

1 En bolagsmodell anpassad för alternativa investeringsfonder som investerar i finansiella tillgångar

1.1 Inledning och uppdraget

Inledning och utredarens uppdrag

2014 års fondutredning har haft i uppdrag att göra en analys av förutsättningarna för svensk fondverksamhet, och att föreslå ändringar i syfte att modernisera och stärka den svenska fondbranschens konkurrenskraft. I kommittédirektivet uttrycks bl.a. att det är

”...en utgångspunkt att det ska finnas goda förutsättningar att driva fondverksamhet i Sverige. Detta innefattar möjligheten att konkurrera såväl i Sverige som på den inre marknaden i övrigt. Därför behöver de svenska fondbolagens, AIF-förvaltarnas, värdepappersfondernas och alternativa investeringsfondernas konkurrenskraft stärkas.”¹

Uppdraget innefattar att se över möjligheterna att introducera en ny bolagsmodell för såväl värdepappersfonder som alternativa investeringsfonder. Värt att notera i detta hänseende är att den svenska lagstiftaren har, ända sedan 70-talet², konstaterat att det finns fördelar med att ha en bolagsmodell med rörligt aktiekapital som kan användas för fondverksamhet. En rad hinder har dock inneburit att något konkret lagförslag aldrig presenterats.

Det faktum att nuvarande utredning, trots relativt snäva tidsramar och begränsade resurser, presenterar ett förslag om införande av en ny bolagsmodell med rörligt aktiekapital är därför något som vi starkt välkomnar. Den bolagsmodell som utredaren föreslår är ett steg i rätt riktning vad gäller att öka den internationella konkurrenskraften för vissa fondtyper – värdepappers- och specialfonder. Det är ett genomtänkt förslag som tagit intryck från tre av de mest framstående fondnationerna inom EU, och som därtill på flera sätt ger fondaktörerna stor flexibilitet vad gäller bland annat val av förvaltarform samt styrelsens och aktieägarnas roll. Samtidigt förblir förslaget UCITS-direktivet troget och säkerställer därmed det konsumentskydd som måste prägla all reglering av de fonder som får rikta sig till allmänheten.

Vi delar utredarens uppfattning att private equity-fonder bör inkluderas bland de fondtyper som får nyttja modellen och att detta är en högprioriterad åtgärd. Vi anser därför att den bolagsrättsliga strukturens tillämpningsområde snarast bör utvidgas, och strukturen göras så pass ändamålsenlig och flexibel, att den kan fungera effektivt så att fler private equity-fonder kan förläggas i Sverige. En sådan anpassning skulle kunna medföra stor samhällsekonomisk vinning i form av arbetstillfällen, skatteintäkter och tillväxt.

Yttrandets innehåll och omfattning

Mot bakgrund av det ovan konstaterade (och nedan vidareutvecklade) innehåller yttrandet en övergripande beskrivning av de justeringar som, i förhållande till utredarens förslag, är nödvändiga för att bolagsmodellen ska kunna göras tillämplig även på alternativa investeringsfonder som investerar i finansiella instrument samt i onoterade bolag. Justeringarna avser således att besvara hur nuvarande utredning – och kommande lagstiftning i frågorna – ska kunna bidra till att förverkliga målsättningarna om att attrahera fler private equity-fonder till Sverige, och även attrahera fler investerare till private equity-fonder förlagda i Sverige. Precis som utredaren framhåller i förhållande till utredarens förslag till bolagsmodell, finns även i förhållande till de s.k. kvalificerade investeringsbolag som detta yttrande avser (se vidare under avsnitt 1.2.2 nedan) ett behov av viss ytterligare utredning, samt av att detaljerad lagtext tas fram. Inte bara själva lagen om investeringsbolag, utan även nödvändiga följdändringar i insolvensrätt, skatterätt, m.m. måste utformas på ett konkurrenskraftigt och långsiktigt hållbart sätt, varvid

¹ Sid. 6 Kommittédirektiv 2014:139 Översyn av fondregelverket

² Jfr. SOU 1969:16, Värdepappersfonder m.m., bl.a. sid. 45 samt 85.

man bör beakta den verksamhet som är knuten såväl till investerarna som till fondenheten själv. De skatterättsliga frågorna måste analyseras i nära samarbete med den detaljerade utformningen av bolagsmodellen, och i detta arbete måste utgångspunkten vara att det ska säkerställas att skatteneutralitet föreligger mellan investeringar i förevarande fond/bolagsmodell och annat direkt eller indirekt ägande av finansiella tillgångar. Det får inte heller uppstå några väsentliga merkostnader för investerarna att investera i en svenskbaserad fond jämfört med vad som gäller inom andra EU-medlemsstater.

Förslaget i detta yttrande ska därför ses som en övergripande vägledning avseende de justeringar som behöver göras för att åstadkomma en mer komplett helhetslösning, med utgångspunkt i hur motsvarande konkurrenskraftiga alternativ i andra EU medlemsländer såsom England, Luxemburg och Irland ser ut. Naturligtvis ska modellen därtill endast ses som ett *komplement* till befintliga legala strukturer, och det måste stå marknadsaktörerna fritt att välja den legala struktur som passar just dem bäst. En konkurrenskraftig nation är en som förstår att tillgodose det behov av flexibilitet som idag finns vad gäller den mycket heterogena investeringsverksamhet som kan tjäna till att stärka samhällsekonomin. Sverige bör därför se till att ligga i framkant även på detta område.

Private equity och dess betydelse för den svenska samhällsekonomin

Alternativa investeringsfonder omfattar en mycket bred och olikartad grupp av fondtyper. Definitionen har kommit att inkludera s.k. private equity-fonder, även kallade riskkapitalfonder (se presentation av dessa under avsnitt 3.1 i utredarens betänkande).

Såsom beskrivits i utredarens förslag, tillskjuter private equity-fonder kapital och tillför, genom ett aktivt ägande, även kompetens till främst onoterade bolag. I huvudsak är det institutionella investerare (såsom försäkringsbolag och pensionsfonder) som investerar i private equity-fonder. Viktigt att komma ihåg är att dessa fonders verksamhet i grunden är ett avtalsreglerat samriskföretagande mellan professionella och semi-professionella investerare, fondförvaltare och investeringsrådgivare – dessa parter är alla, såsom jämbördiga, typiskt sett med och förhandlar fram villkoren för en ny fond. På så sätt kan de komma överens om de lösningar som passar dem bäst, varför det är naturligt att låta avtalsfrihet och flexibilitet råda. Som en del av grundmodellen är de uppräknade aktörerna, och även ledningen i de bolag som fonderna tar en betydande ägarandel i, med och tillskjuter kapital till bolagen, och tar därmed del av den risk som följer med en investering i ett onoterat bolag.

Det är med andra ord frågan om en ägarform som på flera fundamentala sätt är väsensskild från sådan fondverksamhet som typiskt sett dels riktar sig till en spridd grupp av passiva småsparare/konsumenter, och dels har en verksamhet som typiskt sett går ut på att aktivt handla i finansiella instrument.

Private equity-fonder utgör en unik ägarform där såväl de passiva investerarna som rådgivarna förutsätts investera betydande kapital för att bygga långsiktigt hållbara bolag där jobb kan skapas och/eller bevaras i Sverige. Private equity bidrar därför till svensk tillväxt – inte minst genom det internationella kapital som fonderna attraherar till de svenska företagen. De institutionella investerarna och deras förmånstagare (pensionsspararna m.fl.) gynnas i sin tur tack vare den avkastning som ägarmodellen genererar genom sitt aktiva utvecklingsarbete i, och stärkande av, bolagen.³ Ägarformen understödjer även framväxten av entreprenörsföretag och innovativt nyskapande i Sverige – inklusive genom att bereda väg för de svenska tech-undrens fortsatta internationella framgångar.

Det vore därför önskvärt om betydligt fler private equity-fonder var etablerade i Sverige – inte minst mot bakgrund av att redan idag är närmare 200 000 personer anställda i bolag, spridda över hela Sverige, som är hel- eller delägda av private equity-fonder. Detta motsvarar cirka 4 procent av alla anställda i Sverige.

³ Jfr. bl.a. G20/OECD High-Level Principles of Long-Term Investment Financing by Institutional Investors, September 2013.

Sveriges förutsättningar som konkurrenskraftig marknadsekonomi och fondnation

Som avstamp för detta yttrande bör framhållas att Sverige har goda grundförutsättningar för att kunna utvecklas till en ledande finansplats i norra Europa. För att faktiskt nå dit, krävs dock att Sverige tar tillvara på och förstärker sina konkurrensfördelar samt undanröjer de konkurrensnackdelar som dagens svenska lagstiftning innebär för olika typer av investeringsverksamhet. Inte minst måste de hinder undanröjas som idag begränsar möjligheten för stora institutionella investerare från vissa länder att investera i Sverige. Den svenska marknaden för långsiktiga investeringar saknar idag rätt förutsättningar för att vara fullt ut konkurrenskraftig (se mer om denna fråga under nästkommande rubrik).

Svensk lagstiftning har, sett ur ett internationellt perspektiv, inte genomgått samma anpassning till rådande marknadsförhållanden som skett i framgångsrika finansiella center såsom England, Luxemburg och Irland. Detta har särskilt påverkat förutsättningarna för den särskilda roll som private equity-fonder fyller såsom ägarform. Den svenska lagstiftningen, och tillämpningen av densamma, står sig svag i den internationella konkurrensen. Vissa internationella aktörer har en bild av Sverige som ett land med bristande förutsebarhet och avsaknad av ett långsiktigt hållbart regelverk. Den osäkerhet detta skapar försvårar därmed för många fonder att verka i Sverige.

En modernisering av regelverket för private equity-verksamhet bör, som redan konstaterats, tydligt eftersträva att stärka den verksamhetsform som är avgörande för att tillföra nödvändigt kapital och kompetent ägande till svenska företag i alla storlekar. Detta är i sig ett fundament för en regions tillväxt – något som uppmärksammats starkt av EU efter den finansiella krisen, och särskilt då europeiska bolag i stor utsträckning ansetts vara utlämnade till att hitta finansiering genom banklån och dylikt i en ogynnsam omfattning.⁴

Svensk ekonomi vinner på att ha en livskraftig finansiell sektor. Denna kan stärkas om fondverksamhet och den omfattande service- och rådgivningsindustri som är kopplad därtill i större utsträckning attraheras till Sverige.

Marknadsföring till semi-professionella investerare – lättnad för aktörer som investerar i tidiga skeden

Utredningen har även haft i uppdrag att se över reglerna avseende marknadsföring av fonder. I detta hänseende anser vi det olyckligt att någon revidering av regleringen kring möjligheten för affärsänglar och mindre venture capital-fonder att rikta sig till semi-professionella investerare inte föreslås. Nuvarande reglering är bristfällig då dessa fonder inte kan använda sig av de undantag som medför en rätt för AIF:er (som inte är specialfonder) att, inom ramen för AIFMD-regelverket, rikta sig till semi-professionella investerare. Det bör i sammanhanget noteras att ett av syftena med undantagsregleringen var att säkerställa att affärsänglar och venture capital-fonder skulle få en lättnad i detta hänseende, och inom ramen för nu nämnda regelverk kunna marknadsföra sina fonder till fler investerare än bara de som utgör professionella investerare.

I praktiken uppnådde dock regleringen inte önskat resultat. Problemet ligger i att definitionen av de fonder som får rikta sig till dessa investerare inkluderar ett kontrollrekvisit i förhållande till fondens portföljbolag. De nu berörda fondtyperna tar dock i realiteten oftast minoritetsposter, och rekvisitet blir därför inte uppfyllt. En justering av kontrollrekvisitet bör således göras så att lättnaden träffar affärsänglar och venture capitalfonder i syfte att främja riskkapital i tidiga skeden..

Nuvarande utbud av legala strukturer bör göras mer konkurrenskraftigt

För att det svenska regelverket ska kunna sägas vara ”konkurrenskraftigt”, måste det ha en tillräckligt stark förmåga att attrahera och bibehålla marknadsaktörer (inbegripet investerare och deras kapital). Sverige har idag ett antal i sig välfungerande legala strukturer (däribland vår

⁴ Något som framgår inte minst av Capital Markets Union-satsningen. Se även Communication from the Commission to the European Parliament and the Council on Long-Term Financing of the European Economy (27 mars 2014), sid. 4.

aktiebolagsmodell med fast aktiekapital). Vid en internationell jämförelse blir det dock tydligt att Sverige erbjuder väldigt få legala strukturer – medan länder som t.ex. Luxemburg tillhandahåller ett brett utbud av olika legala strukturer vilket skapar en stor flexibilitet. Trots att våra befintliga legala strukturer är välfungerande bör därför en breddning av även det svenska utbudet ske. Annars riskerar Sverige som fondnation att stå sig svagare vid jämförelser med utländska alternativ.

Internationella investerare kan idag få problem att investera i de befintliga svenska strukturer som är uppsatta för att skapa genomflöde motsvarande ett rörligt aktiekapital. T.ex. kan detta bero på att vissa institutionella investerare är förhindrade från att investera i skuldinstrument. Detta får den allvarliga följden att den svenska marknaden har därför mindre kapital än vad den – med relativt enkla åtgärder – skulle kunna ha. Om åtgärder inte vidtas kommer Sverige att fortsätta stänga ute stora delar av det investeringskapital som vi behöver för att stödja svenska bolag och säkra ett fortsatt jobbskapande och tillväxtbyggande i Sverige.

Det vore därför positivt om de svenska strukturer som fonder idag kan använda sig av kompletteras med en modell med rörligt aktiekapital, så att investeringskapitalet kan få ett effektivt flöde. En meny av legala strukturer är ett led i att tillförsäkra att fondaktörer kan verka på ett för dem, deras investerare och portföljbolag effektivt sätt.⁵ Detta är av särskild vikt för mindre fondaktörer, som i regel inte har samma resurser som de större aktörerna och som därför saknar samma möjlighet att förlägga fonder utomlands för det fall befintliga svenska legala strukturer inte skulle passa dem eller deras investerare. Det föreligger således en risk för att de mindre svenska aktörerna kommer att slås ut av de större, samt att det inte sker en tillräckligt stor organisk tillväxt av nya fondaktörer på den svenska marknaden.

För att en bolagsrättslig fondstruktur ska kunna nå framgång med att attrahera investerare, krävs att strukturen är lätt att känna igen och förstå ur ett internationellt perspektiv. Modellen måste baseras på internationellt sett välkända och accepterade principer och förutsättningar, samt vara tillräckligt flexibel. Det förslag som presenteras nedan tar därför detta som utgångspunkt.

Med införandet av en ny legal struktur följer ett behov av att behandla därtill hörande skattefrågor. Skattelagstiftningens utformning är central för att Sverige ska kunna skapa förtroende hos institutionella investerare – pensionsstiftelser, försäkringsbolag med flera – från olika delar av världen, och på så vis bli en konkurrenskraftig nation för samriskinvesteringsverksamhet, då inte minst private equity. För att sådana investerare ska våga låsa in sitt kapital i svenska private equity-fonder över den tid om upp till 10-15 år som det i regel handlar om, måste det finnas en tillit till systemet och en trygghet i att de centrala reglerna – inte minst skattereglerna – inte på ett oförutsebart eller oskäligt sätt kommer att ändras från tid till annan.

I och med att konkurrensen om investerarnas kapital är knivskarp och i allra högsta grad global, är det en enkel sak för investerarna – inklusive svenska sådana (t.ex. våra pensionsfonder) – att investera i fonder som är förlagda utomlands. Vid en internationell utblick framgår tydligt att de mest framgångsrika finansiella centren i Europa behandlar alla fondtyper på ett principiellt likartat sätt; såsom skattetransparenta rättsfigurer skapade för att underlätta saminvesteringar i syfte att köpa, utveckla och sälja företag med tillväxtpotential. Investerarna är som utgångspunkt inte beredda att betala en merkostnad, på grund av att det eventuellt uppstår dubbel- och/eller särbeskattning, för att investera i fonder baserade i Sverige. Sverige bör därför lämpligen ta intryck av hur regleringen ser ut i andra EU-medlemsstater som kan anses vara mer framgångsrika såsom fondnationer.

Vi delar utredarens bedömning att det bör råda skatteneutralitet mellan olika fondtyper. Vidare delar vi utredarens bedömning vad gäller att det även ska råda skatteneutralitet mellan direkt och indirekt ägande av aktier så att skatt inte på ett oavsiktligt sätt blir handlingsdirigerande. Precis som utredaren konstaterar skulle en skatteneutral lagstiftning som uppnås med hjälp av i princip skattetransparenta entiteter, där det säkerställs att dubbel-, mer- eller särbeskattning inte uppstår, inte leda till någon förlust av skatteintäkter. Därtill öppnar

⁵ Även en fullt ut transparent kommanditbolagsstruktur som motsvarar framgångsrika internationella förlagor är något som kan ses som önskvärt på sikt.

möjligheten till en växande service- och rådgivningsindustri knuten till private equity-fonder förlagda i Sverige upp för en breddad skattebas.

1.2 Komplettering av utredarens förslag till bolagsmodellen

1.2.1 Utgångspunkter

Nedan presenteras de justeringar av utredarens förslag till bolagsmodell som krävs för att bolagsmodellen även ska kunna användas av sådana alternativa investeringsfonder som huvudsakligen investerar i finansiella instrument samt onoterade bolag, och som riktar sig till professionella och/eller semi-professionella investerare.

Det bör dock understrykas att förslaget inte innebär att lagen skulle göras tillämplig för alla alternativa investeringsfonder, utan enbart alla de fondtyper som investerar i finansiella instrument samt onoterade bolag (vilket skulle inkludera private equity-fonderna). För att säkerställa att modellens tillämpningsområde blir väl avgränsat, föreslås att en förutsättning för att kunna använda modellen ska vara att fondens förvaltare har tillstånd eller är registrerad enligt lagen (2013:561) om förvaltare av alternativa investeringsfonder.

I sammanhanget kan noteras att de så kallade hedgefonderna, som även de faller in under definitionen alternativa investeringsfonder som investerar i finansiella instrument, i regel utgör specialfonder och därmed redan omfattas av utredarens förslag. Hedgefonderna kommer därför inte att behandlas särskilt i detta yttrande.

Eftersom fonderna som omfattas av justeringarna inte är avsedda för allmänheten, behövs inte heller samma långtgående investerarskydd avsett för konsumenter som för de öppna fonder som berörs av utredarens förslag. Bolagsmodellen bör därför, till den del som den ska användas av fonder som endast riktar sig till professionella respektive semi-professionella investerare, i sig inte göras föremål för långtgående detaljreglering. På detta sätt stärks bolagsmodellens internationella konkurrenskraft. Ett annat förhållningssätt vore oproportionerligt – och skulle i praktiken inte fungera för de nu diskuterade fondtyperna.

Som exempel på behovet av flexibilitet kan nämnas att ett av de mest särpräglade dragen vad gäller private equity-fonder är att fondens investerare typiskt sett är involverade redan vid upprättandet av fonden. Det rör sig om ett samriskföretagande, där investerarna, förvaltarna, investeringsrådgivarna och portföljbolagens ledning typiskt sett alla investerar i fondens portföljbolag. Det är således en ägarform som diametralt skiljer sig från mer sedvanlig investeringsfondverksamhet, som ofta präglas av ett spritt och passivt ägande i noterade tillgångar och där investerarna har en rätt att lämna fonden (d.v.s. fondstrukturer som är öppna för inlösen). I förhållande till private equity-fonder uppträder investerarna däremot som jämbördiga parter till fondens blivande förvaltare. Detta möjliggör att skraddarsydda villkor kan tas fram utifrån den enskilde investerarens preferenser, och förvaltarens inställning till dessa.

I detta sammanhang bör det framhållas att den svenska lagstiftaren sedan tidigare konstaterat att professionella aktörer förväntas kunna väga de eventuella risker m.m. som är förenade med en investering i ett instrument, mot det förväntade ekonomiska utbytet (se prop. 2004/05:85 sid. 368). Även detta talar för att parterna ska ges långtgående avtalsfrihet. Genom att ha flexibilitet och avtalsfrihet som utgångspunkter för de föreslagna justeringarna av bolagsmodellen, uppnår man en reglering som ligger i linje med vedertagna utgångspunkter i såväl svensk rätt som EU-rätt. Beträffande EU-rätten, kan härvid tilläggas att då de s.k. AIFM-direktivet⁶ togs fram konstaterades att det vore oproportionerligt att detaljreglera fonderna i sig. Av vikt i detta sammanhang är att dessa fonders förvaltare i stor utsträckning kommer att vara föremål för den omfattande reglering som AIFM-direktivet påbjuder, och som bland annat syftar till att säkerställa ett adekvat investerarskydd anpassat för respektive investerarkategori.

Det bör noteras att lagen om förvaltare av alternativa investeringsfonder tar höjd för alla typer av alternativa investeringsfonder, såväl internt som externt förvaltade fonder och oavsett vilken

⁶ Europaparlamentets och Rådets Direktiv 2011/61/EU av den 8 juni 2011 om förvaltare av alternativa investeringsfonder.

legal struktur de verkar igenom. Lagen är således generellt tillämplig, och innehåller ingen konkret reglering vad gäller legal struktur⁷. Lagen (2004:46) om värdepappersfonder å sin sida reglerar endast externt förvaltade kontraktuella fonder, och innehåller således specifik reglering av en särskild legal struktur. Lagtekniskt sett betyder detta de alternativa investeringsfonder som vi anser bör inkluderas i kommande lagförslag har förutsättningar att vara mer lättreglerade i förhållande till den bolagsrättsliga lagstiftningen än de värdepappers- respektive specialfonder som utredarens förslag omfattar. Detta beror på att lagen om förvaltare av alternativa investeringsfonder kommer att bli direkt tillämplig på dessa fonders förvaltare, medan det i förhållande till värdepappersfonder krävs särskild reglering.

Det bör understrykas att även om lagen om investeringsbolag utvidgas till att omfatta private equity-fonder, och även om dessa fonder äger aktieposter i operativa bolag (t.ex. industriföretag m.m.), kommer portföljbolagen att fullt ut omfattas av aktiebolagslagens (eller motsvarande utländsk reglerings) regler – t.ex. i fråga om bestämmelser om fast aktiekapital och ägarstyrningsfrågor.

1.2.2 Nödvändiga justeringar i sak

Nedan följer en genomgång av utredarens förslag, som följer den kapitelindelning som utredaren använder. Genomgången behandlar de justeringar som krävs för att en helhetslösning ska uppnås. Såsom framhållits ovan är en av de mest fundamentala skillnaderna mellan slutna private equity-fonder, som kommit att falla utanför utredarens förslag, och de öppna värdepappers- och specialfonderna, som riktar sig till småsparare och som utredarens förslag omfattar, att private equity-fonder endast får rikta sig till professionella och semi-professionella investerare.

Det bör dock understrykas att förslaget i detta yttrande inte förväntas påverka det behov av följdändringar i insolvensrätten, den näringsrättsliga regleringen, etc. som utredarens förslag ger upphov till. Skälet till detta är att de typer av investeringsverksamhet som de olika fondtyperna ägnar sig åt i just dessa hänseenden är så pass närbesläktade att inga särskilda justeringar av mer omfattande slag krävs.

För att förenkla särskiljandet av de alternativa investeringsfonder som riktar sig till professionella och semi-professionella investerare från de fonder som utredarens förslag behandlar och som även får rikta sig till allmänheten/småsparare, kommer de förstnämnda att benämnas "kvalificerade investeringsbolag", och de sistnämnda att benämnas "allmänna investeringsbolag".

Då det i praktiken i huvudsak är private equity-fonder som kommer att falla in under tillämpningsområdet för ett kvalificerat investeringsbolag, så kommer analysen nedan att, där lämpligt, direkt hänvisa till denna typ av fonder. Beskrivningen av de fonder det är frågan om (alternativa investeringsfonder som investerar i finansiella instrument eller i onoterade bolag och som riktar sig till professionella och/eller semi-professionella investerare) samt begreppen "kvalificerat investeringsbolag" och "private equity-fond" kommer därför användas enligt vad som i sammanhanget är lämpligt och, om inte annat framgår, utan att någon åtskillnad i sak är avsedd. Naturligtvis ska begreppet kvalificerat investeringsbolag (som är en legal struktur) för den sakens skull inte ses som likställt med private equity (som är en ägarform som kan verka igenom många olika legala strukturer).

1.2.2.1 Kapitel 1 – Inledande bestämmelser

Tillämpningsområde

Portalparagrafen 1 kap 1 § i utredarens förslag definierar vad som är ett investeringsbolag, och kan därtill fungera även som en beskrivning av bolagsmodellens tillämpningsområde. Bestämmelsen behöver därför ett tillägg om att investeringsbolag även kan utgöras av alternativa investeringsfonder som investerar i finansiella instrument eller i andra värdepapper (såsom

⁷ Med undantag för viss specifik reglering avseende specialfonder.

aktier i onoterade bolag) och som får marknadsföra sig endast till professionella och semi-professionella investerare. I syfte att förstärka paragrafens funktion såsom en spärr mot missbruk av bolagsmodellen till annan typ av verksamhet än de avsedda fondverksamheterna, kan därtill uttryckligen stadgas att endast fonder av beskriven karaktär som själva, eller vars förvaltare, har erhållit tillstånd enligt lagen om värdepappersfonder eller har erhållit tillstånd eller är registrerade enligt lagen om förvaltare av alternativa investeringsfonder får nyttja bolagsformen.

I syfte att underlätta den lagtekniska utformningen bör *två olika typer* av investeringsbolag definieras, för att de olika fondkategorierna vid behov och på ett ändamålsenligt sätt ska kunna göras föremål för olika reglering. Dessa föreslås vara:

- *Allmänna investeringsbolag* – sådana investeringsbolag som investerar i finansiella tillgångar och som, vad gäller förvaltning av tillgångarna, motsvarar värdepappersfonder eller specialfonder. Allmänna investeringsbolag får som utgångspunkt marknadsföras till allmänheten och fondens förvaltare (vare sig detta är bolaget självt eller en extern aktör) måste ha erhållit nödvändigt tillstånd från Finansinspektionen.
- *Kvalificerade investeringsbolag* – sådana investeringsbolag som investerar i finansiella instrument samt onoterade bolag, men som inte är föremål för samma restriktioner som de allmänna investeringsbolagen i fråga om hur de ska förvaltas. Kvalificerade investeringsbolag får marknadsföras till professionella respektive semi-professionella investerare, och fondens förvaltare (vare sig detta är bolaget självt eller en extern aktör) måste ha registrerats hos, alternativt erhållit nödvändigt tillstånd från, Finansinspektionen.

Denna lagtekniska lösning motsvarar den systematik som överlag tillämpas i andra EU-länder där motsvarande bolagsmodell återfinns.⁸

Vad gäller den typ av tillgångar som de kvalificerade investeringsbolagen får investera i, föreslås vidare att ett särskilt samlingsbegrepp införs för att förenkla den lagtekniska utformningen:

- *Finansiella tillgångar* – sådana finansiella instrument som avses i 4 kap 1 § lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden samt andra värdepapper (vilket inkluderar innehav i privata aktiebolag).

Hänvisningen till lagen om värdepappersmarknaden bör göras dynamisk så att begreppet finansiella tillgångar inkluderar den lagens vid var tid gällande definition av finansiella instrument. I sammanhanget bör även noteras att definitionen är öppen, och uppräkningsen är alltså inte uttömmande.⁹ Givet att begreppet finansiella instrument inte omfattar innehav i onoterade bolag, så måste detta läggas till. För att inte göra detta tillägg oavsiktligt restriktivt kan definitionen av finansiella tillgångar med fördel få omfatta värdepapper (som i sig inkluderar ABL-instrument). I sammanhanget måste dock det faktum att korshänvisningar kan få oavsiktliga konsekvenser beaktas, och det föreslås därför att Finansinspektionen ska bemyndigas att komma med riktlinjer vad gäller vilka instrument som kvalificerade investeringsbolag får inneha, för det fall tillämpningsområdet behöver korrigeras i någon del.

Aktiekapitalet

I det inledande kapitlet behandlas även det rörliga aktiekapitalet och dess egenskaper (1 kap 3 §). Det av utredningen föreslagna upplägget skulle även passa för de fonder som faller in under definitionen av ett kvalificerat investeringsbolag, då det möjliggör undanröjandet av en rad administrativa krav som är knutna till användandet av ett fast aktiekapital och som därmed motverkar en fonds behov av ett effektivt kapitalflöde.

Dock bör vissa förtydliganden göras, enklast i författningskommentaren. I paragrafen stipuleras att varje aktie representerar en lika stor andel av aktiekapitalet. Givet att många typer

⁸ Jfr. t.ex. systemen i England och Luxemburg.

⁹ Se prop. 2006/07:115, sid 278 ff.

av alternativa investeringsfonder tillämpar en struktur där fördelningen av de ekonomiska rättigheterna och skyldigheterna inte på ett tillfredställande sätt kan tillgodoses med en alltför kategorisk och inflexibel reglering, bör det tydliggöras att den typ av begränsningar vad gäller differentiering mellan aktier av olika andelsklasser som föreslås gälla för allmänna investeringsbolag inte gäller för kvalificerade investeringsbolag. (Vad gäller akties rätt i bolaget, se vidare främst avsnitt 1.2.2.4 nedan.)

Koncerndefinitionen

Enligt 1 kap. 4 § omfattas investeringsbolag bland annat av aktiebolagslagens koncerndefinition. För att bättre anpassa lagstiftningen till private equity-fonder, bör motsvarande reglering dock inte gälla för kvalificerade investeringsbolag. För en alternativ investeringsfond som inte är en specialfond finns inget krav på riskspridning, och inte heller något hinder mot att fonden tar kontrollposter i emittenter (motsvarande sådana hinder som finns i fråga om värdepappersfonder). Ett kvalificerat investeringsbolag kan således komma att inneha större poster i de bolag som det investerar i, eller till och med heläga dessa. Detta betyder att investeringsbolaget skulle kunna utgöra moderbolag om den koncerndefinition som återfinns i aktiebolagslagen skulle tillämpas även på investeringsbolagen.

Givet att investeringsbolaget utgör en särskild legal struktur som uteslutande är ägnad att möjliggöra en särskild ägarform och vara en mellanman genom vilken samriskinvesteringar görs, vore det missriktat att se dem som koncernmoder. Koncernen som koncept grundar sig i någon form av gemensam och samordnad verksamhetsstyrning och kontroll över de bolag som ingår i koncernen. Detta kan kontrasteras med en fond och dess portföljbolag, som i regel alla kommer att förvaltas var för sig utan att någon samordning dem emellan är avsedd. Koncernredovisning lämpar sig därför mindre väl för sådana strukturer, där portföljbolagen i regel är (och förutsätts förbli) autonoma i förhållande till varandra.

Samma överväganden gör sig gällande i frågan om redovisning. En koncernredovisning torde således inte bidra med relevant information, givet att (i) investeringar sker separat i olika portföljbolag (som i sig kan utgöra koncerner) vilka, med några ytterst få undantag, är helt oberoende av varandra och mellan vilka det således inte bedrivs några överlappande verksamheter, (ii) portföljbolagen är oberoende av varandra i fråga om finansiering, kapitalstruktur och värde, (iii) information till investerarna om värdeutvecklingen av investerat kapital tillses bäst på annat sätt, inte minst genom att följa rapportering avseende den finansiella utvecklingen i respektive bolag (som även, där detta är aktuellt, gör egna konsolideringar) samt genom att ta del av de marknadsvärderingar som typiskt sett görs portföljbolag för portföljbolag, (iv) att s.k. investerarrapporter med detaljerad och skraddarsydd information enligt branschpraxis görs kvartalsvis (s.k. *quarterly investment reports*) vilka, givet att de inte är offentliga, inte riskerar att medföra konkurrensnackdelar för fonden, samt (v) det upprättas årsredovisningar för respektive portföljbolag vilka görs enligt lokala regler och lokal redovisningspraxis.

1.2.2.2 Kapitel 2 – Bildande av investeringsbolag

Utgångspunkten för regleringen är att den process som enligt aktiebolagslagen är tillämplig vid bildande av aktiebolag, även ska tillämpas i fråga om investeringsbolag. Detta tillvägagångssätt är välbeprövat och välkänt av marknadsaktörerna, och ingen justering föreslås i förhållande till kvalificerade investeringsbolag. I 10 kap. finns dock särskild reglering avseende förutsättningarna för att få vara investeringsbolag. Denna reglering behöver anpassas för kvalificerade investeringsbolag, vilket utvecklas under kapital 10 nedan.

1.2.2.3 Kapitel 3 – Bolagsordningen

Bolagsordningens innehåll

Bolagsordningen för en värdepappersfond eller en specialfond får en särskild position, och utgör i praktiken fondens fondbestämmelser. Detta innebär att kraven på sådana fonders bolagsordning av nödvändighet blir långtgående och detaljerade.

För övriga fonder bör inte lika långtgående krav ställas på bolagsordningen. För dessa behöver bolagsordningen inte göras synonym med direktivstyrda fondbestämmelser. Vidare finns inte samma behov av konsumentskyddande reglering, och det kommer dessutom röra sig om en mycket heterogen grupp av fonder som har ett stort behov av flexibilitet så att skräddarsydda och sofistikerade lösningar inte utan skäl hindras.

För att på ett tydligt sätt klargöra vilken typ av investeringsbolag som är för handen, bör det krävas att bolagsordningen anger om det är fråga om ett allmänt eller ett kvalificerat investeringsbolag.

I många av de frågor som för allmänna investeringsbolag måste regleras i bolagsordningen behöver således ett mer pragmatiskt förhållningssätt appliceras vad gäller de kvalificerade investeringsbolagen. Som exempel på mer sofistikerade och marknadsanpassade lösningar som skapar ett behov av avtalsfrihet (istället för standardiserade och i en bolagsordning formaliserade villkor) kan nämnas att ett av de mest särpräglade dragen för private equity-fonder är att investerarna i regel inte tillskjuter allt kapital från dag ett, utan istället utfäster sig att i framtiden tillskjuta kapital enligt vissa, ofta skräddarsydda villkor. En av de främsta anledningarna till denna modell är att det vore kontraproduktivt för fonden, och dessutom skulle öka risken för investerarna, om fonden erhåller ett stort kapital innan det ens är säkerställt om den kommer att hitta lämpliga investeringsobjekt som faller inom fondens investeringspolicy.

Därför behöver det tydliggöras att de krav som utredningens förslag uppställer i fråga om bolagsordningen inte ska tillämpas på kvalificerade investeringsbolag, till den del de motsvarar kraven på fondbestämmelserna för en värdepappersfond enligt lagen om värdepappersfonder. Rent konkret kan detta åstadkommas genom att lyfta ut den specifika reglering som avser allmänna respektive kvalificerade investeringsbolag till två från varandra separata stycken. Det stycke som behandlar kvalificerade investeringsbolag bör endast uppställa grundläggande krav på en bolagsordning motsvarande de som finns i aktiebolagslagen, med nödvändiga tillägg och justeringar. Bolagsordningen ska således ange:

- (i) att bolaget har ett rörligt aktiekapital, och ska därmed inte innehålla några bestämmelser om ett specifikt fast aktiekapital;
- (ii) huruvida bolaget är självförvaltande eller externt förvaltad och, i fråga om självförvaltande bolag, att det ska ha ett startkapital motsvarande minst 300 000 euro;
- (iii) om fonden avser att ge investerarna en pågående rätt att på begäran lösa in sina aktier samt de övergripande villkoren för detta (varvid de specifika, närmare villkoren för en sådan rätt till inlösen kan regleras i avtal utan att redogöras för i bolagsordningen); samt
- (iv) om fonden har en bestämd eller obestämd livslängd (varvid den exakta livslängden för fonder med bestämd sådan får finnas reglerad genom avtal och behöver då inte redovisas i bolagsordningen).

Verksamhetsföremålet i bolagsordningen

Enligt utredningens förslag behöver bolagets verksamhetsföremål inte anges i bolagsordningen. I förhållande till allmänna investeringsbolag är detta en rimlig reglering, givet att bolagsordningen för dessa bolag på grund av hänvisningar till lagen om värdepappersfonder måste ange bl.a. grunderna för fondens placeringsinriktning och för placeringen av fondmedlen. Eftersom motsvarande krav inte föreslås gälla för de kvalificerade investeringsbolagen, bör det krävas att det i bolagsordningen för ett kvalificerat investeringsbolag finns en beskrivning av bolagets verksamhetsföremål.

Detta är viktigt eftersom sådan information i bolagsordningen dels fyller en funktion vad gäller att upplysa tredje man om bolagets verksamhet (upplysning som presumeras komma tredje man till känna; jfr. 27 kap. 4 § aktiebolagslagen genom hänvisning i 17 kap. 1 § i utredarens förslag), och dels fyller en funktion såsom aktieägarskydd eftersom beskrivningen av verksamhetsföremålet begränsar bolagets handlingsutrymme till att just avse den överenskomna verksamheten. Detaljnivån bör dock lämnas upp till det enskilda bolaget och dess

aktieägare att fastslå, och det bör som utgångspunkt vara tillräckligt att beskriva verksamhetsföremålet såsom t.ex. investeringar i långsiktiga infrastrukturprojekt eller investeringar i små och medelstora onoterade bolag.

Avtal som alternativ till reglering i bolagsordningen

Som kommer att framgå nedan, bör det finnas möjlighet att beträffande vissa frågor välja om dessa ska tas in i bolagsordningen, och därmed ge dem fullständig associationsrättslig verkan, eller istället reglera dem genom separata avtal. Detta tillvägagångssätt stämmer väl överens med aktiebolagslagens regler och möjligheter att i många hänseenden kunna välja mellan reglering i bolagsordningen eller i separata aktieägaravtal. Med hänsyn till de särskilda förutsättningar som råder för just fondverksamhet, bör det göras särskilt tydligt att vissa huvudfrågor måste tas in i bolagsordningen för ett kvalificerat investeringsbolag, men att de närmare villkoren antingen kan behandlas i bolagsordningen eller enbart regleras i separata avtal.

Vad gäller behovet av att kunna reglera frågor på avtalsrättslig väg, kan vidare understrykas att det många gånger blir av särskilt intresse att den externa förvaltaren omfattas av den överenskomna regleringen. Detta måste i regel åstadkommas på avtalsrättslig väg, eftersom den externa förvaltaren inte blir bunden av bolagsordningen (annat än i en eventuell roll som aktieägare).

Genom ovan beskrivna metodik tillses att lagen inte hindrar de kvalificerade investeringsbolagen från att, på avtalsrättslig väg, fastställa skraddarsydda och sofistikerade lösningar vad gäller t.ex. villkoren för deltagande i fonden i fråga om ekonomiska rättigheter och skyldigheter, detaljer i investeringsstrategin, och villkoren för såväl total likvidation av fonden som eventuella utträden under fondens livstid. Att det för kvalificerade investeringsbolag är möjligt att på detta vis reglera frågor genom aktieägaravtal bör därför understrykas i författningskommentaren.

Detta tillvägagångssätt gör att modellen hamnar mer i linje med den flexibilitet som t.ex. ett anglosaxiskt limited partnership möjliggör för en fond, varvid långtgående avtalsfrihet erbjuds de inblandade parterna. Det ger en flexibel struktur där fondens interna förehavanden kan hanteras i den form – bolagsordning eller avtal – som är mest optimal för den enskilda fonden. Detta är fördelaktigt inte minst eftersom det skulle medföra att strategiskt känslig information kan skyddas från att komma allmänheten till känna. Motsatt ordning skulle kunna verka menligt såväl vid implementering av generella affärsstrategier som vid enskilda förhandlingssituationer.

Ändring av bolagsordningen

3 kap. 2-5 §§ i utredarens förslag behandlar ändring av bolagsordningen. Mot bakgrund av proportionalitetsprincipen, avsaknaden av småsparare/konsumenter som investerare och därmed behov av konsumentskydd, samt det behov av flexibilitet som ovan framhållits vad gäller kvalificerade investeringsbolag, bör inte något specifikt, obligatoriskt tillvägagångssätt uppställas för ändring av bolagsordningen i kvalificerade investeringsbolag. Istället bör de i lagen uppställda beslutsordningarna göras dispositiva, så att parterna ges möjlighet att vid de avtalsförhandlingar som i regel föregår det kvalificerade investeringsbolagets bildande komma överens om anpassade och effektiva beslutsvägar. En sådan reglering ligger vidare i linje med hur dessa fondtyper kan struktureras i andra jurisdiktioner.

Enligt 2-4 §§ i utredarens förslag ska Finansinspektionen godkänna ändringar av bolagsordningen. Detta krav, grundat i konsumentskyddshänsyn, har sitt ursprung i UCITS-regleringen. Någon motsvarande reglering ska därför inte finnas för de kvalificerade investeringsbolagen, och ett förtydligande om att kravet endast gäller allmänna investeringsbolag bör därför göras i 2 §.

1.2.2.4 Kapitel 4 – Aktierna

Rättigheter knutna till aktierna

I utredarens förslag anges inledningsvis huvudprincipen om aktiers lika värde och lika rätt i bolagets egendom. Utredarens förslag vad gäller rätten till rösträttsdifferentiering bör gälla även för de kvalificerade investeringsbolagen. För kvalificerade investeringsbolag måste dock möjligheten till differentiering av ekonomiska rättigheter utvidgas jämfört med de möjligheter som enligt utredarens förslag ska finnas för de allmänna investeringsbolagen, där möjligheterna till detta är tydligt begränsade. Som redan konstaterats motiverar inte investerarskyddshänsyn någon tvingande reglering i detta hänseende för de kvalificerade investeringsbolagen.

För att illustrera varför de standardiserade regler som föreslås för allmänna investeringsbolag inte bör tillämpas på de kvalificerade investeringsbolagen, kan till exempel nämnas att många private equity-fonder tillämpar en sofistikerad modell där finansiering av investeringar samt uttag av avgifter kan göras från investerarna enligt en asymmetrisk modell. Dessutom kan asymmetrisk finansiering bli aktuell utan att i detalj ha kunnat förutses när fonden skapades och/eller när investerarna förvärvade sina aktier (och alltså i praktiken tillträdde fonden).

Därför bör det klargöras att det i förhållande till kvalificerade investeringsbolag ska stå parterna fritt att:

- (i) via bolagsordningen introducera olika aktieklasser med skräddarsydda villkor (precis som idag är möjligt i förhållande till vanliga aktiebolag), och
- (ii) på kontraktuell väg utforma villkor som frångår principen om alla andelars lika rätt (även detta precis som idag är möjligt i förhållande till vanliga aktiebolag).

Grundförutsättningen för kvalificerade investeringsbolag är alltså att det ska vara möjligt att reglera andelarnas rättigheter genom separat avtal. I enlighet med allmänna avtalsrättsliga principer, måste berörda aktieägare samtycka till att avvikande villkor på detta sätt införs över deras aktier. Aktieägarskyddet tillgodoses i tillräcklig grad genom detta krav på samtycke, givet att det endast är fråga om professionella och semi-professionella investerare vilka som utgångspunkt kan ta tillvara på (och adekvat bedöma) sina egna intressen i denna typ av situationer och frågor.

Ett tillägg bör därför göras i 4 kap. 1 § till innebörd att de restriktioner och detaljregler som anges i 2 och 3 st. endast ska tillämpas på allmänna investeringsbolag.

Periodvis redovisning av aktiernas värde

På samma sätt som den detaljreglering som gäller för allmänna investeringsbolag avseende aktiers ekonomiska rättigheter inte lämpar sig för kvalificerade investeringsbolag, så bör inte heller de krav som uppställs i utredarens förslag på att periodvis offentliggöra värdet av aktierna tillämpas på kvalificerade investeringsbolag. 4 kap. 1 § 5 st. bör således gälla endast för allmänna investeringsbolag, inte minst eftersom ett sådant krav saknar direkt relevans för många av de kvalificerade investeringsbolagen som inte har någon löpande möjlighet till in- och utträde på en investerares begäran. Ett sådant krav skulle dessutom kunna ge upphov till omotiverade administrativa kostnader och inverka behindrande på dessa bolags verksamhet.

För det fall periodisk redovisning trots allt är av intresse, står det naturligtvis parterna fritt att överenskomma om att ändå tillämpa sådan.

Aktiernas överlåtbarhet

4 kap. 2 § i utredarens förslag anger att aktier är fritt överlåtbara, och förslaget innebär att aktiebolagslagens bestämmelser om samtyckesförbehåll, förköpsförbehåll och hembuds-förbehåll inte kan tillämpas på investeringsbolag. För kvalificerade investeringsbolag finns dock ett legitimt intresse av att kunna uppställa reglering kring kontroll av ägarbyten på motsvarande sätt som gäller för aktiebolag i allmänhet (inklusive med beaktande av det faktum att fonderna inte är avsedda eller lämpade att spridas till småsparare). Därför bör det i paragrafen anges att kvalificerade investeringsbolag kan använda sig av aktiebolagslagens bestämmelser om samtyckesförbehåll, förköpsförbehåll och hembuds-förbehåll. Naturligtvis står det även parterna fritt att på kontraktuell väg komma överens om överlåtelserestriktioner.

1.2.2.5 Kapitel 5 – Aktieägarregister

Aktieägarregistrets tillgänglighet

I kapitel 5 i utredarens förslag behandlas investeringsbolagets aktieägarregister. Förslaget innebär att aktieägarregistret ska behandlas på motsvarande sätt som ett andelsägarregister för en värdepappersfond. Som utgångspunkt är denna reglering även lämplig för de kvalificerade investeringsbolagen.

Enligt utredarens förslag blir aktieägarregistret inte offentligt. Det kan därför med fördel uttryckligen anges att aktieägarregistret ska hållas tillgängligt för granskning av Finansinspektionen eller annan myndighet som behöver tillgång till registret för att kunna utöva sina lagstadgade skyldigheter. Sådana bestämmelser kan lämpligen baseras på internationella förlagor (t.ex. art. 49-50 i ICAV-lagen¹⁰).

Vad gäller den detaljerade regleringen i 5 kap. 1 § 4 st. om krav på skriftlig bekräftelse till aktieägarna m.m., baserar sig regleringen på de förutsättningar som gäller för en värdepappersfond. För kvalificerade investeringsbolag finns dock inte något kategoriskt behov av motsvarande reglering, och en ny bestämmelse bör därför införas som tydliggör att stycket inte är tillämpligt på kvalificerade investeringsbolag. Dessa frågor kan med fördel istället lämnas upp till det enskilda bolaget att hantera.

1.2.2.6 Kapitel 6 – Utfärdande och inlösen av aktier

En separat och kompletterande reglering

I utredarens förslag konstateras att de regler i aktiebolagslagen som rör aktiekapital, hur det får användas samt ökning och minskning av kapitalet (kapitel 11-18 och 20-22 aktiebolagslagen) inte kan bli tillämpliga för ett bolag med rörligt aktiekapital.

Utredarens bedömning är istället att den reglering som idag gäller för andelarna i kontraktuella värdepappersfonder enligt lagen om värdepappersfonder även bör appliceras på investeringsbolag. Utredarens förslag är därför anpassat endast för dessa fonder (samt de angränsande specialfonderna), och regleringen är därför uteslutande aktuell för allmänna investeringsbolag.

För de i yttrandet föreslagna kvalificerade investeringsbolagen bör därför utredarens förslag kompletteras med en helt egen reglering. Mot bakgrund av detta nyhetsmoment, och i syfte att åskådliggöra kompletteringarna, presenteras i det följande ett mer konkret förslag till sådan reglering. I förhoppning att göra framställningen så pedagogisk som möjligt, följer förslaget samma struktur som utredarens betänkande.

Emissioner och återköp av egna aktier samt löpande utdelningar

Förslag: Investeringsbolaget får emittera och återköpa egna aktier samt genomföra löpande utdelningar i enlighet med bestämmelser i denna lag och i bolagsordningen.

Formaliakrav såsom bolagsstämmebeslut ska inte krävas för att emission eller återköp av aktier eller andra aktierelaterade instrument ska få ske, eftersom ett rörligt aktiekapital ska kunna ökas och minskas formlöst.

Det administrativa ansvaret för dessa åtgärder bör åligga styrelsen i ett självförvaltande investeringsbolag respektive den externa förvaltaren i ett externt förvaltad investeringsbolag.

Vad gäller alternativa investeringsfonder, kan dessa vara såväl öppna som stängda (eller ett mellanting). Detaljreglering kring (aktie)kapitalflödet bör, mot bakgrund av denna variation, undvikas så att inte oskäliga hinder uppställs från lagstiftarens sida. Detta synsätt är även i enlighet med proportionalitetsprincipen.

Lagstiftningen måste därför vara utformad på ett sätt som fungerar för alla fonder, oavsett hur en eventuell rätt till inlösen är strukturerad. Utredarens förslag bör således kompletteras

¹⁰ Irish Collective Asset-management Vehicles Act 2015.

med en bestämmelse som klargör att reglerna för allmänna investeringsbolag om obligatorisk rätt till inlösen på begäran inte är tillämpliga på kvalificerade investeringsbolag. För de sistnämnda kan denna fråga därmed lämnas helt upp till de villkor som framförhandlas vid fondens bildande (eller därefter).

Även vad gäller beslutsordning respektive administrativa krav kan inte några långtgående formaliakrav uppställas vad gäller utgivande respektive inlösen av aktier, eftersom det skulle stå i principiell strid med den flexibilitet som krävs om aktiekapitalet ska kunna fungera såsom rörligt.

Ur ett praktiskt perspektiv bör det vara styrelsen i ett internt förvaltad investeringsbolag, respektive den externa förvaltaren i ett externt förvaltad investeringsbolag, som åläggs ansvaret att tillse att emissioner och inlösen blir korrekt genomförda. Samma ordning bör även gälla för alla former av utdelningar, det vill säga inte bara de som görs i anslutning till inlösen av andelar. Av särskild vikt blir att säkerställa att den i avsnitt 1.2.2.6 nedan beskrivna NAV-principen fullt ut beaktas vid utdelning av bolagets tillgångar. Detta upplägg överensstämmer även i stort med vad som enligt UCI Act 2010¹¹ gäller för SICAV:er. (För dessa bibehåller dock styrelsen det yttersta ansvaret för utgivandet av nya andelar – även om bolaget är externt förvaltad.)

Vad gäller en eventuell rätt för aktieägare eller annan att påkalla inlösen, se den särskilda förslagsrutan om detta nedan.

Företrädesrätt

Förslag: Någon generell företrädesrätt ska inte tillämpas vid utgivande av andelar i ett investeringsbolag.

I kvalificerade investeringsbolag får dock i bolagsordningen föreskrivas att företrädesrätt ändå ska tillämpas. I så fall ska de närmare villkoren anges däri.

Precis som utredaren konstaterar skulle, givet att man i ett bolag med rörligt andelskapital eftersträvar ett formlöst och effektivt flöde av kapital in och ut ur bolaget, den formalia och tidsutdräkt som en företrädesrätt innebär som utgångspunkt vara olämplig.

Dock finns det inga principiella skäl att helt förbjuda att ett enskilt kvalificerat investeringsbolag tillåts tillämpa en företrädesrätt. Dessa investeringsbolag kommer inte vara föremål för samma långtgående krav på öppenhet för investerare (och kapital) att träda in i, respektive ut ur, bolaget som typiskt sett blir fallet för allmänna investeringsbolag. Därför är det inte självklart att formalia och tidsutdräkt gör företrädesrätten olämplig för de kvalificerade investeringsbolagen ur ett helhetsperspektiv. Tvärtom kan det i förhållande till dessa bolag finnas starka skäl för att kunna begränsa möjligheten till inträde i bolaget, bl.a. på grund av att investerarnas identitet ofta är avgörande för bolagets ekonomi då de i regel har utfäst sig att tillskjuta kapital i framtiden. Detta innebär att varje enskild investerares tillförlitlighet och solvens kommer att ha en direkt påverkan på såväl bolaget som investerarkollektivet.

En eventuell sådan företrädesrätt måste dock alltid anges i bolagsordningen, eftersom den bör komma tredje man till känna. Det kan härvid noteras att SICAV:en har en liknande opt-in-struktur (vilken dock även får användas även för UCITS-fonder).

Former för tillskjutande av kapital

Förslag: Aktieägarna ska kunna tillskjuta kapital till bolaget genom att betala för nya aktier som bolaget emitterar. En aktieägare ska tillskjuta hela det kapital som ska betalas för en tecknad aktie inom rimlig tid från tecknandet.

I ett kvalificerat investeringsbolag får dock i bolagsordningen föreskrivas att delar av betalningen istället ska ske vid viss senare tidpunkt eller i enlighet med vissa villkor (partiellt betalda aktier).

¹¹ Loi du 17 décembre 2010 concernant les organismes de placement collectif

Kapital kan även tillskjutas till bolaget i form av t.ex. aktieägartillskott eller genom vinst- eller kapitalandelslån. Ett investeringsbolag ska kunna utställa samma typer av aktierelaterade instrument som ett aktiebolag kan enligt aktiebolagslagen.

För allmänna investeringsbolag torde nya investeringar i bolaget i regel ske genom nyemission av aktier. I sådana fall kommer NAV-principen att styra prissättningen.

Även för kvalificerade investeringsbolag förväntas nyemissioner bli den huvudsakliga formen för investeringar. För sådana bolag bör det även finnas en möjlighet att utge aktier för vilka en del av betalningen kan skjutas på framtiden, och även villkoras i enlighet med övergripande bestämmelser som angivits i bolagsordningen. I regel torde de närmare villkoren dock framförhandlas mellan parterna på avtalsrättslig väg, och således komma till uttryck i aktieägaravtal eller andra separata avtal.

Genom att möjliggöra för parterna att antingen detaljreglera frågorna i bolagsordningen, eller att istället reglera frågorna på kontraktuell grund, skapas en flexibel reglering varvid parterna kan välja om de vill använda sig av den särskilda status och skydd som villkor införda i en bolagsordning erhåller, eller om parterna snarare föredrar den frihet, flexibilitet och sekretess som följer med separat avtalsreglering.

Liksom vad som gäller för aktiebolag, är det naturligt att även kvalificerade investeringsbolag ges flexibilitet i fråga om formen för tillskjutande av kapital. Således är det logiskt att även formlösa aktieägartillskott ska vara fullt möjliga och, under förutsättning att möjligheten till detta inte inskränks genom reglering i bolagsordningen, även teckningsoptioner, konvertibler, vinstandelslån och kapitalandelslån. Härvid kan även framhållas att det redan i förarbetena till nu gällande aktiebolagslag konstaterats att utgångspunkten bör vara att (aktie)bolag "får använda sig av de finansieringsformer som de finner lämpliga under förutsättning att bolagets aktieägare, borgenärer och andra intressenter inte utsätts för några oacceptabla risker eller olägenheter"¹². Motsvarande utgångspunkt bör fullt ut gälla för kvalificerade investeringsbolag, inte minst eftersom endast professionella och semi-professionella investerare och andra kvalificerade marknadsaktörer kommer att utgöra intressenter i detta hänseende.

Att tillåta partiellt betalda aktier ligger helt i linje med detta synsätt, och det bör noteras att partiellt betalda aktier är en förekommande lösning utomlands.¹³ En stor fördel med detta upplägg att det ger tydliga ramar i situationer när man vill att investerarna utfäster sig att tillskjuta visst belopp men inte vill att detta sker i sin helhet redan vid emissionen av aktier. Metoden är därtill på intet sett obligatorisk, utan utgör endast ett alternativ i syfte att skapa en flexibel verktygslåda. Se vidare under rubriken *partiellt betalda aktier* nedan.

På motsvarande sätt som för allmänna investeringsbolag, kan beslut om tillskjutande av kapital inte omgärdas av restriktioner motsvarande de som beslutsordningen enligt aktiebolagslagen föreskriver. De praktiska frågorna hanteras bäst av styrelsen i internt förvaltade investeringsbolag, respektive den externa förvaltaren i externt förvaltade investeringsbolag. Vad gäller aktieägartillskott och andra typer av formlösa kapitaltillskott, kan med fördel samma principer tillämpas som i förhållande till traditionella aktiebolag.

Teckningskurs m.m.

Förslag: För kvalificerade investeringsbolag får teckningskursen sättas fritt.

Kvalificerade investeringsbolag ska inte lyda under krav på att veckovis redovisa aktuellt andelsnettovärde.

Vad gäller teckningskurs vid utgivande av aktier i ett kvalificerat investeringsbolag, ska bolaget ha samma möjlighet som traditionella aktiebolag att sätta teckningskursen. Eftersom investeringsbolag inte har något fast aktiekapital, kan det dock inte uppställas något krav på att

¹² Prop. 2004/05:85 sid. 368.

¹³ Bl.a. England (art. 581 i Companies Act 2006) och Irland (se art. 38 i ICAV-lagen).

teckningskursen ska uppgå till minst kvotvärdet. Som grundläggande skyddsmekanism bör den övergripande principen om rättvis behandling av investerarna dock tillämpas (som i sin tur kan frångås med hjälp av principen om samtliga aktieägares samtycke), tillsammans med 36 § avtalslagen. Handlingsutrymmet kommer på detta sätt att hållas inom rimliga ramar.

Eftersom kvalificerade investeringsbolag inte har samma upplägg som allmänna investeringsbolag vad gäller krav på att vara öppna för inlösen, finns för kvalificerade investeringsbolag heller inget generellt behov av att offentliggöra aktuellt aktievärde. Tvärtom skulle det innebära omotiverade administrativa kostnader – bland annat eftersom innehav i onoterade bolag är förenade med en mer komplex (och därmed kostsam) värderingsprocess – och dessutom potentiellt vara skadligt ur konkurrenshänseende utan att detta skulle vägas upp av några påtagliga fördelar. För investerarnas del, erhåller dessa typiskt sett rapportering avseende fondens utveckling i enlighet med vad som överenskommits vid fondens bildande.

För kvalificerade investeringsbolag bör därför inga generella krav på att veckovis offentliggöra aktievärdet finnas, och 4 kap. 1 § i utredarens förslag bör justeras på motsvarande vis.

Partiellt betalda aktier

Förslag: Kvalificerade investeringsbolag bör kunna emittera partiellt betalda aktier. En delbetalning av teckningskursen ska ske i samband med aktiens emitterande, och det resterande beloppet ska erläggas i enlighet med reglering i bolagets bolagsordning eller villkor i emissionsbeslutet. Betalningsförpliktelsen för resterande del av teckningskursen får villkoras av att betalning påkallas för att skyldighet att tillskjuta kapitalet ska uppkomma. En sådan förutsättning får tidsbegränsas samt förenas med andra villkor som har till innebörd att betalningsskyldigheten bortfaller om påkallande inte sker inom föreskriven tid eller om villkoren inte uppfylls.

För det fall aktier emitterats och investeraren endast delbetalt dessa, ska tecknarens utestående åtagande inte tas upp som en tillgång för bolaget förrän betalning har påkallats på föreskrivet sätt. Bolagets redovisning ska dock innehålla en not om den totala summan av icke påkallad utestående teckningslikvid. För det fall villkoren för påkallande inte inträffar, ska utestående teckningslikvid nedjusteras i motsvarande mån och investerarens betalningsskyldighet bortfalla. Detsamma ska gälla om en aktieägare, eller blivande aktieägare, har gjort motsvarande utfästelser att tillskjuta kapital i annan form under förutsättning att vissa specifika kriterier är uppfyllda och inom viss angiven tid.

Inom ramen för det samriskföretagande som ägarformen private equity utgör, kommer investerarna i regel inte att tillskjuta allt kapital som de utfäst sig att tillskjuta redan då fonden bildas. Istället kommer kapitalet att tillskjutas, upp till överenskommet maximibelopp, i den omfattning och takt som fonden hittar lämpliga investeringsobjekt och tilläggsinvesteringar, eller annars har behov av kapitaltillskott för att t.ex. täcka uppkomna kostnader. Påkallande av utfäst kapital sker i regel inte särskilt frekvent, utan det är ofta fråga om något eller några sådana tillskott per år.

Partiellt betalda aktier är vanligt förekommande i andra länders associationsrätt, och konceptet återfinns i bland annat Luxemburg, England och Irland (som i större utsträckning har lyckats med att attrahera institutionella investerare och private equity-fonder). Med partiellt betalda aktier kan investerare, med bindande verkan, teckna sig för aktier för vilka betalning till viss del kan skjutas på framtiden, och även villkoras på ett sätt som är skraddarsytt för den enskilda fonden och dess investerare. Detta innebär att kapital endast tillskjuts i den takt det är motiverat, samtidigt som fondens totala budget – och därmed konkreta investeringsstrategi – kan säkerställas redan från start. Därmed behöver bolaget inte heller hantera en omfattande kassa i avvaktan på lämpliga investeringsobjekt, och investerarna undviker alternativkostnader och minskar vidare sin riskexponering.

Genom att i lag reglera ett förfarande med partiellt betalda aktier, tillförsäkras såväl bolaget som investerarna ett utökat skydd jämfört med om parterna varit tvungna att söka reglera frågorna på rent kontraktuell väg. Även för tredje part torde en modell med partiellt betalda aktier vara en attraktiv lösning, då den bidrar till att säkerställa en rättvisande och pålitlig bild av investeringsbolagets finanser. I sammanhanget bör dock framhållas att användandet av partiellt betalda aktier endast kommer att utgöra ytterligare ett alternativ, d.v.s. det står parterna fritt att istället välja en annan form för tillskjutande av kapital.

För att denna modell ska vara praktiskt användbar, måste det vidare finnas flexibilitet – och därmed ett stort mått av avtalsfrihet – i förhållande till de villkor som får uppställas för uppskjuten betalning. Kvalificerade investeringsbolag bör därför ges rätt att genom bolagsordning eller avtal reglera de närmare villkoren för sådan senarelagd betalning. Det bör i detta hänseende uttryckligen anges att åtagandet ska kunna göras tidsbegränsat, samt att eventuell utestående skyldighet att erlægga betalning bortfaller efter denna tidsgräns. Det bör även vara möjligt med så kallade re-drawings, d.v.s. en skyldighet att under vissa förutsättningar påkallar återbetalning av kapital som utbetalats till en investerare från fonden.

Givet osäkerheten kring såväl när som huruvida faktiskt påkallande överhuvudtaget kommer att ske, bör uppskjuten betalning inte få tas upp som en tillgång av bolaget innan påkallande skett och investerarens förpliktelse att betala därigenom aktualiseras. Vidare vore det, sett utifrån en generell försiktighetsprincip, direkt olämpligt om allt utfäst kapital togs upp som en tillgång hos bolaget redan från den tidpunkt då utfästelsen gjordes, givet den just konstaterade osäkerheten som finns kring om och när faktiskt påkallande kommer att ske. Det kan härvid noteras att ett motsvarande förhållningssätt tillämpas i bl.a. England och Irland.

För det fall en enskild fond (d.v.s. dess förvaltare och investerare) är bäst betjänta av att investerarnas åtaganden är absoluta, är det fullt möjligt att åstadkomma detta genom garantier, borgensåtaganden, etc. Till exempel kan ett specifikt samriskföretagande som sker genom en associationsrättsligt strukturerad private equity-fond gagnas av att investerarna åtar sig ett solidariskt betalningsansvar med fonden, eller att bolagsordningen anger att i händelse av insolvens kan allt utestående kapital påkallas.

För fullständighets skull bör även de skäl beröras som typiskt sett har anförts mot att i svensk aktiebolagsrätt tillåta partiellt betalda aktier. Framförallt har det varit vikten av att tredje man ska kunna förlita sig på att bolagets angivna aktiekapital också motsvaras av faktiskt tillskjutet kapital, som har anförts emot ett sådant system. Denna argumentation knyter dock an till det fasta aktiekapitalet, och gör sig i princip inte gällande då bolaget har ett rörligt sådant. Det rörliga aktiekapitalet medför nämligen att bolagets aktiekapital vid var tid utgörs av dess nettotillgångar (vilka endast kommer att inkludera den del av teckningslikviden för de partiellt betalda aktierna som faktiskt tillskjutits till, eller påkallats av, bolaget). Som angivits ovan får inte utfäst men icke påkallat kapital tas upp som en tillgång av bolaget, och kommer heller inte utgöra en del av bolagets aktiekapital, förrän påkallande skett – vilket innebär att tredje man inte kan hamna i villfarelse avseende denna fråga.

Inlösen av aktier

Förslag: För kvalificerade investeringsbolag får inlösen av aktier ske enligt beslut på stämman. I bolagsordningen får föreskrivas att särskild beslutsordning ska gälla för inlösen av aktier.

I bolagsordningen får dock istället föreskrivas att styrelsen, den externa förvaltaren eller en aktieägare ska ha rätt att påkalla inlösen. Om en aktieägare eller någon annan ska ha rätt att påkalla inlösen, ska även de övergripande villkoren för sådan inlösen anges i bolagsordningen.

Inlösta aktier ska genast strykas ur aktieägarregistret.

För kvalificerade investeringsbolag är det naturligt att en betydligt större flexibilitet ges även i fråga om inlösen av aktier, jämfört med vad utredaren föreslår ska gälla för värdepappersfonder och specialfonder.

Det bör härvid noteras att t.ex. en typisk private equity-fond är stängd för inlösen under sin livstid. Som konstaterats ovan bör kvalificerade investeringsbolag därför inte vara tvungna att ge en investerare någon rätt att påkalla inlösen på investerarens initiativ, utan denna fråga kan lämnas helt upp till förhandlingarna mellan parterna. Om en aktieägare eller någon annan ska ha en särskild rätt att begära inlösen av sina aktier, ska uppgift om detta finnas i bolagsordningen. Sådan information är av direkt relevans för en borgenär eller annan tredje man som t.ex. överväger att ingå avtal med bolaget. Om sådan rätt finns, ska bolagsordningen även ange de mest övergripande villkoren för sådan inlösen. Det bör dock vara fullt möjligt att reglera de närmare villkoren för inlösen genom t.ex. aktieägaravtal. I de fall villkoren regleras genom särskilt avtal, ska bolagsordningen alltså ändå innehålla en hänvisning om att aktierna under vissa förutsättningar kan komma att bli inlösta t.ex. på aktieägares eller styrelsens begäran.

Endast för det fall att någon särskild reglering av rätten till inlösen inte finns intagen i bolagsordningen ska, som en dispositiv regel, beslut om detta fattas av stämman.

Priset vid inlösen

Förslag: Vid inlösen av aktier i ett kvalificerat investeringsbolag ska aktieägaren erhålla det belopp som följer av beslutet om inlösen, alternativt av föreskrifter i bolagsordningen.

Utbetalning vid inlösen av aktier får endast ske i den utsträckning bolaget efter utbetalningen har full täckning för sina skulder.

Den flexibilitet som konstaterats vara nödvändig för kvalificerade investeringsbolag måste självfallet även komma till uttryck vad gäller de ekonomiska rättigheterna. Några övervägande skäl finns inte till att i detta hänseende begränsa avtalsfriheten utöver vad som följer av den grundläggande principen om rättvis behandling av investerare, samt grundläggande säkerhetsventiler såsom 36 § avtalslagen.

Som borgenärsskydd appliceras NAV-principen, varvid det säkerställs att en skuldsatt fond inte töms på tillgångar utan att borgenärernas rätt tas tillvara. Se härom vidare under rubriken *utdelningsbart belopp, NAV-principen, m.m.* nedan.

Löpande utdelningar

Förslag: För kvalificerade investeringsbolag får utdelning av bolagets tillgångar beslutas av styrelsen eller, i fråga om externt förvaltade bolag, den externa förvaltaren. I bolagsordningen får även föreskrivas annan beslutsordning för utdelning.

Utdelning får endast ske till den del bolaget efter utdelningen har full täckning för sina skulder.

För att tillgodose behovet för ett investeringsbolag att på ett effektivt och flexibelt sätt kunna göra utdelningar till sina aktieägare, är det naturligt att bolaget ska ha rätt att genomföra utdelningar utan att detta är kopplat till inlösen av aktier.

Med hänsyn till det kvalificerade investeringsbolagets särskilda natur, skulle det vare sig vara ändamålsenligt eller förenligt med hur det rörliga aktiekapitalet är tänkt att fungera, om krav på stämmobeslut för utdelningar motsvarande de krav som återfinns i 17 kap. aktiebolagslagen uppställdes. Istället bör utdelning kunna ske i enlighet med vad som bestämts genom bolagsordning och/eller avtal. Det praktiska och exekutiva ansvaret för utdelningar ligger på styrelsen, eller den externa förvaltaren när sådan finns.

Vad gäller borgenärsskydd i fråga om begränsningar av utdelningsbart belopp m.m., har frågan berörts ovan, och nedan följer en mer utförlig beskrivning av den för utdelningar tillämpliga NAV-principen.

Utdelningsbart belopp, NAV-principen, m.m.

Förslag: Utdelning av ett investeringsbolags tillgångar får endast ske i den utsträckning bolagets aktiekapital inte helt förbrukas, eller inom en närstående framtid kan förväntas bli förbrukat, på grund av utdelningen.

Värdet på investeringsbolagets tillgångar ska beräknas enligt lag och de värderingsprinciper som anges i bolagsordningen.

I självförvaltande investeringsbolag måste aktiekapitalet minst uppgå till motsvarande 300 000 euro efter utdelningen, eller det högre belopp till vilket bolagets kapitalbas ska uppgå.

Aktiebolag reglerade av aktiebolagslagen omfattas av kapitalkrav som främst är uppställda som borgenärsskydd (17 kap m.m.). Majoriteten av dessa regler vore dock inte förenliga med konceptet rörligt aktiekapital. För att uppnå ett adekvat borgenärsskydd för de kvalificerade investeringsbolagen bör istället andra begränsningar finnas i fråga om det kapital bolaget får dela ut.

Vid en internationell utblick kan noteras att det svenska synsättet, med ett starkt fokus på det bundna aktiekapitalet, inte nödvändigtvis är normen. Ett adekvat och internationellt accepterat borgenärsskydd kan istället uppnås på flera sätt. Ett sådant sätt, som är förenligt med konceptet rörligt aktiekapital, är den så kallade NAV-principen. Denna innebär att bolaget aldrig får göra utdelningar i större utsträckning än att det kvar i bolaget finns tillgångar som täcker alla utestående skulder. Detta motsvarar även den princip som enligt utredarens förslag föreslås gälla för sådana investeringsbolag som utgör värdepappers- respektive specialfonder. I förhållande till dessa bolag beräknas utdelningsbart belopp per aktie (jfr. kommentaren till 3 kap. 1 § i utredarens förslag), men för kvalificerade investeringsbolag är det endast det totala utdelningsbara beloppet som är av relevans, eftersom utgångspunkten är att avtalsfrihet råder i fråga om utdelningar och fördelningen av dessa. Således ska asymmetrisk utdelning som utgångspunkt vara fullt tillåten, så länge som NAV-principen upprätthålls för bolaget som helhet.

För att förstärka borgenärsskyddet bör därtill en säkerhetsmarginal krävas, genom uppställande av krav på att bolaget, efter genomförd utdelning, även inom en närstående framtid kan förväntas ha positiva nettotillgångar – så att bolaget inte kort efter en genomförd utdelning hamnar på obestånd. (Denna säkerhetsmarginal kan med fördel jämföras med försiktighetsprincipen i 17 kap. 3 § 2 st. aktiebolagslagen.)

Vidare bör det understrykas att de borgenärsintressen som lagstiftningen har att beakta vad gäller den typ av alternativa investeringsfonder som detta särskilda yttrande fokuserar på, i princip är samma intressen som gör sig gällande i förhållande till värdepappers- och specialfonder. En utvidgning av lagen till att även omfatta private equity-fonder skulle därför i sig inte medföra någon ökad komplexitet i fråga om insolvensrättslig reglering (se i detta hänseende även avsnitt 1.3.2 nedan). Vad gäller belåningsgrad, bör härvid noteras att för de alternativa investeringsfonder som detta särskilda yttrande fokuserar på (d.v.s. private equity-fonder som investerar i finansiella tillgångar) är detta främst en teoretisk risk då belåning i regel inte sker på fondnivå. Belåning på fondnivå är snarare en fråga för specialfonder (och/eller hedgefonder), och alltså något som är aktuellt redan i förhållande till det förslag som utredaren presenterar.

Vad gäller kravet på att i enlighet med AIFM-direktivets reglering upprätthålla bolagets kapitalbas, bör för tydlighets skull klargöras att detta inte kan ses som ett fast aktiekapital. Istället är det fråga om att bibehålla den minimigräns för bolagets förmögenhet som följer av 7 kap. lagen om förvaltare av alternativa investeringsfonder.

1.2.2.7 Kapitel 7 – Bolagsstämma

En av grunderna i en effektiv fondstruktur är att bolagsstyrningen är tydlig och enkel, inbegripet att beslutsprocesserna hålls effektiva. Den nuvarande aktiebolagslagen är dock relativt formalistisk. Den tillerkänner aktieägarna ett långgående formaliserat medinflytande, och det finns inte någon möjlighet till t.ex. founder's shares eller röstlösa aktier.

För den ägarform och det samriskföretagande som en private equity-fond utgör är det naturligt att någon form av investerarrträff sker minst på årsbasis, med fokus på att detaljerad information om fondens innehav och övrig verksamhet delges samtliga investerare. Ett system med absoluta krav på bolagsstämma med särskilt lagstadgat innehåll är dock i regel vare sig efterfrågat eller ens lämpligt i förhållande till fondstrukturer. Istället bör avtalsfrihet råda för att möjliggöra en beslutsprocess som är anpassad till den enskilda fonden, dess investerare och dess portföljbolag.

I de fall då parterna väljer att stämma ska förekomma, är dock utredarens förslag om att använda sig av aktiebolagslagens regler för publika bolag en bra utgångspunkt även för kvalificerade investeringsbolag. Denna reglering är dock, som redan noterats, i vissa hänseenden formalistisk och kategorisk, varför även denna bör göras dispositiv i förhållande till kvalificerade investeringsbolag. Regleringen bör således göras till en opt-out modell, med möjlighet för det enskilda bolaget att skraddarsy reglering avseende såväl formaliafrågor som vilket mandat stämman ska ges. Detsamma gäller även i förhållande till utredarens förslag om att bolagsstämma i princip inte ska förekomma om en extern förvaltare är utsedd. Genom att istället öppna upp för en annan beslutsordning – t.ex. att bibehålla bolagsstämman som beslutande organ (samt informationsforum) även där extern förvaltare utsetts – blir regleringen än mer flexibel och marknadsanpassad.

Vad gäller möjligheten att hålla investerarmöten i form av bolagsstämmor bör vidare noteras att en sådan möjlighet att utöva kontroll både kan objektivt vara, och subjektivt upplevas som, ett viktigt investerarskydd att kunna ta till i extrema situationer. Tillgången till bolagsstämma är således en av de potentiella konkurrensfördelarna med en bolagsmodell. Inte minst bör stämman kunna komma att användas i ytterlighetsfall som en s.k. "last resort" eller ges vetorätt i specifika, viktiga frågor.

I förhållande till kvalificerade investeringsbolag som inte håller årsstämma bör institutet ansvarsfrihet utgå, och ersättas av en särskild och väl avgränsad årlig revisorsgranskning. Denna granskning bör särskilt fokusera på huruvida förvaltningen skett i enlighet med bolagets investeringspolicy, och ska utmyнна i ett särskilt utlåtande som ska delges aktieägarna. Detta särskilda förfarande är motiverat inte minst mot bakgrund av att kvalificerade investeringsbolag inte är föremål för samma långtgående detaljreglering som de allmänna investeringsbolagen.

1.2.2.8 Kapitel 8 - Bolagets ledning

Utredarens förslag vad gäller styrelsens sammansättning och ansvar grundar sig i aktiebolagslagens regler avseende publika aktiebolag. Dock skiljer sig förslaget från aktiebolagslagen i ett centralt hänseende – det faktum att investeringsbolag får ha en *corporate director* i form av den externa förvaltaren. Detta är något som välkomnas då det öppnar upp för ökad flexibilitet, och möjligheten att utse en corporate director är dessutom något som är tillåtet i många jurisdiktioner vad gäller alla typer av bolag och som därför inte sällan efterfrågas från internationellt håll. Då möjligheten avgränsats till att avse de externa förvaltare som står under tillsyn och som enligt lag redan har ansvar och kontroll över bolagen/fonderna, finns det inte heller några starka invändningar mot att i detta specifika sammanhang tillåta en sådan lösning även i den svenska rättsordningen.

Med beaktande av de särskilda förutsättningar som råder för de kvalificerade investeringsbolagen, görs nedan några tillägg och observationer vad gäller bolagets ledning och dess funktion.

Allmänt

En grundläggande tanke bakom aktiebolagskonstruktionen är att ägarna delegerat det operativa ansvaret och den dagliga skötseln av bolaget till kompetenta och professionella företrädare, med separation av ägande och kontroll som följd. Samma grundtanke ligger bakom den grundläggande strukturen i en fond, där andelsägarna delegerar förvaltningen av sina tillgångar till professionella förvaltare. De konceptuella principerna bakom de två modellerna, aktiebolagsmodellen och fondmodellen, är i detta hänseende således i stor utsträckning likalydande. För investeringsbolagets vidkommande kommer de två modellerna, och därmed även lagstiftningen kring dessa, att appliceras samtidigt genom att lagen om investeringsbolag (med fundamentala principer från aktiebolagslagen) och lagen om förvaltare av alternativa investeringsfonder kommer gälla parallellt i förhållande till bolagens förvaltning. Därför blir det av vikt att säkerställa att de rättsprinciper och lagregler som reglerar inte minst ansvarsfördelningen mellan styrelsen och en extern förvaltare, i de fall sådan utsetts, inte hamnar i konflikt med varandra, samtidigt som regleringen förblir proportionerlig och alltså inte för formalistisk och inflexibel.

Precis som i utredarens förslag så måste frågan om vilken roll och vilka funktioner som styrelsen och en eventuell verkställande direktör bör fylla i förhållande till ett investeringsbolag först och främst relateras till om bolaget är internt eller externt förvaltad. Därtill bör det beaktas om ett konsumentskydd behövs, såsom är fallet för de allmänna men inte för de kvalificerade investeringsbolagen. Ett sådant förhållningssätt rimmar även väl med hur frågeställningen hanteras i ett internationellt perspektiv.

Externt förvaltrade investeringsbolag

Externt förvaltrade investeringsbolag ska i praktiken fylla en funktion såsom mellanman/fond för ett samriskföretagande. Givet att den externa förvaltaren kontrollerar fondverksamheten¹⁴ (d.v.s. i enlighet med AIFM-direktivets krav), kommer själva investeringsbolaget därmed vara en enhet som är särskilt tillskapad för att hålla en tillgångsmassa bestående av gjorda investeringar, och som därtill kan ges ett övervakande organ i form av styrelsen samt en möjlighet till investerarinflytande genom aktieägarrollen. Det har således möjlighet att vara en mycket renodlad och enkel modell i detta hänseende, med avsaknad av operativ verksamhet och allt detta medför i form av anställda, leverantörer, samhällspåverkan etc. På grund av de krav som följer av AIFM-direktivet måste den externa förvaltaren ges det mandat och ansvar som krävs för att denne ska kunna ha erforderlig kontroll över bolagets förvaltning. När bolaget är ägare av kontrollposter i onoterade bolag och intentionen är att utöva ett aktivt ägande som säkerställer att bolagen tillförs nödvändig kompetens så att det skapas en långsiktig värdetillväxt i dessa, kommer det därför vara den externa förvaltaren som rent praktiskt agerar verkställande och den ytterst ansvarige.

I sammanhanget är det således viktigt att notera att AIFM-direktivet är uppbyggt kring fondens förvaltare, och det är denne som ställs under tillsyn (såsom registrerad eller tillståndspliktig). Den externa förvaltaren är den part som har den yttersta kontrollen över fonden och då särskilt vad gäller portföljförvaltning och riskhantering. Detta upplägg gäller oavsett om den externa förvaltaren är en s.k. general partner i ett limited partnership, eller en extern juridisk person i förhållande till en associationsrättslig alternativ investeringsfond. Det står naturligtvis den externa förvaltaren fritt att i sin tur använda sig av nära knutna investeringsrådgivare m.m., om och i den utsträckning som den externa förvaltaren finner detta

¹⁴ Härvid kan paralleller dras till det tyska systemet med s.k. domination agreements (*Beherrschungsvertrag*) som återfinns i § 308 Aktiengesetz. Denna modell innebär att ett bolag genom avtal avsäger sig sin autonomi och överlämnar kontrollen, i form av en rätt att utfärda bindande instruktioner, till ett annat bolag. Systemet med ett investeringsbolag som avsäger sig kontroll till förmån för en extern förvaltare – vilket i sig är något helt annat än det (även i betydande omfattning) använda sig av externa rådgivare – är således inte så främmande som det vid en första anblick kan tyckas. Upplägget erkänns dessutom redan i svensk associationsrätt genom 1 kap. 1 § 4 st. aktiebolagslagen.

lämpligt. Även där så sker, kvarstår den yttersta kontrollen och det yttersta ansvaret hos den externa förvaltaren.

Självförvaltande investeringsbolag

För självförvaltande bolag är det mer naturligt att falla tillbaka på den roll som styrelsen har i aktiebolag reglerade enligt aktiebolagslagen. I dessa fall fyller alltså styrelsen samma typ av ansvarsfunktioner som i ett vanligt operativt bolag, låt vara att verksamheten är av en specifik natur. Styrelsen har i dessa fall de detaljerade förpliktelser som AIFMD-regleringen uppställer att förhålla sig till, och det vore därför olämpligt att även i denna lag införa bestämmelser om konkreta frågor som rör bolagets organisation och som redan behandlas enligt ovan nämnda regleringar. Mer ändamålsenligt är att i sin helhet överlåta dessa frågor till den redan idag befintliga lagstiftningen.

Utseende av ledamöter

Vad gäller utseende av styrelseledamöter i ett investeringsbolag, bör utgångspunkten vara att stämman beslutar om detta på motsvarande sätt som gäller för vanliga (publika) aktiebolag. I enlighet med det ovan beskrivna flexibla förhållningssättet till just bolagsstämman, bör denna beslutsordning dock göras dispositiv (vilket även bör gälla längst tillåtna mandattid). För det fall annan än bolagsstämman ges rätt att utse ledamöter, bör detta anges i bolagsordningen – på så sätt kan denna även justeras till att en corporate director är utsedd redan från bolagets grundande.

I externt förvaltade bolag, torde i regel den externa förvaltaren ges rätten att utse styrelseledamöter (inklusive i de fall styrelsen utgörs av den externa förvaltaren själv). Dessa kommer typiskt sett vara personer kopplade till den externa förvaltarens verksamhet. Denna koppling mellan ledamöterna och den externa förvaltaren anses vara en naturlig del av det nu beskrivna samriskföretagandet som antar formen av ett kvalificerat investeringsbolag. En sådan koppling har vidare många fördelar beträffande t.ex. kompetens och effektivitet i beslutsprocesser, som påminner om den identitet som ofta råder mellan styrelsesammansättningar inom en koncern. En sådan koppling är internationellt sett såväl ansedd såsom best practice, som påbjuden av bl.a. Luxemburgs tillsynsmyndighet *Commission de Surveillance du Secteur Financier*¹⁵. Investerarna förväntas därtill, som ett komplement, i många fall kräva närvaron av en eller fler oberoende ledamöter.

Jäv för styrelseledamot eller verkställande direktör

Vad gäller frågan om jäv för styrelseledamot respektive den verkställande direktören, bör bestämmelserna i 8 kap. aktiebolagslagen tillämpas även på kvalificerade investeringsbolag. Dock bör ett tillägg göras till innebörd att reglerna om ställföreträdarjäv inte gäller om bolagets motpart är den externa förvaltaren eller en juridisk person som har intressegemenskap med den externa förvaltaren.

Anledningen till detta tillägg är att samma grundproblematik gör sig gällande som när bolaget är del av en koncern. Om man i ett första led accepterar och till och med uppmuntrar att ledamöterna har en koppling till den externa förvaltaren (eller rentav utgörs av denne), men i ett andra led undantagslöst tillämpar reglerna om ställföreträdarjäv, skulle detta riskera att skapa en situation där styrelsen i många fall blir handlingsförlamad då den saknar möjlighet att t.ex. rättshandla med den externa förvaltaren. Därför måste ovan föreslagna justering göras.

Den externa förvaltarens verksamhetsansvar samt styrelsens övervakande roll

Mot bakgrund av hur AIFMD-regleringen fokuserar på fondens förvaltare, som åläggs ansvar och förpliktelser vad gäller fondens verksamhet, måste det vara denna part som även enligt lagen om investeringsbolag ges rättigheter och åläggs förpliktelser i fråga om investeringsbolagets verksamhet. Bolagets styrelse (i fall då denna inte utgörs av den externa förvaltaren i egenskap

¹⁵ Jfr. artikeln *Effectiveness of independent boards of Luxembourg funds* av Jan-Jaap Hazenberg, juni 2013, vid sid. 5.

av ACD) kommer i dessa fall att i regel vara förhindrad att befatta sig med den löpande verksamheten, då endast part med tillstånd eller registrering enligt lagen om förvaltare av alternativa investeringsfonder har rätt att bedriva fondförvaltning.

Styrelsen i ett bolag som har utsett en extern förvaltare fyller framför allt en funktion som till viss del kan, precis som utredaren gör, jämföras med ledningsorganet i en bolagsmodell med dualistisk styrelsestruktur. Modellen skapar en dynamisk situation där den externa förvaltaren – som i många fall är utförligt reglerad enligt AIFMD-regleringen – har såväl ansvar och skyldigheter som nödvändiga rättigheter att fullgöra sina förpliktelser. Samtidigt kan styrelsen komma att fylla en relevant funktion såsom övervakare, och därtill torde den kunna ges vissa veton och/eller rådgivningsrättigheter motsvarande de som investeringskommittéer ofta ges i utländska private equity-strukturer – dock under förutsättning att detta inte träder den externa förvaltarens position så som ytterst ansvarig enligt lagen om förvaltare av alternativa investeringsfonder för när.

Enhetlig styrelsestruktur och enhetliga styrelsesammanträden

En internationell utblick påvisar att när en extern förvaltare förvaltar flera fonder, vilka var för sig utgör en juridisk person, förekommer det att en s.k. "unitary board structure" används – d.v.s. att en och samma styrelsesammansättning används i flera bolag. Skälen till detta upplägg är dels att det typiskt sett medför stordriftsfördelar (särskilt i form av minskade administrativa kostnader), och dels att det anses kunna öka kompetens och effektivitet hos styrelsen som helhet. Utredarens förslag härom är således positivt och lämpligt även för kvalificerade investeringsbolag – och lagen bör alltså möjliggöra att en enhetlig styrelsestruktur används. Den enhetliga styrelsen bör få utöva sina övervakande funktioner över samtliga bolag på ett samordnat sätt i den utsträckning som detta kan anses lämpligt. Vägledande härvid ska vara vilka kostnadsbesparingar samt effektivitets- och kompetenshöjande effekter detta kan antas medföra för aktieägarna i de berörda bolagen samt att inte oskäligen intressekonflikter uppkommer t.ex. för de fall transaktioner mellan fonderna aktualiseras. Oberoende ledamöter och eller involvering av investerarepresentant kan i så fall utgöra rimliga kontrollfunktioner. Det bör understrykas att varje styrelseledamot i en enhetlig styrelsestruktur bibehåller sitt individuella ansvar och sina individuella förpliktelser gentemot varje enskilt bolag – vilket även det stämmer överens med hur unitary board structures behandlas internationellt.

1.2.2.9 Kapitel 9 – Revision

Allmänt

Vad gäller revisor, förlitar sig utredarens förslag som utgångspunkt på de regler som återfinns i 9 kap. aktiebolagslagen. Härtill har utredaren föreslagit att varje revisor har en skyldighet att i flera fall rapportera avvikelser till Finansinspektionen.

Även för kvalificerade investeringsbolag bör reglerna om revisor ta sin utgångs punkt i 9 kap. aktiebolagslagen. I tillägg till detta bör, i investeringsbolag där årsstämma inte ska hållas, revisionsberättelsen innehålla ett särskilt yttrande över huruvida styrelsens och, i förekommande fall, den verkställande direktörens förvaltning av bolaget har utförts i enlighet med tillämplig fondreglering. I enlighet med proportionalitetsprincipen ska dock ingen generell skyldighet föreligga för den ordinarie revisorn att rapportera avvikelser till Finansinspektionen.

Särskild revisorsgranskning

Utredaren har vidare föreslagit att Finansinspektionen ska ha rätt att, på investeringsbolagets bekostnad, utse ytterligare revisorer. Denna reglering, som härrör från regleringen av nuvarande värdepappersfonder, kan även utsträckas till kvalificerade investeringsbolag eftersom den kan stärka tilliten till bolagens verksamhet (även i de fall bolagen har valt att i stora delar reglera sina förehavanden på avtalsrättslig väg).

För att tillgodose proportionalitetsprincipen, måste det dock vad gäller de kvalificerade investeringsbolagen sättas tydliga ramar avseende när Finansinspektionen får vada en sådan åtgärd, samt avseende vilket mandat en granskande revisor har.

Finansinspektionen bör endast ha rätt att utse en revisor när det finns skäl att anta att bolaget i väsentligt hänseende bryter mot lagen om investeringsbolag eller lagen om förvaltare av alternativa investeringsfonder, eller att ekonomisk brottslighet förekommer inom ramen för bolagets verksamhet. En revisor som på detta sätt utsetts av Finansinspektionen ska ha ett tydligt uppdrag avseende vilken fråga som revisorn ska undersöka. Granskningen ska vidare inte få pågå längre än vad som är nödvändigt för att fullgöra detta uppdrag. Revisorns arvode ska bekostas av bolaget (med möjlighet till jämkning om bolaget kan påvisa att granskningen varit utan grund).

1.2.2.10 Kapitel 10 – Tillstånd

Det tillägg som görs i 2 kap. i utredarens förslag beträffande bolagets bildande hänvisar vad gäller registrering av bolaget även till 10 kap. Syftet med detta är att säkerställa att investeringsbolag används till fonder och ingenting annat. I det följande beskrivs därför endast hur kapitlet kan kompletteras för att även anpassas till kvalificerade investeringsbolag.

Att ett kvalificerat investeringsbolag får registreras hos Bolagsverket ska förutsätta:

- (i) att fonden är identifierad som en AIF enligt lagen om förvaltare av alternativa investeringsfonder, samt
- (ii) att fonden antingen har erhållit tillstånd/registrering såsom förvaltare, eller att fonden har utsett en extern förvaltare med tillstånd/registrering.

På detta sätt görs således registreringen av bolaget¹⁶ villkorad av att Finansinspektionen givit tillstånd till/registrerat fonden eller dess externa förvaltare enligt lagen om förvaltare av alternativa investeringsfonder – vilket är en för ändamålet kostnadseffektiv lösning. Av yttersta vikt är dock att tillstånds- och registreringsprocessen sker effektivt och utan oskäliga tidsutdräkter. Så kallad "time-to-market" är i många fall avgörande för en fond, och Sverige måste därför tillförsäkra att adekvata resurser finns för Finansinspektionen att på kortast möjliga tid handlägga tillstånds- och registreringsärenden enligt lagen om förvaltare av alternativa investeringsfonder.

Det föreslagna upplägget innebär att inga ytterligare tillståndsprocesser kommer krävas för en fond som bedrivs i bolagsform – något som är viktigt inte minst ur en konkurrenssynpunkt. Motsatt lösning, som tillämpas för vissa utländska motsvarigheter, har starkt kritiserats på grund av att den inneburit dubbla tillståndsprocesser som i allt väsentligt fyller en och samma funktion.¹⁷

Upplägget är bra och tjänar syftet att säkerställa att lagens tillämpningsområde blir väl avgränsat. Därtill innebär det en försäkran mot att den legala strukturen (miss)brukas till annat än fondverksamhet.¹⁸ Investeringsbolaget kommer således alltid att omfattas av nu nämnda restriktioner vad gäller dess natur och därmed arten av den bedrivna verksamheten – den kan inte ha operativ verksamhet som går utöver den kärnverksamhet som utgör själva fondverksamheten. För självförvaltande fonder träffas fonden själv av dessa begränsningar, och i fråga om externt förvaltade fonder blir den externa förvaltaren förhindrad att för fondens

¹⁶ Registreringen som i sig är nödvändig för att investeringsbolaget ska kunna förvärva rättigheter och skyldigheter, precis på samma sätt som ett vanligt aktiebolag.

¹⁷ Mest noterbart ICAV:en.

¹⁸ Någon operativ verksamhet, eller annan typ av finansiell verksamhet än fondverksamhet, ska således inte vara tillåtet för investeringsbolagen att bedriva – oavsett vilken typ av fond det rör sig om. Detta ligger i linje med 3 kap 1 § LAIF som inte tillåter förvaltare att ägna sig åt annan verksamhet än fondförvaltning (och därtill angränsande verksamheter). Investeringsbolag kommer därför inte kunna äga gruvor, råvarulager etc. eftersom detta skulle utgöra operativ verksamhet – ett förhållningssätt som även är direktivkonformt samt är i enlighet med Finansinspektionens rådande praxis. För tydlighets skull kommer bolaget naturligtvis kunna bedriva operativ verksamhet såtillvida att självförvaltande investeringsbolag kan ha anställda och bedriva den verksamhet som ryms inom fondverksamhet.

räkning bedriva operativ verksamhet (i det sistnämnda fallet kommer fonden som huvudregel inte heller ha något mandat att själv rättshandla, utan står i dessa hänseenden under förvaltarens kontroll). Strukturen i sig löser alltså avgränsningsfrågorna på ett smidigt och solitt sätt.

1.2.2.11 Kapitel 11 - Gränsöverskridande

Regleringen i utredarens förslags elfte kapitel utgör en implementering av för värdepappersfonder tillämplig UCITS-reglering. För alternativa investeringsfonder regleras denna fråga genom bestämmelserna om gränsöverskridande förvaltning i lagen om förvaltare av alternativa investeringsfonder. Mot denna bakgrund bör inte någon särskild reglering införas i nuvarande lag eftersom detta endast skulle leda till dubbelreglering. En ny bestämmelse bör därför införas som tydliggör att kapitlet inte är tillämpligt på kvalificerade investeringsbolag.

1.2.2.12 Kapitel 12 - Verksamhetsregler

Verksamhetsreglerna i utredarens förslag knyter an till den UCITS-baserade reglering som tillämpas på värdepappersfonder. Vissa av dessa krav motsvaras av bestämmelser i lagen om förvaltare av alternativa investeringsfonder. Givet att denna lag blir direkt tillämplig på förvaltaren av ett kvalificerat investeringsbolag (d.v.s. även om bolaget är internt förvaltad), bör inte någon särskild reglering införas i nuvarande lag eftersom detta endast skulle leda till dubbelreglering. En ny bestämmelse bör därför införas som tydliggör att kapitlet inte är tillämpligt på kvalificerade investeringsbolag.

1.2.2.13 Kapitel 13 – Placeringsregler

Placeringsreglerna i utredarens förslag knyter an till den UCITS-reglering som tillämpas på värdepappersfonder och som även, om än med möjlighet till specifika undantag, tillämpas på specialfonder. Andra alternativa investeringsfonder å sin sida ska inte vara föremål för sådana placeringsregler, och detta kapitel ska därför inte vara tillämpligt på kvalificerade investeringsbolag. Vad gäller krav på riskhantering med mera är detta reglering som åläggs fondens förvaltare genom lagen om förvaltare av alternativa investeringsfonder, och således bör någon särskild reglering inte införas i nuvarande lag eftersom detta endast skulle leda till dubbelreglering. En ny bestämmelse bör därför införas som tydliggör att kapitlet inte är tillämpligt på kvalificerade investeringsbolag.

1.2.2.14 Kapitel 14 – Uppdragsavtal

Även här utgår utredarens förslag från lagen om värdepappersfonder. Reglerna bör därför inte tillämpas på kvalificerade investeringsbolag. För sådana bolag finns istället reglering beträffande uppdragsavtal i 8 kap. 14-18 §§ lagen om förvaltare av alternativa investeringsfonder – en reglering som blir direkt tillämplig på det kvalificerade investeringsbolagets förvaltare (d.v.s. även om bolaget är internt förvaltad). Således bör någon särskild reglering inte införas i nuvarande lag eftersom detta endast skulle leda till dubbelreglering. En ny bestämmelse bör därför införas som tydliggör att kapitlet inte är tillämpligt på kvalificerade investeringsbolag.

1.2.2.15 Kapitel 15 – Information om investeringsbolag

Informationsbroschyr m.m.

Utredarens förslag till reglering av investeringsbolagens informationsskyldighet motsvarar i allt väsentligt den reglering som återfinns i lagen om värdepappersfonder. För alternativa investeringsfonder åläggs förvaltaren enligt lagen om förvaltare av alternativa investeringsfonder att tillhandahålla den information som krävs enligt AIFMD – se t.ex. 10 kap. 1 §. Således är de informationskrav som gäller för kvalificerade investeringsbolag redan reglerade genom sistnämnda lag, och någon särskild reglering som omfattar de kvalificerade investeringsbolagen bör därför inte införas i den nu föreslagna lagen eftersom detta endast skulle

leda till dubbelreglering. En ny bestämmelse bör därför införas som tydliggör att kapitlet inte är tillämpligt på kvalificerade investeringsbolag.

Dock bör, givet det kvalificerade investeringsbolagets särskilda natur, det uppställas krav på att bolaget i sin informationsbroschyr och i annat marknadsföringsmaterial på ett tydligt sätt anger att bolaget är just ett kvalificerat investeringsbolag.

Årsredovisning m.m.

Vad gäller konventionella aktiebolag, utgör reglerna om årsredovisningen den mest framträdande regleringen avseende periodisk informationsgivning. De huvudsakliga aspekterna av denna reglering återfinns dock inte i aktiebolagslagen, utan istället i lagen om årsredovisning. Eftersom utredarens förslag innehåller ett kapitel om informationsgivning, är det dock lämpligt att även vad gäller kvalificerade investeringsbolag behandla dessa frågor inom ramen för förevarande kapitel.

För kvalificerade investeringsbolag föreslås att de ska upprätta en årlig redovisning som ska tillhandahållas andelsägarna, och även registreras hos Bolagsverket. Denna redovisning ska följa god redovisningssed, och redovisningen bör inte utgöra koncernredovisning eller vara konsoliderad. Redovisningen ska vara tillgänglig för såväl aktieägare som Finansinspektionen, samt varje annan myndighet som har behov av att ta del av den för att kunna fullgöra sina respektive skyldigheter.

Härvid kan noteras att de redovisningsregler som gäller för svenska aktiebolag inte i alla delar är lämpliga för t.ex. private equity-fonder, särskilt vad gäller krav på koncernredovisning (se avsnitt 1.2.2.1). Detta eftersom en private equity-fond investerar i från varandra självständiga bolag (som dock själva kan ingå i en koncern och därmed upprätta koncernredovisning), vars verksamheter inte har någon koppling till varandra. En sammanslagen redovisning tillför därför inte relevant information. Vad gäller investerarna, vill de snarare ta del av varje portföljbolags utveckling för sig. När det är fråga om ett samriskföretagande av den typ som private equity-fonder utgör, finns det dessutom i regel utförliga krav på detaljredovisning i de framförhandlade avtalen, varför den av lagstiftningen påbjudna årsredovisningen inte i dessa sammanhang kan ses som den mest centrala källan till information för aktieägarna. Mot denna bakgrund bör allt för långtgående detaljkrav på årsredovisningen undvikas, åtminstone i den utsträckning sådana krav inte kan motiveras med att de fyller en funktion såsom borgenärsskydd eller annars utgör allmänintresse. Detaljer vad gäller de specifika redovisningskraven kan med fördel lämnas till Finansinspektionen och självreglerande organ såsom Föreningen Auktoriserade Revisorer.

1.2.2.16 Kapitel 16 – Fusion och delning

Allmänt

Aktiebolagslagen innehåller bestämmelser om fusion och delning som är väl genomarbetade och som dessutom är anpassade för den EU-reglering som gäller på området. Motsvarande reglering bör därför tillämpas för investeringsbolag, dock med undantag för de regler som relaterar till det bundna aktiekapitalet. Därtill krävs att nödvändiga tillstånd och organisatoriska krav enligt lagen om förvaltare av alternativa investeringsfonder är beaktade. Vidare bör investerarnas medinflytande i frågor om fusion och delning få begränsas genom föreskrifter i bolagsordningen, mot bakgrund av den mer perifera roll som stämman kan inta i ett investeringsbolags organisation – inte minst för de bolag där en extern förvaltare är utsedd. Se härom avsnitt 1.2.2.7 ovan.

Gränsöverskridande fusioner och delningar

Som utgångspunkt bör även fusioner mellan kvalificerade investeringsbolag och utländska motsvarigheter kunna göras enligt bestämmelser motsvarande de som återfinns i aktiebolagslagen. Dock måste denna typ av bolagsåtgärder ske med beaktande av de särskilda förutsättningar som är för handen när det är fråga om kvalificerade investeringsbolag. Därför bör Finansinspektionen ges ett bemyndigande att utfärda föreskrifter vad gäller det praktiska

förfarandet vid såväl nationella som internationella fusioner som inbegriper kvalificerade investeringsbolag.

Fusioner mellan olika bolagstyper

Vad gäller fusioner mellan kvalificerade investeringsbolag å ena sidan och aktiebolag eller andra typer av juridiska personer å andra sidan, måste särskilda överväganden dock göras. Det faktum att de legala konstruktionerna i flera hänseenden har väsensskilda strukturer, innebär att fusioner mellan sådana bolag endast bör kunna ske under förutsättning att ett adekvat borgenärsskydd säkerställs. Tills vidare bör därför endast fusioner mellan aktiebolag och kvalificerade investeringsbolag tillåtas. En lämplig lösning vore härvid att fusioner där det kvalificerade investeringsbolaget är det överlevande endast är tillåtna om de borgenärsskyddsregler som är tillämpliga vid likvidation av ett vanligt aktiebolag görs tillämpliga.

I praktiken torde sammanslagningar mellan sådana bolag vid behov även kunna genomföras genom t.ex. inkråmsförvärv. Därtill bör väl genomtänkta övergångsbestämmelser utformas, så att det blir praktiskt genomförbart (och marknadsanpassat) att kunna anta formen av ett kvalificerat investeringsbolag.

1.2.2.17 Kapitel 17 – Registrering

Inga justeringar av utredarens förslag behöver göras i detta kapitel för att regleringen även ska kunna vara tillämplig på kvalificerade investeringsbolag.

1.2.2.18 Kapitel 18 – Firma

Inga justeringar av utredarens förslag torde behövas beträffande regleringen av bolagets firma. Det bör inte krävas att bolagets firma inkluderar uppgift om huruvida investeringsbolaget är allmänt eller kvalificerat, men enligt vad som angivits avseende kapitel 15 ovan bör det för samtliga investeringsbolag krävas att det tydligt framgår i informationsbroschyr och annat marknadsföringsmaterial vilken typ av investeringsbolag det är frågan om.

1.2.2.19 Kapitel 19 – Förvaringsinstitut

Då lagen om förvaltare av alternativa investeringsfonder är tillämplig på alla AIF:er och deras förvaltare, innebär det att reglerna om förvaringsinstitut i lagen om förvaltare av alternativa investeringsfonder även kommer att vara tillämplig på de kvalificerade investeringsbolagen och dess externa förvaltare. Kapitel 19 i utredarens förslag bör därför inte göras tillämpligt på kvalificerade investeringsbolag, och en ny bestämmelse bör därför införas som tydliggör att kapitlet inte är tillämpligt på dessa.

1.2.2.20 Kapitel 20 – Skadestånd

§ 1 i utredarens förslag, som är baserat på aktiebolagslagens regler om skadeståndsansvar men med vissa anpassningar för de särskilda förutsättningar som gäller för investeringsbolag, är lämpligt även i förhållande till de kvalificerade investeringsbolagen. Således behövs inga justeringar av denna bestämmelse.

Vad gäller 2 §, baserar sig utredarens förslag på 2 kap. 21 § lagen om värdepappersfonder. Eftersom motsvarande reglering återfinns i 8 kap. 28 § lagen om förvaltare av alternativa investeringsfonder, skulle utredarens förslag komma att utgöra en dubbelreglering i förhållande till kvalificerade investeringsbolag. Därför bör en bestämmelse införas som tydliggör att paragrafen inte är tillämplig på dessa.

1.2.2.21 Kapitel 21 – Likvidation m.m.

Allmänt

Bestämmelserna om likvidation av kvalificerade investeringsbolag bör ta sin utgångspunkt i 25 kap. aktiebolagslagen. Till den del regleringen berör det fasta aktiekapitalet, inbegripet bestämmelserna om tvångslikvidation på grund av kapitalbrist, kontrollbalansräkning m.m., ska denna dock inte tillämpas på investeringsbolag (givet den under avsnitt 1.2.2.6 ovan beskrivna NAV-principen). Vidare måste det införas ny reglering som berör den externa förvaltarens möjlighet att försätta bolaget i frivillig likvidation. Dessutom måste bestämmelserna om tvångslikvidation utvidgas till att behandla situationen där ett självförvaltad investeringsbolag förlorat sitt tillstånd/sin registrering, eller där ett externt förvaltad bolag av något skäl saknar extern förvaltare med erforderligt tillstånd/registrering.

I två centrala frågor finns tydliga skiljelinjer mellan olika investeringsbolag. Dels vad gäller om bolaget bedrivs på obestämd tid, eller har en förutbestämd livslängd efter vilken det ska likvideras, och dels vad gäller om bolaget är öppet för inlösen eller är stängt under fondens livslängd. För att tillgodose behovet av investerarskydd bör det för samtliga investeringsbolag som har en obegränsad livslängd alltid finnas en möjlighet för andelsägarna att besluta om frivillig likvidation.

Frivillig likvidation

För kvalificerade investeringsbolag kommer det i regel vara av särskilt stor vikt att dessa tillåts avtalsfrihet vad gäller villkoren och förutsättningarna för frivillig likvidation. Beträffande private equity-fonder, har dessa i princip alltid en begränsad livslängd och är under denna inte öppna för inlösen på investerarens begäran.¹⁹ Som beskrivits under avsnitt 1.1 ovan, bygger dessa fonders affärsidé på att det ska vara en stabil och långsiktig ägarform där investerarna, förvaltarna och ledningen i de portföljbolag som fonden investerar i alla har ett gemensamt fokus på långsiktig värdeutveckling av portföljbolagen. Möjligheten till en sammanhållen investerar/ägarstruktur samt formerna för denna innebär att möjligheten att realisera värdet av en investering måste kunna planeras och samordnas på ett solitt och förutsägbart sätt – för att investerarna alls ska våga tillträda fonden.

Om frivilliga likvidationer inte regleras i bolagsordningen, bör aktiebolagslagens bestämmelser om beslutsordning för likvidation tillämpas, inbegripet möjligheten för en majoritet att besluta om frivillig likvidation. För det fall bolaget har en på förhand bestämd livslängd efter vilken det ska träda i likvidation, bör det krävas att detta anges i bolagsordningen. De närmare villkoren för likvidationen behöver dock inte anges i bolagsordningen, utan kan regleras i separat avtal. Ett av skälen till detta upplägg är att ett offentliggörande av sådana uppgifter skulle kunna vara direkt skadligt för bolaget och de enskilda investerarna – inte minst i en förhandlingssituation avseende försäljning av fondens portföljbolag.

Som ovan konstaterats bör, i fråga om externt förvaltade investeringsbolag, den externa förvaltaren kunna besluta om att bolaget ska träda i likvidation – naturligtvis under förutsättning att detta inte står i strid med bestämmelser i bolagsordning eller i strid med kontraktuella förpliktelser.

Tvångslikvidation

Vad gäller tvångslikvidation finns som utgångspunkt inga skäl att göra någon särreglering för kvalificerade investeringsbolag, utan den reglering som utredaren föreslår för de allmänna investeringsbolagen kan med fördel även tillämpas på de kvalificerade investeringsbolagen.

Vad gäller den specifika situationen att ett investeringsbolag ska likvideras på grund av att den externa förvaltaren fattat beslut om att inte längre förvalta investeringsbolaget, bör dock viss justering göras. I förhållande till kvalificerade investeringsbolag kommer förutsättningarna för en sådan likvidation typiskt sett att vara nogsamt reglerade på avtalsrättslig väg, inte minst givet dessa bolags karaktär av ett samriskföretagande. Som dispositiv lagreglering bör därför

¹⁹ (Utöver i vissa avtalsrättsligt reglerade fall då någon form av däri angivna extraordinära omständigheter inträffar såsom vissa typer av avtalsbrott som potentiellt kan ge den enskilde investeraren rätt att lämna fonden och få värdet av sin andel utdelat).

andelsägarna ges en möjlighet att vid bolagsstämma besluta att bolaget, istället för att träda i likvidation, ska utse annan extern förvaltare eller ombildas till självförvaltande investeringsbolag. För tydlighets skull ska ett sådant förfarande inte kräva Finansinspektionens godkännande på sätt som utredaren föreslår ska gälla för allmänna investeringsbolag, utan det bör endast förutsätta att förvaltaren har erforderligt tillstånd eller registrering enligt lagen om förvaltare av alternativa investeringsfonder.

Utskiftning av bolagets tillgångar

Vid likvidation ska det kvalificerade investeringsbolagets tillgångar fördelas enligt vad som angivits i bolagsordningen, eller i separat avtal. För det fall fördelningen inte reglerats genom bolagsordning eller avtal, bör fördelning ske enligt den generella principen att varje aktie ger lika rätt till andel i bolagets tillgångar.

I bolagsordningen kan därtill även anges i vilken utsträckning och under vilka förutsättningar sakutdelning får ske vid likvidation. Om sådan reglering inte finns, ska likvidatorn enligt samma principer som gäller enligt 25 kap. 35 § aktiebolagslagen på lämpligt sätt söka förvandla bolagets tillgångar till pengar i den utsträckning som behövs för likvidationen. Frågan om möjlighet till sakutdelning kan naturligtvis även regleras genom separat avtal, och det bör noteras att en annan fördelning kan beslutas med stöd av samtliga aktieägares samtycke.

Vid likvidation måste alltid ett adekvat borgenärsskydd upprätthållas, varför NAV-principen strikt ska tillämpas såsom den beskrivits under avsnitt 1.2.2.6 ovan.

1.2.2.22 Kapitel 22 – Tillsyn

Utredarens förslag baseras huvudsakligen på regleringen i lagen om värdepappersfonder, och emanerar således från UCITS-regleringen. Detta är således inte anpassat för andra alternativa investeringsfonder än specialfonderna.

En grundläggande utgångspunkt i förhållande till AIFMD är, som redan konstaterats, att det vore oproportionerligt att gå in och genom lag detaljreglera fonderna. Tanken var att endast förvaltarna skulle hamna under regelverket och den tillsyn som detta bar med sig. Lagen om förvaltare av alternativa investeringsfonder tar fasta på detta, och tillsynsbestämmelserna i kapitel 13 i den lagen är tillämpliga på förvaltare av alternativa investeringsfonder (såväl tillstånds- som registreringspliktiga förvaltare omfattas). Således är fonderna i sig inte föremål för denna reglering utom i de fall det rör sig om en självförvaltande fond.

Någon särskild tillsynsreglering beträffande de kvalificerade investeringsbolagen bör därför inte uppställas i lagen om investeringsbolag. Tvärtom skulle en sådan reglering endast innebära över- och dubbelreglering i samma fråga. Kapitel 22 i utredarens förslag bör därför inte göras tillämpligt på kvalificerade investeringsbolag, och en ny bestämmelse bör därför införas som tydliggör att kapitlet inte är tillämpligt på dessa.

1.2.2.23 Kapitel 23 – Särskilt om prövning av ägares lämplighet

Utredarens förslag uppställer ett krav på att ägarprövning ska göras avseende internt förvaltade investeringsbolag. Vad beträffar kvalificerade investeringsbolag, innehåller lagen om förvaltare av alternativa investeringsfonder bestämmelser avseende ägarprövning (se 3 kap. 3 och 10 §§), varför någon särskild reglering om ägarprövning inte behövs för dessa bolag. En ny bestämmelse bör därför införas som tydliggör att kapitlet inte är tillämpligt på kvalificerade investeringsbolag.

1.2.2.24 Kapitel 24 – Ingripande

Vad gäller ingripanden finns särskild reglering i 14 kap. lagen om förvaltare av alternativa investeringsfonder, vilken således kommer att bli direkt tillämplig på såväl internt förvaltade investeringsbolag som på externa förvaltare. Ytterligare reglering i samma fråga skulle därför innebära att omotiverad dubbelreglering uppkommer. En ny bestämmelse bör därför införas som tydliggör att kapitlet inte är tillämpligt på kvalificerade investeringsbolag.

Vad gäller bestämmelserna om sanktionsavgift i 13-18 §§, bör följande särskilt noteras. Regleringen, som är mycket långtgående, baseras på den senaste revideringen av UCITS-direktivet (UCITS V), och saknar motsvarighet såväl AIFMD som lagen om förvaltare av alternativa investeringsfonder. Särskilt medför regleringen långtgående ekonomiska sanktioner som ska kunna drabba såväl investeringsbolaget som fysiska personer i bolagets ledning. Det kan förvisso antas att motsvarande reglering kommer att införas i AIFMD när direktivet revideras nästa gång, vilket i så fall torde föranleda motsvarande revidering av lagen om förvaltare av alternativa investeringsfonder. Regleringen passar dock mindre väl in i den traditionella svenska rättsordningen, och skulle dessutom innebära en påtaglig konkurrensnackdel för svenska marknadsaktörer om dessa blev föremål för påtagligt mer långtgående ansvar jämfört med motsvarande aktörer i andra EU-medlemsstater. Dessutom bör det tilläggas att bolagsledningen redan i dagsläget är föremål för handlingsdirigerande och allmänpreventiv reglering – inte minst i form av det individuella, bolagsrättsliga skadeståndsansvaret.

1.2.2.25 Kapitel 25 – Bemyndiganden

Det tjugofemte kapitlet i utredarens förslag behandlar vilka frågor som regeringen (eller annan myndighet enligt delegering) får meddela särskilda föreskrifter om. Härvid kan noteras att majoriteten av de aktuella frågorna endast berör de allmänna investeringsbolagen, vilket genom de justeringar som föreslås i detta yttrande skulle framgå då det i förhållande till berörda lagrum skulle anges att reglerna inte gäller för kvalificerade investeringsbolag. Mot denna bakgrund föreslås ingen ändring av förevarande kapitel.

1.2.2.26 Kapitel 25 – Överklaganden

Enligt utredarens förslag sker överklagande av Bolagsverkets beslut enligt den ordning som föreskrivs i 31 kap. aktiebolagslagen. Motsvarande reglering är lämplig även för kvalificerade investeringsbolag.

Därtill kommer vissa beslut avseende investeringsbolag att fattas av Finansinspektionen, varför ett tillägg om möjligheten att överklaga även dessa beslut bör göras. Ett sådant tillägg kan, till den del det avser kvalificerade investeringsbolag, med fördel baseras på 16 kap. lagen om förvaltare av alternativa investeringsfonder.

1.3 Övrig lagstiftning

1.3.1 Inledning

Vad gäller behovet av följdändringar i befintlig lagstiftning, täcker som utgångspunkt de justeringar som föreslås genom utredarens förslag även in de behov som uppkommer i förhållande till regleringen av kvalificerade investeringsbolag. Det främsta skälet till att ett införande av kvalificerade investeringsbolag i sig inte kräver omfattande följdändringar, är att båda typerna av investeringsbolag ger upphov till samma typ av överväganden i detta hänseende. Vad gäller skatteregleringen, krävs det som ovan framhållits en nogsam analys i förhållande till den nya bolagsmodellen. Därtill behövs några särskilda justeringar i framförallt insolvensrätten göras mot bakgrund av att en möjlighet till partiellt betalda aktier föreslås. Nedan följer därför en övergripande genomgång av de särskilda följdändringar som kan komma att aktualiseras i just dessa hänseenden.

1.3.2 Insolvensrätten

Förslag: Den konkurs- och insolvenslagstiftning som idag är tillämplig för aktiebolag bör även tillämpas på investeringsbolag. I de bestämmelser som inte blir direkt applicerbara oavsett associationsrättslig form bör därför anges att vad som gäller för aktiebolag även ska tillämpas på investeringsbolag.

I utsökningsbalken (1981:774) bör det införas en ny paragraf som förtydligar att en utfästelse att i framtiden tillskjuta kapital till ett investeringsbolag som inte påkallats av investeringsbolaget inte utgör en tillgång och därmed inte kan inkrävas. Detta gäller även utfästelse som utgör icke betald del av teckningslikvid för tecknade aktier.

Vad gäller möjligheten att rikta krav på återgång ska en särskild paragraf tas in i utsökningsbalken som tydliggör att en aktieägare i ett investeringsbolag inte kan bli föremål för återgång förutom då aktieägaren även är investeringsbolagets externa förvaltare eller har nära anknytning till denne.

Allmänt

Att kunna säkerställa ett adekvat skydd för investerarna och deras kapital mot krav från tredje man m.m. är viktigt. Givet att Sverige har ett rykte som en nation med bristande förutsebarhet i lagstiftningen, är det viktigt att dessa frågor är tydligt reglerade så att olika kategorier av investerare ska kunna känna sig trygga med svenska fondstrukturer.

Vad gäller de institut som faller in under insolvensregelverket; konkurs, utsökning samt företagsrekonstruktion, är lagstiftningen i huvudsak allmänt hållen och hänvisar inte till någon specifik associationsrättslig form. Regleringen blir därför tillämplig även på investeringsbolagen, utan att det behöver ske några omfattande justeringar.

Givet att investeringsbolaget som utgångspunkt ska nyttja de regleringar som vi idag har beträffande aktiebolag, behöver särreglering endast göras på några få punkter. En sådan central punkt rör kapitalflödet, och det särskilda skydd som de passiva investerarna måste ges vad gäller (i) det kapital som investerarna utfäst sig att tillskjuta till investeringsbolaget under specifika omständigheter (kapital som dock förblir inom investerarens kontroll till dess att påkallande sker), och (ii) erhållna utdelningar från investeringsbolaget. Således bör det införas särskild reglering som fastställer att kapital som en investerare utfäst sig att tillskjuta till bolaget, men som ännu inte tillgångsförts på grund av att det varken faktiskt tillskjutits eller påkallats av bolaget, inte ska kunna inkrävas i ett insolvensförfarande av något slag. Inte heller ska utbetalade medel – vare sig utdelning eller likvid för återinlösta aktier – kunna återkrävas från en passiv investerare om inte oredlighet kan styrkas. För det fall investeraren även är fondens förvaltare eller annars har nära anknytning till denne, bör dock investeraren kunna bli föremål för återkrav i samma utsträckning som den typiska aktieägaren kan enligt aktiebolagsrätten, givet att denne då har möjlighet att faktiskt påverka fondens verksamhet på ett sätt som gör det motiverat att tillämpa aktiebolagslagens principer om återkrav.

För det fall investerarkollektivet gagnas av att alla investerare har en mer långtgående förpliktelse att tillskjuta utfäst kapital även i t.ex. en obeståndssituation (exempelvis för att facilitera en ordnad likvidation av bolaget), kan detta åstadkommas på en rad olika sätt. En sådan skyldighet kan skrivas in i bolagsordningen, eller så kan investerarna ingå någon form av garanti eller borgensåtagande för bolagets förpliktelser som för varje enskild investerare sträcker sig upp till det av denne totalt utfästa kapitalet. Denna typ av åtaganden kan naturligtvis även vara något som krävs från borgenärens sida, och därför utgör en sådan möjlighet ett flexibelt sätt att tillgodose marknadsaktörernas krav på ett förstärkt borgenärsskydd.

Konkurslagstiftningen

I enlighet med vad som ovan konstaterats blir utgångspunkten även vad gäller konkurslagstiftningen att motsvarande reglering som föreslås gälla för de allmänna investeringsbolagen även ska tillämpas i förhållande till kvalificerade investeringsbolag. I vissa hänseenden kommer dock justeringar krävas, främst vad avser krav på erläggande av utfäst men icke påkallat kapital. Se särskilt om detta under nästföljande rubrik.

I förhållande till dagens kontraktuellt baserade värdepappersfonder och specialfonder gäller att egendom som ingår i fonden inte får utmätas, samt att fonden inte heller kan gå i konkurs. Beträffande värdepappersfonder finns skyddsregler som syftar till att fondens värde inte ska kunna bli negativt. Härvid kan nämnas att enligt 5 kap. 13 § andra stycket lagen om värdepappersfonder får en fonds sammanlagda exponeringar som hänför sig till

derivatinstrument inte överskrida fondens värde. Enligt 5 kap. 23 § samma lag får fonden bl.a. inte ta upp lån eller sälja överlåtbara värdepapper som inte ingår i fonden.

I förhållande till specialfonder får dock vissa undantag från dessa bestämmelser beviljas av Finansinspektionen. En specialfond skulle, åtminstone teoretiskt sätt, därmed kunna uppvisa nettoskuld.

Med detta i beaktande, och mot bakgrund av att investeringsbolag kan användas för såväl värdepappersfonder som specialfonder och andra typer av alternativa investeringsfonder som investerar i finansiella tillgångar, måste en adekvat insolvensreglering kunna tillämpas på investeringsbolagen.

Med hänsyn till att de tillgångar ett investeringsbolag kan komma att äga inte är någonting utöver sådana tillgångar som ett vanligt aktiebolag kan inneha, och givet att vanliga aktiebolag är föremål för en gedigen insolvenslagstiftning, bör motsvarande reglering tillämpas på investeringsbolag generellt (oaktat att värdepappersfonder principiellt sett inte förväntas kunna gå i konkurs).

I konkurslagen finns dock, utöver den ovan framhållna generella regleringen, två explicita hänvisningar till de olika bolagsformerna (7 kap 15 § och 15 kap 5 §), där det även hänvisas till respektive associationsrättsligt regelverk. Dessa regler kan med fördel justeras genom kompletterande hänvisning till lagen om investeringsbolag.

Utmätning av bolagets tillgångar; utfästelser

Eftersom påkallande av utfäst kapital föreslås kunna göras förenat med omfattande villkor på ett sätt som gör utfästelsen osäker vad gäller om den fullt ut kommer att aktualiseras i form av faktiska kapitalskott till bolaget, bör kapitalet inte kunna påkallas för annat än just utsatt ändamål. Detta innebär att kapitalet inte heller kan påkallas av en konkursförvaltare, och lagstiftningen bör därför tydligt ge uttryck för detta. Icke påkallad utfästelse bortfaller således vid insolvens/konkurs – dock under förutsättning att utfästelsen inte aktualiserats och tillgångsförts hos bolaget.

Som ovan angivits, kan dock investerarna genom olika åtaganden skapa förutsättningar för att en konkursförvaltare ska äga rätt att kräva in kapital från hela eller delar av investerarkollektivet.

Företagsrekonstruktion

Vad gäller lagen om företagsrekonstruktion, kan det noteras att det har gjorts undantag för vissa bolag så att dessa inte omfattas av regleringen. De bolag som undantagits inkluderar bankaktiebolag, försäkringsföretag och värdepappersbolag. Givet att investeringsbolagen inte kan bedriva någon rörelse (annat än renodlad fond- respektive investeringsverksamhet), föreslås att även de kvalificerade investeringsbolagen undantas från denna reglering.

1.3.3 Associationsrätten

I förtydligande syfte bör det i 1 kap. 11 § aktiebolagslagen (2005:551) anges att investeringsbolag inte omfattas av koncernbegreppet. På motsvarande sätt bör man, i 1 kap. 6 § lagen (1987:667) om ekonomiska föreningar införa ett andra stycke där det anges att aktier i ett investeringsbolag uttryckligen undantas från bestämmelsen i första stycket samma paragraf. I förhållande till 2 § andra stycket lagen (1987:1245) om styrelserepresentation för de privatanställda bör ett förtydligande göras att investeringsbolag inte omfattas av koncernbegreppet eller regleringen i övrigt.

1.3.4 Redovisningsregler

Årsredovisningslagen

Specifika regler bör införas i 7 kap. årsredovisningslagen. Kvalificerade investeringsbolag ska inte behöva upprätta koncernredovisning, utan bör istället marknadsvärdera sina olika innehav i likhet med vad som för närvarande tillåts enligt internationellt vedertagna

redovisningsprinciper. Detta kräver även ändring i 4 kap 14b § ÅRL, som i dagsläget begränsar möjligheten att använda sig av marknadsvärdering i förhållande till flertalet av de typer av investeringar som kvalificerade investeringsbolag förväntas göra. Upplivningskraven ska också begränsas till att enbart behandla marknadsvärde för respektive investeringskategori. Det ska även framgå i lagstiftningen att utfäst kapital (s.k. committed capital) inte får redovisas som en tillgång förrän det påkallats av bolaget.

Bokföringslagen

I huvudsak kan bokföringslagen tillämpas utan att särreglering måste införas – regleringen blir enligt 2 kap. 15 § tillämplig på juridisk person. Som nämnts tidigare i förslaget, bör särskilda redovisningsprinciper tillåtas för kvalificerade investeringsbolag. Sådana finns på det internationella planet, och hjulet behöver därför inte uppfinnas på nytt.

Att det kapital som investerarna åtagit sig att under särskilda förutsättningar tillskjuta inte får tas upp som en tillgång hos bolaget förrän det är påkallat, hanteras lämpligen genom införandet av en särskild paragraf härom. Ett sådant tillvägagångssätt ligger i linje med andra länders lösningar.

2 Konsekvensanalys

Ett lyckat införande av bolagsmodellen även i form av kvalificerade investeringsbolag skulle innebära att de private equity-fonder som har svensk anknytning och som idag är baserade utomlands, d.v.s. den stora majoriteten av sådana fonder, ges goda förutsättningar att kunna "flytta hem" och framgent vara baserade i Sverige. Det finns inget egenvärde för dessa fonder att vara belägna i någon annan jurisdiktion – tvärtom leder detta ofta till ökad administration, fördröjningar i beslutsprocesser, och ökade kostnader. Av avgörande betydelse är dock att den skattereglering som knyts till bolagsmodellen säkerställer att investerarna inte riskerar någon dubbelbeskattning eller annan merbeskattning, samt att den även överlag blir konkurrenskraftig, förutsägbar och långsiktig. Som redan konstaterats har bolagsmodellen, rätt implementerad, således en stor potential att leda till att en omfattande rådgivningsverksamhet flyttas till Sverige - med många arbetstillfällen och ökade skatteintäkter som följd.

Givet att bolagsmodellen måste säkerställa att dubbelbeskattning inte sker, och att den i princip behandlas som en skattetransparent struktur motsvarande vad som idag gäller för värdepappersfonder, är förslaget offentligfinansiellt neutralt – inte minst då det rör sig om fondstrukturer som idag inte är baserade i Sverige, och som Sverige i dagsläget således inte får in några skatteintäkter från.

Om ett införande av bolagsmodellen slår väl ut, kommer Finansinspektionen att få en tillströmning av tillståndsärenden samt ett ökat antal fonder att utöva tillsyn över. Private equity-fonderna är dock som huvudregel stora med ett betydande kapital under förvaltning snarare än många till antalet, och den ökade arbetsbelastningen för Finansinspektionen torde därför ändå bli begränsad och kunna hanteras på ett förutsebart sätt. Det bör i sammanhanget framhållas att time-to market är av yttersta vikt för att kunna attrahera marknadsaktörer, och i samband med att en ny bolagsmodell introduceras bör därför resurser fokuseras till Finansinspektionens fondavdelning så att en snabb och effektiv handläggning säkerställs – Sverige har i detta hänseende alla förutsättningar att uppvisa en myndighetsverksamhet som är "best-in-class" jämfört andra EU-medlemsstater.