



JURIDISKA FAKULTETEN
vid Lunds universitet

Nicolas Ek

*Ett alternativt sätt att beskatta
carried interest*

- Med utgångspunkt i ekonomisk och finansiell teori samt skatterätt, hur kan *carried interest* beskattas med beaktande av finansmarknadens generella uppgång?

JURM02 Examensarbete

Examensarbete på juristprogrammet

30 högskolepoäng

Handledare: Mats Tjernberg

Termin: HT 2021

INNEHÅLL

SUMMARY	I
SAMMANFATTNING	III
FÖRORD	V
FÖRKORTNINGAR	VI
1 INLEDNING	1
1.1 Bakgrund	1
1.1.1 Bakgrunden till denna uppsats	1
1.1.2 Kort om riskkapitalbolagens funktion och påverkan	1
1.1.3 Skatteverkets omprövningsbeslut av <i>carried interest</i> och det osäkra rättsläget	3
1.2 Syfte och frågeställningar	4
1.3 Terminologi	4
1.4 Avgränsningar	5
1.5 Forskningsläget	7
1.6 Metod och material	8
1.7 Disposition	10
SEKTION 1	11
2 DE TRE INKOMSTSLAGEN	12
2.1 Inledning	12
2.2 Det dualistiska skattesystemet och systematiken för prövning av inkomstslagen	12
2.3 Inkomstslaget näringsverksamhet	13
2.4 Inkomstslaget kapital	14
2.5 Inkomstslaget tjänst	14
2.6 Sammanfattande kommentarer	15
3 FÅMANSAKTIEBOLAG	16
3.1 Inledning	16

3.2	Fördelningsreglerna – 57 kap. IL	16
3.3	Gräns-, tak- och resterande belopp	17
3.4	Generellt om differentierad utdelning	20
3.5	Sammanfattning	20
SEKTION 2		22
4	INCITAMENT	23
4.1	Inledning	23
4.2	Principal-agentteorin	23
4.3	Kontraktsteori	24
4.4	Sammanfattande kommentarer	24
5	FINANSIELL TEORI	26
5.1	Inledning	26
5.2	Effektiva marknadshypotesen	26
5.3	Diversifiering	27
5.4	CAPM	28
5.5	SML	29
5.6	Beta-koefficienten (β)	30
5.7	Jensens alfa	30
5.8	Prestationsmått för riskkapitalbolag	31
5.8.1	Problem med att mäta riskkapitalbolags fondavkastning	31
5.8.2	Kaplan-Schoar Public Market Equivalent (KS-PME)	33
5.9	Hur kan KS-PME användas för en mer rättvisande beskattning av <i>carried interest</i> ?	36
5.10	Huruvida riskkapitalbolagens prestationer är ihållande enligt ekonomisk forskning	39
5.11	Sammanfattande kommentarer	40
SEKTION 3		41
6	RISKKAPITALBOLAG	42
6.1	Inledning	42

6.2	Risikkapitalmarknadens samhällsekonomiska inverkan	42
6.3	Risikkapital som finansieringsmetod	43
6.4	Risikkapital som ägarstyrningsform	44
6.5	En typisk risikkapitalstruktur	46
6.5.1	Inledning till en typisk risikkapitalstruktur	46
6.5.2	Nyckelpersonerna (aktiva delägare) och HoldCo	47
6.5.3	Initial Limited Partner (ILP-bolaget)	48
6.5.4	General partner (GP-bolaget)	49
6.5.5	Rådgivningsbolag	50
6.5.6	Externa investerare	51
6.5.7	Limited Partnership (LP-bolaget)	51
6.5.8	Limited Partnership Agreement (LPA-avtal)	52
6.5.9	Carried interest	55
6.6	Sammanfattande kommentarer	56
7	RÄTTSFALLSGENOMGÅNG	58
7.1	Inledning	58
7.2	<i>Carried interest</i> bedömdes inte vara ersättning för utfört arbete	58
7.2.1	Bakgrund till förvaltningsrättens bedömning	58
7.2.2	Kammarrättens bedömning	59
7.3	<i>Carried interest</i> beskattades enligt 57 kap. IL	61
7.4	<i>Carried interest</i> bedömdes vara ersättning för utfört arbete	63
7.5	<i>Carried interest</i> beskattades enligt 57 kap. IL	64
7.6	<i>Carried interest</i> bedömdes vara ersättning för utfört arbete	65
7.7	Rättsfallsanalys	65
8	SLUTSATS	74
8.1	Inledning	74
8.2	Svar på frågeställningarna	74
8.3	Diskussion de lege ferenda	77
KÄLL- OCH LITTERATURFÖRTECKNING		83
Offentligt tryck		83
Statens offentliga utredningar		83
Propositioner		83
Övrigt	83	
Litteratur		84
Juridisk litteratur		84

Ekonomisk litteratur	85
Tidsskrifter	85
Juridiska tidsskrifter	85
Ekonomiska tidsskrifter	86
Rättsfallsförteckning	88
Övrigt	89
APPENDIX	90
Fullständig lista över antagandena i Capital Asset Pricing Model	90
Ekvationer	90

Summary

Carried interest is a controversial topic due to how *carried interest* is taxed has a considerable impact on the individual's tax burden as well as the government's tax revenue. *Carried interest* can be taxed as capital gain, income or according to 57-chapter IL – a special Swedish tax system which applies to shareholders in certain companies. Since 2010 it has been commonly known that the Swedish Tax Agency reviews Private-equity firms in depth. This has contributed to legal uncertainty related to how *carried interest* should be taxed, which e.g. affects the Private-equity industry negatively.

Through an interdisciplinary approach, based on economics, financial economics and tax law, the essay covers different *carried interest* angles. The purpose is to enhance the understanding and the drivers of *carried interest*, which can be helpful with regards to how *carried interest* should be taxed. On one hand it can be argued that carried interest should be taxed as income. This argument is based on the asymmetric dividend as well as that the persons having the right to *carried interest* often are required to work fulltime for the Private-equity fund. On the other hand, it can be argued that *carried interest* should be taxed as capital gain. Since, *carried interest* is a solution to the principal-agent problem. It can also be argued that *carried interest* should be taxed as capital gain since, *carried interest* is in many cases based on the initial risk-taking at the establishment of the fund. Further, the Private-equity fund's development can be derived to external factors, such as the general state of the market, interest rates, forex exchange, supplier prices, demand etc. Based on these reasons *carried interest* can not exclusively be derived to the work performed by the key executives. Further, the combination of a fixed remuneration and the possibility of *carried interest* is optimal for the value development of funds. In addition, this combination is an action to reduce the external investor's risk related to the investment.

The essay presents an alternative way of taxing *carried interest* when it is taxed as income (NE-method). The method compares the return of the Private-equity fund to an appropriate index and is applicable when the index return CAGR for the current period exceeds “hurdle rate” CAGR. For example, if the index returns 10 %, the corresponding return from the Private-equity fund can be derived to the general rise in the market. Hence, this part of the Private-equity gain should be taxed as capital gain. For this reason, it is only the Private-equity funds’ excess return in relation to the index that in these situations may be taxed as income.

Based on the above mentioned there is a need of legislation regarding how *carried interest* shall be taxed. An alternative is to implement the suggestion that was suggested in 2012, i.e. taxation similarly to 57 chapter IL. Another alternative is to implement the NE-method through legislation. Finally, a third alternative is a combination of the two just mentioned methods. More specifically, up to corresponding return as indices’ return the NE-method is applied – taxed as capital gain. Thereafter, the excess return is taxed similarly to 57-chapter IL. The advantage of this alternative is that it leads to fairer taxation since, the part of the Private-equity fund’s return that can be derived to the general market rise is taxed as capital gain. However, the disadvantage with this alternative is that the NE-method increases the risk of disputes regarding which index to apply for the comparison. In total, based on the simplicity and the importance of predictability for legal certainty it is recommended that *carried interest* solely is taxed similarly to 57-chapter IL.

Sammanfattning

I vilket inkomstslag *carried interest* beskattas har fått stor medial uppmärksamhet då det ofta handlar om betydande belopp. Vilket inkomstslag *carried interest* beskattas i har stor inverkan på skattskyldigs skattebörd och även hur mycket skatteintäkter som inbringas till staten. *Carried interest* kan beskattas i inkomstslaget kapital, inkomstslaget tjänst eller enligt 57 kap. IL. Dock har det sedan år 2010 varit allmänt känt att Skatteverket hårdgranskar riskkapitalbolag, vilket bidragit till rättsosäkerhet beträffande hur *carried interest* ska beskattas. Detta är negativt för riskkapitalbranschen.

Genom ett tvärvetenskapligt angreppssätt, med utgångspunkt i ekonomisk och finansiell teori samt skatterätt, berör uppsatsen *carried interest* med differenta infallsvinklar. Syftet med uppsatsen är att öka förståelsen för *carried interest*, exempelvis vad är det som motiverar *carried interest* etc. Detta kan vara behjälpligt i bedömningen gällande hur *carried interest* ska beskattas. Å ena sidan går det att argumentera för att *carried interest* bör beskattas i inkomstslaget tjänst. Argumentet för detta är vanligen att den asymmetriska vinstfördelningen grundas på arbete som utförts för fonden samt att heltidsarbete för fonden krävs. Å andra sidan går det att argumentera för att *carried interest* ska beskattas i inkomstslaget kapital, eftersom *carried interest* är en lösning på konflikten mellan principalen och agenten enligt principal-agentteorin. Det kan även argumenteras för att *carried interest* grundas på det initiala risktagandet vid fondetableringar, vilket är fallet i vissa fall, och att värdeutveckling är hänförlig till omvärldsfaktorer, således inte enbart till nyckelpersonerna arbetsinsatser. Kombinationen av en fast ersättning och möjligheten till *carried interest* kan sägas medföra optimala förutsättningar för fonders värdeutveckling, dessutom är det ett sätt att reducera de externa investerarnas risk.

När *carried interest* beskattas i inkomstslaget tjänst presenterar uppsatsen en alternativ metod att beskatta *carried interest* (NE-metoden). Metoden jämför riskkapitalfondens avkastning i förhållande till ett lämpligt jämförelseindex och är aktuell när jämförelseindexets CAGR överstiger ”hurdle rate” CAGR. Exempelvis, om jämförelseindex avkastar 10 % kan motsvarande avkastning från riskkapitalfonden härledas till finansmarknadens generella uppgång, varför denna del bör beskattas i inkomstslaget kapital. Således är det endast riskkapitalfondens överavkastning i förhållande till jämförelseindex som i dessa fall beskattas i inkomstslaget tjänst.

Det finns ett behov av lagstiftning på området. Ett alternativ är att implementera det lagförslag som var på tapeten år 2012, d.v.s. beskattning likt 57 kap. IL. Ett annat förslag är att implementera NE-metoden genom lagstiftning. Ett tredje alternativ är att genom lagstiftning implementera en kombination av nyssnämnda två, vilket skulle innebära att upp till jämförelseindexet tillämpas NE-metoden. Därefter beskattas överavkastningen likt 57 kap. IL. Fördelen med sistnämnda förslag är att detta leder till rättvisare beskattning. Detta eftersom den del av avkastningen som kan härledas till finansmarknadens generella uppgång beskattas i inkomstslaget kapital. Dock är nackdelen att NE-metoden ökar antalet tvister beträffande vilket jämförelseindex som ska tillämpas. Genom en sammanvägd bedömning mot bakgrund av förutsebarheten och enkelheten rekommenderas att endast beskatta *carried interest* enligt systematiken likt den i 57 kap. IL.

Förord

Inlämnandet av detta examensarbete markerar såväl slutet på juristprogrammet som min studietid i Lund. Att under cirka tre år studerat juristprogrammet och ekonomie kandidatprogrammet parallellt har för mig varit väldigt utmanande. I ärlighetens namn kan jag inte redogöra för många roliga minnen från fester eller dylikt under denna period. I stället har veckorna under några år vanligen bestått av cirka 90 timmars studier och höga krav på goda studieresultat, vilket varit mycket påfrestande. När jag gick från att studera parallellt till att arbeta heltid och att studera heltid kändes det som ”semester” i jämförelse, jag fick mitt liv tillbaka. Framgent ska jag ”endast” arbeta heltid och jag undrar hur det ska kännas. Skulle jag gjort om resan igen? Både ja och nej. Jag skulle låtit resan få ta mer tid, helt enkelt för att det inte varit någon ”dans på rosor” och eftersom jag är ödmjuk inför att jag hade kunnat ”gå in väggen”.

För all hjälp under skrivandeprocessen ska Mats Tjernberg ha ett stort tack, det har varit givande att samtala med dig.

På det personliga planet vill jag tacka min familj och framförallt min älskade mamma, för mig är du speciell! Därefter vill jag tacka min mentor och vän Anders samt min vän Ellinor, att samtala med er är för mig väldigt stimulerande och utvecklande. Vidare vill jag tacka Josefine för det du lärt mig om värderingar om livet – att vara så snäll, omtänksam och hjälpsam som möjligt mot både människor och djur. Jag vill även tacka Alan och Lilla Kissen (mina föra detta katter) för bus och lek, gnäll på att ni är hungriga samt många timmars studiehjälp – jag saknar er. Sist vill jag tacka mig själv för att jag valt att fokusera på att bli en bättre människa mot både människor och djur, kom ihåg att fortsätta att sträva efter detta.

Malmö den 27 februari 2022,

Nicolas Ek

Förkortningar

ABL	Aktiebolagslagen (2005:551).
AUM	Asset Under Management, kapital under förvaltning.
CAGR	Compound Annual Growth Rate. På svenska kan CAGR beskrivas som den genomsnittlig årliga tillväxten under en viss tidsperiod uttryckt i procent.
CAPM	Capital Asset Pricing Model, en modell för att värdera en tillgång.
EBITDA	Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization. Sv: rörelseresultat före räntor, skatter, avskrivningar och nedskrivningar (inklusive goodwillavskrivningar).
EMH	Effektiva marknadshypotesen.
f., ff.	Följande sida, följande sidor.
GP	General Partner.
HFD	Högsta förvaltningsdomstolen.
Hurdle rate	Hurdle rate är gränsen för när carried interest ska utgå.
IBB	Inkomstbasbelopp.
IL	Inkomstskattelagen (1999:1229).
IRR	Internal Rate of Return, ett prestationsmått som mäter avkastning.
Kap.	Kapitel.
LP	Limited Partner.
LPA-avtal	Limited Partnership Agreement.
MOIC	Multiple of Invested Capital, ett prestationsmått som mäter avkastning.

NAV	Net Asset Value, nettoandelsvärdet, beskriver det aktuella marknadsvärdet för en fondandel.
NE-metoden	Den alternativa beskattningsmetoden för <i>carried interest</i> som redogörs för i kapitel 5.8–5.9.
Not.	Notismål.
PLA	Participing Loan Agreement.
Prop.	Proposition.
Ref.	Referatmål.
Rf	Riskfria räntan.
RÅ	Regeringsrättens årsbok.
SAL	Socialavgiftslag (2000:980).
SML	Security Market Line.
SOU	Statens offentliga utredningar.
α	Alfa, överavkastning (underavkastning) i förhållande till förväntad avkastning givet tillgångens eller portföljens risk.
B	Beta, mäter en tillgångs känslighet i förhållande till marknaden.
ε	Epsilon, en felterm som i genomsnitt förväntas vara noll.
μ	My, är medelvärdet i en population.

1 Inledning

1.1 Bakgrund

1.1.1 Bakgrunden till denna uppsats

Denna uppsats berör *carried interests* skatterättsliga natur och har ett tvärvetenskapligt angreppssätt, vilket omfattar ekonomisk och finansiell teori samt skatterätt. Ett tvärvetenskapligt angreppssätt kan öka kunskapen hur *carried interest* bör beskattas. Ska *carried interest* beskattas i inkomstslaget kapital, som lön i tjänst eller enligt 57 kap. inkomstskattelag (1999:1229, hädanefter IL)? Vid besvarande av denna fråga har jurister förenklat sin infallsvinkel och ekonomer sin infallsvinkel, varför svaren kan skilja sig åt. Genom ett tvärvetenskapligt angreppssätt är förhoppningen att presentera en bredare bild av *carried interest*. Syftet är således att öka förståelsen för *carried interest*, vilket kan vara behjälpligt i bedömningen gällande hur *carried interest* bör beskattas.

1.1.2 Kort om riskkapitalbolagens funktion och påverkan

Enligt 3 kap. 3 § aktiebolagslag (2005:551) e contrario är aktiebolagens syfte att generera vinst åt aktieägarna. Detta kan bl.a. uppnås genom olika typer av investeringar, vilket är kapitalkrävande. I vissa fall krävs externt kapital för att finansiera investeringen. Bolag som behöver finansiering kan i huvudsak vända sig till kreditmarknaden för att erhålla lånekapital alternativt till riskkapitalmarknaden för att erhålla riskkapital.¹ Det finns flera anledningar till att bolag önskar finansiering från riskkapitalbolag framför lånekapital. Två exempel är tillgången till riskkapitalbolagens expertis och/eller deras nätverk.

¹ Nyman (2012) s. 36 ff.; Promemoria, finansdepartementet (2012) s. 36 ff.

När riskkapital etablerar fonder är dessa fondetableringar kostsamma och de omfattas av stor risk då merparten fondetableringar misslyckas.² Vid misslyckande går det kapital som använts till försöket av fondetableringen förlorat. De som etablerar fonden – nyckelpersonerna och eventuellt någon extern finansiell aktör – bekostar etableringskostnaderna. Vid framgång av fondetableringen tillskjuter nyckelpersonerna kapital till fonden som ska investeras i portföljbolag och externa investerare erbjuds att investera i fonden.

Vid försäljning av portföljbolag sker vinstfördelningen enligt en fördelningsnyckel (se kapitel 6.5.8 härom). Grovt förenklat ska de externa investerarna först erhålla ett belopp motsvarande investerat kapital och en årlig avkastning om cirka 8–10 %. Av eventuell vinst (övervinst) som kvarstår har nyckelpersonernas rätt till cirka 20 % (*carried interest*) och de externa investerarna har rätt till cirka 80 %. Notera att kapitalet från de externa investerarna normalt sett motsvarar cirka 98 % medan nyckelpersonernas kapital motsvarar cirka 2 % av fondens totala kapital. Eftersom nyckelpersonernas kapital i fonden endast motsvarar cirka 2 % och de har rätt till *carried interest* om cirka 20 % är fördelningen av övervinsten asymmetrisk.

Syftet med *carried interest* är att förhindra att fonden utsätts för icke nödvändig risk och att skapa incitament för nyckelpersonerna att öka värdet i fonden. Om fondförvaltarnas ersättning endast består av en fast del riskerar detta att bidra till att fondförvaltarna lutar sig tillbaka och inte gör någonting samtidigt som de erhåller den överenskomna ersättningen. Således är kombinationen av en fast ersättning och möjligheten till *carried interest* optimal för fonders värdeutveckling, dessutom ett sätt att reducera de externa investerarnas risk. *Carried interest* förenar således parternas

² Som exempel kan nämnas att etableringskostnaderna för fonden som var föremål för prövning i Nordic Capital-målet uppgick till cirka 40 miljoner kr. Det framgår också av rättsfallet att många etableringsförsök misslyckas.

intressen, m.a.o. är ersättningsmodellen en lösning på den klassiska principal-agentteorin (se kapitel 4.2 härom).³ Frågan är dock i vilket inkomstslag *carried interest* ska beskattas?

1.1.3 Skatteverkets omprövningsbeslut av *carried interest* och det osäkra rättsläget

Under hösten år 2010 meddelade Skatteverket ett antal omprövningsbeslut beträffande i vilket inkomstslag *carried interest* skulle beskattas.

Skatteverket gjorde gällande att *carried interest* var ersättning för utfört arbete och därmed skulle beskattas i inkomstslaget tjänst. Skattskyldig yrkade att *carried interest* var avkastning på investerat kapital, varför inkomsten skulle beskattas i inkomstslaget kapital.⁴ Rättsläget var osäkert och delvis av den anledningen lämnade den svenska riskkapitalföreningen år 2011 en skrivelse till finansdepartementet med ett lagförslag om beskattning av *carried interest*. Finansdepartementet utarbetade en promemoria med ett lagförslag som presenterades efterföljande år. Promemorian framhöll att det osäkra rättsläget kunde försvaga Sveriges attraktionskraft gällande att attrahera till sig riskkapitalinvesteringar och att riskkapitalfonder skulle avskräckas från att placera sina företagsstrukturer i Sverige. Lagförslaget innebar en beskattning likt den enligt 57 kap. IL,⁵ dock lämnades lagförslaget utan avseende.

I kammarrätten mål nr 8755-8764-12 (Nordic Capital-målet) yrkade Skatteverket att aktuell *carried interest* var prestationsbaserad ersättning, varför arbetsgivaravgifterna enligt socialavgiftslagen (2000:980, hädanefter SAL) påfördes med 702 miljoner kr. Dock kom kammarrätten fram till att *carried interest* i detta fall inte var ersättning för utfört arbete.⁶ Efter målet meddelade Skatteverket att de för stunden skulle upphöra beskatta *carried*

³ Strömberg (2012)

⁴ Se bl.a. kammarrätten i Stockholm mål nr 8755-8764-12.

⁵ Promemoria, finansdepartementet (2012) s. 1 ff.

⁶ Skatteverket överklagade domen till Högsta förvaltningsdomstolen som vägrade prövningstillstånd.

interest i inkomstslaget tjänst. I stället hade de för avsikt att framgent beskatta *carried interest* enligt 57 kap. IL.⁷ Det ska nämnas att utdelningar från bolag under vissa förutsättningar kan omklassificeras till inkomstslaget tjänst oaktat om 57 kap. IL är tillämpligt (se kapitel 3.3 härom). Sammantaget är rättsläget beträffande hur *carried interest* ska beskattas osäkert.

1.2 Syfte och frågeställningar

Det osäkra rättsläget gällande om *carried interest* ska beskattas som lön i inkomstslaget tjänst, kapital eller enligt 57 kap. IL motiverar att utreda *carried interests* skatterättsliga natur. Det är av särskild vikt i uppsatsen att utreda huruvida finansmarknadens generella uppgång bör beaktas i de fall *carried interest* beskattas i inkomstslaget tjänst. För att uppnå syftet med uppsatsen ska följande frågeställningar besvaras:

- Mot bakgrund av ekonomisk och finansiell teori, vad är bakgrunden till och syftet med *carried interest*?
- Vad är *carried interests* skatterättsliga natur?
- I vilka situationer skulle *carried interest* kunna beskattas i inkomstslaget tjänst vid sidan av 57 kap. IL?
- I det fall *carried interest* beskattas som lön i inkomstslaget tjänst, hur kan finansmarknadens generella uppgång beaktas för en mer rättvisande beskattning?

1.3 Terminologi

Den svenska riskkapitalbranschen är starkt präglad av utvecklingen i USA och Storbritannien. Detta medför att det i den svenska begreppsbildningen inom området är vanligt förekommande med engelska termer. I vissa fall kan de inom området engelska termerna översättas till svenska på ett

⁷ Skatteverkets pressmeddelande, *Skatteverket fortsätter granska riskkapitalbranschen*, 2014-11-14.

rättvisande sätt. I andra fall framstår översättningar som förvirrande, varför det i dessa fall undviks. I denna framställning kommer den engelska begreppsbyggnaden att användas i de fall begreppen bedöms utgöra allmänt vedertagna begrepp även i en svensk språklig kontext.

I och med att uppsatsen omfattar ekonomisk och finansiell teori används emellanåt särskilda begrepp som inom finansiella teori som är grundläggande. Med vetskap om att läsaren eventuellt inte är insatt inom detta område har vissa av dessa begrepp förklarats trots att de är grundläggande för den insatte.

Begreppet nyckelpersoner används frekvent i uppsatsen och med detta begrepp åsyftas följande. Nyckelpersoner är de personer som är med och etablerar riskkapitalfonden, varför de exponeras för det initiala risktagandet vid fondetableringen. Dessa personer antas inneha rätten till *carried interest*. Vidare har dessa personer i många fall samlat på sig särskild yrkesexpertis och betydande kapital, varför de genom investeringar vid sidan om riskkapitalfonden uppfyller en funktion för det finansiella systemet (se kapitel 8.3 härom).

1.4 Avgränsningar

I syfte att genomföra en tillräcklig djupgående utredning beträffande de frågor som presenteras under *Syfte och frågeställningar* är det nödvändigt med vissa avgränsningar. Utredningen kommer att genomföras med utgångspunkt i vad som kunnat fastställas utgöra branschpraxis, exempelvis vad gäller riskkapitalfonders strukturer. Anledningen till detta är att framställningen på detta sätt berör fler situationer och därför får ett större praktiskt värde.

Nyckelpersonerna antas i uppsatsen vara obegränsat skattskyldiga för sina inkomster i Sverige.⁸ Av denna anledning kommer utredningen uteslutande

⁸ Skattskyldiga i enlighet med 3 kap. 3 och 8 § § IL.

företas ur ett svensk internrättsligt perspektiv. Inte heller kommer internationella skatterättsliga ramverk såsom regelverk och eventuell tillämplig skatteavtalsrätt att beröras. Vidare är en komparativ jämförelse vad gäller beskattning av *carried interest* och dess konsekvenser på det finansiella systemet intressant. Dock kommer en sådan jämförelse av utrymmesskäl inte att genomföras.

Mot bakgrund av utrymmesskäl kommer följande områden inte att beröras djupgående. För det första, fåmansaktiebolagsreglerna. För det andra, var gränsen går för när en aktieägare är verksam i betydande omfattning i ett fåmansaktiebolag, exempelvis i ett rådgivningsbolag. För det tredje, när en aktiv delägars arbetsinsatser har en direkt koppling till vinstgenereringen. För det fjärde, när ett anställningsförhållande föreligger. För det femte vad som utgör marknadsmässig lön för utfört arbete. För det sjätte, hur inkomster i form av *carried interest* som utbetalats via kapitalförsäkringar ska beskattas. För det sjunde, hur avkastning från Participating Loan Agreement (PLA-avtal) ska beskattas.

I och med att målen berör eftertaxering ställs högre beviskrav på Skatteverket. Dock, mot bakgrund av att beviskraven berör utgången i enskilda mål och inte de principiella frågorna i frågeställningarna kommer bevisvärdering att exkluderas. Av samma anledning kommer inte heller processuella frågor, exempelvis *litis pendens* och ändring av talan, att beröras.

Vad gäller den finansiella delen av uppsatsen kommer denna del endast att beröras grundläggande. Således kommer inte uppsatsen att omfatta fördjupningar eller vidareutvecklingar av exempelvis principal-agentteorin. Detta eftersom någon djupare redogörelse av den ekonomiska och finansiella delen inte krävs för att besvara frågeställningarna på ett tillfredställande sätt.

1.5 Forskningsläget

Det finns idag ett förhållandevis omfattande juridiskt material gällande vissa delfrågor som berör hur *carried interest* ska beskattas. Särskilt är forskningen omfattande vad gäller den generella frågeställningar om vilket subjekt som ska anses skattskyldig för en viss inkomst (skattesubjektfrågan).

Beskattning av *carried interest* har flitigt behandlats såväl genom rättsvetenskapliga uppsatser som artiklar.⁹ De aktuella artiklarna kommenterar i de flesta fall enkom domar rörande *carried interest*. Exempelvis kommenteras hur prejudikaten bör tolkas och vilka slutsatser om rättsläget som kan dras med stöd av dessa. Inte sällan genomsyras innehållet i artiklarna av kritiska yttranden gällande de juridiska bedömningarna som rätten företagit. Därtill kritiseras även Skatteverkets juridiska angreppssätt och argumentationsteknik. Det ska belysas att författarna till en del av artiklarna har viss anknytning till riskkapitalaktörerna.¹⁰ De frågorna som behandlas i denna uppsats har dock inte berörts tidigare.

Vidare till ekonomisk forskning om *carried interest*. Forskningen berör bl.a. huruvida riskkapitalbolagens prestationer är ihållande, vilket i så fall kan tala för att det finns en koppling mellan managementteamets utförda arbete och riskkapitalfondens avkastning. Det finns ekonomisk forskning som såväl talar för som mot att riskkapitalaktörernas prestationer är ihållande (se kapitel 5.10 härom). Slutligen, det finns ett behov av vidare forskning inom detta område.

Den första frågeställningen har inte berörts närmare i doktrinen. Syftet med första frågan är att ge en bakgrund och förståelse för *carried interest* och på

⁹ Se bl.a. Johansson (2019); Gunne (2019); Tivéus (2021) s. 604 ff.

¹⁰ Se exempelvis Bergkvist et al. (2011) (ombud för Nordic Capital); von Bahr (2014) (sakkunnig och författare till rättsutlåtande åberopat av Nordic Capital).

så sätt bättre kunna besvara den andra frågan i frågeställningen. Den andra frågan har delvis indirekt behandlats genom domar. Dock är det främst utifrån en juridisk infallsvinkel. I denna uppsats ska en ekonomisk och finansiell samt skatterättslig infallsvinkel behandlas. Den tredje frågan har inte behandlats tidigare. Denna fråga är av intresse mot bakgrund av såväl den andra som den fjärde frågan. Den fjärde frågan som omfattar både en ekonomisk och finansiell samt skatterättslig infallsvinkel har inte heller behandlats tidigare. Denna fråga är av intresse för en mer rättvisande beskattning av *carried interest*.

1.6 Metod och material

För att uppnå syftet med uppsatsen har ett tvärvetenskapligt angreppssätt bedömts vara bäst lämpat. Därför ska respektive metod redogöras för. För den juridiska delen lämpar sig den rättsdogmatiska metoden bäst. Detta mot bakgrund av att rättskällorna – lagstiftning, rättspraxis, lagförarbeten och doktrin – analyseras på ett kritiskt sätt för att besvara en frågeställning. Vidare lämpas tillvägagångssättet för att lösa rättsliga frågeställningar som exempelvis de som presenteras under *Syfte och frågeställningar*.¹¹ Detta eftersom uppsatsen för det första berör *carried interest* vars skatterättsliga natur härrör inom gränslandet mellan inkomstlagen tjänst och kapital. För det andra eftersom det saknas tydlig och enhetlig lagstiftning inom området, vilket har bidragit till att rättspraxis varit särskilt vägledande.¹² Det ska poängteras att HFD:s domar beträffande beskattning av *carried interest* är sparsamt motiverade samt att prejudikatvärdet gällande i vilket inkomstslag *carried interest* ska beskattas i inte har behandlats. Detta har försvårat utrönandet av gällande rätt avseende frågeställningarna. Övriga rättskällor som behandlats är bl.a. lagtext, förarbeten och doktrin.

¹¹ Kleineman (2018) s. 21 ff.

¹² HFD:s praxis har en betydelsefull roll på skatterättens område. Har HFD tagit ställning till en lagtolkningsfråga i en dom, har domen fått ett självständigt värde som rättskälla, se Lodin et al. (2019) s. 628 f.

Urvalet av rättsfallen har gjorts självständigt med ledning av skatterättslig doktrin. Målet med urvalet har varit att det ska vara tillräckligt omfattande och representativt för att principiella ställningstaganden ska vara möjliga. Syftet med uppsatsen är dels att utreda den skatterättsliga problematik som finns beträffande beskattning av *carried interest* genom en de lege lata utredning. Dels att genom en de lege ferenda utredning finna en metod som kan leda till en mer rättvisande beskattning av *carried interest* i de fall beloppet beskattas i inkomstslaget tjänst.¹³

Den finansiella sektionen hjälper till att besvara och diskutera fråga ett, två och fyra. Ambitionsnivån med denna sektion har varit att mot bakgrund av ekonomisk och finansiell teori redogöra för bakgrunden och syftet med *carried interest*. Detta bidrar till att bättre förstå *carried interests* skatterättsliga natur. Vidare presenteras ekonomisk och finansiell teori som svaret på fråga fyra kan grundas på. Med detta syfte lämpar sig en deduktiv, kvalitativ studie med en tematisk ansats bäst.¹⁴ Denna metod används för att möjliggöra slutsatser från olika informationskällor såsom artiklar, enkäter, intervjuer etc. Nyssnämnda metod används för att analysera, identifiera och beskriva ämnen som behandlas i det insamlade materialet som utgör grunden för uppsatsen. Det ska nämnas att reliabiliteten och validiteten¹⁵ är mindre i intervjuer genomförda med en kvalitativ metodik jämfört med en kvantitativ metodik.¹⁶

Den ekonomiska och finansiell sektionen behandlar tre olika informationskällor (i) ekonomiska artiklar, (ii) finansiell litteratur och (iii) intervjuer. Det ska poängteras att det i en kvalitativ studie är ett begränsat antal källor och data som behandlas. Detta medför en risk vad gäller subjektiva tolkningar och slutsatser av informationskällorna, vilket

¹³ Kleineman (2018) s. 36 ff.

¹⁴ Bryman, Bell & Harley (2019) s. 12 f., 23 f. och 519 ff.

¹⁵ Reliabilitet handlar om ett resultat kan upprepas. Validitet handlar om mätningens relevans, m.a.o. i vilken utsträckning studien mäter det som mot bakgrund av syftet och frågeställningarna önskas mätas. Se Bryman, Bell & Harley (2019) s. 46 ff.

¹⁶ Bryman, Bell & Harley (2019) s. 435 f.

undertecknad är medveten om.¹⁷ Dock ska noteras att teorin som presenteras under den ekonomiska och finansiella sektionen omfattar grundläggande teori, varför denna risk har reducerats. Beträffande de tre intervjuerna som genomförts, de kommer inte att användas så att något enskilt svar kan utläsas. I stället kommer de användas aggregerat, för att få en förståelse för riskkapitalaktörernas åsikter om det rådande rättsläget.

1.7 Disposition

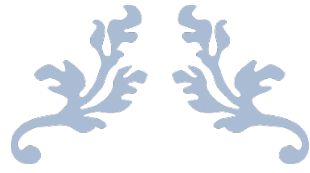
För att besvara frågeställningarna på ett tillfredställande sätt har uppsatsen delats upp i tre sektioner, de är följande:

I den första sektionen berörs skatterätt (kapitel 2 och 3). Syftet med denna del är att ge läsaren en bakgrund till det svenska dualt designade skattesystem och beskattning enligt fåmansföretagsreglerna.

I den ekonomiska och finansiella sektionen (kapitel 4 och 5) behandlas incitament och finansiell teori. Genom principal-agentteorin och kontraktsteori beskrivs hur incitament påverkar avtalsparters agerande. Vidare behandlas den effektiva marknads hypotesen, CAPM, SML, Beta, Jensens alfa, Kaplan-Schoar Public Market Equivalent och hur sistnämnda kan tillämpas för en rättvisare beskattning av *carried interest* i särskilda fall samt om riskkapitalbolagens prestationer är ihållande.

Genom sektion ett och två har grunden lagts för att presentera sektion tre (kapitel 6, 7 och 8). Denna sektion omfattar en redogörelse för riskkapitalbolagens funktion och struktur, en rättsfallsgenomgång, rättsfallsanalys samt en slutsats och diskussion. Denna sektion är själva kärnan i uppsatsen.

¹⁷ Bryman, Bell & Harley (2019) s. 374 f.



Sektion 1

Skatterätt



2 De tre inkomstslagen

2.1 Inledning

I detta kapitel ska det dualt designade skattesystemet beskrivas samt de tre inkomstslagen – näringsverksamhet, kapital och tjänst.

2.2 Det dualistiska skattesystemet och systematiken för prövning av inkomstslagen

Genom århundradets skattereform som implementerades i svensk lag år 1990–91 lades riktningen för det nya svenska skattesystemet fram. Studier visade nämligen att olika slag av inkomster behandlades olikformigt, vilket främst utnyttjades av personer med hög inkomst genom exempelvis avancerad skatteplanering. Omarbetningen av skattebaserna innebar minskade möjligheter för skatteplanering och ökad rättvisa, detta skulle uppfyllas genom de bärande principerna *likformighet*, *neutralitet* och *enkelhet*. Skattebaserna utvidgades och effekterna för den personliga inkomstbeskattningen var dels sänkt arbetsinkomstbeskattning, dels skärpt kapitalinkomstbeskattning.¹⁸

Regelverkets komplexitet hade successivt ökat, vilket möjliggjorde för nya metoder att skatteplanera. Ex ante reformen adderades kapitalinkomster på toppen av övriga inkomster och omfattades av en progressiv skattesats¹⁹.²⁰

Genom reformen implementerades ett dualistiskt skattesystem där kapitalinkomster beskattas proportionellt²¹ och tjänsteinkomster beskattas progressivt, detta system är gällande än idag. Syftet med särbehandlingen

¹⁸ Prop. 1989/90:50 s. 63 ff.; Lodin et al. (2019) s. 12 ff.

¹⁹ Progressiv skattesats innebär att skattesatsen ökar i takt med beskattningsunderlagets storlek ökar.

²⁰ Dahlberg (2011) s. 61 ff.

²¹ Proportionell beskattning innebär att skattesatsen är statisk.

var att kapitalinkomster med beaktande av inflation skulle omfattas av en effektiv beskattning i nivå med av förvärvsinkomster.²²

Inkomstskattelagen följer en systematik gällande prövning av vilket inkomstslag en inkomst tillhör, systematiken framgår av 10, 13 och 41 kap. IL. Först prövas om inkomsten tillhör inkomstslaget näringsverksamhet. Om inkomsten inte omfattas av inkomstslaget näringsverksamhet ska det andra inkomstslaget prövas, inkomstslaget kapital. I det fall inkomsten varken omfattas av inkomstslaget näringsverksamhet eller kapital tillhör inkomsten, givet att särskilda undantag inte är tillämpliga, inkomstslaget tjänst.²³

2.3 Inkomstslaget näringsverksamhet

Till inkomstslaget näringsverksamhet räknas inkomster och utgifter p.g.a. näringsverksamhet. Med näringsverksamhet avses förvärvsverksamhet som bedrivs yrkesmässigt och självständigt, se 13 kap. 1§ IL. För att inkomster och utgifter ska kunna beskattas i inkomstslaget näringsverksamhet fordras att näringskriterierna är uppfyllda. Dessa sammanfattas vanligen som självständighet, varaktighet och vinstsyfte. Om det brister i något av dessa avseenden tillhör inkomsten ett annat inkomstslag, givet att inkomsten inte är skattebefriad. Då det inte omfattas av uppsatsens frågeställningar ska endast kort nämnas att avsaknaden av vinstsyfte hos juridiska personer per automatik inte behöver hindra att näringsverksamhet föreligger, se RÅ 1998 ref. 10. Vidare är det i regel självständighetskriteriet som avgör om en inkomst är hänförlig till tjänst eller näringsverksamhet. För juridiska personer som är egna skattesubjekt, t.ex. aktiebolag och ekonomiska föreningar, uppkommer sällan problem i detta avseende. Detta eftersom de enbart beskattas i inkomstslaget näringsverksamhet. För fysiska personer som driver enskild firma eller handelsbolag, vilka kan ha inkomst i samtliga tre inkomstslag, kan problem uppstå gällande denna gränsdragning.²⁴

²² Prop. 1989/90:110 s. 295 ff., 388 ff.

²³ Gunne (2016)

²⁴ Prop. 2008/09:62 s. 8–9.

2.4 Inkomstslaget kapital

Till inkomstslaget kapital omfattas enligt 41 kap. 1 § IL inkomster och utgifter till följd av dels innehav av tillgångar och skulder, dels av kapitalvinster och förluster. En grundläggande uppdelning av kapitalinkomster är *löpande avkastning*, såsom utdelning och ränta, och *kapitalvinster*, vilka uppkommer vid avyttring av tillgångar som genomgått värdestegring.²⁵ För fysiska personer är skattesatsen för kapitalinkomster 30 % enligt 65 kap. 7 § IL. Observera att det finns flera undantag där kvotering vid kapitalbeskattning för fysiska personer är tillämpliga. Exempelvis för utdelning och kapitalvinst av kvalificerade andelar samt för utdelning och kapitalvinst av okvalificerade onoterade andelar (se kapitel 3 härom).

2.5 Inkomstslaget tjänst

Till inkomstslaget tjänst inkluderas enligt 10 kap. 1 § IL inkomster och utgifter på grund av tjänst till den del de inte räknas till inkomstslaget näringsverksamhet eller kapital. Sociala avgifter, arbetsgivaravgifter, om 19.80 % betalas för avgiftspliktiga ersättningar som den avgiftsskyldige, oftast en arbetsgivare, har utgett under en kalendermånad. Därutöver ska även allmän löneavgift om 11.62 % betalas, emellanåt förväxlas denna med att vara en social avgift.²⁶ Notera av avgiften inte är en social avgift utan i rättslig och ekonomisk mening en skatt som tillfaller staten.^{27, 28}

²⁵ Tivéus (2010) s. 15 f.

²⁶ Se Lag (1994:1920) om allmän löneavgift härom.

²⁷ Prop. 1994/95:122 s. 18 f.

²⁸ Cecilia Gunne argumenterar för att inkomstprövning enligt inkomsthierarkin medför följande bedömning. Det första inkomstslaget som prövas är inkomstslaget näringsverksamhet. Kort konstateras att carried interest inte uppfyller näringskriterierna (se 13 kap. 1 § IL). Vidare prövas om det är fråga om kapitalinkomst. Såväl de externa investerarna som de som har rätt till carried interest erhåller intäkter p.g.a. innehav av tillgångar. Nyssnämnda gäller för såväl pro rata-vinster som carried interest, dessa intäkter har således enligt Gunne uppkommit ”på grund av innehav av tillgångar” (se 41 kap. 1–2 § IL). Sådana inkomster ska vid direktgående beskattas i inkomstslaget kapital. Detta gäller både löpande avkastning och kapitalvinst p.g.a. avyttringar. Vidare konstaterar Gunne att prövningen härmed enligt inkomsthierarkin ska sluta. Därigenom är slutsatsen enligt Gunne att carried interest ska beskattas i inkomstslaget kapital, se Gunne (2016).

2.6 Sammanfattande kommentarer

Genom skattereformen år 1990–91 skapades ett dualistiskt skattesystem där beskattningen av kapitalinkomster och tjänsteinkomster separeras. Notera att kapitalinkomster beskattas proportionellt medan tjänsteinkomster beskattas progressivt. Syftet med reformen var att dessa inkomster skulle åläggas i princip likvärdig beskattning. Dessvärre har nyssnämnda syfte inte uppnåtts. Detta beror delvis på att inflationen idag är lägre jämfört inflationen vid skattereformen som var 9.6 %.²⁹ Beskattningen av kapitalinkomster är jämförelsevis lägre, vilket givit incitament att inkomstomvandla. Exempelvis genom att aktiva delägare i fåmansaktiebolag sänker sin lön för att i stället erhålla inkomst via utdelning, vilket beskattas med en lägre skattesats. För att beivra utnyttjande av inkomstomvandling har viss lagstiftning införts, främst de s.k. fördelningsreglerna vilka framgår i 57 kap. IL (se kapitel 3 härom).

²⁹ Tjernberg (2017).

3 Fåmansaktiebolag

3.1 Inledning

Kapitlet beskriver dels fördelningsreglerna enligt 57 kap. IL, dels att omklassificering av utdelning till inkomstslaget tjänst kan aktualiseras även om 57 kap. IL inte är tillämpligt.

3.2 Fördelningsreglerna – 57 kap. IL

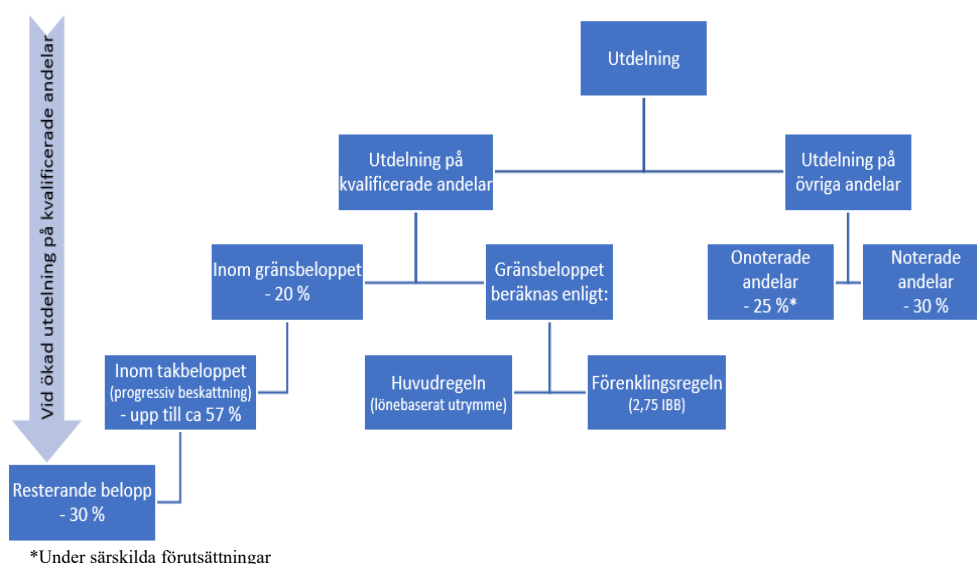
Syftet med fördelningsreglerna är att skilja på vad som är avkastning på investerat kapital respektive utflöde av aktieägarnas individuella arbetsinsatser i bolaget.³⁰ Vid inkomstomvandling av arbetsinkomst till kapitalinkomst omfattas ersättningen av lägre beskattning. För att undvika denna inkomstomvandling har lagstiftaren ansett det vara nödvändigt med fördelningsregler, dessa framgår av 56–57 kap. IL. Exempelvis behöver andelarna vara kvalificerade, se 57 kap. 4 § IL, vilket är fallet när delägaren eller närstående har varit verksam i betydande omfattning. I sammanhanget är det värt att nämna att enligt HFD 2018 ref. 31 kan en person vara verksam i betydande omfattning i ett fåmansaktiebolag när denne är anställd i ett annat företag och inom ramen för denna anställning utför tjänster åt fåmansaktiebolaget.³¹ När bolags andelar är kvalificerade beskattas den eventuella utdelningen eller kapitalvinsten enligt systematiken i 57 kap. IL. Detta gäller oaktat möjliga förklaringar till varför det inte är fråga om inkomstomvandling. Dock finns det undantag när kvalificerade andelar anses vara okvalificerade andelar. Detta gäller exempelvis när det utomstående ägandet är minst 30 %. Nyssnämnda gräns har tillämpats i

³⁰ Vad som anses vara normal avkastning på investerat kapital beror på investeringens risk och går utöver uppsatsens frågeställningar.

³¹ I HFD 2018 ref. 31 beviljade HFD prövningstillstånd för följande prejudikatfråga. Kan en person anses verksam i betydande omfattning i ett fåmansaktiebolag när denne är anställd i ett annat företag och inom ramen för denna anställning utför tjänster åt fåmansaktiebolaget? HFD besvarade prejudikatfrågan jakande.

rättspraxis, se RÅ 2009 ref. 53 och RÅ 2007 not 1. Bakgrunden är att risken för inkomstomvandling minskar när utdelning och kapitalvinst även tillfaller utomstående ägare, eftersom de skattemässiga fördelarna reduceras.³² Det ska nämnas att vid särskilda skäl anses andelarna kvalificerade även om det utomstående ägandet överstiger 30 %. Enligt förarbetena gäller detta exempelvis när det är fråga om differentierade utdelningar, successiv utförsäljning av aktier, korsvisa äganden³³ eller optionsavtal etc.³⁴ Det ska poängteras att fördelningsreglerna är komplicerade med starka schablonartade inslag.³⁵

3.3 Gräns-, tak- och resterande belopp



Figur 1: Flödesschema för beskattning av utdelning

Fördelningsreglerna omfattas av tre delar; gränsbeloppet, takbeloppet och resterande belopp. Utdelningar från kvalificerade andelar som ryms inom **gränsbeloppet** kvoterar, varför den effektiva skattesatsen är 20 %. Summan inom gränsbeloppet kan beräknas på två olika sätt. För det första enligt **huvudregeln**, såsom en funktion av anskaffningsvärdet av aktierna och

³² Prop. 1989/90:110 s. 468 f., s. 704 f.; SOU 2016:75 s. 77 f.

³³ Se RÅ 1999 ref. 28. Utgången i målet motiverades med att det korsvisa ägandet i de två bolagen inte motverkar att uttag sker i form av utdelning i stället för lön. Mot denna bakgrund fanns det skäl att tillämpa 57 kap. IL.

³⁴ Prop. 1989/90:110 s. 468 f.

³⁵ Tjernberg (2005) s. 51 f.

lönekostnaden.³⁶ Taket för det lönebaserade utrymmet är 50 gånger den egna eller närståendes ersättning från bolaget.³⁷ För det andra enligt **förenklingsregeln**, vilket ger rätt till utdelning med ett belopp motsvarande 2.75 IBB. Vidare till **takbeloppet**, den del av utdelningen som överstiger gränobeloppet tjänstbeskattas enligt 57 kap IL. Maxbeloppet som tas upp i takbeloppet är vid utdelningar är 90 IBB och vid kapitalvinster 100 IBB. Mot bakgrund av att beskattning av vinst och utdelning i inkomstslaget tjänst endast ska vara hänförlig till den skattskyldige eller denne närstående arbetsinsats finns det ett tak för detta belopp. Delen som beskattas i inkomstslaget tjänst enligt 57 kap. IL är avsedd att beskattas likvärdigt med löneinkomst. Därför beskattas denna del upp till cirka 57 %. Mot bakgrund av att det inte anses motiverat med sociala förmåner för dessa arbetsinkomster tas det inte heller ut sociala avgifter. Denna del berättigar inte rätt till grundavdrag, jobbskatteavdrag eller pensionssparavdrag. Beloppet är inte heller en avdragsgill kostnad, vilket lön är för arbetsgivaren.³⁸ Det belopp som överstiger takbeloppet – d.v.s. **resterande belopp** – beskattas med en effektiv skattesats om 30 %.

Förutsatt att kvotering inte är tillämpligt beskattas utdelningar och kapitalvinster från okvalificerade andelar med 30 %. Under särskilda förutsättningar är kvotering för handen gällande andelar som inte är kvalificerade. I dessa fall uppgår den effektiva skattesatsen i stället till 25 %. Förutsättningarna är exempelvis att andelarna inte är upptagna till handel på en reglerad marknad eller motsvarande marknad utanför EES-området. Med en skattesats om 25 % på hela utdelningen eller kapitalvinsten kan det i vissa fall vara fördelaktigt att inte omfattas av 57 kap. IL. Det ska nämnas att kvalificerade andelar omfattas av en karenstid om fem år. För att inte bryta karenstiden får aktieägaren inte vara verksamma i betydande omfattning under denna tid. Karensregeln förhindrar kringgående av 57 kap.

³⁶ Motiven bakom huvudregeln (även kallat lönebaserat utrymme) var att ge kompensation för de risker som är förknippade med ökad sysselsättning – särskilt i små bolag – och därigenom ge incitament för bolag att efterfråga mer arbetskraft.

³⁷ SOU 2016:75 s. 166 f.; 57 kap. 16 § IL.

³⁸ Andersson (2020) s. 1769 f.; Lodin (2019) s. 423 ff.; Rydin & Båvall (2012) s. 60 ff.; SOU 2002:52 s. 353; Tjernberg (20005).

IL. Utan denna skulle det vara möjligt att upphöra med en verksamhet och kort därefter ta del av uppsamlade förvärvsinkomster genom utdelning eller kapitalvinst till skattesatsen 25 %.³⁹

³⁹ SOU 2016:75, s. 76 ff.

3.4 Generellt om differentierad utdelning

Likhetsprincipen stipulerar att alla aktier har lika rätt, observera att det finns vissa undantag.⁴⁰ Differentierad utdelning innebär olika rätt till utdelning för samma aktieslag eller för olika aktieslag⁴¹, d.v.s. avsteg från likhetsprincipen princip. Det är värt att poängtera att regeln är subsidiär och att aktiebolag därför kan göra avsteg från denna. Avsteg kan ske genom ändring av bolagsordningen eller aktieägaravtal. Dock ska belysas att den svenska rättsordningen inte är bunden av avtalets civilrättsliga form utan det kan inom skatterätten exempelvis göras en tolkning av den verkliga innebörden av rättshandlingarna.⁴² Vidare ska nämnas att det finns goda anledningar av annat än skattemässiga skäl. Exempelvis kan differentierade utdelning attrahera fler investerare, vara en förutsättning för att attrahera investerare till särskilt riskfyllda bolag eller vara en lösning på konflikten mellan principalen och agenten enligt principal-agentteorin.

Omklassificering av differentierad utdelning från inkomstslaget kapital till inkomstslaget tjänst sker när två förutsättningar är för handen. Dessa presenterades i RÅ 2000 ref. 56. För det första ska det vara fråga om en aktiebolagsrättsligt säregen situation, vilket innebär olika rätt till utdelning för samma aktieslag. För det andra ska det finnas en direkt koppling mellan utdelningen och arbetsprestationen. Vart gränsen går för när denna direkta koppling föreligger omfattas av utrymmesskäl inte av uppsatsen.

Omklassificering av differentierade utdelningar gäller oaktat tillämpligheten av 57 kap. IL.⁴³

3.5 Sammanfattning

Syftet med fördelningsreglerna är att beivra inkomstomvandling från inkomstslaget tjänst till inkomstslaget kapital, vilket omfattas av en lägre

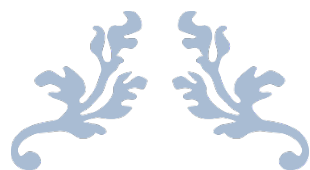
⁴⁰ Se 4 kap. 1–5 §§ ABL.

⁴¹ Detta har bl.a. behandlats i RÅ 2007 not 129.

⁴² Rättshandlingars verkliga innebörd omfattas av utrymmesskäl inte av uppsatsen.

⁴³ Se bl.a. Tjernberg (2021) och Ek (2020).

skattesats. Vidare är fördelningsreglerna komplicerade och omfattas av starka schablonartade inslag.



Sektion 2

Ekonomiskt och finansiell teori

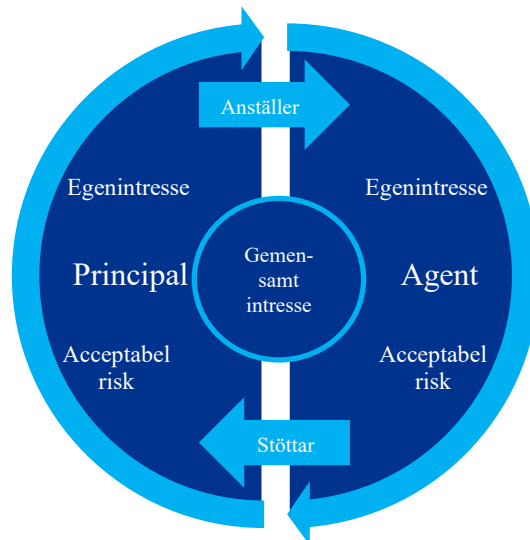


4 Incitament

4.1 Inledning

Med hjälp av ekonomisk och finansiell teori ska en bredare förståelse för bakgrunden och syftet med *carried interest* presenteras.

4.2 Principal-agentteorin



Figur 2: Illustrerar principal-agentteorin

Principal-agentteorin berör ägarstyrningskonflikten som uppstår mellan ägarna (principalen) och anställda (agenterna). Av figur 2 framgår att såväl principalerna som agenterna har egenintresse som respektive part önskar att tillgodose. Denna intressekonflikt kan innebära en kostnad – agentkostnad – för principalen och har sin grund i att agenterna som inte har ekonomiska intressen i bolaget tar beslut som är suboptimala ur ett ägarperspektiv. Exempelvis kan principalen önska att agenten anstränger sig mer för att öka bolagets vinst medan agenten i sin tur föredrar att inte göra mer än nödvändigt. Intressekonflikten kan reduceras genom att förena parternas intressen. Detta kan uppnås genom att ingå kontrakt som även skapar

ekonomiska incitament för agenten att ta beslut som är optimala för principalen.^{44, 45}

4.3 Kontraktsteori

Det moderna samhället bygger till stor del på kontrakt där syfte är att främja samarbete genom förtroende. Det finns ofta intressekonflikter mellan parterna och dessa brukar grundas i respektive parts egenintresse. Därför är reglering av framtida handlande ett viktigt inslag i kontrakt. Dock är det omöjligt att formulera kontrakt som täcker samtliga framtida möjliga händelser. Av denna anledning kan kontrakt exempelvis i stället specificera vem av parterna som har beslutanderätten⁴⁶ i en framtida situation – s.k. inkompleta kontrakt. Kontraktsteori hjälper oss att bättre förstå kontrakt, vilket bidrar till en förbättrad utformning och hantering av kontrakt. Teorin bidrar till bättre institutioner, välfärd och företag. Exempelvis genom att hjälpa till att besvara följande frågor. Bör lärare, sjukvårdsanställda och fängelsevakter ersättas med fasta- eller prestationsbaserade löner? I vilken utsträckning och hur bör företagsledare avlönas via bonusprogram?⁴⁷ Bör *carried interest* utgå till riskkapitalförvaltare?

4.4 Sammanfattande kommentarer

Hur kan principal-agentteorin och kontraktsteorin samverka för bättre företagande? Principal-agentteorin beskriver intressekonflikten mellan principalen och agenten mot bakgrund av parternas differenta intressen. Kontraktsteori beskriver bl.a. hur kontrakt mellan parter med differenta intressen ska utformas på bästa sätt. Optimala kontrakt förenar och gynnar

⁴⁴ Jensen och Meckling (1976); Kommittédirektiv 2014:33 s. 2 f.

⁴⁵ Principal-agentteorin har vidareutvecklats för att bättre återspegla den mer komplexa verkligheten. För syftet med denna uppsats räcker dock ovanstående redogörelse, eftersom den ger tillräckligt med underlag för nödvändiga resonemang. Den intresserade kan bl.a. läsa mer i Holmström och Milgrom (1991).

⁴⁶ Beslutanderätt är nära kopplad till ägande varför teorin om inkompleta kontrakt är en teori om fördelningen av äganderätter. Dock omfattar nyssnämnda inte examensarbetets omfång, varför detta inte fördjupas.

⁴⁷ Grossman och Hart (1986); Kungliga vetenskapsakademien (2016)

båda parterns intressen, vilket främjar samarbetsklimatet. Således kan intressekonflikten enligt principal-agentteorin hanteras med hjälp av kontraktsteori.

5 Finansiell teori

5.1 Inledning

I kapitlen 5.2–5.7 ska grundläggande finansiell teori presenteras. I kapitel 5.8–5.9 ska följande beröras. Dels problemen med att mäta riskkapitalbolags fondavkastning, dels hur prestationsmättet Kaplan-Schoar Public Market Equibalent kan användas för en mer rättvisande beskattning av *carried interest*. Kapitel 5.10 omfattar huruvida riskkapitalbolagens prestationer är ihållande enligt ekonomisk forskning. Syfte med kapitel 5 är att underbygga svaret och den efterföljande diskussionen kring hur finansmarknadens (börsens) generella uppgång kan beaktas för en mer rättvisande beskattning av *carried interest*.

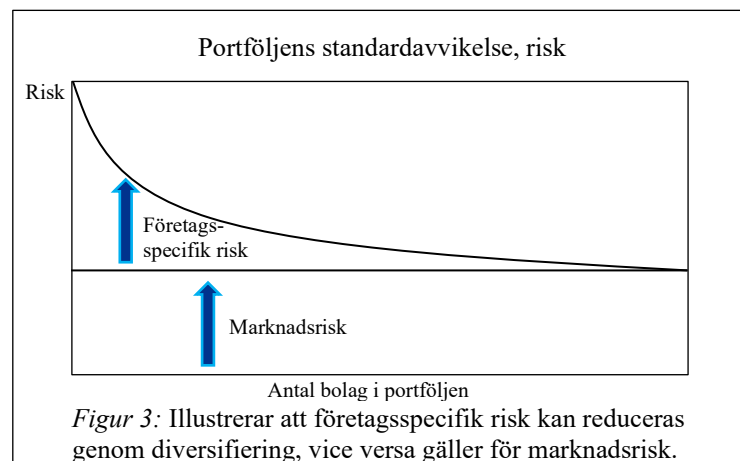
5.2 Effektiva marknadshypotesen

Den effektiva marknadshypotesen (hädanefter EMH) beskriver en effektiv kapitalmarknad där priser till fullo reflekterar all tillgänglig information. En effektiv marknad implicerar att en tillgång, främst värdepapper, med samma risk också har samma förväntad avkastning, d.v.s. att samtliga värdepapper har samma riskjusterade avkastning. Detta eftersom förhållandet mellan förväntad avkastning och risk är rät (se figur 4 härom). Teorin framför att det finns tre olika nivåer av marknadseffektivitet. Marknaden är svag-, halvstark-, eller starkt effektiv. Svag marknadseffektivitet innebär att tillgångars priser endast reflekterar tillgänglig information om historiska prisrörelser. En halvstark effektiv marknad innebär att priser reflekterar all tillgänglig information som är offentlig, insiderinformation o.d. reflekteras således inte i priset. Vid en stark effektiv marknad reflekterar tillgångars priser omgående all information, inklusive insiderinformation o.d.⁴⁸

⁴⁸ Byström (2014) s. 195 ff.

5.3 Diversifiering

Capital Asset Pricing Model (hädanefter CAPM) (se kapitel 5.4–5.5 härom) delar upp risk i två delar, systematisk och icke-systematisk risk. Den systematiska risken går inte att reducera genom diversifiering.⁴⁹ Detta eftersom exempelvis makroekonomiska faktorer som konjunktursvängningar, växelkursförändringar och oförutsedda fluktuationer mer eller mindre påverkar hela ekonomin. Systematisk risk benämns emellanåt för marknadsrisk då den kvarstår även om diversifieringen skulle inkludera samtliga aktier på marknaden. Den icke-systematiska risken, även benämnd företagsspecifik risk, omfattar risker som är relaterade till ett specifikt bolags verksamhet, bransch etc. Den företagsspecifika risken kan reduceras genom diversifiering. Det är värt att belysa följande. Att inneha tillgångar i samma branscher eller liknande branscher, där korrelationen⁵⁰ och kovariansen⁵¹ är hög, medför att poängen med diversifiering går förlorad. Detta eftersom det centrala med diversifiering är att en nedgång i en tillgång ska balanseras mot en uppgång i annan tillgång.⁵²



⁴⁹ I det fall en investerare endast investerat i ett bolag kan höjda råvarupriser ha förödande konsekvenser för portföljens värdeutveckling. Genom att diversifiera, sprida riskerna i flera bolag, kan investeraren minska risken i sin portfölj mot bakgrund av att enskilda företagsspecifika händelser tenderar att ta ut varandra. Exempelvis är högre råvarupriser negativt för vissa bolag och positivt för andra.

⁵⁰ Korrelationskoefficienten kvantifierar graden av förändring av variabel X baserat på förändringen av variabel Y. Starkt korrelerade tillgångar rör sig i samma riktning, således balanseras inte portföljen genom uppgång i den ena tillgången och nedgång i den andra tillgången.

⁵¹ Kovarians är ett mått på styrkan i korrelationen mellan två slumpmässiga variabler.

⁵² Byström (2014) s. 179 ff.

5.4 CAPM

CAPM är en vedertagen modell och används av praktiker för att beräkna tillgångars förväntade avkastning. Modellen är både en enfaktorsmodell och en jämviktsmodell som är förhållandevis enkel att använda. Modellens grundas på ett antal antaganden (se appendix för fullständig lista över antagandena), de mest centrala antaganden är följande:

- Samtliga tillgångar handlas på marknaden
- Det återfinns inga transaktionskostnader på marknaden
- Samtliga investerare:
 - är pristagare
 - är rationella
 - är ”mean-variance” optimerare
 - har homogena förväntningar och tillgång till samma information

Observera att antagandena är en stor del av CAPM och dess resultat kan inte vara mer realistiskt än antagandena modellen grundas på. Vad gäller marknadsstrukturen är antagandet att tillgångar handlas på en välfungerande och friktionslös marknad, dock överensstämmer detta inte med verkligheten. Modellen är således en simplificering av verkligheten och modellens resultat likaså.⁵³ Det finns forskare som kritiserar CAPM, dock kommer detta inte att beröras närmare, eftersom detta inte omfattas av uppsatsens omfång.

Vidare kommer investerare enligt CAPM att investera i en väldiversifierad portfölj i syfte att diversifiera bort den företagsspecifika risken. Med stöd av nyssnämnda är en av modellens främsta slutsatser följande. För att investerare ska ta på sig ytterligare risk, i form av marknadsrisk, kommer investerare att kräva kompensation i form av högre avkastning – riskpremie. Detta grundas delvis på att förhållandet mellan förväntad avkastning och risk enligt CAPM är linjärt, vilket ”Security market line” (hädanefter SML)

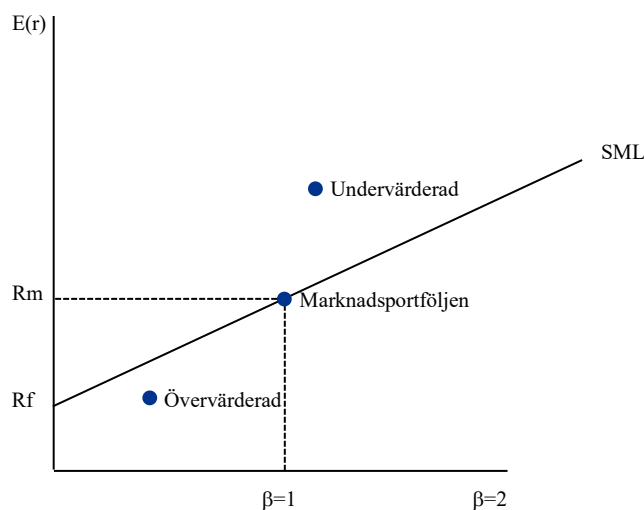
⁵³ Byström (2014) s. 178 ff.

framför (se kapitel 5.5 härom). Den förväntade avkastningen enligt CAPM är summan av den riskfria räntan och riskpremien. Det ska klargöras att den riskfria räntan är ett investeringsalternativ⁵⁴. Ekvationen för CAPM ser ut enligt följande:⁵⁵

$$E(R_i) = R_f + \beta_i[E(R_m) - R_f], \quad (1)$$

Där $E(R_i)$ = förväntad avkastning för aktie i , R_f = den riskfria räntan, β_i = beta-värdet för aktie i (se kapitel 5.6 härom), $E(R_m)$ = marknadsportföljens förväntade avkastning. När CAPM skattas tillkommer ϵ_i , feltermen förklarar skillnaden mellan den förväntade och verkliga avkastningen. Feltermen förväntas i genomsnitt vara noll.

5.5 SML



Figur 4: Illustrerar under- och övervärderade tillgångar i förhållande till SML.

Enligt CAPM är förhållandet mellan förväntad avkastning och risk linjärt, vilket förklaras genom ekvation 1. Denna sammankopplar den riskfria räntan med en riskfylld tillgång. Efter att CAPM använts för att beräkna värdet av en tillgång går det med hänsyn av SML att illustrativt ta reda på

⁵⁴ Som alternativ till att investera i risktillgångar har investerare möjlighet till utlåning till en riskfri ränta R_f . Detta kan exempelvis ske genom ett sparkonto, bankkonto etc. Detta antagande är centralt för CAPM:s försök till förenkling av verkligheten.

⁵⁵ Byström (2014) s. 177 ff.; Bodie, Kane & Marcus J. (2014) s. 291 ff.

om tillgången enligt marknaden är korrekt värderad givet dess risk. De tillgångar som inte är placerade på linjen är antingen över- eller undervärderade i förhållande till tillgångens risk. Enligt teorin kommer dessa felprissättningar att exploateras, varför tillgången kommer att återgå till sin jämviktsplacering på linjen. Sammanfattningsvis är en investerare endast villig att utsättas för extra risk om investeraren kompenseras genom högre förväntad avkastning.⁵⁶

5.6 Beta-koefficienten (β)

Beta-koefficienten (β) mäter en tillgångs eller portföljs (hädanefter en tillgångs) känslighet i förhållande till marknaden. Beta-värdet ger en indikation på hur en tillgången följer utvecklingen av ett referensindex. Ett beta-värde om 1 innebär att tillgångens fluktuationer är identiska med finansmarknadens fluktuationer. Ett beta-värde om 1.5 innebär att tillgången rör sig 1.5 gånger finansmarknadens rörelse. I det fall marknaden exempelvis stiger med 10 %, stiger tillgången med 15 %, vice versa gäller vid nedgång. Ekvationen för beta-koefficienten ser ut enligt följande.⁵⁷

$$\beta_i = \frac{Cov(R_i, R_m)}{Var(R_m)}, \quad (2)$$

där Cov = kovarians, Var = variansen, β_i = tillgångens beta-värde, R_i = tillgångens realiserad avkastning, R_m = marknadsportföljens realiserade avkastning.

5.7 Jensens alfa

Jensens alfa är ett utvärderingsmått som används för att bedöma ett värdepappers eller portföljs (hädanefter portföljs) marginella avkastning givet dess risk. Som tidigare nämnts förklarar feltermen (ϵ_i) i CAPM skillnaden mellan förväntad och verklig avkastning. Enligt CAPM förväntas feltermen i genomsnitt vara noll, detta förväntas inte av Jensens alfa. I stället

⁵⁶ Byström (2014) s. 183 ff.; Bodie, Kane & Marcus J. (2014) s. 298 ff.

⁵⁷ Byström (2014) s. 183 ff.; Bodie, Kane & Marcus J. (2014) s. 297 f.

kan feltermen såväl vara positiv som negativ. Vidare introducerar Jensens alfa ett alternativt sätt att tolka feltermen. Mer specifikt är feltermens väntevärde (μ)⁵⁸ ett mått som berättar hur portföljen presterar givet dess risk, d.v.s. ett prestationsmått. Alfa ska tolkas enligt följande. Ett alfa om 5 % innebär att portföljen genererar 5 % högre avkastning än vad som är förväntat givet portföljens risk (β_i), vice versa gäller för negativt alfa. Således fångar konstanten alfa (α_i) upp eventuell över- eller underprestation. Ekvationen för Jensens alfa är enligt följande:⁵⁹

$$\alpha_j = R_i - [R_f + \beta_{im}(R_m - R_f)], \quad (3)$$

Där R_i = realiserad avkastning för portfölj i , R_m = marknadsportföljens realiserade avkastning, R_f = den riskfria räntan, β_{im} = portföljens betavärde.

5.8 Prestationsmått för riskkapitalbolag

5.8.1 Problem med att mäta riskkapitalbolags fondavkastning

Att mäta privata riskkapitalbolags prestation är betydligt mer komplicerat än att mäta aktiemarknadens avkastning eller avkastningen från enskilda aktier som är handlade på aktiemarknaden.⁶⁰ Detta beror främst på två anledningar. För det första är den privata riskkapitalbranschen jämfört med aktiemarknaden generellt sett mindre transparent. Detta eftersom privata bolag jämfört med publika bolag omfattas av färre krav vad gäller obligatorisk information som de behöver dela med sig av.⁶¹ För det andra mot bakgrund av att de privata bolagens andelar inte är upptagna till handel på en reglerad marknad. Det är således problematiskt att frekvent värdera

⁵⁸ Väntevärdet (μ) kan beskrivas som det genomsnittliga värde (medelvärdet) som kan förväntas om försöket utförs ett oändligt antal gånger.

⁵⁹ Kane & Marcus J. (2014) s. 840 ff.

⁶⁰ Kaplan och Sensoy (2015).

⁶¹ Robinson och Sensoy (2016); Axelson, Sørensen och Strömberg (2014).

deras bolagsvärde och därigenom eventuell avkastning. Nyssnämnda omständigheter försvårar jämförelsen mellan avkastning från privata- och publika investeringar. General partner (hädanefter GP-bolag) rapporterar nettoandelsvärdet⁶² (eng: Net Asset Value, hädanefter NAV) för sina fonder endast ett fåtal gånger per år. NAV rapporteras dessutom med en tidsförskjutning. Denna tidsförskjutning bidrar till att beta-värdet för såväl fonden som index för privata riskkapitalfonder är mer trögörliga och därmed blir konstlat låg.⁶³ Beta är en variabel i Jensens alfa, ekvation 3, varför ett konstlat lågt beta-värde medför att detta prestationsmått blir missvisande.

Inom riskkapitalbranschen används till största del prestationsmått som grundas på kassaflöde. Två vanligt förekommande prestationsmått är Internal Rate of Return (hädanefter IRR) och Multiple of Invested Capital (hädanefter MOIC). Ekvationerna för dessa ser ut enligt följande:

$$\text{Nettonuvärde}^{64} = 0 = \sum_{t=0}^T \frac{CF_T}{(1+r)^t}, \quad (4)^{65}$$

$$\text{MOIC} = \frac{\text{Realiserat värde} + \text{Orealiserat värde}}{\text{Totalt investerat kapital}}, \quad (5)$$

IRR beräknar investeringens avkastning i termer av procentuell årlig avkastning. MOIC ekvationen beräknar i stället endast ett värde, vilket visar den totala avkastningen från investeringstidpunkten till slutpunkten. Skillnaden mellan dessa värderingsmått kan illustreras genom följande exempel. Om en investering om 100 kr ökat till 500 kr berättar MOIC att investeringen har ökat med 400 %, dock framgår ingen information om den

⁶² NAV beskriver det aktuella marknadsvärdet för en fondandel. NAV beräknas enligt följande ekvation: $NAV = \frac{\text{Fondförmögenhet}}{\text{Antalet fonandelar}}$

⁶³ Axelson, Sørensen och Strömberg (2014).

⁶⁴ Nettonuvärde är även känd som diskonteringsmetoden. Den beräknar framtida kassaflöden från investeringen och diskonterar (justerar värdet med beaktande av inflationen) dessa till idag. Med andra ord svara nettonuvärdet på frågan: Vad är dagens värde av de framtida kassaflödena?

⁶⁵ \sum = summan.

årliga procentuella avkastningen. Om investeringens duration var 5 år framgår av IRR att den årliga procentuella ökningen var 38 %, detta värde är enklare att jämföra mot alternativ som att placera kapitalet på börsen e.d. Det finns några nackdelar med IRR och MOIC, de är bl.a. följande. Både IRR och MOIC mäter utveckling i absoluta termer och inte i relativa termer. Det vill säga att prestationsmått inte presenterar ett tal som är i förhållande till exempelvis ett jämförelseindex, inte heller beaktas någon annan källa till risk.⁶⁶ Båda prestationsmått grundas på NAV, vilket medför att prestationsmått blir missvisande. Vidare går det ur ekvationerna att utläsa att IRR (ekvation 4) och inte MOIC (ekvation 5) beaktar tidsvärdet av pengar⁶⁷.

5.8.2 Kaplan-Schoar Public Market Equivalent (KS-PME)

Med anledning av ovanstående nackdelar med IRR och MOIC har prestationsmättet Kaplan-Schoar Public Market Equivalent (hädanefter KS-PME) blivit allt vanligare. Måttet används såväl av akademiker som praktiker. KS-PME antar att riskkapitalfonden har ett beta-värde om 1. Detta beror på portföljbolagens illikviditet och, som tidigare nämnts, problematiken kring att värdera privata portföljbolag på ett korrekt sätt. Det ska även belysas att KS-PME överskattar (underskattar) riskkapitalfondens sanna risk-justerade avkastning när beta-värde är större än 1 (lägre). Dock kringgås detta genom antagandet. Vidare ska det poängteras att kvoten i ekvationen endast är en ratio, en multipel, som besvarar frågan: Hur mycket mer förmögenhet har investeraren vid slutpunkten T jämfört med om investeraren i stället skulle investerat kapitalet i jämförelseindexet. Ekvationen för KS-PME ser ut enligt följande:⁶⁸

$$KS - PME = \frac{\sum FV(D) + NAV}{\sum FV(C)}, \quad (6)$$

⁶⁶ Kaplan och Sensoy (2015).

⁶⁷ Det vill säga att pengar antas förlora i värde över tid – inflation.

⁶⁸ Kaplan och Schoar (2005)

Där $FV(D)$ = framtida värdet av alla utdelningar vid T om utdelningarna i stället hade investerats i jämförelseindex under samma tidsperiod, $FV(C)$ = framtida värdet av alla investeringar vid T om kapitlet i stället hade investerats i jämförelseindex, T = tidsperiodens slutpunkt.

Följande exempel ska hjälpa till att illustrera KS-PME metoden:

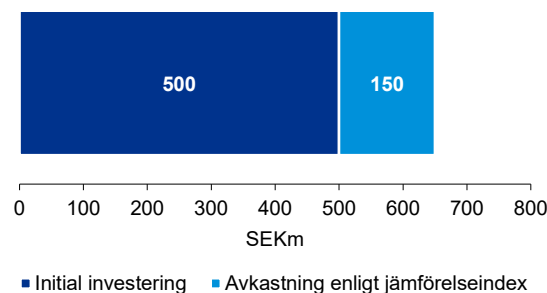
Illustrativt exempel av KS-PME metoden i SEKm						
Datum	Insättning	FV(C)	Utdelningar		FV(D)	S&P 500
2009-01-01	80.0	$80 \cdot (1842.37/890.35) = 165.54$	-	-	-	890.35
2010-01-01	140.0	$140 \cdot (1842.37/1144.98) = 225.27$	-	-	-	1144.98
2011-01-01	-	-	-	-	-	1271.50
2012-01-01	90.0	$90 \cdot (1842.37/1289.09) = 128.62$	160.0	$160 \cdot (1842.37/1289.09) = 228.67$	1289.09	1289.09
2013-01-01	50.0	$50 \cdot (1842.37/1466.47) = 62.81$	190.0	$190 \cdot (1842.37/1466.47) = 238.70$	1466.47	1466.47
2014-01-01	-	-	85.0	$85 \cdot (1842.37/1842.37) = 85$	1842.37	1842.37
Σ	360.0	582.24	435.0		552.37	n/a

Exempel 1: Illustrerar KS-PME metoden.

Med NAV = 70 är KS-PME i detta scenario:

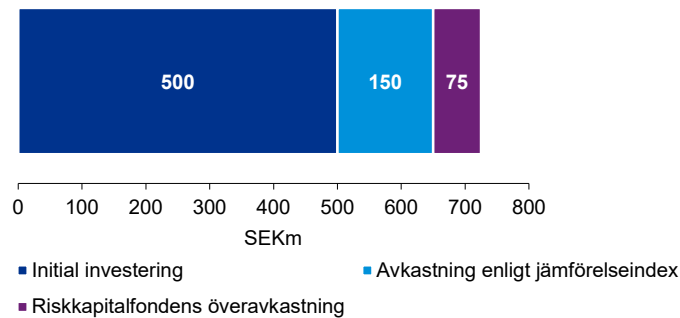
$$KS - PME = \frac{552.37 + 70}{582.24} = 1.069$$

Ett KS-PME om 1.0 innebär att fonden har presterat ekvivalent med jämförelseindexet. Ett KS-PME över 1 (under 1) innebär att fonden har överpresterat (underpresterat) i förhållande till jämförelseindex. I exemplet ovan är KS-PME 1.069, varför riskkapitalfonden har överpresterat jämförelseindex med 6.9 %. Notera att KS-PME kan överstiga 1 även om riskkapitalfonden gör en reell kapitalförslut. Detta kan inträffa när jämförelseindex avkastar negativt. Genom de horisontella stapeldiagrammen nedan ska vad KS-PME metoden ger för information illustreras.



Figur 5: Illustrerar initial kapitalinvestering om 500 miljoner kr och avkastning enligt jämförelseindex om 150 miljoner kr.

Figur 5 illustrerar en investering om 500 miljoner kr som investerats i index under två år och totalt sätt avkastat 30 %. Vid tidsperiodens slut innebär detta en avkastning om 150 miljoner kr och ett totalt kapital om 650 miljoner kr ($500+150=650$).



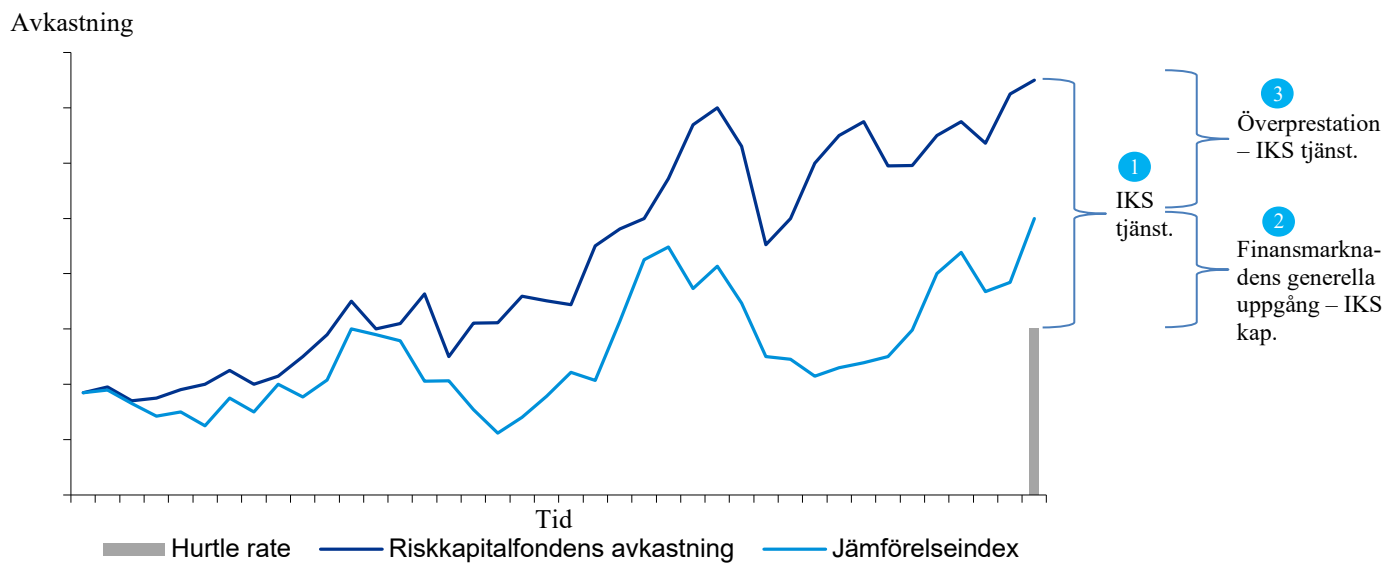
Figur 6: Illustrerar initial kapitalinvestering om 500 miljoner kr, avkastning enligt jämförelseindex om 150 miljoner kr och riskkapitalfondens överavkastning om 75 miljoner kr.

Figur 6 illustrerar en investering om 500 miljoner kr som investerats i en riskkapitalfond under två år med ett KS-PME om 1.5. Index har som i exemplet ovan avkastat 30 %. För den som investerat i riskkapitalfonden medför detta vid tidsperiodens slut ett totalt kapital om 725 miljoner kr ($500 + 150 \cdot 1.5 = 725$). Således har riskkapitalfonden i absoluta tal överavkastat jämförelseindex med 75 miljoner kr ($725 - 650 = 75$).

Med hjälp av KS-PME multipeln är det enkelt att beräkna hur mycket mer i absoluta tal en investering har vuxit genom en riskkapitalfond jämfört med om kapitalet investerats i jämförelseindexet. Vilket jämförelseindex en riskkapitalfond ska indexeras mot beror på. Indexeringen kan grundas på vilken typ av investeringar som riskkapitalfonden faktiskt investerar i. Ett annat alternativ är att indexeringen grundas på mandatet, d.v.s. vilken typ av investeringar som riskkapitalfonden har behörighet att investera i (se kapitel 8.3 härom). Behörigheten framgår vanligtvis av informationsmaterialet (PPM, se kapitel 6.4.2 härom) och investeringsavtalet (LPA-avtalet, se kapitel 6.5.8 härom).

5.9 Hur kan KS-PME användas för en mer rättvisande beskattning av *carried interest*?

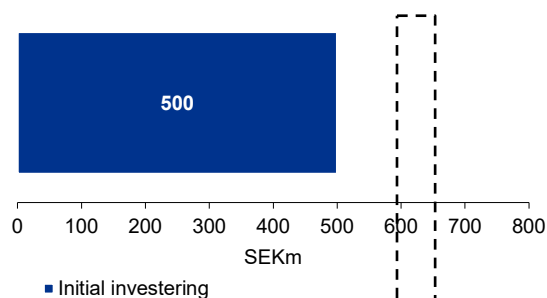
I det fall *carried interest* bedöms vara ersättning för utfört arbete och beskattas i inkomstslaget tjänst går det att argumentera för att finansmarknadens generella uppgång ska beaktas vid beskattningen. Detta kan illustreras genom grafen och figurena nedan.



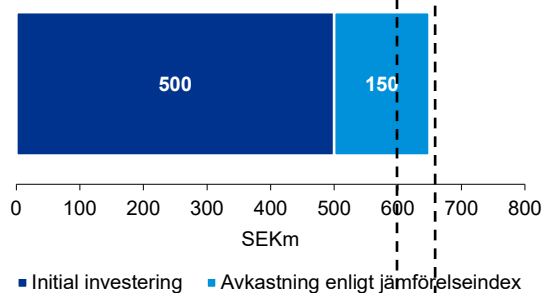
Graf 1: Illustrerar riskkapitalfondens- och jämförelseindexets avkastning samt "hurtle rate".

- 1 Ovanför den grå stapeln börjar *carried interest* utbetalas. I de fall denna del endast beskattas i inkomstslaget tjänst går det att argumentera för följande.
- 2 Denna del kan härledas till finansmarknadens generella uppgång, mot bakgrund av att marknaden också stigit under den historiska tidsperioden.
- 3 Överskjutande del är den del som riskkapitalfonden överpresterat i förhållande till jämförelseindexet. Det går att argumentera för att endast överprestationen kan härledas till fondförvaltarnas arbetsprestation.

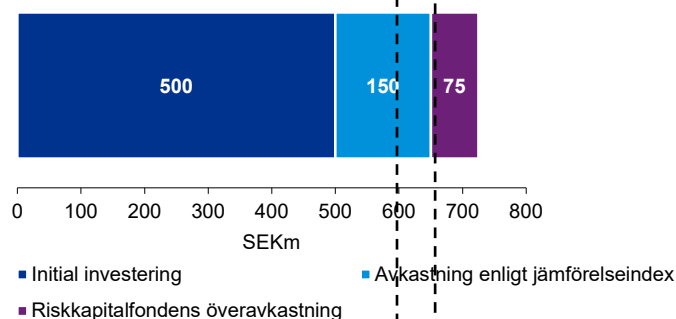
Figur 7.1
Illustrerar initial investering.



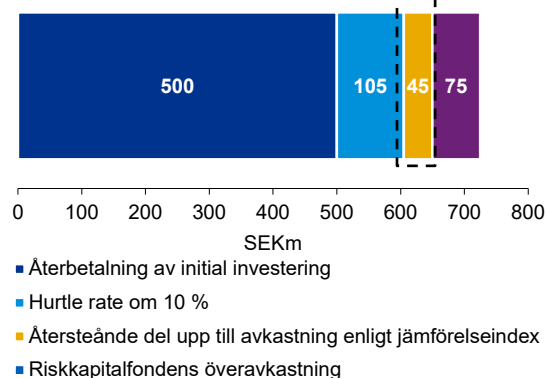
Figur 7.2
Illustrerar initial investering +
avkastning enligt jämförelseindex.



Figur 7.3
Illustrerar initial investering + avkastning
enligt jämförelseindex + riskkapitalfondens
överavkastning vid KS-PME om 1.5.



Figur 7.4
Illustrerar utflöde av kapital vid
investeringshorisontens slut.
Återbetalning av initial investering +
årlig ”hurtle rate”⁶⁹ om 10 % + återstående
del upp till avkastning enligt jämförelse-
index + riskkapitalfondens överavkastning.



I exemplet som presenteras i figurerna ovan sker vinstfördelningen endast vid ett tillfälle, se kapitel 6.5.8 gällande fall där vinstfördelningen fördelas vid flera tillfällen. I exemplet är investeringsperiodens längd två år och jämförelseindexet avkastade totalt sätt 30 % under tidsperioden. KS-PME för den aktuella riskkapitalfonden uppgick till 1.5. Figur 7.1 och 7.2 visar den initiala investeringen om 500 miljoner kr och avkastningen (30 %) vid

⁶⁹ Hurdle rate är gränsen för när *carried interest* ska utgå. I praktiken krävs ofta en avkastning på mer än 10–15 % efter avdrag för samtliga kostnader för att *carried interest* ska utgå. Se Nyman (2012) s. 35 ff.; Promemoria, finansdepartementet (2012) s. 36 ff.; Bergkvist et al. (2011).

investering i index. Figur 7.3 visar totalt kapital vid tidsperiodens slut i det fall kapitalet investerats i riskkapitalfonden med KS-PME om 1.5.

Riskkapitalfondens överavkastning, d.v.s. hur mycket mer investeraren erhållit genom att investera i riskkapitalfonden framför alternativet att investera i jämförelseindex, uppgår till 75 miljoner kr. I figur 7.4 antas en "hurtle rate" om 10 % per år, motsvarande 21 % ($1.1^2=1.21$) över tidsperioden. I absoluta tal motsvarar "hurtle rate" över tidsperioden 105 miljoner kr (den ljusblåa stapeln av figur 7.4). Resterande belopp (45 + 75 miljoner kr) av figur 7.4 är det belopp som *carried interest* grundas på, d.v.s. att 20 % av det resterande beloppet går till de som har rätt till *carried interest*.

I det fall *carried interest* beskattas i inkomstslaget tjänst går det att argumentera för att det endast är riskkapitalfondens överavkastning (den lila stapeln av figur 7.4) som har en direkt koppling till fondförvaltarnas utförda arbete. Detta eftersom riskkapitalfonden mer eller mindre torde följa jämförelseindexet, d.v.s. finansmarknadens generella uppgång. Således bör motsvarande del av riskkapitalfondens avkastning (se den ljusblåa stapeln i figur 7.3) kunna härledas till finansmarknadens generella uppgång, d.v.s. beskattas i inkomstslaget kapital. Detta innebär att endast riskkapitalfondens överavkastning (den lila stapeln i figur 7.4 om 75 miljoner kr) som eventuellt har en direkt koppling till fondförvaltarnas utförda arbete (skicklighet), d.v.s. beskattas i inkomstslaget tjänst. Denna metod (hädanefter NE-metoden) är aktuell när *carried interest* beskattas i inkomstslaget tjänst och när:

$$\text{Jämförelseindexets CAGR}^{70} > \text{Hurtle rate CAGR}, (7)$$

⁷⁰ CAGR definieras enligt följande; Compound Annual Growth Rate. På svenska kan CAGR beskrivas som den genomsnittliga årliga tillväxten under en viss tidsperiod uttryckt i procent.

5.10 Huruvida riskkapitalbolagens prestationer är ihållande enligt ekonomisk forskning

Det har länge varit konventionell visdom att investerare ska investera i riskkapitalbolag ledda av managers som kan uppvisa god värdeutveckling i tidigare fonder. Detta gäller främst för de riskkapitalfonder som avkastningsmässigt tillhört den översta kvartilen, vice versa gäller för de riskkapitalfonder som tillhört den lägsta kvartilen.⁷¹ Visdomen grundas på uppfattningen om att de managementteam som avkastningsmässigt överpresterar (underpresterar) konkurrenterna kommer att fortsätta att göra så. Det finns ekonomisk forskning som såväl stödjer som inte stödjer att historiska prestationer är ihållande. Exempelvis visar Kaplan och Schoar att Vencure Capitals och Buyout fonders prestationer var ihållande, denna data grundades på fondernas utveckling under 1980- och 1990-talet.⁷² Även Robinson och Sensoy har genom sin forskning bekräftat detta.⁷³ Sensoy et al. argumenterar att riskkapitalbolagens prestationer var ihållande mellan åren 1991–1998. Mellan åren 1999–2006 fanns det dock inga belägg för denna slutsats, varför de bl.a. argumenterar för att riskkapitalbranschen mognat och blivit mer konkurrenskraftig.⁷⁴ Vidare till Chung som genom sin forskning endast funnit svagare underlag beträffande att fonders prestationer är ihållande, Chungs data grundades på data fram till och med år 2000.⁷⁵

Harris et al. framför kritik gällande att tidigare forskning grundas på bristfällig data samt bristfälliga metoder att samla data och genomföra forskningen på. Exempelvis har existerande forskning tillämpat en metod som grundas på information som typiskt sätt inte är tillgänglig vid tidpunkten då de externa investerarna ska fatta beslut om att investera i

⁷¹ Se exempelvis Swensen (2000); Mulcahy, Weeks och Bradley (2012).

⁷² Kaplan och Schoar (2005).

⁷³ Robinson och Sensoy (2016).

⁷⁴ Sensoy, Wang, Weisbach (2013).

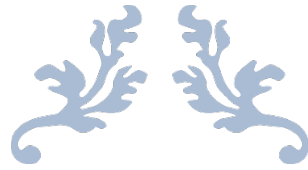
⁷⁵ Chung (2012).

fonden. Vidare finner Harris et al. inte stöd för att Buyout fonder som presterat i den översta kvartilen kommer att fortsätta att tillhöra den översta kvartilen framgent. Detta beror på att buyout fonder reser kapital till en ny fond när deras tidigare fond presterar väl. Det ska nämnas att de finner stöd för att Venture Capital fonders prestationer är ihållande. Detta gällde även om försöket endast grundades på information som för investeraren var tillgänglig vid beslutsfattandet om investering.⁷⁶

5.11 Sammanfattande kommentarer

Både EMH och CAPM är centralt inom finansiell teori, sistnämnda används för att beräkna förväntad avkastning givet en tillgångs eller portföljs risk. Med hjälp av SML går det att illustrativt se om ett värdepapper eller en portfölj är under- eller övervärderad i förhållande till dess risk. Eventuella felprissättningar kommer enligt teorin att exploateras och återgår till sin jämviktsplacering på linjen. I förhållande till CAPM:s tolkning av feltermen (ϵ_i) introducerar Jensens alfa ett alternativt sätt att tolka denna term. Mer specifikt är feltermens väntevärde (μ) enligt Jensens alfa ett mått som berättar hur portföljen presterar givet dess risk, d.v.s. ett prestationsmått. Mot bakgrund av problematiken kring att mäta privata riskkapitalfonders avkastning och konstlat låga beta-värde är Jensens alfa missvisande som prestationsmått för privata riskkapitalfonder. Ett alternativt prestationsmått för privata riskkapitalfonder är KS-PME, måttet exkluderar fördelaktigt beta vid beräkningen. KS-PME multiplern framför fondens överavkastning i förhållande till jämförelseindexet. I de fall *carried interest* beskattas i inkomstslaget tjänst kan KS-PME användas för att beakta finansmarknadens generella uppgång. NE-metoden som redogjort för ovan kan bidra till en mer rättvis beskattning av *carried interest* när denna beskattas i inkomstslaget tjänst. Metoden är aktuell när *carried interest* beskattas i inkomstslaget tjänst och när jämförelseindexets CAGR överstiger ”hurtle rate” CAGR. Avslutningsvis finns det ekonomisk forskning som stödjer och inte stödjer att riskkapitalfonders prestationer är ihållande.

⁷⁶ Harris, Jenkinson, Kaplan and Stucke (2020).



Sektion 3

Kärnan i examensarbetet



6 Riskkapitalbolag

6.1 Inledning

I detta kapitel kommer syftet med riskkapital, dess samhällsekonomiska betydelse, vilka behov riskkapital uppfyller och ägarstrukturens betydelse att beröras. Vidare kommer även nyckelpersonernas centrala roll i en typisk riskkapitalstruktur där *carried interest* är en del av ersättningsmodellen att belysas. Det kan nämnas att riskkapitalfonder regleras enligt lagen (2013:561) om förvaltare av alternativa investeringsfonder, den bygger på EU-direktivet AIFM. Nyssnämnda direktiv utgör inte skattelagstiftning utan reglerar förvaltningen av de fonder som omfattas av regelverket.

6.2 Riskkapitalmarknadens

samhällsekonomiska inverkan

Genom att verksamheter optimeras, växer och förbättras med hjälp av riskkapital och deras involvering bidrar riskkapitalbranschen dels till ökad samhällsnytta, dels till ökad BNP. Att riskkapitalbranschen har stor inverkan på svenskt näringsliv går också att utläsa från nedanstående fakta:

- Under år 2020 insamlades 69 miljarder kr, medel som var ämnat att investeras i bolag för att generera positiv avkastning till investerarna.
- Totalt insamlade medel för åren 2007–2020 var 681 miljarder kr, även dessa medel var ämnade att investeras i bolag för att generera positiv avkastning.
- År 2019 omfattade de svenska riskkapitalfonderna 1 393 stycken portföljbolag.
 - För år 2019 var omsättningen för dessa bolag 660 miljarder kr.

- För år 2018 var 183 172 personer anställda i något av riskkapitalbolagens portföljbolag, vilket motsvarande 3.59 % av den aktiva svenska arbetsmarknaden år 2018.⁷⁷§
- Riskkapitalbolags tillsammans med Venture Capital har sedan år 2007 årligen ökat den svenska BNP med cirka 4.7 %.⁷⁸

6.3 Riskkapital som finansieringsmetod

Bolagsvärden kan ökas på flera olika sätt.⁷⁹ Exempelvis med hänsyn av forskning och utveckling (eng: Research & Development) för att skapa eller utveckla en produkt, tjänst eller bådadera. För andra bolag kan ökat bolagsvärde uppnås genom att expandera till nya marknader eller vända en negativ trend. Gemensamt för nyssnämnda tre situationer är att de i regel är kapitalkrävande. I vissa fall är kapitalbehovet så pass stort att externt kapital krävs för att finansiera investeringen. Vilken typ av finansiering ett bolag väljer påverkar bolaget och dess aktieägare. Exempelvis påverkas bolagsvärdet av finansieringsformen och kapitalkostnaden.⁸⁰

Bolag som behöver finansiering kan i huvudsak vända sig till kreditmarknaden – banker eller obligationsmarknaden – för att erhålla lånekapital alternativt till riskkapitalmarknaden för att erhålla riskkapital. Förenklat kan lånekapital beskrivas som en finansiering genom lånade medel, normalt sätt mot viss form av säkerhet. Borgenären erhåller avkastning på utlånat kapital i form av ränta. Vidare tillskjuts bolag vanligen riskkapital genom en investering, vilket medför att riskkapitalbolaget erhåller (eller har möjlighet att erhålla) en ägarandel

⁷⁷ SVCA (2020a). För definitionen av insamlade medel se samma källa.

⁷⁸ Där Venture Capital motsvarar cirka 1 % av denna ökning (50 miljarder kr). Direkt bidragande från t.ex. operationell effektivisering etc. uppgår till cirka 0.7 % (30 miljarder kr). Indirekt bidragande genom exempelvis spill-over effekt från nätverkande, kunskap, byten av arbete etc. motsvarar cirka 3.0 % (150 miljarder kr). Se SVCA (2020b).

⁷⁹ Samtliga bolag har inte som mål att öka bolagsvärdet, dock framgår av 3 kap. 3 § aktiebolagslag (2005:551) e contrario är aktiebolagens syfte att generera vinst åt aktieägarna.

⁸⁰ Nyman (2012) s. 15 ff.

(aktiekapital) i bolaget.⁸¹ Det finns flera anledningar till att bolag önskar finansiering genom riskkapital framför lånekapital, de är bl.a. följande:

- Riskkapitalbolagets nätverk
- Riskkapitalbolagets kompetens, exempelvis avseende verksamhetsstyrning, strategiska beslut osv.
- Då riskkapitalbolag genomför rigorösa företagsbesiktningar (eng: due diligence) ante sina investeringar medför ett delägarskap från ett riskkapitalbolag en kvalitetsstämpel. Denna stämpel är fördelaktig gentemot kunder, samarbetspartners o.d.

Det är värt att nämna att för parten som tillgodoser kapitalet medför riskkapital en större risk jämfört med lånekapital. För det första då riskkapital tillskjuts utan någon säkerhet. För det andra eftersom aktieägare har sämre rätt än lånefinansiärer (borgenärer) vid eventuellt obestånd. För det tredje mot bakgrund av att aktieägare endast har rätt till avkastning i den utsträckning aktiebolagsrättsliga borgenärsskyddsreglerna medger det.⁸²

6.4 Riskkapital som ägarstyrningsform

I den klassiska artikeln *The Eclipse of the Public Corporation*⁸³ argumenterades för att riskkapital är en optimal ägarstyrningsform. Överlägsenheten i ägarformen grundas för det första på fondförvaltarnas starka ekonomiska incitament att skapa ökat värde i fonden genom värdetillväxt i portföljbolagen. För det andra på att riskkapitalfondernas koncentrerade ägande i portföljbolagen medför en möjlighet att utveckla en unik ägarmodell, vilken består av följande tre centrala delar:

⁸¹ Nyman (2012) s. 15 ff.; Promemoria, finansdepartementet (2012) s. 36 ff.

⁸² Se bl.a. försiktighetsprinciperna i ABL vars syfte är att skydda bolagets borgenärers möjlighet att erhålla betalning för dess fordringar gentemot bolaget. Nyssnämnda begränsar de aktieägarnas – de externa investerarna samt de ursprungliga aktieägarnas – möjlighet att erhålla utdelning.

⁸³ Jensen (1989).

Den första delen gäller ägarstyrning. Styrelser i riskkapitalägda bolag tenderar att vara mindre samtidigt som de är mer aktiva jämfört med styrelser i de typiska börsbolagen.⁸⁴ Vanligen domineras styrelserna av personer med ekonomiska incitament i bolagen, bl.a. fondförvaltarna. Vidare brukar företagsledningens ersättningsmodell förändras på flera sätt. Den gemensamma nämnaren är att skapa incitament för extraordinära prestationer, vilket driver värdeutvecklingen av bolaget. Exempelvis höjs lönerna, eventuell bonus kopplas till bolagets EBITDA,⁸⁵ avgångsvederlag implementeras i syfte att ge undermåliga VD:ar incitament att säga upp sig etc.⁸⁶

Den andra delen berör kapitalstrukturen i ”leveraged buyout”-transaktioner. I dessa transaktioner finansieras förvärven till stor del av lån från kreditinstitut, genom företagsobligationer eller bådadera. Eftersom ”leveraged buyout” inte omfattas av examensarbetets omfång ska denna del hållas kort.⁸⁷ Den högre skuldsättningen kräver högre effektivitet och mer handlingskraft av såväl företagsledningen som riskkapitalisterna. Detta eftersom att bolaget annars riskerar att inte kunna betala sina räntebetalningar, vilket riskerar att skapa finansiella svårigheter för bolaget.

Den tredje delen gäller riskkapitalförvaltarnas expertis. Denna är till nytta vid värdeutveckling av portföljbolag. Expertisen inkluderar exempelvis: verksamhets-, operationell-, strategisk utveckling, processer för företagsförvärv, omstruktureringsarbeten och affärsmodeller, nätverk av erfarna styrelseledamöter och företagsledare etc.⁸⁸

Avslutningsvis, riskkapitalbolagens ägarstyrningsmodell stöds även empiriskt. Studier dokumenterar signifikanta förbättringar i effektivitet,

⁸⁴ År 1996 publicerades en uppmärksam studie som dokumenterade att börsföretag med mindre styrelser värderades högre av marknaden, Yermack (1996).

⁸⁵ Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization. Sv: rörelseresultat före räntor, skatter, avskrivningar och nedskrivningar (inklusive goodwillavskrivningar).

⁸⁶ Cronqvist och Fahlenbrach (2012).

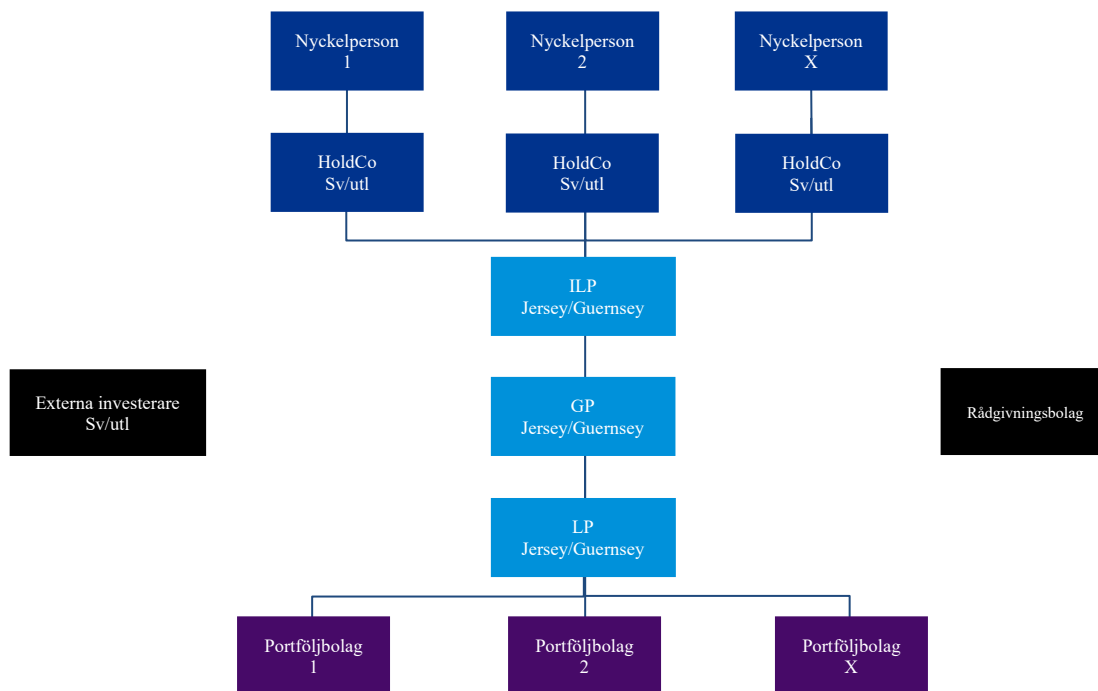
⁸⁷ Modigliani och Miller (1958).

⁸⁸ Jensen (1986); Jensen (1989); Modigliani och Miller (1958); Graham (2000); Bloom, Sadun och Van Reenen (2009).

produktivitet och lönsamhet hos portföljbolagen efter riskkapitalbolagens inträde.⁸⁹

6.5 En typisk riskkapitalstruktur

6.5.1 Inledning till en typisk riskkapitalstruktur



Figur 8: Illustrerar hur ett typiskt riskkapitalbolag är strukturerat.

Riskkapitalbolag är vanligen organiserade genom komplicerade strukturer. Något förenklat är branschpraxis gällande riskkapitalstrukturer för aktiva svenska riskkapitalbolag i likhet med figur 8. Med hjälp av kapitlen 6.4.1–6.4.8 kommer respektive linje i strukturen, uppifrån och ned, mer ingående att beskrivas.

Vanligen är ILP, GP och LP-bolagen belägna på någon av de engelska kanalöarna Jersey eller Guernsey. Bådadera öar har i decennier varit säte för LP-bolag. Detta grundas för det första på skattemässiga skäl. Mer specifikt en strävan att minimera skatteavbränningen från vinster vid avyttringar av portföljbolag till dess att vinsterna kommer i fondinvesternas händer. För

⁸⁹ Kaplan och Strömberg (2001).

det andra är dessa länders skatteregler i de flesta fall kompatibla med de länders lagstiftning varifrån investeringar vanligtvis kommer ifrån. För det tredje har Jersey och Guernsey en välfungerande infrastruktur, låga politiska risker och en fungerande finansinspektion med etablerad kontrollverksamhet.⁹⁰

6.5.2 Nyckelpersonerna (aktiva delägare) och HoldCo

Fondstrukturen som presenteras i figur 8 initieras och etableras av ett antal nyckelpersoner som önskar att kapitalisera på en affärsidé och investeringsstrategi. Syftet är att portföljbolagens värde ska stiga, varför förbättrat rörelseresultat och kassaflöde eftersträvas. Av denna anledning är nyckelpersonerna vanligen aktiva och styrande ägare som arbetar nära portföljbolagens ledning. Nyckelpersonerna är bl.a. aktiva genom rådgivningsbolaget (se kapitel 6.5.5 härom), vilket är ett av flera rådgivningsbolag som förser GP-bolaget med rådgivning (se kapitel 6.5.4 härom). Det kan redan här nämnas att det är GP-bolaget som fattar de formella förvärvs- och försäljningsbeslut avseende investeringarna som sker i själva fondbolaget, vars associationsrättsliga form är ungefär motsvarigheten till ett svenskt kommanditbolag – *Limited Partnership* (gällande ansvarsfördelning se kapitel 6.5.7 härom).⁹¹

Tillsammans, genom varsitt holdingbolag (hädanefter HoldCo), äger och kontrollerar nyckelpersonerna ILP-bolaget (se kapitel 6.5.3 härom). Genom HoldCo äger nyckelpersonerna GP-bolaget och utöver kontrollen över att tillsätta och entlediga GP-bolagets styrelseledamöter, vilka är dem som fattar de formella besluten avseende *Limited Partnership* bolagets (hädanefter LP-bolaget, se kapitel 6.5.7 härom) investeringar. Vidare kan nämnas att nyckelpersonerna genom sina HoldCo investerar i fonden, nyckelpersonernas gemensamma investeringar utgör normalt sätt cirka 1–2 % av fondens totala kapital.⁹²

⁹⁰ Nyman (2012) s. 37 ff.

⁹¹ Bergkvist et al. (2011); Nordic Capital-målet.

⁹² Promemoria, finansdepartementet (2012) s. 37 ff, s. 52 f.

6.5.3 Initial Limited Partner (ILP-bolaget)

Inför etableringen av en fond bildar nyckelpersonerna ett *Initial Limited Partner* (hädanefter ILP-bolaget), bolaget ägs gemensamt av nyckelpersonerna via HoldCo. ILP-bolagets funktion är huvudsakligen att handha och administrativt fördela investerarnas betalningsströmmar som bl.a. avser *carried interest* och förvaltningskostnaderna (hädanefter management fees). Via medel som nyckelpersonerna tillskjutit ILP-bolaget finansieras etableringen av fonden och det är även härigenom nyckelpersonernas investeringar görs. ILP-bolaget etablerar ett dotterbolag, GP-bolaget, som förvaltar fonden. Tillsammans är dessa två bolag innehavare av tillstånden att förvalta fonden, de ansvarar också för organisation, regelefterlevnad, bokföring och rapportering. ILP- och GP-bolagen har det juridiska och ekonomiska ansvaret gentemot övriga bolagsmän i fonderna. Som komplementär har bolagen ett obegränsat ansvar för fondernas verksamhet, vilket innefattar ett obegränsat ansvar mot tredje man.⁹³

Innan fondetableringen delges potentiella externa investerare informationsmaterial, s.k. *private placement memorandum* (PPM). I PPM:et presenteras bl.a. fondens storlek, dess livslängd, investeringsstrategier, nyckelpersonernas bakgrund, erfarenhet etc. Syftet med PPM:et är att förse de externa investerarna med underlag för att de ska kunna fatta beslut om investering i fonden.⁹⁴ Vid en fondetablering följer kostnader för uppbyggnad och marknadsföring, dessa bekostar vanligen ILP- och GP-bolagen. Dock kan en finansiell aktör såsom en bank, en s.k. ”fund sponsor”, mot rätten till *carried interest* bekosta en del av etableringskostnaderna. I dessa fall garanterar ofta ”fund sponsorn” också en minsta insättning i fonden. Att sätta upp en fond och att erhålla kapital till fonden (eng: *fund raising*) är ett omfattande arbete och beroende på fondens

⁹³ I Nordic Capital-målet beskrivs utförligt hur riskkapitalbolagets fonder i målet är strukturerade. En del av informationen som presenteras gäller även för en typisk riskkapitalstruktur.

⁹⁴ Nyman (2012) s. 35 f.

storlek kan arbetet ta lång tid. Fondetableringar är kostsamma och de omfattas av stor risk då merparten fondetableringar misslyckas.⁹⁵ Vid misslyckande går kapitalet som använts till försöket av fondetableringen förlorat. Dessutom medför inhemska krav avseende upprättande av prospekt en risk då överträdelser av dessa i vissa jurisdiktioner straffsanktioneras.⁹⁶

6.5.4 General partner (GP-bolaget)

GP-bolaget företräder LP-bolaget och förvaltar därigenom de aktuella investeringar som LP-bolaget förvaltar. Företrädar- och förvaltningsansvaret som GP-bolaget har för LP-bolaget innefattar följande. Beslutsfattande beträffande LP-bolagets investeringar,⁹⁷ tid för avyttring av dessa och gynnsamma strategiska beslut för att uppnå värdetillväxt i portföljbolagen.⁹⁸ Värdetillväxt uppnås huvudsakligen genom förbättrat rörelseresultatet och kassaflöde. Riskkapitalbolag är i de allra flesta fall en aktiv, styrande ägare som arbetar nära portföljbolagets företagsledning.⁹⁹

GP-bolaget saknar vanligtvis personal, varför rådgivningsbolagen och GP-bolagets styrelse har en betydelsefull roll. Rådgivningsbolagen förser GP-bolaget med underlag beträffande potentiella förvärv, eventuella strategier för dessa och tid för avyttring av portföljbolagen. GP-bolagets styrelse består av investeringskunniga personer som sköter GP-bolagets ansvarsuppgifter. Styrelsens uppgift är att fatta beslut i alla frågor som rör LP-bolaget, huvudsakligen vilka bolag LP-bolaget ska förvärva och när bolagen ska avyttras. Personerna i styrelsen är varken investerare i fonden eller närstående till investerarna, partners eller övriga anställda i

⁹⁵ Som exempel kan nämnas att etableringskostnaderna för fonden som var föremål för prövning i Nordic Capital-målet uppgick till cirka 40 miljoner kr. Det framgår också av rättsfallet att många etableringsförsök misslyckas.

⁹⁶ Nyman (2012) s. 35 ff.

⁹⁷ Observera att det finns riskkapitalfonder där investeringsbesluten fattas av en investeringskommitté som vanligen består av företrädare av såväl GP-bolaget som de externa investerarna. Se Nyman (2012) s. 36 f. I detta examensarbete är emellertid utgångspunkten att det är GP-bolaget som ensamt ansvarar för investeringsbesluten som LP-bolaget fattar.

⁹⁸ Promemoria, finansdepartementet (2012) s. 36 ff.; Nordic-Capital målet.

⁹⁹ Promemoria, finansdepartementet (2012) s. 38 f.

rådgivningsbolaget där nyckelpersonerna är verksamma. Styrelsen är vanligtvis bosatta på Jersey eller Guernsey.¹⁰⁰

GP-bolagets verksamhet är tillståndspliktig och står under tillsyn av motsvarigheten till finansinspektionen i den jurisdiktion där bolaget är beläget.¹⁰¹ GP-bolaget brukar precis som LP-bolaget vara placerat i en jurisdiktion med skattefördelar såsom Jersey eller Guernsey.

6.5.5 Rådgivningsbolag

Rådgivningsbolagets uppgift är att kartlägga den svenska marknaden för intressanta investeringsobjekt. Bolaget är normalt sätt beläget i Sverige och vanligen är nyckelpersonerna, som grundat fonden, verksamma i rådgivningsbolaget. Dessa besitter kunskap och kompetens om den svenska (lokala) marknaden och svenska – normalt sätt onoterade – bolag som utgör lämpliga investeringsobjekt för fonden. Vidare ska rådgivningsbolaget förse GP-bolaget med råd avseende strategier för värdetillväxt av portföljbolagen och lämplig tid för avyttring av dessa.¹⁰² För dessa tjänster erhåller rådgivningsbolaget marknadsmässigt rådgivningsarvode, således är förhållandet bolagen emellan obligationsrättsligt. Rådgivningsarvodet beräknas vanligen enligt cost plus-metoden, d.v.s. att arvodet ska täcka kostnaderna och dessutom generera skälig vinst.¹⁰³

Rådgivningsbolagets associationsrättsliga form är vanligen ett aktiebolag, vilket ägarmässigt är helt frikopplat från fondens struktur (se figur 8). Som tidigare nämnt är vanligen nyckelpersonerna verksamma i rådgivningsbolaget. Dessutom är det vanligt att de direkt eller indirekt, genom stiftelser eller holdingbolagsliknande associationer, äger andelar i eller åtminstone utövar det kontrollerande inflytandet över

¹⁰⁰ Bergkvist et al. (2011).

¹⁰¹ Jfr. tillståndsplikt enligt lag (2013:561) om förvaltare av alternativa investeringsfonder, se Bergkvist et al. (2011).

¹⁰² Promemoria, finansdepartementet (2012) s. 39 f.

¹⁰³ Bergkvist et al. (2011).

rådgivningsbolaget.¹⁰⁴ Notera att rådgivningsbolaget endast har en rådgivande roll avseende LP-bolagets investeringar.¹⁰⁵

6.5.6 Externa investerare

För de externa investerarna är det främst två förhållanden som ska belysas. För det första har dessa inte rätt att kräva tillbaka investerat kapital innan den förbestämda investeringstiden löpt ut.¹⁰⁶ För det andra har de externa investerarna ett begränsat ansvar för LP-bolaget åtaganden. Mer ingående kan ett riskkapitalbolag vara strukturerat såväl som ett kommanditbolag som ett aktiebolag, där den förra är vanligare. När riskkapitalbolagen är konstruerade som ett kommanditbolag är de externa investerarna kommanditdelägare med begränsat ansvar för LP-bolagets åtaganden (eng: *limited partner*). När ett riskkapitalbolags associationsrättsliga form är ett aktiebolag har de externa investerarna även i detta fall ett begränsat ansvar i egenskap av aktieägare.¹⁰⁷

6.5.7 Limited Partnership (LP-bolaget)

LP-bolaget¹⁰⁸ har till uppgift att förvärva och avyttra andelar i portföljbolagen. Bolagets civilrättsliga associationsform kan närmast liknas vid ett svenskt kommanditbolag.¹⁰⁹ Ett delägarskap i ett LP-bolag omfattar likt ett kommanditbolag två delar. För det första ett bolagsmannaskap – ansvarförpliktande delägarskap. För det andra ett andelsinnehavarskap – ekonomiskt delägarskap.¹¹⁰ Ett bolagsmannaskap innebär att bolagsmännen,

¹⁰⁴ Promemoria, finansdepartementet (2012) s. 39 ff.

¹⁰⁵ Huruvida rådgivningsbolaget endast har en rådgivande roll eller innehar rollen som beslutsfattare avseende vilka investeringar som ska genomföras har varit omtvistat, se bl.a. Nordic Capital-målet.

¹⁰⁶ Nyman (2012) s. 38 f.

¹⁰⁷ Exempel på svenska riskkapitalbolag vars associationsrättsliga form är ett aktiebolag är bl.a. Fagerberg & Dellby samt Alder.

¹⁰⁸ Bolagsformen omfattas på Jersey av bestämmelserna i The Limited Partnerships (Jersey) Law 1994 och omfattas vidare beroende på vilken variant av bolagsformen det är fråga om av antingen INCORPORATED LIMITED PARTNERSHIPS (JERSEY) LAW 2011 samt SEPARATE LIMITED PARTNERSHIPS (JERSEY) LAW 2011. På Guernsey omfattas bolagsformen av bestämmelserna i The Limited Partnerships (Guernsey) Law, 1995.

¹⁰⁹ Bergkvist et al. (2011).

¹¹⁰ Lundén (2017) s. 10 ff.

likt för vad som gäller för svenska kommanditbolag, ansvarar för bolagets åtaganden i olika utsträckning. Antingen är bolagsmännen begränsat eller obegränsat ansvariga för LP-bolagets åtaganden. Begränsat ansvariga för LP-bolagets åtaganden är Limited Partners (kommanditdelägare), vanligen är de externa investerarna Limited partners. Obegränsat ansvariga för LP-bolagets åtaganden gentemot tredje man är General Partners (komplementärer), vanligen är ILP- och GP-bolagen General Partners.¹¹¹ Vidare till andelsinnehavarskapet i LP-bolaget som medför en ekonomisk rätt för bolagsmännen att ta del av LP-bolagets resultat.¹¹² Resultatfördelningen regleras av *limited partnership agreement* (hädanefter LPA-avtal, se kapitel 6.5.8 härom). LPA-avtalet upprättas av bolagsmännen och omfattar bl.a. management fees och *carried interest*.

Det civilrättsliga regelverket på Jersey respektive Guernsey är differenta avseende LP-bolagens associationsform. På Jersey är LP-bolagen alltid en juridisk person.¹¹³ LP-bolag på Guernsey kan vara en juridisk person, det är avhängigt GP-bolagets beslut (och givetvis att det aktuella regelverket är uppfyllt).¹¹⁴ Oavsett om LP-bolaget är en juridisk person eller inte enligt den inhemska jurisdiktionen företräds LP-bolaget av GP-bolaget.

6.5.8 Limited Partnership Agreement (LPA-avtal)

I det fall investerarna beslutat att investera i fonden upprättas ett investeringsavtal – LPA-avtal. Dessa är i regel mycket omfattande och de sluts mellan LP-bolagets bolagsmän, d.v.s. GP-bolaget, ILP-bolaget och de externa investerarna. Avtalen syftar bl.a. till att reglera berörda parters investeringsåtaganden, ansvarsfördelning och vinstfördelning. Exempelvis

¹¹¹ Bergkvist et al. (2011).

¹¹² Lundén (2017) s. 10 ff.

¹¹³ SEPARATE LIMITED PARTNERSHIPS (JERSEY) LAW 2011 samt INCORPORATED LIMITED PARTNERSHIPS (JERSEY) LAW 2011. The Limited Partnerships (Guernsey) Law, 1995

¹¹⁴ The Limited Partnerships (Guernsey) Law, 1995.

framgår eventuell *carried interest* av LPA-avtalet.¹¹⁵ Nedan följer det som identifierats vara mest relevant i ett LPA-avtal:¹¹⁶

- **Ansvarsfördelning:**
GP- och ILP-bolaget åtar sig komplementäransvar. De externa investerarna åtar sig kommanditansvar.
- **Företrädesansvar:**
GP-bolaget åtar sig att företräda LP-bolaget.
- **Förvaltningsansvar:**
GP-bolaget åtar sig att förvalta LP-bolagets investeringar och ersätts med management fees från LP-bolaget.
- **Rådgivning:**
GP-bolaget åtar sig att ingå rådgivningsavtal med det rådgivningsbolag där nyckelpersonerna är verksamma.
- **Investeringsåtaganden:**
De externa investerarna åtar sig att investera avtalat belopp, vilket vanligen uppgår till cirka 98 %- och ILP-bolaget investerar vanligen cirka 2 % av det totala kapitalet i fonden. ILP-bolaget ägs av nyckelpersonerna och deras kapitalinvestering sker genom ILP-bolaget. Kapitalet används för att hitta och förvärva investeringsobjekt.
- **Vinstfördelning:**
I sammanhanget är det värt att nämna att vinstfördelningen praktiskt kan ske på olika sätt. Exempelvis kan vinsten fördelas vid flera tillfällen eller endast vid ett tillfälle. I de fall vinstfördelningen endast sker vid ett tillfälle och de externa investerarnas del av vinstfördelningen överstiger ”hurtle rate” kommer vinstfördelningen ske enligt följande. De externa investerarna erhåller först investerat kapital och därefter 80 % av vinstfördelningen. De som innehar rätten till *carried interest* erhåller 20 % av vinstfördelningen, detta

¹¹⁵ Nyman (2012) s. 102 f.

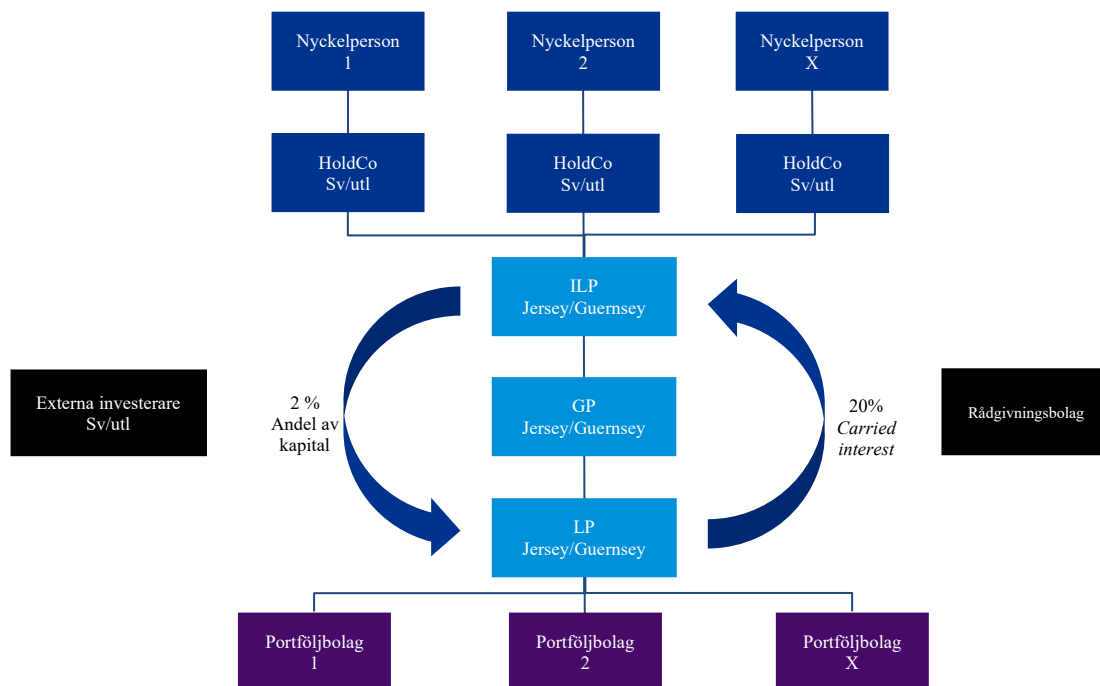
¹¹⁶ Det återgivna innehållet är baserat på en sammanställning av vad som kunnat kartläggas utgöra branschpraxis. Se bl.a. Nyman (2012) 34 ff.; Promemoria, finansdepartementet (2012) s. 37 ff.; Bergkvist et al. (2011); Nordic Capital-målet.

sker från första kronan. I andra fall kan vinstfördelningen ske i omgångar, i dessa fall fördelas kapitalet normalt sätt enligt följande fördelningsnyckel (observera att variationer förekommer):

1. "Return of Capital": Först går 100 % av beloppet till de externa investerarna. Dessa ska erhålla ett belopp motsvarande investerat kapital inklusive eventuella underskott och utbetalade management fees.
2. "Preferred Return": Därefter går 100 % av beloppet till de externa investerarna. Dessa har rätt till en årlig avkastning som uppgår till cirka 8–10 % av investerat kapital.
3. "Catch up": Vidare har GP-bolaget rätt till 100 % av beloppet tills de erhållit 20 % av det belopp som utbetalats i steg 2.
4. "Residual Split": Slutligen, fördelas 80 % av överskjutande belopp till de externa investerarna och 20 % till de som har rätt till *carried interest*.

Fördelningsmässigt i absoluta tal är det ingen differens mellan de två olika metoderna. Dock, i de fall den asymmetriska vinstfördelningen sker från första kronan kommer ett större belopp av *carried interest* utbetalningen att beskattas i inkomstslaget tjänst jämfört med om fördelningen skett i omgångar. Detta eftersom *carried interest* i den senare situationen först utbetalas efter att "hurtle rate" uppnåtts. Sammantaget är detta ett tekniskt hinder och genom att fiktivt beräkna "hurtle rate" likt enligt metodiken i kapitel 5.9 i de situationer som *carried interest* utbetalas från första kronan kan detta hinder kringgås.

6.5.9 Carried interest



Figur 9: Illustrerar hur ett typiskt riskkapitalbolag är strukturerat och inkluderar flödet av *carried interest* samt nyckelpersonernas kapitalandel av fonden.

När andelarna i portföljbolagen avyttras och fonden likvideras ska eventuella vinstmedel fördelas mellan investerarna. Den s.k. fördelningsnyckel, hur fördelningen av vinsten ska ske, framgår av LPA-avtalet. Rätten till *carried interest* kan grundas på det initiala risktagandet vid fondetableringen. Vidare kan rätten till *carried interest* också vara avhängigt att nyckelpersonerna arbetar aktivt, i princip heltid, för riskkapitalbolaget. *Carried interest* uppgår vanligen till cirka 20 % av övervinsten samtidigt som nyckelpersonernas investerade kapital motsvara cirka 2 % av fondens totala kapital. Således kan nyckelpersonernas avkastning vara mycket större än investerat kapital, dock kan *carried interest* också helt utebli ifall vinsten inte är tillräckligt stor.¹¹⁷ Det finns skäl till att nyckelpersonerna kan förhandla fram en asymmetrisk vinstdelning av övervinsten – *carried interest*. Skälen framgår väl av kapitel 7.2.1.

¹¹⁷ Nordic Capital-målet.

Det finns flera syften med *carried interest*. Ett är att förhindra att överinvesteringar sker i fonden, vilket utsätter fonden för icke nödvändig risk. Detta kan inträffa i de fall fondförvaltare endast erhåller *carried interest*, eftersom förvaltarna vid positivt utfall genom asymmetriska vinstfördelning tar del av ekonomiskt stora belopp i relation till investerat kapital. Vid negativt utfall riskerar de endast insatt kapital. Således är deras eventuella uppsida större i förhållandevis till deras eventuella nedsida. Om fondförvaltarnas ersättning endast består av en fast del riskerar detta för det första att bidra till att fondförvaltarna fokuserar på mängden kapital under förvaltning (eng: Asset Under Management). Det vill säga att förvalta så mycket kapital som möjligt, i stället för att fokusera på avkastning. För det andra riskerar detta att ge incitament åt fondförvaltarna att luta sig tillbaka och inte aktivt arbeta för fondens värdeutveckling. Detta eftersom de ändå erhåller den överenskomna fasta ersättningen. Kombinationen av en fast ersättning och *carried interest* är fördelaktig då den ger nyckelpersonerna starka ekonomiska incitament att tillgodose de externa investerarnas intressen – att nå högsta möjliga avkastning. *Carried interest* förenar således parternas intressen och ersättningsmodellen är en lösning på konflikten mellan principalen och agenten enligt principal-agentteorin.¹¹⁸

6.6 Sammanfattande kommentarer

I enlighet med vad som framkommit under kapitel 6 är nyckelpersonerna ofta involverade i flertalet bolag, exempelvis i några av följande. För det första som ägare av sina holdingbolag. För det andra äger och kontrollerar de genom sina holdingbolag både ILP- och GP-bolaget. Därigenom kan de genom sitt ägarinflytande i GP-bolaget utöva kontrollen över tillsättandet och entledigandet av GP-bolagets styrelse, vilka är de som fattar de formella besluten avseende LP-bolagets investeringar och avyttringar. För det tredje i portföljbolagets styrelser i syfte att bidra till värdetillväxt. För det fjärde i rådgivningsbolagen.

¹¹⁸ Strömberg (2012).

Avslutningsvis är riskkapitalbolag vanligen organiserade genom komplicerade strukturer. Detta beror dels på ansvarsfördelningen avseende LP-bolagets åtaganden i det fall något oförutsett inträffar i portföljbolagen som exempelvis är straffsanktionerat. Dels mot bakgrund av strävan att minimera skatteavbränningen från vinster vid avyttringar av portföljbolag till dess att vinsterna kommer i fondinvesternas händer.

7 Rättsfallsgenomgång

7.1 Inledning

I detta kapitel ska relevanta rättsfall presenteras och analyseras. Syftet med analysen kommer dels att ligga till grund för besvarande av frågeställningarna, dels för vidare diskussion i kapitel 8.3.

Rättsfallsanalysen kommer att vara strukturerad enligt följande. Centrala omständigheter vid bedömningen av hur *carried interest* ska beskattas kommer att behandlas i turordning. För respektive omständighet kommer de relevanta rättsfallen att behandlas. Detta tillvägagångssätt bidrar till ökad struktur och tydlighet jämfört med om respektive rättsfall behandlats var för sig.

7.2 *Carried interest* bedömdes inte vara ersättning för utfört arbete

7.2.1 Bakgrund till förvaltningsrättens bedömning

I Kammarrätten i Stockholm mål nr 8755-8764-12 (hädanefter Nordic Capital-målet) var Skatteverket och Nordic Capital Advisory AB (hädanefter NCA AB) parter i målet. Nordic Capital är en större svensk riskkapitalaktör som erbjuder externa investerare att investera kapital i deras fonder.¹¹⁹ NCA AB var ett av flera rådgivningsbolag som försåg fonden med lämpliga förvävsobjekt, strategier för värdetillväxt etc.

Nyckelpersonerna i fonden var verksamma i NCA AB. Den aktuella fondens associationsrättsliga struktur och obligationsrättsliga förhållanden överensstämmer i huvudsak med det som presenterats under kapital 6.

¹¹⁹ Andra stora svenska riskkapitalaktörer är Segulah, IK Investment Partners, Triton, Altor och EQT m.fl.

Förvaltningsrätten gick på Skatteverkets linje. Skatteverket valde att inom ramen för ett omprövningsbeslut att påföra NCA AB:s inkomst av näringsverksamhet beträffande tidigare beskattningsår, motsvarande belopp medgavs som avdrag för lön och låg till grund för arbetsgivaravgifter. Skatteverkets omprövningsbeslut motiverades med att NCA AB underlåtit att redovisa intäkter i form av *carried interest*, vilket bedömdes vara ersättning för utfört arbete. Beslutet medförde även att arbetsgivaravgifter som ska betalas enligt SAL påfördes med cirka 702 miljoner kr. Domen överklagades till kammarrätten se härom nedan.

Bolaget yrkade att ILP- och GP-bolagen mot bakgrund av nedanstående punkter kunde förhandla fram ett vinstdelningsavtal med möjlighet till *carried interest*:

- Nyckelpersonerna har via ILP- och GP-bolagen tagit en stor risk och satsat betydande eget kapital vid etablering av fonden.
- ILP- och GP-bolagen har det ekonomiska och juridiska ansvaret gentemot de externa investerarna.
- ILP- och GP-bolagen har i egenskap av komplementär ett obegränsat ansvar för fondens verksamhet, vilket innefattar ett obegränsat ansvar mot tredje man.
- ILP- och GP-bolagen är innehavare av tillstånden att förvalta fonden.
- ILP- och GP-bolagen ansvarar för organisation, regelefterlevnad, bokföring och rapportering.
- Investerarna erbjuds en färdig fondstruktur med en etablerad kapitalförvaltning.

7.2.2 Kammarrättens bedömning

Inledningsvis konstaterade kammarrätten att det var ostridigt att fondstrukturen var konstruerad enligt bolagets beskrivning och att avtalen var civilrättsligt giltiga. Vidare framhöll rätten att beskattning generellt sätt

ska ske enligt rättshandlingars verkliga innebörd oaktat stadgade beteckningar. Vid bedömningen ska en helhetsbedömning av omständigheterna göras (RÅ 2004 ref. 27, HFD 2012 ref. 13 och RÅ 2001 ref. 50). Rätten hade således att ta ställning till om den verkliga innebörden av avtalen och fondstrukturen avvek från den civilrättsliga innebörden.

Vid bedömningen valde kammarrätten att dela upp frågorna i målet enligt följande:

1. Har NCA AB haft en annan roll än vad avtalen och fondstrukturen ger uttryck för?
2. Har *carried interest* utgått för det värdeskapande arbete som nyckelpersonerna och PLA-innehavarna utfört i bolaget?

Beträffande den första frågan, kammarrätten konstaterade kortfattat att utredningen i målet gav stöd för att fondens ansvarsfördelning enligt LPA-avtalet överensstämde med de funktioner som bolagen faktiskt hade. Kammarrätten bedömde således att GP-bolaget var beslutsfattare och att NCA AB var rådgivare. Detta motiverades bl.a. med att NCA AB endast var ett av flera rådgivningsbolag som försåg GP-bolaget med rådgivning. Detta talade med styrka mot Skatteverkets påstående om att NCA AB hade en beslutsfattande funktion i fonderna. GP-bolaget bedömdes på kommersiella grunder agera och fatta beslut självständigt. Sammantaget talade ovanstående för att NCA AB endast haft en rådgivande funktion i fondstrukturen.

I den andra frågan bedömde kammarrätten att *carried interest*-ersättningen inte utgjorde ersättning för nyckelpersonernas och PLA-innehavarnas utförda arbete som anställda i NCA AB. Detta motiverades för det första med att *carried interest* grundades på affärsmässiga överväganden, med utgångspunkt i den risk som nyckelpersonerna exponerats för genom fondetableringen.¹²⁰ Omständigheten att två externa investerare bekostat en

¹²⁰ Etableringskostnaderna för fonden som var föremål för prövning uppgick till cirka 40 miljoner kr. Det framgår också av rättsfallet att många etableringsförsök misslyckas.

del av de initiala etableringskostnaderna mot rätten att få ta del av *carried interest*, talade med styrka mot att *carried interest* var prestationsbaserad ersättning. För det andra anlät GP-bolaget flera rådgivningsbolag som lämnade förslag om lämpliga företagsförvärv, avyttringar etc. Även råd från dessa rådgivningsbolag genererade vinster som bidrog till att *carried interest* kunde utbetalas. För det tredje påverkades portföljbolagens värdeutveckling av flertalet okontrollerbara omvärldsfaktorer, dessa faktorer hade varken NCA AB eller GP-bolaget någon inverkan på. För det fjärde påverkades inte ILP-bolagets rätt till *carried interest* om NCA AB hade byts ut i fondstrukturen. Ovanstående medförde att kammarrätten biföll NCA AB:s överklagan. Kammarrätten ansåg att det var utrett att fondens värdetillväxt var hänförlig till en mängd olika omständigheter och inte enbart nyckelpersonernas utförda arbete. Således bedömdes *carried interest* inte vara ersättning för utfört arbete i NCA AB.¹²¹

7.3 *Carried interest* beskattades enligt 57 kap.

IL

I Kammarrätten i Stockholm mål nr 4499–16 och 4714–16 (hädanefter E.H.-målet) gällde saken inkomsttaxering för år 2012 m.m. Bakgrunden i målet var i korthet följande. E.H. arbetade på EQT Partners AB och hade ett mindre innehav om 0.38 % i EQT V Equity BV vilket motsvarade ett indirekt innehav i GP-bolaget (EQT V) om 0.28 %. Skatteverket yrkade att beskattning skulle ske i enlighet med 57 kap. IL. Därför utreddes huruvida E.H. bedömdes vara verksam i betydande omfattning i GP-bolaget. Det framgick att företagsledare och ibland även anställda utan någon ledarbefattning ska räknas till samma kategori i mindre företag. Detta gäller särskilt om delägarna anses bedriva en gemensam verksamhet.¹²² Vidare behöver inte en person ensamt ha haft stor betydelse för vinstgenereringen. I stället framgår av praxis att flera delägare tillsammans kan ha stor betydelse för vinstgenereringen i en gemensamt bedriven verksamhet, se bl.a. RÅ

¹²¹ Skatteverket överklagade domen till HFD som inte beviljade prövningstillstånd.

¹²² Prop. 1989/90:110 s. 468 f. och s. 703 f.

1993 ref. 99 och RÅ 2010 ref. 102. Det framgick också att EQT Partners AB med dotterbolag utfört betydelsefulla uppgifter åt GP-bolagen och att de anställda i EQT Partners AB haft stor betydelse för GP-bolagens resultat. Nyssnämnda grundas dels på att det i PPM:et framgick en fonds framgång exempelvis beror på EQT Partners AB:s förmåga att lokalisera, välja, utveckla och realisera lämpliga investeringar. Dels på att nyckelpersoners förmåga att finna, välja ut och utveckla lämpliga investeringar. Detta beskrevs som något som fonden till stor del var beroende av för att nå framgång, vilket framgick såväl av LPA-avtalet som PPM:et. Vidare framgick att om nyckelpersonerna slutade kunde det påverka fonden negativt. Om inte tillräckligt många nyckelpersoner fortsatte att ägna tid åt fonden kunde detta innebära att GP-bolaget inte fick göra fler investeringar.

Delvis mot bakgrund av ovanstående kom kammarrätten fram till att medlemmarna i rådgivningsteamet fick ta del av *carried interest* främst p.g.a. det arbete som de förväntades utföra i fonden för att främja dess värdeutveckling. Externa investerare skulle inte vara beredda att gå med på den asymmetriska vinstfördelningen utan väsentliga motprestationer. Den asymmetriska vinstfördelningen kunde inte annat än marginellt förklaras av den större risk om medlemmarna i rådgivningsteamet tagit än övriga investerare genom ägandet av andelarna i GP-bolagen.

Värdeutvecklingen i en fond kan vara hänförlig till en mängd olika omständigheter. Exempelvis marknaden och andra omvärldsfaktorer, dock medför dessa inte att det finns skäl att bortse från rådgivningsteamets arbete och inverkan på värdetillväxten i fonden. Sammantaget bedöms GP-bolagens resultat varit beroende av rådgivningsteamets gemensamma arbetsinsatser och att dessa arbetsinsatser utförts inom ramen för en gemensamt bedriven verksamhet, vilket haft en påtaglig betydelse för vinstgenereringen i GP-bolagen. Genom ovanstående kom kammarrätten fram till att de personer som ingick i rådgivningsteamet varit verksamma i betydande omfattning i GP-bolagen, inklusive E.H. Slutligen, eftersom 57

kap. IL var tillämpligt och andelarna var kvalificerade skulle *carried interest* beloppet beskattning enligt 57 kap. IL.

7.4 *Carried interest* bedömdes vara ersättning för utfört arbete

I Kammarrätten i Stockholm mål nr 3968-3971-16 (hädanefter IK-målet) rörde målet hur *carried interest* skulle beskattas, aktuell utbetalning skedde till G.Ö. genom en kapitalförsäkring. I likhet med förvaltningsrätten kom kammarrätten fram till att ersättningen skulle beskattas i inkomstslaget tjänst. Detta motiverades med följande. För det första hade *carried interest* ersättningen endast utbetalats till de personer som varit anställda och haft särskilt betydelsefulla positioner (Investment Professionals) inom IK-gruppen. Av denna anledning fanns det således en koppling mellan utfört arbete och ersättningen. För det andra, utan Investments Professionals värdehöjande arbete i portföljbolagen hade GP-bolagen inte haft någon *carried interest* att utbetala. För det tredje att rådgivningsbolagens arbete, d.v.s. råd, varit absolut nödvändig för GP-bolagens förvaltande av fonderna. Dock fanns det många externa rådgivare såsom advokater, revisorer, investmentbanker och managementkonsulter som hade anlåtats för att bedöma lämpliga investeringsobjekt samt för att lämna förslag på när, om och hur förvärv och försäljning lämpligast skulle ske. För det fjärde fanns det vid etableringen av fonderna en risk för att GP-bolagen inte skulle få tillbaka kostnaderna för etableringen. Dock bedömde kammarrätten att den asymmetriska vinstfördelningen inte annat än marginellt kunde förklaras av riskerna vid fondetableringen. För det femte att den risk som skatteskyldig utsattes för endast var att inte få tillbaka investerat kapital. I förhållande till de potentiella inkomster som hen kunde erhålla bedömdes risken vara försumbar. Dessutom omfattades de externa investerarna också av risken att inte få tillbaka satsat kapital. Därför motiverade inte risktagandet den asymmetriska vinstfördelningen. För det sjätte, omständigheten att LPA-avtalet utformats så att rätten till *carried interest* kvarstod även om GP-bolaget eller rådgivningsbolagen skulle ha bytts ut i fondstrukturen

påverkade inte bedömningen. För det sjunde framkom inga omständigheter som tydde på att inkomsterna kunde beskattas enligt 57 kap. IL. Genom en sammantagen bedömning kom kammarrätten fram till att den *carried interest* som utbetalats genom kapitalförsäkringen skulle beskattas i inkomstslaget tjänst.

7.5 *Carried interest* beskattades enligt 57 kap.

IL

I Kammarrätten i Stockholm mål nr 6057-6061-19 (hädanefter A.S.-målet) berördes ersättning från ett PLA-avtal som utbetalats till PLA-innehavaren, A.S., inom Nordic Capital. PLA-avtal omfattas inte av uppsatsen, dock är omständigheterna och kammarrättens bedömning av intresse för uppsatsen. Både förvaltningsrätten och kammarrätten kom fram till att avkastningen från PLA-avtalet skulle beskattas enligt 57 kap. IL. Som skäl för sin bedömning anförde kammarrätten bl.a. att villkoren i investeringsavtalet, i enlighet med vilket vinstdelningen skett, hade följts och att avkastningen skulle ses som ett resultat av fondens utfall på aggregerad nivå. Således var avkastningen inte kopplad till en specifik investering där A.S. utfört ett värdeskapande arbete. Det framgick även att när avtalsvillkoren stämmer överens med parternas avsikt och tillämpning av avtalet, bör avtalet parterna emellan tillmätas en betydande vikt vid bedömningen. Vidare klargjorde kammarrätten att krav på individen om fortsatt anställning som förutsättning för att teckna senare PLA-avtal inte är avgörande för om avtalet mellan parterna ska bedömas vara ett investeringsavtal, enligt sin lydelse, eller inte. Slutligen instämde kammarrätten i förvaltningsrättens bedömning att det var fråga om ett vinstandelslån, varför vinstandelsröntan beskattas enligt 57 kap. IL.

7.6 *Carried interest* bedömdes vara ersättning för utfört arbete

I Kammarrätten i Stockholm mål nr 3466–21 (hädanefter Riverside-målet) berördes beskattning av utdelning från C-aktier. Kammarrätten bedömde likt förvaltningsrätten att utdelningen var ersättning för utfört arbete, varför beskattning i inkomstslaget tjänst aktualiserades. Detta grundades främst på följande. För det första var C-aktierna förbehållet vissa anställda som i princip behövde arbeta heltid i Riverside Family of Funds, i vilken fonden REF IV ingick i. För det andra var en förutsättning för att tilldelas C-aktier att investering i A-aktier gjorts. Det fanns inget krav på ytterligare kapitalinvestering för att erhålla C-aktier, utan dessa erhöles p.g.a. skattskyldigs anställning som rådgivare i Riverside Europé Partners AB. Mot bakgrund av nyssnämnda kom kammarrätten fram till att utdelningen från REF IV-fonden till Uggla Invest Ltd var ersättning för utfört arbete. Att det saknades ett direkt samband mellan storleken på det utbetalda beloppet och den individuella arbetsprestationen resulterade inte i någon annan bedömning.

7.7 Rättsfallsanalys

- Vilken betydelse har det för beskattningen av *carried interest* att flertalet rådgivningsbolag är med och möjliggör att *carried interest* kan utbetalas?

I Nordic Capital-målet bedömdes *carried interest* inte utgöra ersättning för utfört arbete. Ett av domskälen var att flertalet rådgivningsbolag bidragit till att *carried interest* kunde utbetalas, vilket framgår av följande uttalande:

”Bolaget har vidare på ett övertygande sätt förklarat att bolaget genom sin rådgivning visserligen har en stor påverkan på värdeutvecklingen i fonderna, men att det utöver bolaget finns

flera andra rådgivare, både rådgivningsbolag av samma typ som bolaget och andra konsulter, som också påverkar GP-bolagens agerande... Kammarrätten anser således att det är utrett att den värdetillväxt som sker i fonderna är hänförlig till en mängd olika omständigheter och inte enbart till key executives och PLA-innehavarnas arbetsinsatser.”

Nyckelpersonernas betydelse för *carried interest* har även diskuterats i IK-målet. I detta mål gjordes en distinktion mellan det rådgivningsbolag där nyckelpersonerna var verksamma (hädanefters interna rådgivningsbolaget) och de externa rådgivningsbolagen. Av IK-målet framgår att det fanns många externa rådgivare såsom advokater, revisorer, investmentbanker och managementkonsulter. Dessa rådgivare bedömde bl.a. lämpliga investeringsobjekt, förslag på när, om och hur förvärv samt när försäljning lämpligast skulle ske. Således torde såväl de externa rådgivarna som de interna rådgivarna bidragit till att *carried interest* kunde utbetalas. I domskälen kommenterade kammarrätten de interna rådgivningsbolagens betydelse med följande:

”Det är dock rådgivningsbolagen, alltså bl.a. IK AB, som har bidragit med den rådgivning som har varit absolut nödvändig för GP-bolagens förvaltande av fonderna.”

Såväl i IK-målet som i Nordic Capital-målet fanns det ytterligare rådgivare förutom det interna rådgivningsbolaget. Vidare hade GP-bolagen i E.H.-målet ingått rådgivningsavtal med EQT Partners AB, som i sin tur hade dotterbolag som var specialiserade på olika områden. Detta upplägg är likt upplägget i Nordic Capital-målet där rådgivningsbolagen var systerbolag med varandra. Det ska även nämnas att GP-bolagen i E.H.-målet anlidade ett antal andra rådgivare i samband med förvärvsprocessen och att de hade tillgång till ett antal rådgivande organ, exempelvis en erfaren investeringskommitté. Det var uteslutet att GP-bolagen skulle genomföra en investering i strid med investeringskommittén. I E.H.-målet framgick att en

fondens framgång bl.a. berodde på EQT Partners AB:s förmåga att lokalisera, välja, utveckla och realisera lämpliga investeringar. Det framgick även att nyckelpersonernas förmåga att finna, välja ut och utveckla lämpliga investeringar hade stor betydelse för fondens framgång, vilket framgick av såväl LPA-avtalet som PPM:et. GP-bolaget kunde förhindras att genomföra fler investeringar i det fall tillräckligt många nyckelpersoner inte fortsatte att ägna tid åt fonden. I E.H.-målet uttalade kammarrätten följande om GP-bolagens betydelse för vinstgenereringen:

”...GP-bolagens resultat varit beroende av rådgivningsteamets gemensamma arbetsinsatser och att dessa arbetsinsatser utförts inom ramen för en gemensamt bedriven verksamhet som haft påtaglig betydelse för vinstgenereringen i Equityfondernas GP-bolag. Kammarrätten anser att detta gäller oavsett i vilket av Equityfondernas GP-bolag verksamheten har utförts och oavsett vilket av dessa som en person fått *carried interest* ifrån eftersom fråga är om en gemensamt bedriven verksamhet.”

Sammantaget, vid kammarrättens bedömning i Nordic Capital-målet hade faktumet att flertalet rådgivare inverkade på resultatet en viss betydelse för bedömningen att *carried interest* inte utgjorde ersättning för utfört arbete. På grund av den bristande redogörelsen för omständigheterna i respektive rättsfall går det inte att ge ett definitivt svar beträffande om denna betydelse har reducerats eller inte. Dock finns det indikationer, mot bakgrund av IK- och EH-målet, som talar för att betydelsen enligt kammarrätten har reducerats.

- Vid bedömningen av i vilket inkomstslag *carried interest* ska beskattas, vilken betydelse har det att rätten till *carried interest* kvarstår även om rådgivningsbolagen byts ut?

Detta är något som behandlades i Nordic Capital-målet genom följande uttalande:

”...talar också med styrka för att carried interest inte ska ses som en prestationsbaserad ersättning på det sätt Skatteverket gör gällande. Ett annat argument som talar för detta utgör det förhållandet att de enskilda individernas rätt till carried interest inte skulle påverkas av om bolaget byttes ut i fondstrukturerna, vilket bolaget framförde i ett yttrande i förvaltningsrätten daterat den 7 juli 2011.”

Nyckelpersonerna var aktiva i det rådgivningsbolag som åsyftas i citatet. Genom ovanstående framgår att faktumet att rätten till *carried interest* kvarstår trots att rådgivningsbolaget byts ut talar mot att *carried interest* är prestationsbaserad ersättning. Vidare till IK-målet som också behandlade detta, se följande uttalande:

”Den omständigheten att LPA har utformats så att rätten till carried interest kvarstår om GP-bolagen eller rådgivningsbolagen byts ut i fondstrukturen påverkar inte heller bedömningen att de ersättningar som har betalats ut till [G.Ö.] kapitalförsäkring eller bolag har karaktären av tjänsteinkomster.”

Liknande resonemang som i IK-målet har kammarrätten även fört i Kammarrätten i Stockholm mål nr 4713–16 och 6871–16. Dock ska nämnas att även detta rättsfall handlade om en tidigare anställd i IK-gruppen som mottagit *carried interest* och att omständigheterna i övrigt var likartade. I nyssnämnda rättsfall och i IK-målet påverkades inte bedömningen av att rätten till *carried interest* skulle kvarstå i det fall rådgivningsbolaget skulle ha bytts ut. Detta skiljer sig från resonemanget som kammarrätten förde i Nordic Capital-målet. Ovanstående kan indikera att kammarrätten ändrat uppfattning avseende vilken betydelse detta har vid bedömningen av hur *carried interest* ska beskattas.

- Vid beskattning av *carried interest*, vad har det för betydelse att omvärldsfaktorer såsom ränta, leverantörspriser, efterfråga etc. påverkar såväl hela marknaden som riskkapitalfonders utveckling?

I Nordic Capital-målet var ett av domskälen för bedömningen att *carried interest* inte utgjorde ersättning för utfört arbete att omvärldsfaktorer påverkade fondutvecklingen. Detta uttryckte kammarrätten genom följande uttalande:

”Därutöver har framkommit att det finns en rad omvärldsfaktorer som bolaget inte har något inflytande över men som även de påverkar portföljbolagens värdeutveckling och därigenom möjligheterna till *carried interest*... Kammarrätten anser således att det är utrett att den värdetillväxt som sker i fonderna är hänförlig till en mängd olika omständigheter och inte enbart till key executives och PLA-innehavarnas arbetsinsatser.”

Omvärldsfaktorer är något som även diskuteras i senare mål, exempelvis i E.H.-målet. I detta mål uttalade kammarrätten att omvärldsfaktorer kan påverka fondutvecklingen, dock medför detta inte att det finns skäl att bortse från det arbete som rådgivningsteamet utfört. De gemensamma arbetsinsatserna som medlemmarna i rådgivningsteamet hade utfört bedömdes ha en påtaglig betydelse för vinstgenereringen. E.H.-målet talar inte ensamt för att kammarrätten kan ha ändrat inställning beträffande hur *carried interest* ska beskattas. Dock kan målet tillsammans med Kammarrätten i Stockholm mål nr 4572-4578-16 ge en indikation på en ändrad inställning, i detta mål uttalade kammarrätten följande:

”Värdetillväxten i fonden kan vara hänförlig även till annat än det arbete som utförs av managementteamet, så som omvärldsfaktorer, men de insatser som managementteamet

bidrar med får anses ha avgörande betydelse för värdeutvecklingen i fonden.”

Genom en samlad bedömning av kammarrättens uttalanden i dessa mål finns det indikationer på att Kammarrätten i Stockholm ändrat inställning beträffande omvärldsfaktorerers betydelse för beskattningen av *carried interest*. Omvärldsfaktorer har inte en avgörande betydelse för bedömningen av hur *carried interest* ska beskattas.

- Vilken betydelse har det initiala risktagandet vid fondetableringar för hur *carried interest* ska beskattas?

I Nordic Capital-målet kom kammarrätten fram till att *carried interest* inte utgjorde ersättning för utfört arbete. Detta motiverades bl.a. med att rätten till *carried interest* grundades på det initiala risktagandet vid fondetableringen. Etableringskostnaderna uppgick till betydande belopp och merparten av fondetableringar misslyckas, i dessa fall går det investerade kapitalet förlorat. ”Fund sponsors” som inte utförde något värdeskapande arbete i fonden bekostade en del av etableringskostnaderna. I utbyte erhöll de rätt till *carried interest*, vilket med styrka talade mot att *carried interest* var prestationsbaserad ersättning.

Betydelsen av det initiala risktagandet har även berörts i IK-målet där kammarrätten förde fram följande:

”Det har vid etableringen av fonderna funnits en risk för att GP-bolagen inte skulle få tillbaka kostnaderna för etableringen. Kammarrätten anser dock att den asymmetriska vinstfördelningen inte annat än marginellt kan förklaras av dessa risker.”

Antingen talar detta för att kammarrättens inställning beträffande betydelsen av det initiala risktagandet har reducerats eller att det kan variera från fall. I

IK-målet framgår inte mer detaljerad information såsom exempelvis hur stora etableringskostnaderna var, risken i det specifika fallet etc. Det ska noteras att underlaget för denna del av analysen varit begränsat.

- Vilken betydelse har det för beskattningen av *carried interest* att en kapitalinvestering de facto genomförts för rätten till *carried interest*?

I Nordic Capital-målet hade en faktisk kapitalinvestering gjorts genom fondetableringen. Vidare var det i A.S.-målet fråga om avkastning från ett PLA-avtal, kapitalinvesteringen bestod av att låna ut pengar. Avkastningen från PLA-avtalet grundades på fondens utfall på aggregerad nivå. Därför var avkastningen inte kopplad till en specifik investering där A.S. utfört ett värdeskapande arbete. Kammarrätten kom fram till att det var fråga om ett vinstandelslån och vinstandelsröntan skulle beskattas enligt 57 kap. IL. Vidare var det i Riverside-målet fråga om utdelning från C-aktier. Kärande i detta mål hänvisade bl.a. till A.S.-målet och hävdade att omständigheterna i målen var snarlika. Dock kom kammarrätten fram till att avkastningen i Riverside-målet skulle beskattas i inkomstslaget tjänst. Detta motiverades främst med följande. För det första krävdes det inte något ytterligare kapitalåtagande för rätten till C-aktierna och utdelning från dessa. För det andra förutsatte rätten till C-aktier i princip heltidsarbete i Riverside Europé Family of Funds. Sammanfattningsvis torde den huvudsakliga diskrepansen målen emellan vara följande. I A.S.-målet hade en kapitalinvestering gjorts, detsamma gäller för Nordic Capital-målet. I Riverside-målet hade C-aktierna erhållits utan ytterligare kapitalåtagande, varför skattskyldig inte tagit någon direkt risk för C-aktierna.¹²³ Ovanstående talar för att det vid bedömningen av hur *carried interest* ska beskattas finns en betydelse av att en kapitalinvestering de facto genomförts.

- Har tillämpligheten av 57 kap. IL betydelse för bedömningen av hur *carried interest* ska beskattas?

¹²³ A.S. var exponerad mot en indirekt risk, eftersom A.S. investerat kapital för rätten till A-aktierna och dessa i sin tur var en förutsättning för att erhålla C-aktierna.

Efter Nordic Capital-målet finns det indikationer beträffande att tillämpligheten av 57 kap. IL påverkar bedömningen av hur *carried interest* beskattas. IK-målet, Riverside-målet och även i Kammarrätten i Stockholm mål nr 4065-4066-19 är tre exempel där 57 kap. IL inte var tillämpligt och i samtliga fall beskattades *carried interest* i inkomstslaget tjänst. I IK-målet uttalade kammarrätten följande:

”...är inkomster som har utgått till följd av hans arbete. Det är alltså fråga om sådana inkomster som normalt ska beskattas i inkomstslaget tjänst. Det har inte framkommit några omständigheter som tyder på att inkomsterna skulle kunna beskattas enligt reglerna om fåmansföretagsbeskattning i 57 kap. IL.”

Det går att tolka uttalandet som att kammarrätten vid bedömningen väger in i bedömningen huruvida 57 kap. IL är tillämpligt eller inte. I både E.H.-målet och A.S.-målet var 57 kap. IL tillämpligt och *carried interest* utbetalningen beskattades enligt 57 kap. IL. Vid samtal med ledande svenska riskkapitalaktörer har det framkommit att en ansträngning görs för att nyckelpersonernas bolag som innehar rätten *carried interest* ska omfattas av 57 kap. IL. I annat fall riskerar *carried interest* utbetalningen att beskattas i inkomstslaget tjänst. Indikationer att en sådan risk existerar kan rättsfallsgenomgången bekräfta. Att så är fallet är en rimlig tanke då fördelningsreglerna i 57 kap. IL ”täcker upp bakom” och därigenom förhindrar inkomstomvandling för bolag som omfattas av kapitlet.

- Hur uttrycker kammarrätten själv prejudikatvärdet från kammarrätten gällande beskattning av *carried interest* (från exempelvis Nordic Capital-målet)?

I sammanhanget är det viktigt att diskutera kammarrättens prejudikatvärde. Till exempel uttalade kammarrätten i IK-målet att de instämde med

förvaltningsrätten beträffande Nordic Capital-målets betydelse för hur *carried interest* ska beskattas. I IK-målet uttryckte förvaltningsrätten följande:

”Förvaltningsrätten konstaterar vidare att utgången i kammarrätten [Nordic Capital-målet] till stor del varit beroende av i målen föreliggande bevisning. Förvaltningsrätten anser därför att utrymmet för att utifrån domen dra mer generella slutsatser avseende hur beskattning av *carried interest* ska ske är begränsat och att det inte på grund av utgången i kammarrättens dom föreligger hinder för att beskatta *carried interest* i inkomstslaget tjänst hos de fysiska personer som tagit emot *carried interest*.”

Även förvaltningsrätten i A.S.-målet och Förvaltningsrätten i Stockholm 3186–18 och 3272–18 förde liknande resonemang. Detta visar kammarrättens prejudikatvärde är lågt i dessa sammanhang, en mer fördjupande och generell redogörelse för prejudikatvärde kommer p.g.a. utrymmesskäl inte att beröras i uppsatsen. Denna rättsosäkerhet beträffande hur *carried interest* ska beskattas möjliggör för Skatteverket att fortsätta med sin offensiv mot riskkapitalbranschen.¹²⁴

¹²⁴ Skatteverkets offensiv mot riskkapitalbolagen är något som redan diskuterades år 2011 se, Bergkvist et al. (2011).

8 Slutsats

8.1 Inledning

Detta kapitel består dels av svaren på frågeställningarna, dels av en diskussion de lege ferenda.

8.2 Svar på frågeställningarna

- Mot bakgrund av ekonomisk och finansiell teori, vad är bakgrunden till och syftet med *carried interest*?

Bakgrunden till *carried interest* är bl.a. att etableringskostnaderna uppgår till betydande belopp samtidigt som risken för misslyckande vid fondetableringar är hög. Vid misslyckande går det investerade kapitalet förlorat. Etableringskostnaderna kan bekostas av såväl nyckelpersonerna som ”fund sponsors” och rätten till *carried interest* grundas på detta initiala risktagande. Det ska även nämnas att fondetableringar kan medföra ytterligare en risk, exempelvis straffsanktioneras överträdelser av inhemska krav vid upprättande av prospekt i vissa jurisdiktioner. Vidare är också bakgrunden till att ILP- och GP-bolagen kan förhandla fram möjligheten till *carried interest* följande:

- ILP- och GP-bolagen har det ekonomiska och juridiska ansvaret gentemot de externa investerarna.
- ILP- och GP-bolagen har för fondens verksamhet, i egenskap av komplementär, ett obegränsat ansvar gentemot tredje man.
- ILP- och GP-bolagen är innehavare av tillstånden att förvalta fonden.
- ILP- och GP-bolagen ansvarar för organisation, regelefterlevnad, bokföring och rapportering.

- Investerarna erbjuds en färdig fondstruktur med en etablerad kapitalförvaltning.

Syftet med *carried interest* är att förena principalens och agentens ekonomiska intressen, vilket bidrar till optimalare beslut i syfte att nå hög värdetillväxt i portföljbolagen. Utan incitament genom *carried interest* och endast en fast ersättning är risken att fondförvaltarna fokuserar på AUM eller lutar sig tillbaka och inte arbetar aktivt för fondens värdeutveckling. I de fall fondförvaltarna inte ersätts med en fast del utan endast med eventuell *carried interest* ökar detta risken för överinvestering, vilket i sådant fall ökar risken för de externa investerarna. Således är kombinationen av en fast ersättning och möjligheten till *carried interest* optimal för fondens värdeutveckling.

- Vad är *carried interests* skatterättsliga natur?

Uppsatsen visar att *carried interest* är mer komplicerat och kräver fler överväganden jämfört med hur kammarrätten behandlat *carried interest*. Argument som talar för att *carried interest* är ersättning för utfört arbete är exempelvis följande. För det första talar den asymmetriska vinstfördelningen för att *carried interest* är prestationsbaserad ersättning. För det andra att nyckelpersoners förmåga har stor betydelse eller är såsom kammarrätten uttrycker det absolut nödvändig för fonders framgång. För det tredje, i de fall *carried interest* grundas på anställning, finns det en koppling mellan anställningen och *carried interest*. Notera att det finns situationer när *carried interest* inte grundas på anställning, exempelvis fanns det ett anställningsförhållande i Nordic Capital-målet och i det fallet ansågs *carried interest* utbetalningen inte grundad på utfört arbete av nyckelpersonerna.

Argument som talar för att *carried interest* ska beskattas i inkomstslaget kapital är bl.a. följande. För det första grundas *carried interest* på det initiala risktagandet vid fondetableringar. För det andra är riskkapitalfonders värdeutveckling även hänförlig till omvärldsfaktorer och inte enbart till

nyckelpersonerna arbetsinsatser. För det tredje kvarstår rätten till *carried interest* även om GP-bolag och rådgivningsbolag byts ut, vilket talar mot kopplingen mellan *carried interest* och nyckelpersonernas arbetsinsatser. För det fjärde är *carried interest* en lösning på konflikten mellan principalen och agenten enligt principal-agentteorin. Således reduceras risken att de externa investerarna kapital förvaltas suboptimalt. Sammanfattningsvis finns det omständigheter som talar för att riskkapitalfondens värdetillväxt är hänförlig till en mängd olika omständigheter och att det saknas en direkt koppling mellan *carried interest* och utfört arbete.

Det finns ekonomisk forskning som stödjer att riskkapitalfonders prestationer i förhållande till konkurrenter är ihållande. Dock finns även forskning som visar att ett sådant samband inte finns, alternativt att beläggen är svaga. Å ena sidan talar den forskning som visar att det finns belägg för att riskkapitalfondernas prestationer är ihållande för att det finns ett samband mellan managementteamets utförda arbete och riskkapitalbolagens avkastning. Å andra sidan talar forskningen som visar att ett sådant samband inte finns mot kopplingen mellan managementteamets utförda arbete och riskkapitalbolagens avkastning. Det kan finnas flera förklaringar till att ekonomisk forskning kommer fram till differenta slutsatser beträffande huruvida riskkapitalbolagens prestationer är ihållande eller inte. Dock visar detta att huruvida det finns en koppling mellan riskkapitalbolagens prestation och managementteamets utförda arbete är komplicerat samt att det inte går att ge ett definitivt svar med stöd av ekonomisk forskning (se kapitel 5.10 härom).

- I vilka situationer skulle *carried interest* kunna beskattas i inkomstslaget tjänst vid sidan av 57 kap. IL?

Som tidigare nämnt kan utdelningar beskattas i inkomstslaget tjänst vid sidan om 57 kap. IL oaktat tillämpligheten av 57 kap. IL. Omständigheter som talar för en sådan situation är exempelvis när *carried interest* inte grundas på ett initialt risktagande, när en faktisk kapitalinvestering inte

genomförts och när det finns en direkt koppling mellan rätten till *carried interest* och anställningen.

- I det fall *carried interest* beskattas som lön i inkomstslaget tjänst, hur kan finansmarknadens generella uppgång beaktas för en mer rättvisande beskattning?

När *carried interest* beskattas som lön i inkomstslaget tjänst kan NE-metoden (se kapitel 5.8–5.9 härom) användas för en rättvisare beskattning. Metoden beaktar finansmarknadens generella uppgång och riskkapitalfondens avkastning indexeras mot ett jämförelseindex. Det är endast riskkapitalfondens överavkastning i förhållande till jämförelseindexet som eventuellt har en direkt koppling till fondförvaltarnas utförda arbete.

8.3 Diskussion de lege ferenda

När NE-metoden tillämpas är det viktigt att ett så korrekt jämförelseindex som möjligt ligger till grund för jämförelsen. Innan detta diskuteras närmare ska först beröras huruvida det är riskkapitalfondernas faktiska investeringar eller mandat som bör tillämpas vid jämförelsen. I det fall klassificeringen grundas på riskkapitalfondernas faktiska investeringar kan det uppstå en del problem. För det första finns det en risk att det uppstår diskussioner kring vilken klassificering en fond har, detta inverkar på vilket jämförelseindex som ska tillämpas. För det andra kan riskkapitalklassificeringen ändras i takt med att nya investeringar eller avyttringar genomförs. Dessa osäkerheter minskar förutsebarheten och riskerar även att kosta betydande belopp för såväl staten som bolagen vid eventuella tvister.

Ett praktiskt alternativ är att riskkapitalfondernas investeringsmandat utgör grund för klassificeringen. Risken med detta tillvägagångssätt är följande. Det finns skattemässiga incitament för de som har rätt till *carried interest* att riskkapitalfonden jämförs mot ett högavkastande jämförelseindex, vilket vanligen inkluderar hög risk, samtidigt som riskkapitalfonden investerar i

portföljbolag med låg risk. Detta kan medföra att en större del av *carried interest* beloppet beskattas i inkomstslaget kapital, eftersom en större del av riskkapitalfondens avkastning kan härledas till finansmarknadens generella utveckling. Dock reduceras denna risk mot bakgrund av att potentiella förvärv med låg risk vanligen har en lägre förväntad avkastning (se kapitel 5.4 härom), vilket minskar chanserna och storleken på eventuell *carried interest*. Ovanstående skulle kunna kringgås genom att riskkapitalfonden består av portföljbolag med låg risk och hög förväntad avkastning.¹²⁵ Dock är det utmanande att finna den typen av bolag och dessutom är köpeskillingen av naturliga skäl jämförelsevis oftast högre i dessa fall, vilket minskar den eventuella värdestegringen. Fördelarna med att riskkapitalfondens mandat utgör grunden för vilket jämförelseindex som ska tillämpas är följande. De som har rätt till *carried interest* och Skatteverket vet på förhand vilket jämförelseindex som ska tillämpas i de fall det blir aktuellt att använda NE-metod. Därför överväger fördelarna i detta fall de förhållandevis låga riskerna.

I de fall *carried interest* grundas på enskilda investeringar ska en avvägning göras mellan om jämförelseindexet ska grundas på riskkapitalfondens mandat eller på den enskilda investeringen. Ifall jämförelseindexet ska grundas på enskilda investeringar finns det en risk att det uppstår tvister beträffande vilket jämförelseindex som är korrekt. Pondera följande situation, en fond består av tio portföljbolag och tre differenta personer ska erhålla *carried interest* från respektive portföljbolag. Vidare väljer de enskilda individerna differenta jämförelseindex för respektive investering, d.v.s. att endast i denna (förvisso extrema) situation är det fråga om 90 differenta bedömningar. Om jämförelseindex i stället grundas på fonden som helhet reduceras antalet eventuella tvister gällande vilket jämförelseindex som ska tillämpas. Denna lösning medför att beskattningen i enskilda fall inte alltid

¹²⁵ Då jämförs riskkapitalfonden mot ett index som omfattas av hög risk och hög förväntad avkastning samtidigt som riskkapitalfonden omfattas av en låg risk och hög förväntad avkastning. Detta innebär att en större del av riskkapitalfondens avkastning kan härledas till finansmarknadens generella utveckling, m.a.o. blir jämförelsen inte helt korrekt.

är absolut rättvis. Dock överväger fördelarna med förutsebarheten, rättssäkerheten och ett färre antal potentiella tvister denna nackdel.

Det finns flera alternativa lösningar till vilket jämförelseindex som ska användas. Exempelvis kan jämförelseindex bestå av en tablå innehållandes tio olika industrier varefter riskkapitalfonden indexeras mot den industri som passar riskkapitalfondens mandat bäst. I tablå bör även index som passar riskkapitalfondens mandat bäst. I tablå bör även index som omfattar mogna respektive omogna (tillväxt) bolag inkluderas. Det bör också ingå såväl ett europeiskt som globalt jämförelseindex. Det kan nämnas att det finns en mängd differenta index. Dock bör inte detta moment kompliceras mer än nödvändigt och det bör standardiseras. Förslagsvis kan det finnas förutbestämda kriterier för respektive jämförelseindex, vilket ökar förutsebarheten. I det fall samtliga kriterier inte är uppfyllda för ett visst jämförelseindex bör ett annat jämförelseindex, exempelvis ett globalt jämförelseindex, vara utgångspunkten vid tillämpningen.

En riskkapitalfond kan genomföra förvärv med belåning. Detta kan exempelvis ske genom belåning av själva fonden eller av ett nystartat bolag (Bidco) som förvärvar portföljbolaget. Oavsett om belåningen sker mot fonden eller mot Bidco¹²⁶ bör jämförelseindexet teoretiskt belånas med motsvarande procentuella andel, i annat fall blir jämförelsen missvisande. Detta eftersom belåning accelererar såväl uppgångar som nedgångar. Givet att för det första riskkapitalfonden överspresterar jämförelseindexet. För det andra att såväl jämförelseindexet som riskkapitalfonden avkastar positivt medför justeringen att en större del av *carried interest* beloppet beskattas i inkomstslaget kapital jämfört med om justeringen inte genomförts. Det vill säga att jämförelsen blir mer rättvis. Dock ska nämnas att i de fall riskkapitalfonden avkastar positivt och jämförelseindexet negativt kommer avkastningarna divergera med accelererande fart jämfört med om justering för belåningen inte genomförts. I detta fall medför justeringen att en större del av *carried interest* utbetalningen beskattas i inkomstslaget tjänst.

¹²⁶ I de fall belåning sker mot en eller fler Bidco bolag blir denna övning mer omständlig, dock är det matematiskt inte komplicerat att beräkna vad fondens aggregerade belåning är.

Således, för en rättvisare jämförelse ska jämförelseindexet teoretiskt belånas med motsvarande procentuella andel som riskkapitalfonden eller dess underliggande bolag.

Ett argument mot NE-metoden är följande. Delen mellan ”hurtle rate” och jämförelseindex (den grå stapeln och den ljusblå linjen i graf 1) är asymmetrisk, varför ska inte denna del beskattas i inkomstslaget tjänst? Även i de fall den asymmetriska vinstfördelningen vid avtalets ingång grundades på nyckelpersonernas arbetsprestationer kan denna del inte härledas till nyckelpersonernas arbetsprestation. I stället kan delen härledas till finansmarknadens generella uppgång. I annat fall är det nära till hands med att en asymmetrisk vinstfördelning är ekvivalent med ersättning för utfört arbete. Detta synsätt är inte proportionerligt, eftersom avkastningen kan härledas till finansmarknadens generella utveckling. Endast riskkapitalfondens överprestation kan eventuellt härledas till nyckelpersonernas arbetsprestationer.

Som uppsatsen belyst finns det ett behov av lagstiftning på området alternativt ett tydligt ställningstagande från HFD beträffande hur *carried interest* ska beskattas. Mot bakgrund av att situationerna när *carried interest* utbetalas skiljer sig åt finns det fördelar med lagstiftning framför prejudikat från HFD. Främst lagstiftning men även förtydligande från HFD är något som önskas från de riskkapitalaktörer som undertecknat varit i kontakt med. I det fall det skulle bli aktuellt med att implementera särskild lagstiftning för beskattning av *carried interest* finns det differenta möjligheter. En möjlighet är att implementera det lagförslag som var på tapeten år 2012, d.v.s. beskattning likt den enligt 57 kap. IL. En annan möjlighet är att beskatta *carried interest* enligt NE-metoden. Ett tredje alternativ är en kombination av nyssnämnda två alternativ. Givet att differensen mellan ”hurtle rate” och jämförelseindexet är positiv tillämpas NE-metoden i steg ett, denna del beskattas i inkomstslaget kapital. I steg två aktualiseras beskattning likt den i 57 kap. IL. Att kombinera dessa två metoder i stället för att endast tillämpa beskattning likt den i 57 kap. IL leder till en mer rättvis beskattning. Detta

eftersom den del av avkastningen som kan härledas till finansmarknadens generella uppgång beskattas i inkomstslaget kapital. Nackdelen med en kombination såväl som att endast tillämpa NE-metoden är som tidigare nämnt att NE-metoden ökar risken för tvister beträffande vilket jämförelseindex som ska tillämpas, d.v.s. att rättsosäkerhet kvarstår. Ökat antal eventuella tvisterna leder till ökade kostnader för samhället och skattskyldig, vilket är negativt för rättsväsendets resursanvändning. Genom en sammanvägd bedömning finns det fördelar med att endast beskatta *carried interest* enligt systematiken likt den i 57 kap. IL, då enkelheten, förutsebarheten och samhällets resursanvändning effektiviseras. Dock ska nämnas att utdelningar kan beskattas vid sidan om 57 kap. IL oaktat tillämpligheten av kapitlet. Om detta även skulle gälla för den lagstiftning som *carried interest* kan komma att omfattas av uppkommer följande fråga: Hur ska beloppet som beskattas vid sidan om lagstiftningen likt 57 kap. IL bestämmas och hur stort ska detta belopp vara? För att öka rättssäkerheten bör nyssnämnda vid eventuell lagstiftning där *carried interest* ska beskattas likt 57 kap. IL beaktas vid lagförslaget.

Rättsosäkerheten är negativ för riskkapitalbranschen. Detta eftersom den riskerar att ge incitament för nyckelpersoner att bosätta sig i jurisdiktioner där det finns en rättssäkerhet och dessutom mer gynnsam beskattning av *carried interest*. Ifall nyckelpersoner, vilka vanligen har gott om kapital, bosätter sig i andra jurisdiktioner försämras det svenska finansiella systemet. Exempelvis har tillväxtbolag i tidiga faser ett behov av stöd i form av kapital, kompetens och aktiva delägare, vilket nyckelpersonerna i vissa fall kan vara behjälpliga med genom en s.k. ängelinvestering.¹²⁷ Trots den digitala utvecklingen är närheten mellan investerarna och bolagen av särskild betydelse i dessa fall. Således, i det fall många av nyckelpersonerna bosätter sig i andra jurisdiktioner riskerar detta att leda till mindre och färre investeringar i bolag i tidiga faser. Detta skulle bidra till färre innovationer, mindre tillväxt och färre arbetstillfällen. Med andra ord tillgodoser

¹²⁷ Nyman (2012) s. 33 f.

nyckelpersonerna vid sidan om sina roller i riskkapitalbolagen en funktion i det svenska finansiella systemet. Ovanstående belyser vikten av företrädesvis klara och tydliga lagar gällande beskattning av *carried interest*, alternativt att HFD behandlar prejudikatfrågan: Hur ska *carried interest* beskattas?

Avslutningsvis är frågorna i denna diskussion komplicerade och intressanta liksom betydelsefulla ur ett förutsebarhets- och rättssäkerhetsperspektiv. Inom området finns det ett behov av vidare forskning, lagstiftning alternativt klargörande från HFD för att utreda hur *carried interest* ska beskattas. Tydliga svar skulle föra med sig en ökad förutsebarhet och rättssäkerhet, vilket är eftersträvansvärt för såväl den enskilde som samhället i stort.

Käll- och litteraturförteckning

Offentligt tryck

Statens offentliga utredningar

SOU 2002:52	Beskattning av småföretagare
SOU 2016:75	Översyn av skattereglerna för delägare i fåmansföretag

Propositioner

Prop. 1989/90:50	om inkomstskatten för år 1990, m. m.
Prop. 1989/90:110	om reformerad inkomst- och företagsbeskattning
Prop. 1994/95:122	Finansiering av medlemskap i EU
Prop. 2008/09:62	F-skatt åt fler

Övrigt

Finansdepartementet, Promemoria	Beskattning av vissa delägare i riskkapitalfonder, 2012
Kommittédirektiv 2014:33	Skatteregler för incitamentsprogram

Litteratur

Juridisk litteratur

Andersson, Mari; Dahlberg, Mattias, Saldén Enéerus, Anita & Tivéus, Ulf, *Inkomstskattelagen: en kommentar Del 2 29-67 kap*, 20 uppl, Stockholm: Norstedts Juridik, 2020.

Bryman, Alan, Bell, Emma, Harley, Bill, *Business Research Methods*, Great Clarendon Street: Oxford University Press Inc 2019.

Dahlberg, Mattias, *Ränta eller kapitalvinst*, Uppsal: Iustus 2011.

Kleineman, Jan, *Rättsdogmatisk metod*, i Nääv, Maria, Zamboni, Mauro (red.), *Juridisk metodlära*, Uppl. 2, Lund: Studentlitteratur 2018.

Lodin, Sven-Olog et al., *Inkomstskatt - en läro- och handbok i skatterätt - del 1*, uppl. 17, Lund: Studentlitteratur 2019.

Lundén, B., Bokelund Svensson, U., *Handelsbolag – Skatt Ekonomi Juridik Deklaration*, Näsviken: Björn Lundén Information 2017.

Nyman, Michael, Lundgren, Jonatan, Rösiö, Carl Christian, *Riskkapital – private equity- och venture capitalinvesteringar*, uppl. 2, Norstedts Juridik 2012.

Tjernberg, Mats, *Beskattning av fåmansföretag*, Lund: Studentlitteratur, 2005.

Tjernberg, Mats, *Skatterättslig tolkning*, Uppsala: Iusté 2018.

Ekonomisk litteratur

Bodie, Zvi, Kane, Alex, Marcus J., Alan, *Investments*, Maidenhead: McGraw-Hill Education 2014.

Byström, Hans, *Finance*, Lund: Studentlitteratur 2014.

Tidsskrifter

Juridiska tidsskrifter

Bergqvist, Sven-Åke, Nilsson, Martin, Hagbard, Niklas och Beyer, Carl, *Skatteverkets offensiv mot riskkapitalbranschen*, SvSkT 2011:4 s. 332 ff.
Johansson, Jesper, *Synpunkter på den kritik som riktats mot domarna om carried interest*, Skattenytt 2019.

Gunne, Cecilia, *Fortsatt oklart om beskattning av carried interest*, SvSkT 2019:2.

Gunne, Cecilia, *Hur ska carried interest beskattas?*, SvSkT 2016:3.

Rydin, U. och Båvall, B., *Beskattning av ägare till fåmansföretag*, uppl. 3, Norstedts Juridik 2012.

Tivéus, Ulf, *Särskilda skäl mot att tillämpa utomståenderegeln i fondstruktur*, Skattenytt 2021.

Tjernberg, Mats, *Synpunkter på översynen av fördelningsreglerna i 57 kap. IL*, Skattenytt 2017.

Tjernberg, Mats, *Different skattemässig behandling av differentierad utdelning*, Skattenytt 2021.

Von Bahr, Stig, *Nordic Capital i Kammarrätten*, Skattenytt 2014.

Ekonomiska tidskrifter

Axelson, Ulf, Morten Sørensen, and Per Strömberg, 2014, *Alpha and beta of buyout deals: A jump CAPM for long-term illiquid investments*, working paper, London School of Economics.

Berk A. Sensoy, Yingdi Wang, Michael S. Weisbach, 2013, *Limited partner performance and the maturing of the private equity industry*, NBER WORKING PAPER SERIES.

Bloom, N, R Sadun och J Van Reenen, 2009, *Do Private Equity Owned Firms Have Better Business Practices?*, CEPR Discussion Paper 8235.

Cronqvist, Henrik, Fahlenbrach, Rüdiger, December 12 2012, *CEO contract Design: How Do Strong Principals Do It*, Journal of Financial Economics.

Graham, J, 2000, *How Big Are the Tax Benefits of Debt?*, Journal of Finance, vol 55, s 1901-1941

Grossman, S och O Hart, 1986, *The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration*, Journal of Political Economy, vol 94, s 691–719

Holmström, B och P Milgrom, 1991, *Multi-Task Principal Agent Analysis*, Journal of Law, Economics and Organization, vol 7, s 24–52.

Jensen, M och W Meckling, 1976, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, Journal of Financial Economics, vol 3, s 305-360

Jensen, M, 1986, *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*, American Economic Review, vol 76.

Jensen, M, 1989, *The Eclipse of the Public Corporation*, Harvard Business Review, vol 67.

Ji-Woong Chung, February 2012, *Performance Persistence in Private Equity Funds*, The Chinese University of Hong Kong.

Kaplan, Steven N., Berk A. Sensoy, 2015, *Private equity performance: A survey*, Annual Review of Financial Economics 7.

Kaplan och Schoar i Kaplan, S. & Schoar, A., 2005, *Private Equity Performance: Returns, Persistence, and Capital Flows*, Journal of Finance.

Kaplan, S och P Strömberg, 2001, *Venture Capitalists as Principals: Screening, Contracting, and Monitoring*, American Economic Review, vol 91.

Kungliga vetenskapsakademin, *Kontraktsteori*, Ekonomipriset 2016.

Modigliani, F och Miller, M., 1958, *The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment*, American Economic Review, vol 48.

Mulcahy, D., B. Weeks and H. Bradley, 2012, *We Have Met the Enemy and He Is Us. Lessons from Twenty Years of the Kauffman Foundation's Investments in Venture Capital Funds and The Triumph of Hope over Experience*, Working paper, Kauffman Foundation.

Robert S. Harris, Tim Jenkinson, Steven N. Kaplan, and Ruediger Stucke, November 2020, *Has Persistence Persisted in Private Equity? Evidence*

from Buyout and Venture Capital Funds, Becker Freidman Institute For Economics at UCHICAGO.

Robinson, D. and B. Sensoy, 2016, *Cyclicalilty, Performance Measurement, and Cash Flow Liquidity in Private Equity*, Journal of Financial Economics.

Strömberg, Per, 2012, *Risikkapitalfonder, skuldsättning och incitament*, Ekonomisk Debatt, nr 7, årgång 40.

Swensen, D., 2000, *Pioneering Portfolio Management: An Undonventional Approach to Institutional Investment*, Free press.

Yermack, D, 1996, *Higher Market Valuation of Companies with Smaller Board of Directors*, Journal of Financial Economics, vol 40.

Rättsfallsförteckning

RÅ 1993 ref. 99

RÅ 1998 ref. 10

RÅ 1999 ref. 28

RÅ 2000 ref. 56

RÅ 2001 ref. 50

RÅ 2004 ref. 27

RÅ 2007 not 1

RÅ 2007 not 129

RÅ 2007 ref. 27

RÅ 2009 ref. 53

RÅ 2010 ref. 102

HFD 2012 ref. 13

HFD 2018 ref. 31

Kammarrätten i Stockholm mål nr 8755-8764-12.

Kammarrätten i Stockholm mål 4499–16 och 4714–16

Kammarrätten i Stockholm mål 3968-3971-16

Kammarrätten i Stockholm mål nr 6057-6061-19

Kammarrätten i Stockholm mål nr 3466–21

Kammarrätten i Stockholm mål nr 4572-4578-16

Kammarrätten i Stockholm mål nr 4065-4066-19

Kammarrätten i Stockholm mål nr 4713–16 och 6871–16

Övrigt

Ek, Nicolas, *Omklassificering av differentierad utdelning – Beaktas tillämpligheten av 57 kap. IL vid omklassificering av differentierad utdelning till löneinkomst?*, LAGF03 Rättsvetenskaplig uppsats, Lund.

Skatteverkets pressmeddelande, Skatteverket fortsätter granska riskkapitalbranschen, 2014-11-14.

Economic footprint of Swedish Private Equity, 2020b, SVCA.

Swedish Private Equity Activity, 2020a, SVCA.

Appendix

Fullständig lista över antagandena i Capital Asset Pricing Model

1. 1. Individens beteende
 - a. Investorerare är rationella mean-variance optimerare
 - b. Investorerare har en gemensam investeringhorisont
 - c. Investorerare har homogena förväntningar
2. Marknadsstruktur
 - a. Alla tillgångar handlas på en publik marknad
 - b. Investorerare kan låna till en riskfri ränta samt inta korta positioner på marknaden
 - c. Inga skatter
 - d. Inga transaktionskostnader¹²⁸

Ekvationer

$$1 \quad E(R_i) = R_f + \beta_i [E(R_m) - R_f]$$

$$2 \quad \beta_i = \frac{\text{Cov}(R_i, R_m)}{\text{Var}(R_m)}$$

$$3 \quad \alpha_j = R_i - [R_f + \beta_i m(R_m - R_f)]$$

$$4 \quad \text{Nettonuvärde} = 0 = \sum_{t=0}^T \frac{CF_T}{(1+r)^t}$$

¹²⁸ Bodie, Zvi, Kane, Alsex, Marcus J., Alan, *Investments*. Maidenhead, 2014. McGraw-Hill Education, s. 278 ff.

5 $MOIC = \frac{\textit{Realiserat värde} + \textit{Orealiserat värde}}{\textit{Totalt investerat kapital}}$

6 $KS - PME = \frac{\sum FV(D) + NAV}{\sum FV(C)}$

7 *Jämförelseindexts CAGR > Hurtle rate CAGR*