pliktollisioner. Dessa omständigheter tyder på att avtalen inte bör upprätthållas. Jämför gärna med vad som angavs i avsnitt 4.1.3.

⁷⁹ Enligt intervju per mail med Johan Hemmar, jurist i fonddrätt vid Finansinspektionen, den 30 oktober 2012.

⁸⁰ Prop. 2002/03:150 s. 219 ff.

⁸¹ SOU 2002:56 s. 416 ff. och prop. 2003/03:150 s. 238 f.

6.2 Investmentbolag

6.2.1 Regler för att hindra underskott

Investerarna i ett investmentbolag utsätts på samma sätt som fondspararen för finansiella risker när ledningen placerar bolagets förmögenhet. Det finns till att börja med inget förbud mot lån eller borgensåtaganden i investmentbolaget som kan hindra underskott. Istället finns grundläggande aktiebolagsrättsliga regler till skydd för förmögenheten. Här märks bland annat förbud mot olovliga värdeöverföringar och föreskrifter om skyldighet att upprätta kontrollbalansräkning. Reglerna är främst en del av borgenärernas skydd⁸², men även investerarna erhåller ett visst skydd genom deras existens.

Värdeöverföringar kan enligt 17 kap. 1§ ske i form av vinstutdelning, förvärv av egna aktier, minskning av aktiekapitalet för återbetalning till aktieägarna eller genom så kallad förtäckt utdelning. Förtäckta utdelningar är händelser som medför att bolagets förmögenhet minskar, utan att transaktionerna är av affärsmässig karaktär, se samma bestämmelse p. 4. De transaktioner vilka kategoriseras som värdeöverföringar enligt ABL prövas efter ett antal regler. Till att börja med krävs ett formenligt beslut om överföringarna. Stämman ska till exempel i regel fatta beslut om vinstutdelning enligt 18 kap. 1§. De förtäckta utdelningarna kräver enligt förarbetena samtliga aktieägares samtycke.⁸³ Saknas ett beslut av rätt karaktär är det fråga om olovliga värdeöverföringar. Olovliga värdeöverföringar kan leda till att mottagaren av medlen ska återbära vad denne tagit emot, se 17 kap. 6§. Den som medverkat till överföringarna riskerar ersättningsskyldighet enligt 7§.⁸⁴

I de fall värdeöverföringarna grundas på formenliga beslut måste de vidare ha stöd i den så kallade beloppsspärren och försiktighetsregeln – i annat fall är de olovliga. Beloppsspärren innebär att det måste finnas täckning för bolagets bundna kapital, se 17 kap. 3§ 1 st. Det bundna kapitalet ska uppgå till ett värde om minst 50 000 svenska kronor, se 1 kap. 5§. Bedömningen kring om det finns täckning görs med utgångspunkt i den senast fastställda balansräkningen. Om överföringarna inte sker direkt efter att balansräkningen fastställts måste senare ändringar i det bundna kapitalet tas i beaktande, enligt 17 kap. 4§. Ett komplement till beloppsspärren återfinns i försiktighetsregeln i 17 kap. 3§ 2 st. Den innebär att överföringarna måste vara försvarliga utifrån bolagets ekonomiska situation.⁸⁵

Det finns ännu ett betydande skydd mot underskott i investmentbolaget. Skyddet består av skyldigheten för styrelsen att upprätta kontrollbalansräkning, se 25 kap. 13§. Skyldigheten uppstår *närhelst* det

⁸² J. Andersson, Kapitalskyddet i aktiebolag, s. 65 f. och 192 f.

⁸³ Att samtliga ägares samtycke är tillräckligt framkommer av prop. 2004/05:85 s. 373.

⁸⁴ T. Sandström, Svensk aktiebolagsrätt, tredje upplagan, s. 303 ff.

⁸⁵ J. Andersson, Kapitalskyddet i aktiebolag, s. 65 ff.

finns anledning att anta att bolagets förmögenhet understiger hälften av det bundna kapitalet. Skyddet är alltså inte beroende av att det skett en värdeöverföring enligt ABL. Om skyldigheten inte uppfylls finns det en risk att styrelsen blir betalningsansvarig enligt 25 kap. 18§. Betalningsansvaret omfattar skulder som uppkommit under tiden som kontrollbalansräkning borde upprättats. Det är svårt att bevisa att den kritiska tidpunkten, då det fanns *anledning att anta* bristerna, inträffat. Därför är det inte helt enkelt att lägga regeln till grund för ansvar. Som det påpekas i litteraturen har bestämmelsen däremot sannolikt en kraftigt handlingsdirigerande effekt på ledningens agerande.⁸⁶

6.2.2 Regler för att hindra avvikelser från investerarnas förväntningar

Om någon jämförelse ska göras med fondbestämmelserna för private equity-fonderna, ligger det närmast till hands att för investmentbolaget titta på bolagsordningen. Av särskilt intresse är bestämmelsen i 3 kap. 3§ ABL. Den anger att *verksamhetens syfte* ska anges, om detta är något annat än att bereda ägarna vinst. Hur noggrant syftet ska vara beskrivet i bolagsordningen ställs det inga krav på.⁸⁷ Vi minns att fondförvaltaren behövde beskriva både risknivå och placeringsinriktning. Några motsvarande krav finns alltså inte för investmentbolaget. För att använda investmentbolaget RATOS som exempel har det angivits i bolagsordningen att ”Föremålet för bolagets verksamhet är att köpa, förvalta och försälja fast och lös egendom samt bedriva därmed förenlig verksamhet”.⁸⁸ Större tydlighet än så erbjuds inte. Även om syftet inte behöver beskrivas tydligt, är det möjligen ett viss skydd för investerarna att bolagsledningen inte drastiskt kan avvika från det som angivits. Investerarnas förväntningar på risktagandet kan på så vis till del säkras.

Det är möjligt att ställa frågan vilken betydelse det har att ett bolags syfte anges vara att bereda ägarna vinst. Kan ett sådant *vinstsyfte* förpliktiga ledningen att avstå från allt för riskfyllda dispositioner? Om så är fallet kan vinstsyftet kanske medföra krav på att placeringarna sprids på olika innehav. Eftersom syftet i sådana fall ges betydelse som en riskspridningsregel, får vi anledning att återkomma till frågan i nästa avsnitt.

⁸⁶ J. Andersson, Kapitalskyddet i aktiebolag, s. 192 ff. Jämför även S. Lindskog, Aktiebolagslagen 12:e och 13:e kap. kapitalskydd och likvidation, s. 204 ff.

⁸⁷ G. Ohlson, Vikten av Vinst, s. 107.

⁸⁸ Se artikel 3 i bolagsordningen. Bolagsordningen är hämtad via <http://www.ratos.se/Om-Ratos/Bolagsstyrning-i-Ratos/Bolagsordning-2006-04-04/>, den 5 december 2012.

6.2.3 Krav på riskspidning

Det har förklarats att investmentbolagen måste uppfylla vissa krav i IL för att beskattas på ett likvärdigt sätt som fonderna. Kraven i 39 kap. 15§ 1 st. 2 p. har en roll som motsvarar placeringsbestämmelserna i LIF.

Aktiebolagsrättsligt finns det inga specifika placeringskrav, bortsett möjligtvis från skyldigheten för ledningen att följa ett eventuellt vinstsyfte. Vi återkommer till detta i slutet av avsnittet. Det följer av de skatterättsliga kraven i IL att investmentbolaget väsentligen måste ha till uppgift att genom ett *välfördelat innehav* erbjuda riskspridning. I RÅ 1966 Fi 192 har det fastställts att bolag, som till en övervägande del innehar andelar i dotterbolag, inte uppfyller kravet. Gränsen knyts an till dotterbolagsrelationer, vilka förenklat uppstår när investmentbolaget har mer än hälften av rösterna i målbolaget, se vidare 1 kap. 11§ ABL. Om investmentbolaget ser till att det inte uppstår dotterbolagsförhållanden kan placeringarna ske oberoende av den skatterättsliga regleringen.

Inom private equity-branschen är det möjligt att dotterbolagsförhållanden ofta uppstår, särskilt när ägaren vill utöva ett aktivt ägarskap med stöd av en majoritet av rösterna. Vi kommer därför fördjupa diskussionen något. Det har i senare praxis framkommit att hänsyn ska tas till vissa faktorer, som kan göra att större innehav i dotterbolag tillåts. Det räcker inte att ta reda på om ägandet är mer än femtio procent. Till exempel kan hur många de övriga innehaven är, vilka branscher dotterbolagen finns i med mera vägas in.⁸⁹ Låt oss se närmare på denna praxis.

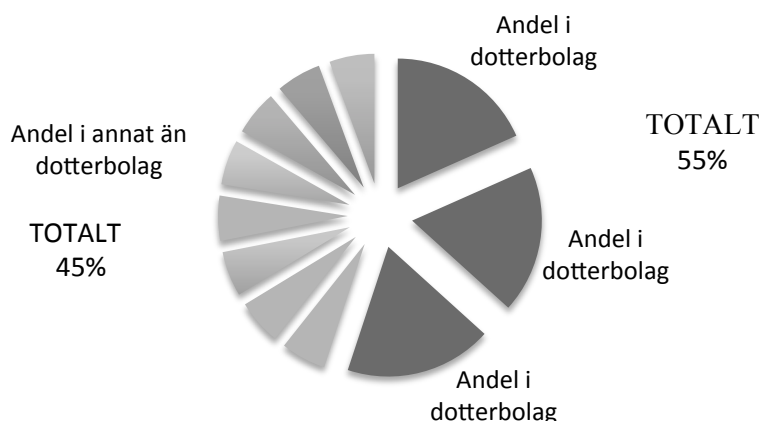
I RÅ 1995 not. 406 hade ett bolag som kallas X innehav i tre dotterbolag. Dotterbolagen var verksamma inom skilda branscher och de övriga innehaven var uppdelade på åtta till tolv olika bolag. Riksskatteverkets nämnd för rättsärenden lämnade ett förhandsbesked som angav att X inte kunde öka sina innehav i dotterbolagen till mer än sjuttio procent av värdet för alla innehav. I annat fall skulle X inte längre vara ett investmentbolag. Däremot var det möjligt att öka innehaven i dotterbolagen till motsvarande femtiofem procent utan att statusen ändrades. Regeringsrätten fastställde nämndens besked. Vi förenklar bilden och antar att alla innehav i dotterbolagen respektive de övriga bolagen var lika stora. Då får vi en uppfattning om den tillåtna fördelningen enligt rättsfallet. Detta har synliggjorts i figur 3, vilken syns på nästa sida.

I ett annat fall, RÅ 1991 ref. 88, hade bolaget Geveko ursprungligen en börsportfölj motsvarande trettio procent av de sammanlagda investeringarnas värde. Återstoden utgjordes av aktier i dotterbolagen. Innehaven i dotterbolagen var uppdelade på tre bolag. Dotterbolagen var alla enligt moderbolagets årsberättelse delaktiga i verksamheter inom ”väg och samfärdsel”. I fallet hade en rad händelser inträffat vilka fick som konsekvens att ett dotterbolags marknadsvärde kraftigt sjönk. Innehaven i börsportföljen utgjorde då nästan hälften av de totala innehavens värde.

⁸⁹ Jämför M. Andersson med flera, Inkomstskattelagen en kommentar, s. 1156.

Trots den ökade relativa riskspridningen ansåg Regeringsrätten att Geveko inte var ett investmentbolag. Det berodde på att bedömningen ska avse en längre period.

Värdet på investmentbolagets sammanlagda investeringar fördelat på två sorters innehav, utifrån RÅ 1995 not. 406



Figur 3.

Sammanfattningsvis ger kravet om att ungefär femtio procent ska vara placerat i andra andelar än i dotterbolag en god grund för bedömningen. Mindre avvikelser från detta kan tillåtas ifall de övriga innehaven är spridda. Positivt är även om innehaven i dotterbolagen är uppdelade på flera bolag och fördelade över olika branscher. Bedömningen ska avse den spridning som innehafvs under en längre tid. Några mer tydliga gränsvärden kan inte ställas upp utifrån de skatterättsliga reglerna.

Hur var det då med kravet på riskspridning i aktiebolagsrätten? Jo, föreskriften enligt 3 kap. 3§ ABL om att verksamhetens syfte ska klargöras kan eventuellt medföra krav på riskspridning. Ifall syftet är att bereda ägarna vinst skulle allt för stora risktaganden möjligen innebära en skadeståndsskyldighet för ledningen. Om bolagsledningen riskerar skadestånd är de troligtvis beredda att begränsa bolagets risktagande. Risken för att ledningen blir skadeståndsskyldig på så sätt redogörs för i avsnitt 8.2. Redan här kan vi konstatera att det är svårt att, utifrån vinstkravet, kräva en preciserad riskspridning. Den aktiebolagsrättsliga regleringen ger snarare ett generellt skydd mot ovanligt riskfyllda placeringar, som företas när bolaget befinner sig i synnerligen svåra ekonomiska lägen.⁹⁰

⁹⁰ Jämför R. Dotevall, Bolagsledningens skadeståndsansvar, s. 86 ff. och senare avsnitt 8.2 i arbetet.

6.2.4 Avtal

Det är inte möjligt att genom avtal avvika från beloppsspärren, försiktighetsregeln eller skyldigheten att upprätta kontrollbalansräkning i ABL. Avtalen saknar verkan mellan parterna, och har inte heller betydelse aktiebolagsrättsligt. Enligt en författare beror det på att reglerna främst syftar till att skydda bolagets borgenärer. Därför är de enligt samme författare absolut obligatoriska. Absolut obligatoriska regler medför, som vi minns, att avtal i strid med dessa inte kan upprätthållas mellan parterna. Avtal som försöker påverka regler om bolagets inre förhållanden ges enligt nämnda författare inte heller aktiebolagsrättslig betydelse. Att de uppräknade borgenärsskyddsreglerna är en del av de inre förhållandena vet vi eftersom de inte kan ändras ens genom bolagsordning, och än mindre genom beslut av bolagets företrädare.⁹¹ Jämför gärna avsnitt 5.2.2.

En annan uppfattning i litteraturen är att fundamentala regler i aktiebolagslagen medför att avtal därom inte ska upprätthållas mellan parterna.⁹² De angivna reglerna om kontrollbalansräkning med mera intar en central position i ABL som skydd för bolagets borgenärer. Av allt att döma bör de därför vara fundamentala på så sätt som författaren avser. Samme författare menar även att aktiebolagslagen i sin helhet är fredad från avtalspåverkan, om inget annat särskilt anges i lagen.⁹³ Sammanfattningsvis blir resultatet detsamma enligt de båda författarnas resonemang; avtal om reglerna inte bör upprätthållas och inte heller ges aktiebolagsrättslig betydelse. Investerarnas skydd enligt reglerna kan därför sannolikt inte inskränkas genom avtal.

Ytterligare en fråga är vad som gäller ifall investerarna och förvaltaren genom avtal avviker från ett bolags vinstsyfte. Ett vinstsyfte kan som angetts innebära krav på riskspridning och i sådana fall utgöra ett investerarskydd. Det förutsätter att överträdelser av vinstsyftet ger rätt till skadestånd. Rätten till skadestånd för avvikelser erhålls med stöd av den aktiebolagsrättsliga regeln i 29 kap. 1§ ABL. Ifall avtal om särskilda syften ges aktiebolagsrättslig betydelse så kan det avtalsrättsliga syftet inverka på det aktiebolagsrättsliga. I sådana fall kan rätten till skadestånd, för överträdelser av det ursprungliga syftet, utebli. Enligt den ovan först redovisade uppfattningen torde syftet vara en del av bolagets inre förhållanden, eftersom det endast kan ändras genom bolagsordningen.⁹⁴ Författaren av den ovan nämnda andra uppfattningen menar att inget avtal kan få aktiebolagsrättslig betydelse om ABL inte särskilt medger det.⁹⁵ Slutsatsen blir enligt båda meningar att avtalen inte bör inverka på den aktiebolagsrättsliga rätten till skadestånd. Det eventuella investerarskydd som följer av vinstsyftet kan troligen inte ändras på så sätt genom avtal.

⁹¹ Jämför N. Arvidsson, *Aktieägaravtal*, s. 240 ff. och 116 ff.

⁹² E. Nerep, *Anmeldelse: Arvidsson Niklas*, NTS 2011, s. 111 f.

⁹³ E. Nerep, *Anmeldelse: Arvidsson Niklas*, NTS 2011, s. 107 ff.

⁹⁴ Jämför N. Arvidsson, *Aktieägaravtal*, s. 116 ff.

⁹⁵ E. Nerep, *Anmeldelse: Arvidsson Niklas*, NTS 2011, s. 107 ff.

7 Efterlevnad av regelverket

7.1 Skadestånd

7.1.1 Investerarnas rätt till ersättning från fondförvaltaren

Flera gånger har konsekvenserna av agerande i strid mot bestämmelserna i LIF och ABL berörts i arbetet. Avsikten har dock varit att i stort lämna de frågorna till nuvarande kapitel. Låt oss inleda med fonden. Till att börja med har investerarna i en fond rätt till skadestånd ifall fondbestämmelserna eller LIF överträtts, se 2 kap. 21§ 1 st. LIF. Skadestånd kan utkrävas från förvaltaren, men även av förvaringsinstitutet. Vi fokuserar på den tidigares ansvar. Investerarna behöver inte visa att förvaltaren agerat med uppsåt eller försumlighet, utan ansvaret är strikt. Att så är fallet framgår av förarbetena. I övrigt är vi hänvisade till reglerna i skadeståndslagen för att få närmare inblick i vad som krävs för ansvar.⁹⁶ Sammantaget kan slutsatsen dras att investerarna måste kunna visa att (1) förvaltaren genom att överträda fondbestämmelserna eller LIF (2) orsakat investerarna skada och att det (3) finns ett adekvat samband mellan agerandet och skadan.⁹⁷

Den första punkten kräver att investerarna kan visa på en tillräckligt tydlig överträdelse av lag- eller fondbestämmelse. Ifråga om generalklausulerna kan det bli svårt att visa på en överträdelse, på grund av deras allmänt hållna formuleringar. Vi har tidigare diskuterat om möjligheten att få skadestånd för överträdelser av vinstsyftet är till gagn för riskspridningen i investmentbolaget. Frågan har inte tagits upp beträffande fonden, eftersom förvaltarens skyldighet att driva verksamheten med vinst inte pekas ut direkt i LIF. Därmed finns det inte en tydlig regel att överträda. I förarbetena görs det dessutom tydligt skadeståndstalan inte kan grundas på någon allmän skyldighet för förvaltaren att driva verksamheten med vinst.⁹⁸

Om investerarna kan visa på en överträdelse når vi nästa bedömningsgrund; förvaltaren ska ha orsakat skada. Skadan kan till exempel bestå av att marknadsvärdet på investerarnas andelar sjunkit. Investerarna kan även själva drabbas av skada på grund av till exempel negativ särbehandling. Skador som drabbar investerarna själva är *direkta* skador. Om skadorna först går ut över fonden och investerarna endast som en följd därav skadas talar vi istället om *indirekta* skador.⁹⁹ Inom aktiebolagsrätten är den uppdelningen, som vi ska se i nästa avsnitt, betydelsefull. Eftersom investerarna i aktiebolaget anses inta en roll som utomstående part i förhållande till bolagsledningen begränsas investerarnas rätt till ersättning

⁹⁶ Prop. 2002/03:150 s. 278 ff.

⁹⁷ Till exempel J. Hellner med flera, Skadeståndsrätt, s. 101 ff.

⁹⁸ Prop. 1989/90:153 s. 76.

⁹⁹ Om begreppen direkt och indirekt skada se J. Hellner med flera, Skadeståndsrätt, s. 360.

för indirekta skador. Några sådana begränsningar är inte aktuella för fondandelsägarna. Anledningen är att investerarna är en närstående part i förhållande till förvaltaren. Förvaltaren agerar direkt för investerarnas räkning och har en lojalitetsplikt gentemot investerarna. Investerarna ska följaktligen ha samma rätt till ersättning för indirekta, såväl som direkta skador.

Kravet på adekvat orsakssamband kan medföra problem när konkurrerande skadeorsaker inte är möjliga att utesluta.¹⁰⁰ En fondandel kan till exempel sjunka i värde både på grund av förvaltarens agerande i strid mot placeringsreglerna, men även på grund av att investeringarna i sig är mindre lyckosamma. Hur ska skadan knytas till rätt orsak? Som läsaren avslutningsvis förstår finns det en del utmaningar i bevishänseende för den investerare som vill väcka skadeståndstalan mot förvaltaren.

7.1.2 Investerarnas rätt till ersättning av ledningen i investmentbolaget

Bolagsledningen kan bli skyldig att kompensera för en förlust som den orsakar enligt vad som anges i 29 kap. 1 § ABL. Av utrymmesskäl fokuseras framställningen på denna centrala aktiebolagsrättsliga påföljdsbestämmelse. Bestämmelsen i 29 kap. 1 § lämnar investerarna två möjligheter att få ersättning från ledningen. För det första kan investerarna väcka talan om skadestånd till bolaget med stöd av bestämmelsens första stycke. Om bolaget kompenseras fullt ut kan även ägarna bli skadelösa. Bolaget står i ett nära förhållande till styrelseledamöterna och verkställande direktören, eftersom de givits viss kompetens att agera för bolagets räkning. Därmed har de också en plikt att agera lojalt mot bolaget. På grund av de nära förhållandena mellan ledningen och bolaget är det enklare att få till stånd en skadeståndstalan för bolagets räkning, än vad det är för aktieägarna att väcka en sådan talan om ersättning till sig själva. En svårighet för investerarna att väcka talan för bolaget kan vara att få ihop det antal röster som krävs enligt 29 kap. 7 §. En minoritet, som har en tiondel av aktierna, kan driva fram en talan om ersättning till bolaget.

Möjligheten för investerarna, att för egen räkning, kräva skadestånd är som antytts begränsad. Begränsningen beror på att skadan i flera fall anses drabba investerarna *indirekt*. Det som i första hand skadas är ofta bolaget och enbart som en följd därav skadas ägaren. Anledningen till att de indirekta skadorna inte berättigar till ersättning är som beskrivits tidigare att ägaren är en utomstående part i förhållande i bolagsledningen. Ledningen har i allmänhet inte några omedelbara förpliktelser gentemot ägarna.¹⁰¹ För att investerarna ska få ersättning för indirekta skador krävs det, enligt

¹⁰⁰ J. Hellner med flera, Skadeståndsrätt, s. 199 ff.

¹⁰¹ Indirekt och direkt skada i relation till aktieägare förklaras av R. Dotevall, Bolagsledningens skadeståndsansvar, s. 53 f.

synpunkter i litteraturen, att den regel i bolagsordningen eller ABL som överträtts syftar till att skydda ägarna.¹⁰² Det har framhållits att kravet kan bli svårt att uppfylla eftersom många bestämmelser i ABL saknar en tydlig hänvisning till vem de avser skydda.¹⁰³

I vissa fall kan investerarna som vi minns även drabbas av en *direkt* skada. Om en ägare särbehandlas av bolagsledningen drabbas den av en skada som inte är beroende av att bolaget först drabbats. Vid överträdelser av regeln i 4 kap. 1§ ABL om att alla ägare, om inte annat är föreskrivit genom bolagsordningen, ska behandlas lika är det alltså lättare att få ersättning. Då behöver investerarna inte visa att regeln syftar till att skydda just ägarna.¹⁰⁴

En fråga som utlovats en redogörelse för i avsnitt 6.2.3. är om skador på grund av överträdelser av verksamhetens syfte ger rätt till ersättning? Till skillnad för vad som gällde för fonden ska syftet anges i investmentbolagets bolagsordning, i vart fall om det inte är att bereda ägarna vinst. Anges inget särskilt syfte ska vinstsyftet tillämpas, jämför 3 kap. 3§ ABL. Vid en överträdelse av vinstsyftet kan det tänkas att ägaren kräver ersättning. Genom nordisk praxis och svensk litteratur har det framkommit att sådana ersättningsanspråk måste uppfylla vissa särskilda krav. Situationen att varje affär som innebär en minskning av bolagets förmögenhet kan leda till ansvar för en överträdelse av vinstsyftet är inte hållbar. Bolagsledningen måste ha ett visst utrymme att göra dåliga affärer. En åtgärd i strid mot verksamhetens vinstsyfte ska därför endast medföra ansvar då ledningen *uppenbart* överträtt syftet.¹⁰⁵

För att ett agerande ska strida mot vinstsyftet krävs det alltså att överträdelserna är uppenbara. Bolagets ekonomiska situation får avgörande betydelse för bedömningen. Om dispositionen sker när bolaget är på gränsen till att sakna täckning för det bundna kapitalet är det mer sannolikt att det är fråga om en uppenbar överträdelse. Det är även väsentligt om dispositionen i sig är riskfylld. I de fall all förmögenhet placeras i ett enda innehav och detta innehav utgör en osäker placering, kan ansvar med större sannolikhet komma ifråga. För att bolagsledningen ska bli ansvarig krävs dessutom försummelse. Ledningen bör i vart fall ha anledning att misstänka att bolaget var i ekonomiska trångmål, eller att dispositionen var riskfylld.¹⁰⁶

¹⁰² R. Dotevall, Bolagsledningens skadeståndsansvar, s. 167 ff. Meningen företräds även av H. Nial, Svensk associationsrätt i huvuddrag, s. 317 f.

¹⁰³ E. Nerep med flera, Aktiebolagslagen en lagkommentar kapitel 23-32, s. 398 f.

¹⁰⁴ R. Dotevall, Bolagsledningens skadeståndsansvar, s. 176 f. Uppfattningen delas av H. Nial, Svensk associationsrätt i huvuddrag, s. 317 f.

¹⁰⁵ R. Dotevall, Bolagsledningens skadeståndsansvar, s. 86 f. Begreppet *uppenbart* i strid med vinstsyftet hämtades från E. Nerep med flera, Aktiebolagslagen kapitel 23-32, s. 402.

¹⁰⁶ R. Dotevall, Bolagsledningens skadeståndsansvar, s. 86 ff.

7.2 Finansinspektionens respektive revisorernas tillsyn

För att ytterligare säkra efterlevnaden av reglerna, om bland annat skydd för investerarna, utövar Finansinspektionen tillsyn över fondförvaltaren. Inspektionen har en bred kompetens att utöva tillsyn enligt 10 kap. 1 § 2 st. LIF. Inspektionen ska se till att förvaltaren följer, inte bara LIF och fondbestämmelserna, utan även andra författningar och föreskrifter som det förvaltande bolaget lyder under. Det finns vidare långtgående möjligheter för inspektionen att inhämta och utkräva information från förvaltaren, jämför 10 kap. 2, 3 och 4 §§ LIF. Mer specifika uppgifter om förvaltarens skyldighet att tillhandahålla information återfinns i Finansinspektionens föreskrifter. Förvaltaren ska till exempel kvartalsvis redovisa sin och fondens ekonomi till inspektionen, se 20 kap. 5 och 7 §§. Finansinspektionen har möjlighet att ingripa mot en förvaltare genom förelägganden om rättelse. Är överträdelserna allvarliga kan tillståndet återkallas, se 12 kap. 1 § LIF. Det kan nämnas att viss kritik framkommit mot att det läggs en omfattande administrativ börda på förvaltarna på grund av den genomgripande tillsynen.¹⁰⁷

Om vi övergår till en granskning av förhållandena för investmentbolaget finner vi att tillsynen på motsvarande sätt kan sägas utövas av revisorerna. Det är inget specifikt för investmentbolaget, utan gäller alla aktiebolag. Vissa undantag kan numera göras för bolag med mindre omsättning och få anställda, se 9 kap. 1 § 3 st. ABL. Revisorernas uppdrag enligt lag är begränsat till att avse granskning av bolagets årsredovisning, bokföring och bolagsledningens förvaltning, se 9 kap. 3 § ABL. Efter sin granskning tillhandahåller revisorerna väsentlig information om ledningens agerande och bolagets ekonomiska situation i den så kallade revisionsberättelsen. Berättelsen innehåller bland annat en rekommendation om att bevilja eller neka bolagsledningen ansvarsfrihet, se 9 kap. 33 § 1 st. Om ansvarsfrihet beviljas begränsar det i princip helt ägarnas möjligheter att kräva skadestånd, se 29 kap. 7 §.¹⁰⁸ Ägarna gör bland annat därför klokt i att granska berättelsen, och utifrån informationen kan de sedan vidta skarpa åtgärder. Revisorernas tillsyn får, på flera sätt än vad som kan anges här, betydelse som garant för att bolagsledningen följer ABL och däribland även regler till skydd för investerarna.¹⁰⁹

¹⁰⁷ Kritiken framkom särskilt med anledning av införandet av Europaparlamentets och rådets direktiv 2010/78/EU antaget den 24 november 2010. Kritiken jag refererar till nås via www.aktiespararna.se. Hämtat den 16 november 2012.

¹⁰⁸ För fördjupning om ansvarsfrihetens betydelse se C. Svernlöv, Ansvarsfrihet, s. 334 ff.

¹⁰⁹ För mer information om revisorernas uppdrag hänvisas till S. Johansson, Nials svensk associationsrätt, s. 206 ff.

8 Alternativa investeringar – en ny reglering

8.1 Konsekvenser för investerarskyddet i private equity-fonderna

I inledningen till arbetet utlovades en redogörelse för de nya regler som berör alternativa investeringar, och däribland även placeringar i private equity. Mer specifikt var det de reglernas påverkan på skillnader i investerarskyddet mellan private equity-fonder och investmentbolag som skulle belysas. För att möjliggöra sådana slutsatser krävs en övergripande inblick i vad regleringen innebär för de två investeringsalternativen. Någon nationell lag där ändringarna fastslås är i skrivande stund inte antagen. Slutsatserna dras utifrån den utredning som nyligen presenterades¹¹⁰ för att implementera det bakomliggande direktivet 2011/61/EU om förvaltare av alternativa investeringsfonder.

De svenska utredarna föreslog att en ny författning, lag (2013:000) om förvaltare av alternativa investeringsfonder, ska införas för att anpassa svensk rätt till direktivet. Lagen ska enligt utredarna enbart tillämpas för en förvaltare om följande två kriterier är uppfyllda:

1. Förvaltaren behöver inte söka tillstånd enligt UCITS, det vill säga Europaparlamentet och rådets direktiv 2009/65/EG om samordning av lagar och andra författningar som avser företag för kollektiva investeringar i överlåtbara värdepapper. LIF grundas på detta direktiv.
2. Förvaltaren investerar förmögenhet som tagits emot av investerare till förmån för dessa, enligt en investeringsplan.¹¹¹

Det första kravet är uppfyllt eftersom specialfonder, där private equity-fonderna ofta ingår, inte regleras direkt av UCITS. LIF följer visserligen direktivet, men har en egen utformning som tillåter det som i lagen benämns specialfonder.¹¹² Det andra kravet uppfylls tydligt vad gäller private equity-fonderna. Fonderna tillhandahåller investeringstjänster på så sätt som anges. Att de nya reglerna ska tillämpas för fonderna har varit ett av de bärande skälen för att initiativet från början togs till en reglering.¹¹³

¹¹⁰ Den åsyftade utredningen är SOU 2012:67.

¹¹¹ SOU 2012:67 s. 283.

¹¹² Jämför SOU 2002:56 s. 405 ff.

¹¹³ Se Förslag till Europaparlamentet och Rådets direktiv om förvaltning av alternativa investeringsfonder från kommissionen KOM (2009), s. 2.

Vilka förändringar medför då de nya reglerna för investerarskyddet i private equity-fonderna? För investerarskyddet i de *svenska* fonderna är nyheterna sannolikt mindre spektakulära. I mycket är de krav som ställs genom reglerna uppfyllda i och med att fonderna följer LIF. I utredningen anges att en av de främsta konsekvenserna blir att förvaltarna måste omvandla sina tillstånd för fondverksamheten.¹¹⁴ Jag menar att det möjligtvis går att urskilja även andra förändringar som innebär nya krav. Förvaltarna ska bland annat ordna med en oberoende värdering av fondens tillgångar. Det ska ske en gång i veckan, om Finansinspektionen inte medgivit undantag.¹¹⁵ Redan idag krävs viss rapportering, se avsnitt 7.2, men detta synes mer ingripande. Förvaltaren kommer även att behöva redovisa de anställdas bonusar.¹¹⁶ Det är ett krav som inte ställs genom LIF idag.¹¹⁷

De gemensamma europeiska reglerna som ska implementeras i Sverige får ytterligare en konsekvens för investerarskyddet i private equity-fonderna. Eftersom det införs gemensamma regler inom hela Europa tillåts nationella särregleringar i mindre utsträckning. Det blir till exempel inte tillåtet att ställa särskilda nationella villkor för europeiska fonder som vill marknadsföra sig i landet. Tidigare har Sverige kunnat ställa krav som motsvarat de svenska på utländska fonder som marknadsfört sig här. Eftersom den möjligheten funnits har lagstiftaren kunnat undvika att de svenska fonderna konkurrerats ut till följd av en hårdare reglering. När särregleringar inte längre tillåts ansåg sig utredarna tvungna att föreslå regellättnader. Dessa ansågs enbart kunna omfatta professionella investerare som placerar i specialfonder. Bland de professionella investerarna ingår också de institutionella, vilka uppsatsen behandlar.¹¹⁸ Regellättnader ansågs däremot inte möjliga för specialfonder som riktar sig till privata konsumenter. Det motiverades utifrån det fortsatta behovet av ett starkt nationellt konsumentskydd.¹¹⁹

Lättnaderna som föreslås för institutionella investerare är till att börja med att helt slutna fonder tillåts. Det betyder att fonderna inte behöver vara öppna för inlösen vid något tillfälle – först när fonderna avvecklas får investerarna tillbaka sin förmögenhet. En förutsättning är dock att Finansinspektionen i varje särskilt fall beviljar undantag för detta. En andra del av lättnaderna är att Finansinspektionen ska vara mer tillåtande vid beviljandet av undantag från placeringsreglerna, vilket sker med stöd av 6 kap. 2§ 2 st. LIF.¹²⁰ För en uppdatering av hur inspektionens prövning ser ut idag, se avsnitt 6.1.3.

¹¹⁴ SOU 2012:67 s. 525 ff.

¹¹⁵ SOU 2012:67 s. 377 ff.

¹¹⁶ SOU 2012:67 s. 420 ff.

¹¹⁷ Jämför de ändringar som blir aktuella enligt J. Berg, En reglering av riskkapitalbranschen rycker allt närmre, Balans 2012. Artikeln avser inte särskilt de svenska specialfonderna, utan är en analys av det europeiska direktivets konsekvenser i stort.

¹¹⁸ Begreppet professionella investerare är bredare än institutionella och omfattar även placerare med en viss förmögenhet. Se vidare prop. 2012:67 s. 330 f.

¹¹⁹ SOU 2012:67 s. 333 ff.

¹²⁰ SOU 2012:67 s. 343 ff.

8.2 Konsekvenser för investerarskyddet i investmentbolaget

Frågan om investmentbolagen ska omfattas av de nya svenska reglerna om alternativa investeringar är inte enkel att besvara. Vi kan konstatera att investmentbolagen i vart fall inte omfattas av UCITS, eftersom bolagen är slutna på så sätt att de inte tillåter att andelar löses in. Att direktivet bara omfattar öppna investeringsformer följer av artikel 5 p. 1. På så sätt uppfyller investmentbolagen alltså ett kriterium för att den föreslagna lagen ska tillämpas. Även den andra förutsättningen, om att investerarnas förmögenhet ska placeras enligt en investeringsplan, hade tydligt uppfyllts om den inte försetts med ett undantag. Undantaget gäller så kallade holdingbolag. I det ursprungliga europeiska direktivet¹²¹, se artikel 4.1.o, är ett holdingbolag ett bolag vars syfte är att genomföra ”a business strategy or strategies through its subsidiaries, associated companies or participations in order to contribute to their *long-term value* [min kursivering]”. Som utredarna påpekat är alltså ett holdingbolags syfte att skapa långsiktig vinst. Syftet ska inte vara att nå avkastning genom att förvärva och sälja målbolagen.¹²² Skiljelinjen är avgörande för om investmentbolag underkastas de nya kraven eller inte.

Det är svårt att dra en skarp linje mellan holdingbolag och övriga bolagsformer för kollektiva investeringar – vad avses egentligen med ett långsiktigt värdeskapande (long-term value enligt direktivet)? Utredarna har inte förnekat svårigheterna. De pekar på att bedömningen främst ska ta sin utgångspunkt i företagets bolagsordning och vad som anges där om verksamhetens syfte. Hänsyn kan även tas till bolagets faktiska agerande, genom en granskning av årsredovisningen.¹²³ Det är min mening att oklarheterna i definitionen kan leda till att investmentbolagen drar sig undan från reglernas tillämpningsområde, genom att utforma sin bolagsordning och årsredovisning på lämpligt sätt.¹²⁴ I RATOS bolagsordning anges till exempel att syftet är att förvalta fast och lös egendom – inte att bereda investerarna vinst.¹²⁵ Därmed antyder syftet att verksamheten går ut på att skapa långsiktigt värde i förvärven, och inte på att ge snabba vinster till ägarna. Bolaget håller sig på så sätt troligen inom gränserna för vad som är ett holdingbolag. Eftersom min slutsats är att de flesta investmentbolag troligen ser till att ställa sig utanför de nya reglerna avser jag inte att redogöra för reglernas konsekvenser avseende bolagen. Det kan dock anges att några nyheter hade bestått av kraven på rutiner för hantering av intressekonflikter och finansiella risker.¹²⁶

¹²¹ Direktivets fullständiga benämning är Europaparlamentets och rådets direktiv 2011/61/EU av den 8 juni 2011 om förvaltare av alternativa investeringsfonder.

¹²² SOU 2012:67 s. 285 ff. och s. 290 f.

¹²³ SOU 2012:67 s. 286.

¹²⁴ Slutsatsen har diskuterats med Sara Dennås, jurist vid Svenska Riskkapitalföreningen. Hon delade uppfattningen att möjligheten att undkomma reglerna kan vara ett problem.

¹²⁵ Se RATOS bolagsordning artikel 3. Hämtad från <http://www.ratos.se/Om-Ratos/Bolagsstyrning-i-Ratos/Bolagsordning-2006-04-04/>. Den 5 december 2012.

¹²⁶ Jämför SOU 2012:67 s. 349 ff. och 360 ff.

9 Analys

9.1 Administrativ risk

I analysen ska vi jämföra skillnaderna mellan investerarskyddet i fonden respektive investmentbolaget. Risker hänförliga både till investeringarnas form och de särskilt reglerade investerarskydden berörs och vägs samman. Framställningen sker systematiskt, med utgångspunkt i uppdelningen av administrativa risker, risker för intressekonflikter och finansiella risker. Min ansats att ge ett slutgiltigt svar på vilken form som synes erbjuda bäst skydd redovisas i kapitlets sista avsnitt. En kommentar ges till om någondera av formerna möjligtvis kan vara utsatt för omotiverade konkurrensnackdelar.

Låt oss inleda med den administrativa risken. Analysen baseras på presentationen i kapitel 4. För fonden finns det en grundläggande rätt till inlösen av onoterade andelar som stöds av LIF. Betydelsen av att få *noterade* fondandelar inlösta är begränsad, eftersom sådana istället kan säljas på börsen. För de onoterade fondandelarna är inlösenrätten inte alltid obegränsad. Rätten kan idag inskränkas för specialfonder till att innefatta enbart ett tillfälle om året. Den regleringen föreslås inom kort ändras så att helt slutna fonder tillåts för institutionella investerare, under förutsättning att Finansinspektionen beviljar undantag, se avsnitt 8.1. Ifall undantag beviljas kan rätten till inlösen bli helt obefintlig i fonden.

I investmentbolaget finns endast rätt till inlösen om ett särskilt förbehåll därom tas in i bolagsordningen. Om den ovan nämnda ändringen införs för fonden, vilken medför att helt slutna fonder tillåts, synes skillnaderna mellan investeringsalternativen vara försumbara. Investeraren i bolaget har endast inlösenrätt om det regleras i bolagsordningen. Fondandelsägaren har det bara om förvaltaren inte ansökt om undantag. Jag vill mena att det administrativa skyddet för fonden och investmentbolaget därmed i stort sett är detsamma i denna del.

Det finns även möjlighet för investerarna att överlåta fondandelar och aktier. Rätten att omsätta andelen kan variera. För fonden ska det anges i fondbestämmelserna om rätten till överlåtelse utesluts. Antingen existerar det en sådan rättighet eller så saknas den, några andra alternativ tillåts inte för fonderna. Investerarnas rätt till överlåtelse av en andel i investmentbolaget kan inskränkas genom bolagsordning eller till och med avtal. Inskränkningar genom bolagsordning tillåts endast enligt vad som anges i lag, men avtalen får utformas oberoende av reglerna i ABL. Det finns inga aktiebolagsrättsliga hinder för hur långtgående inskränkningarna i avtalen får vara.

Fonden har av allt att döma ett tydligare skydd mot den administrativa risken. Rätten anges nämligen öppet och är fullständig eller obefintlig. Det kan invändas att vissa institutionella investerare möjligen ser det som en

fördel att fritt kunna förfoga över rätten till överlåtelse genom avtal. Ur ett riskperspektiv leder emellertid en ökad frihet till att fler administrativa hinder kan drabba investerarna. Sammanfattningsvis är fonden ett bättre alternativ för den som vill ha ett starkt reglerat investerarskydd mot administrativa risker.

Frågan som återstår är om det starkare skyddet i private equity-fonden kan motiveras på grund av fondens juridiska konstruktion? Jag kan inte finna sådana skäl. Fonden har inte en konstruktion som medför större risk för administrativa svårigheter än investmentbolaget. Förvaltaren i fonden har en ställning som kan jämföras med den ursprungliga ägarens i investmentbolaget. Den ursprungliga ägaren kan inta samma maktposition som förvaltaren. I grunden är alltså risken, för att investerarna blir påtvingade ett avtal som hindrar dem från att överlåta andelarna, lika stor i fonden som i investmentbolaget.

9.2 Intressekonflikter

Förutsättningarna för investerarna att få inflytande över förvaltningen, är väsentligen olika i fonden och investmentbolaget. I investmentbolaget har investerarna en grundläggande möjlighet till inflytande genom sin närvaro på stämman. Därigenom kan de ofta påverka både beslut om vinstutdelning och delta i valet av styrelsen. För investerarna i fonden finns inga sådana grundläggande möjligheter att erhålla varken insyn eller påverkan. Visserligen ska det finnas ett förvaringsinstitut för fonden som förvarar spararnas förmögenhet och kontrollerar förvaltarens hantering av medlen. Kontrollen av förvaltarens hantering sker enbart enligt LIF och fondbestämmelserna, och institutet har därför ingen större roll i att tillgodose investerarnas intressen. Mot den bakgrunden kan det påstås att fonden till sin konstruktion har större inbyggda risker för intressekonflikter än investmentbolaget.

Samtidigt måste det hållas för visst att investerarnas rätt till inflytande i investmentbolaget kan begränsas på flera sätt. Investerarna kan till exempel endast ha förvärvat aktier med svagt röstvärde, eller aktier som inte ger rätt att delta vid val av styrelsen. Att få utse styrelsen är viktigt, särskilt eftersom organet har en nyckelroll i att ta placeringsbeslut och rösta för andelarna i målbolagen. Trots möjligheten att införa begränsningar måste investerarna sägas ha ett bättre skydd i investmentbolaget. I bolaget har investerarna *åtminstone* rätt att delta på stämman och klandra stämmobeslut. Slutsatsen baseras på avsnitt 5.2.2.

Om fonden som investeringsform ska kunna kompensera för de risker som finns i den grundläggande konstruktionen avseende intressekonflikter, krävs det ett starkt skydd i LIF. Ett sådant skydd tar sin början genom krav på att olika uppgifter införs fondbestämmelserna, se avsnitt 5.1.2. Det är betydelsefullt att förvaltaren bland annat måste ange formerna för utdelning

och grunderna för beräkningen av förvaltarens samt förvaringsinstitutets ersättning. Vid avvikelser från fondbestämmelserna riskerar förvaltaren skadeståndsskyldighet.

En påbyggnad till skyddet genom fondbestämmelserna följer vidare av en del generalklausuler i LIF. Den första generalklausulen anger att förvaltaren enbart får agera i andelsägarnas gemensamma intresse. Den konkretiseras bland annat genom en kod för fondbolag. Det kan anföras att klausulen troligen är av begränsad praktisk betydelse. Svårigheterna med att fastställa klausulens innehåll är påtagliga. Vi vet till exempel inte vad som gäller om förvaltarens aktiebolagsrättsliga syfte står i strid med andelsägarnas intresse. Inte heller är det känt vilka konsekvenserna blir om andelsägarnas intressen går isär. Det går även att tänka sig att fler komplikationer uppstår när investerarna vill grunda en skadeståndstalan på klausulen. Investerarna kan till exempel få svårt att visa på kausalitet mellan överträdelse och skada. Att förvaltaren följt sina egna intressen, och att skadan inte endast är ett resultat av en misslyckad placering kan bli svårt att styrka. Jämför vad som framförts i avsnitt 7.1.1.

Om den första generalklausulen bjuder på oklarheter, så kan dessa sägas vara än mer betydande för de två som återstår. Att förvaltaren ska driva en sund verksamhet respektive upprätthålla allmänhetens förtroende för fondmarknaden, ger ingen fast grund för en skadeståndsprövning. På grund av de allmänt hållna formuleringarna i dessa generalklausuler är det troligt att de får en begränsad betydelse för investerarskyddet. Klausulen om att upprätthålla allmänhetens förtroende har visserligen en något starkare grund. Det beror på att Finansinspektionen utfärdat bindande föreskrifter för ytterligare ledning. Enligt min mening bör föreskrifternas betydelse inte överdrivas. Föreskrifternas krav om etiska riktlinjer synes till exempel inte vara särskilt betydelsefullt.

Något skydd utöver fondbestämmelserna och generalklausulerna i LIF står inte att finna mot intressekonflikter i fonden. Frågan är då om skyddet är tillfredsställande för att kompensera för de inbyggda risker som finns i fondens konstruktion? Är fonden att jämföras med investmentbolaget i skyddet mot intressekonflikter? I avsnitt 5.1.4 angavs ett antal situationer då intressekonflikter kan uppstå, utan att LIF tillhandahåller någon omedelbart skyddande reglering. Bristerna som redovisats i avsnittet ger grund för att se skyddet mot intressekonflikter som mindre tillfredsställande i fonden. Omständigheter som talar mot att ytterligare lagreglering behövs kan dock anges. Till exempel har det anförts att marknadsens steg mot självreglering och en hårdnande konkurrens om investerarna talar däremot. Min uppfattning är att ett tillfredsställande skydd endast kan uppnås genom att investerarna får möjlighet till insyn och påverkan. Några alternativ är att tillåta associationsrättsliga fonder, ge investerarna rätt att utse styrelseledamöter i det förvaltande bolaget eller att oberoende ledamöter utses för att tillvarata deras intressen. Om åtgärder inte vidtas är det sannolikt att private equity-fonderna inte når upp till den grad av skydd som investmentbolaget tillhandahåller mot intressekonflikter.

9.3 Finansiell risk

En första del av den finansiella risken har angivits bestå i faran för att det bildas underskott i fonden eller investmentbolaget. Även om investerarna i båda investeringsalternativen saknar ansvar för eventuella underskott kan de dra nytta av skyddet som ställs upp för att hindra sådana brister. Risken för reella underskott i fonden måste sägas vara låg, eftersom fondförvaltaren inte får ingå varken borgensåtaganden eller ta annat än kortfristiga lån. I investmentbolaget, som styrs främst av den aktiebolagsrättsliga regleringen, är skyddet mot underskott uppbyggt på ett annat sätt. Bolagsledningen kan fritt företa dispositioner, förutsatt att vissa regler om bland annat förbud mot olovliga värdeöverföringar och upprättande av kontrollbalansräkning inte överträds. Även om det aktiebolagsrättsliga skyddet i större utsträckning innebär frihet under ansvar, anser jag inte att skyddet mot underskott är sämre i bolaget än i fonden. Avseende skyddet mot underskott utgår jag alltså från att det inte finns någon väsentlig skillnad mellan investeringsalternativen.

Uppgifter i fondbestämmelserna, respektive investmentbolagets bolagsordning, kan påstås vara en andra del i skyddet mot finansiella risker. Angivelserna i fondbestämmelserna ger investerarna möjlighet att bedöma risker som är kopplade till investeringarna på ett tidigt stadium. Eftersom både risknivå, riskmått och placeringsinriktning anges får investerarna i fonden en uppfattning om kommande finansiella risktaganden. Bestämmelserna är bindande för förvaltaren, med risk för skadestånd vid avvikelser. För investmentbolaget ska verksamhetens syfte skrivas ut i bolagsordningen, men några närmare uppgifter krävs inte om riskerna. Tydligheten gentemot investerarna i fonden verkar alltså vara större.

En tredje del av skyddet mot den finansiella risken är föreskrifter om att förmögenheten i bolaget eller fonden måste spridas. Ett antal placeringsregler i LIF hindrar att fondförmögenheten placeras i ett fåtal innehav. Som utgångspunkt får inte mer än fem procent av förmögenheten placeras hos samma bolag enligt 5 kap. 6§ LIF. Undantag kan sökas från denna placeringsbestämmelse. När undantag prövas ska Finansinspektionen säkra att ett minimikrav på spridning av tillgångarna uppfylls. Inspektionens praxis har tidigare varit att det krävs minst två innehav. Detta tyder på att kravet är lågt ställt. Inspektionens prövning inskränker sig emellertid inte enbart till att handla om säkrandet av minimikravet. Investerarnas gemensamma intressen ska tillgodoses och undantagen måste tydliggöras i fondbestämmelserna. Inspektionens krav i denna del är troligen så stränga att omfattande undantag sällan medges från placeringsbestämmelsen. Jämför vidare med vad som framförs i nästa stycke om inspektionens prövning.

Enligt en annan placeringsbestämmelse i 5 kap. 5§ LIF får inte mer än tio procent av fondens tillgångar placeras i onoterade innehav. Finansinspektionen beviljar normalt inte, enligt uppgift i avsnitt 6.1.3, undantag som innebär att mer än tjugo till trettio procent av fondens medel

placeras i onoterade tillgångar. Fastän undantag tillåts så upprätthålls alltså placeringsbestämmelsen i stor utsträckning. Troligen beror det främst på att höga procentsatser inte tillåts med hänvisning till investerarnas gemensamma intressen. Kraven på tydlighet innebär även att riskerna måste synliggöras. Det är möjligt att förvaltarna inte ser positivt på att undantagen blir synliga för investerarna. Av den anledningen undviker de eventuellt att söka undantag, vilket i så fall får till följd att undantag sällan beviljas.

Om vi sedan övergår till riskspridningskraven i investmentbolaget så ska ledning sökas i den skatte- och aktiebolagsrättsliga regleringen. I de skatterättsliga bestämmelserna synes kraven tämligen lågt ställda. Om investmentbolaget inte äger målbolag som blir att betrakta som dotterbolag, ställs inga skatterättsliga krav på riskspridning. Enbart när ett moder- och dotterbolagsförhållande uppstår krävs det att innehaven i dotterbolagen inte ska utgöra en övervägande del av portföljen. De skatterättsliga kraven på riskspridning kan därför inte jämföras med placeringsbestämmelserna för fonden.

Vi går istället vidare till att jämföra de aktiebolagsrättsliga kraven med fondens placeringsbestämmelser. Bolag ska drivas med vinst om inget annat anges i bolagsordningen. Den ledning som driver bolag med vinstsyfte kan vid uppenbara överträdelser av syftet drabbas av skadeståndsskyldighet. Sannolikt är det svårt att visa på uppenbara överträdelser. Närmast krävs att investmentbolaget var i ekonomiskt trångmål och att placeringen i sig var mycket riskfylld. Utöver det måste investerarna visa på att ledningen var försumlig. Den aktiebolagsrättsliga regleringen utgör mot den bakgrunden ett mindre tjänligt krav på riskspridning. Enbart i exceptionella situationer kan det tänkas att regleringen medför sådana krav.

Sammanfattningsvis är skyddet mot den finansiella risken inte lika omfattande i investmentbolaget som i fonden. Visserligen kan private equity-fonder erhålla undantag från placeringsbestämmelserna i LIF. Finansinspektionens krav synes dock så stränga att omfattande undantag nästintill utesluts. Investmentbolaget saknar motsvarande placeringsbestämmelser. Till detta kan vi lägga att tydligheten gentemot investerarna om riskerna även är större i fonden.

9.4 Skadestånd och tillsyn

Eftersom betydelsen av investerarnas rätt till skadestånd delvis berörts i samband med analysen ovan, ska enbart några generella slutsatser dras i detta avsnitt. I fonden har investerarna enklare att kräva skadestånd av förvaltaren, eftersom investerarna inte är en utomstående part i förhållande till denne. Ytterligare en lättnad för den investerare som ska väcka skadeståndstalan är att bevisning inte behövs om försummelse eller uppsåt hos förvaltaren. Sådan bevisning krävs vid skadeståndstalan mot ledningen i

investmentbolaget. Investeringarna kan därför sannolikt lättare nå framgång med en skadeståndstalan gentemot fondförvaltaren, än mot ledningen i investmentbolaget. Undersökningen av rätten till skadestånd mellan de båda alternativen ger inte grund för att omvärdera slutsatserna kring investerarskyddets effektivitet som redovisats ovan. Det hade behövts en mer genomgående granskning av skadeståndsreglerna för dra sådana slutsatser.

Avseende tillsynen kan det konstateras att Finansinspektionen har ett bredare mandat att granska fondförvaltaren, än vad revisorerna har att granska bolagsledningen. En annan skillnad är att fonden löpande står under tillsyn av Finansinspektionen och lämnar information till inspektionen flera gånger om året. Revisorerna företar möjligtvis en mer sammanhållen utredning av bolagets förvaltning. Det är dock vanskligt att göra långtgående konstateranden utifrån detta, eftersom tillsynen i praktiken troligen kan variera av olika anledningar. Jag vill därför endast framhålla att tillsynen är en del i att upprätthålla effektiviteten i investerarskyddet. Några omfattande skillnader mellan tillsynen av alternativen verkar inte heller föreligga.

9.5 Konsekvenser av den nya regleringen

Det är osäkert om den nya regleringen för förvaltare av alternativa investeringsfonder kommer att tillämpas för investmentbolagen. Min uppfattning är att bolagen synes ha möjlighet att anpassa sin bolagsordning för att undkomma de nya kraven, se avsnitt 8.2. Om så är fallet får det inverkan på skillnaderna i investerarskyddet mellan de två investeringsformerna. Private equity-fonderna behöver med stor säkerhet tillämpa de nya, strängare kraven för bland annat värdering av fondens tillgångar och redovisning av personalens bonusar. En ökad olikhet mellan regleringen av alternativen blir därför sannolikt ett faktum. För att förhindra det krävs ett förtydligande av att investmentbolag som placerar i private equity inte ska undgå reglerna för alternativa investeringar.

Med de nya reglerna föreslås även lättnader för fonder som vänder sig till professionella investerare. Bland annat ska helt slutna fonder tillåtas, och mer generösa undantag från placeringsreglerna i LIF. Ändringarna leder förhoppningsvis till att skillnaderna i skyddet mellan investeringsalternativen mot den finansiella och administrativa risken jämnas ut något.

9.6 Vilken investeringsform erbjuder bäst skydd?

Den investerare som vill ha möjlighet till ett betydande inflytande, och inte enbart är intresserad av att vara en passiv placerare, ska välja investmentbolaget. Fonden synes främst vara utformad för passiva placeringar, eftersom former för påverkan och insyn inte tillhandahålls genom gällande lagstiftning. Samtidigt vill jag mena att investerare som väljer investmentbolaget erhåller ett något sämre skydd mot de finansiella och administrativa riskerna. Några specifika placeringsregler, motsvarande dem i fonden, finns inte för bolaget. Inte heller finns det hinder mot att begränsa investerarnas överlåtelsefrihet genom avtal. Den investerare som värdesätter ett starkt reglerat skydd mot dessa risker bör därför troligen välja fonden.

Min uppfattning är att samtliga parter tjänar på en större jämlikhet mellan placeringsalternativen. Investerarna gynnas säkerligen av att fonder och investmentbolag konkurrerar på samma villkor. Det ökar utbudet av jämförbara placeringsalternativ, vilket i sin tur ger en större konkurrens. Åtgärder bör därför vidtas för att öppna för inflytande i fonden och för att investmentbolagen ska tillämpa striktare placeringsregler. En början är att tydliggöra att bolagen ska tillämpa de nya reglerna för alternativa placeringar. Mot bakgrund av den ekonomiska instabiliteten i Europa är det något anmärkningsvärt att stränga krav på riskhantering och placeringsregler inte redan introducerats för investmentbolagen. Trots den mediala uppmärksamheten av riskkapitalfonder är det väsentligt att investmentbolagen inte glöms bort. Skevheten som uppstått mellan de två likvärdiga aktörerna – fonden och bolaget – bör jämnas ut.

Käll- och litteraturförteckning

Elektroniska källor

<http://www.aktiespararna.se/artiklar/Fonder/Dyrare-att-driva-fondbolag/> (anges i arbetet som www.aktiespararna.se). Hämtat den 16 november 2012.

<http://evca.eu/what-are-private-equity-venture-capital/> (anges i arbetet som www.evca.eu). Hämtat den 31 oktober 2012.

<http://fondbolagen.se/sv/Statistik--index/Fakta-om-fondmarknaden-i-Sverige/>. Hämtat den 9 november 2012.

<http://svca.se/sv/Om-riskkapital/Om-riskkapital/Riskkapital-pa-tre-minuter/> (anges i arbetet som www.svca.se). Hämtat den 30 oktober 2012.

<http://www.ratos.se/Investor-Relations/Aktiekurs-Ratos-B/Aktieagare/>. Hämtat den 6 november 2012.

<http://www.ratos.se/Om-Ratos/Bolagsstyrning-i-Ratos/Bolagsordning-2006-04-04/>. Hämtat den 5 december 2012.

<http://www.ratos.se/Om-Ratos/Bolagsstyrning-i-Ratos/Bolagsstyrningsrapport/>. Hämtat den 10 december 2012.

http://www.spiltanfonder.se/news.asp?r_id=3888 (anges i arbetet som www.spiltan.se). Hämtat den 13 november 2012.

<http://www.swedbankrobur.se/fonder/index.htm> (anges i arbetet som www.swedbankrobur.se). Hämtat den 7 november 2012.

<http://www.valbay.com/en/institutions/investments-funds/funds/valbay-swedish-equity-fund.aspx> (anges i arbetet som www.valbay.com). Hämtat den 7 november 2012.

Intervju per mail

Kristoffer Rosell, jurist på Finansinspektionen, den 19 oktober 2012.

Johan Hemmar, jurist i fondrätt vid Finansinspektionen, den 30 oktober 2012.

Sara Dennås, jurist vid Svenska Riskkapitalföreningen, den 17 november 2012.

Lena Falk, jurist vid Fondbolagens förening, den 23 oktober 2012.

Litteratur

A. Söderholm, *Private Equity Fund Investing Investment Strategies, Entry order and Performance*, Intellecta Infolog, Göteborg 2011.

B. Larsson, *Koncernföretaget – Ägarorganisation eller organisation för ägare?*, akademisk avhandling för erhållande av doktorsexamen vid Handelshögskolan, Gotab, Stockholm 1989.

C. Svernlöv, *Ansvarsfrihet – dechargeinstitutet i svensk aktiebolagsrätt*, Norstedts Juridik, Vällingby 2007.

C. Bergström, P. Samuelsson, *Aktiebolagets grundproblem*, fjärde upplagan, Norstedts Juridik, Visby 2012.

D. Klonowski, *The Venture Capital Investment Process*, Palgrave Macmillan, 2010 New York.

E. Grundell, J. Lycke, A. Svensson, *Regelverk på värdepappersmarknaden – kunskap för finansiell rådgivning*, sjunde upplagan, Liber, Egypten 2011.

E. Nerep, P. Samuelsson, *Aktiebolagslagen en lagkommentar kap. 1-10*, Thomson Fakta AB, Stockholm 2007.

E. Nerep, P. Samuelsson, *Aktiebolagslagen en lagkommentar kap. 1-10*, Thomson Reuters, andra upplagan, Stockholm 2009. (Anges i arbetet särskilt som andra upplagan.)

E. Nerep, P. Samuelsson, *Aktiebolagslagen en lagkommentar kap. 23-32*, Thomson Reuters, andra upplagan, Vällingby 2009.

E. Sjöman, *Hembud, förköp och samtycke*, Norstedts Juridik, Stockholm 2006.

G. Ohlson, *Vikten av vinst*, Iustus Förlag, Uppsala 2012.

H. Nial, *Svensk associationsrätt i huvuddrag*, fjärde upplagan, Norstedts förlag, Stockholm 1988.

J. Andersson, *Kapitalskyddet i aktiebolag*, LitteraturCompaniet AB, femte upplagan, Stockholm 2005.

- J. Hellner och Marcus Radetzki, *Skadeståndsrätt*, åttonde upplagan, Norstedts Juridik, Visby 2010.
- K. Wallin-Norman, *Finansiella instrument*, Jure Förlag AB, Stockholm 2011.
- M. Andersson, *Inkomstskattelagen En kommentar Del II*, Norstedts gula bibliotek, Vällingby 2010.
- N. Arvidsson, *Aktieägaravtal särskilt om besluts- och överlåtelsebindningar*, Thomson Reuters Professional AB, Stockholm 2010.
- M. Nyman, J. Lundgren, C. Rösjö, *Riskkapital private equity- och venture capital-investeringar*, andra upplagan, Norstedts Juridik AB, Vällingby 2012.
- P. Kågerman, C. Lohmander, A. De Ridder, *Etik, regler och värdering på kapitalmarknaden*, Norstedts Juridik, Stockholm 2008.
- R. Dotevall, *Bolagsledningens skadeståndsansvar*, Norstedts juridik, Stockholm 1999.
- R. von Essen, *Investmentbolag med eller utan existens berättigande*, Trycksaksbyrån, Linköping.
- S. Johansson, *Nials Svensk Associationsrätt i huvuddrag*, nionde upplagan, Norstedts Juridik, Vällingby 2007.
- S. Lindskog, *Aktiebolagslagen 12:e och 13:e kap. Kapitalskydd och likvidation*, andra upplagan, Juristförlaget Göteborg 1995.
- T. Sandström, *Svensk aktiebolagsrätt*, andra upplagan, Norstedts Juridik, andra upplagan Stockholm 2007.
- T. Sandström, *Svensk aktiebolagsrätt*, Norstedts Juridik, tredje upplagan, Vällingby 2010. (Anges i arbetet särskilt som tredje upplagan).
- S. Andersson, R. Skog, *Aktiebolagslagen en kommentar*, del III. Nordstedts gula bibliotek, Vällingby 2008.
- U. Myrberg, *Blandade investmentbolag*, Stellan Stål, Stockholm 1987.

Offentligt tryck

Prop. 1989/90:153, *Regeringens proposition om värdepappersfonder*.

Prop. 1999/2000:2, *Inkomstskattelagen*.

Prop. 2001/02:1, *Budgetproposition för 2002*.

Prop. 2002/03:150, *En ny lag om investeringsfonder*.

Prop. 2004/05:85, *Ny aktiebolagslag*.

Prop. 2010/11:135, *Investeringsfondsfrågor*.

SOU 2012:67, *Förvaltare av alternativa investeringsfonder*.

SOU 2002:56, *Investeringsfonder – förslag till ny lag*.

SOU 2002:104, *Investeringsfonder – Förvaringsinstitut, avgifter m.m.*

Tidskrifter

A. Pålsson, *Fondbolagen – de ovilliga och olämpliga ägarna*, Ekonomisk debatt, årgång 29, nummer 1, 2001.

E. Nerep, *Anmeldelse: Arvidsson, Niklas: Aktieägaravtal. Särskilt om besluts- och överlåtelsebindningar*, Nordisk tidsskrift for Selskabsret, nummer 1, 2011.

J. Berg, *En reglering av riskkapitalbranschen rycker allt närmre*, Balans, nummer 8-9, 2012.

L. Haglind, *Lagstiftning eller självreglering – vad tycker lagstiftaren?*, Svensk Juristtidning, häfte 3, 2011.

N. Arvidsson, *Högsta domstolen och den aktiebolagsrättsliga separationsprincipen*, Juridisk Tidskrift, nummer 2, 2012.

S. Jansson, *Investmentföretag och handel med värdepapper*, Svensk Skattetidning, nummer 8, 2002.

Rapporter

A. Pålsson, *Fondbolagen som ägare*, 11 september 2012, på uppdrag av Svenskt Näringsliv.

Publikationer

Sveriges riksbank, *Finansiell stabilitet*, Stockholm, maj 2002.

Rättsfallsförteckning

RÅ 1966 Fi 192

RÅ 1991 ref. 88

RÅ 1995 not. 406

RÅ 2002 ref. 52

RÅ 2007 not. 162