

Daniel Stattin

Fonder och bolagsstyrning

Probleminventering och utgångspunkt för forskning

1 Inledning

Under de senaste femtio åren har bolagsstyrningsfrågor tilldragit sig alltmer intresse bland lagstiftare, forskare och praktiker. Inte minst bolags-skandalerna kring år 2000¹ och finanskrisen som inleddes år 2008 och vars efterföljd i form av en monetär kris och en skuldkris fortfarande präglar Europa har givit näring åt bolagsstyrningsdebatten.

Med bolagsstyrning menar vi i allmänhet förhållandet mellan de ton-givande intressenterna i ett aktiemarknadsbolag, eller om man skall vara noggrann ett aktiebolag vars aktier tagits upp till handel på en reglerad marknad eller listats på en handelsplattform.² Det vill säga mellan aktie-ägarna, styrelseledamöterna och den verkställande ledningen i ett aktiebolag. Ofta uttrycks det i stället som förhållandet mellan bolagsorganen, det vill säga bolagsstämma, bolagsstyrelse och verkställande direktör. Emellertid är den klassiska bilden av bolagsstyrningsfrågor som problem uppkommande mellan olika intressenter knappast uttömmande. Idag handlar bolagsstyrningsdiskussionen, eller borde i vart fall handla, också om den bolagsstyrning som kan utövas av olika former av kollektiva investeringsföretag, vad vi i dagligt tal benämner fonder.

Det kan tilläggas att forskningen är relativt enig om att bolagsstyrning

¹ Stattin, Skandaldriven och problemdriven reglering i Regelfrågor på en förändrad kapitalmarknad, s. 157, Corporate Governance Forum, 2009.

² En Multilateral Trading Facility ("MTF"). Med MiFID II tillkommer också så kallade Other Trading Facilities ("OTF"). Aktiebolag listade på de senare torde behandlas på samma sätt som på MTF:er.

har betydelse. I synnerhet i den så kallade law and finance-litteraturen³ dras långtgående – möjligen för långtgående – slutsatser om betydelsen av bolagsstyrning. Oavsett om slutsatserna i law and finance-litteraturen är för långtgående, är enigheten stor om att den bolagsstyrning som utövas i olika ekonomiska system och i olika företag har betydelse för såväl företagens resultat som deras bidrag till samhällsekonomin.

I det följande har jag för avsikt att identifiera och diskutera några bolagsstyrningsproblem som kan uppkomma vid investeringar i fonder av investerare och av fonder i olika former av målbolag (för investeringarna). Diskussionen slutar knappast med detta inlägg – i stället är det min avsikt att ta tillfälle i akt att utveckla några synpunkter som kan leda till fortsatt diskussion och forskning. Jag kommer att inleda med en problematisering av bolagsstyrning i olika former av fonder, diskutera regleringsförsök som gjorts och görs översiktligt, för att sedan beröra tre huvudtyper av fonder, nämligen investeringsfonder, private equity-fonder och hedge-fonder.⁴

2 Problematisering

Bolagsstyrningsdiskussionen är intimt förknippad med organisationen i de företag (i termens ekonomiska betydelse) som blir föremål för diskussion. Teorierna om bolagsstyrning utvecklades först i amerikansk ekonomisk och juridisk litteratur som en reaktion på den så kallade *managerialism* som vuxit fram i spåren av järnvägskapitalismen. När aktiebolagsformen från mitten av 1800-talet blev allmänt tillgänglig, pro forma i Storbritannien med Companies Act 1844, men i realiteten i och med Companies Act 1862,⁵ och därefter i andra europeiska länder, förespeglade det så kallade prototypbolaget lagstiftaren. I prototypbolaget finns något tiotal eller fler aktiva aktieägare som infinner sig på bolagsstämman för att fatta beslut i bolagets angelägenheter och utse en styrelse för förvaltningen av verksamheten.

³ Namngiven efter La Porta, López-de-Silanes, Shleifer, Vishny, Law and Finance, Journal of Political Economy, 1998.

⁴ Diskussionen i denna årsbok rör huvudsakligen investeringsfonder, men det finns ändå ett betydande intresse, såväl vetenskapligt som samhällsekonomiskt, att också beröra private equity-fonder och hedge-fonder.

⁵ Jfr här Gilberts och Sulivans musikal *Utopia Limited*, som på ett lustigt sätt beskriver de översvallande känslor för den nya aktiebolagsformen som ibland (kanske) väcktes hos allmänheten.

Det fanns undantag från prototypmodellen, i första hand kanske stora handelskompanier som reglerades *sui generis*, men den verkliga förändringen skedde först när den amerikanska civilisationen expanderat så långt på såväl öst- som västkust att det framstod som rationellt att binda ihop den amerikanska kontinenten med järnvägslinjer från kust till kust. De stora amerikanska järnvägsbolagen var unika – de utnyttjade den vanliga aktiebolagsformen, men hade ett stort antal investerare som inte deltog i den egentliga förvaltningen av bolagets angelägenheter. Möjligen dök de upp på bolagsstämman för att rösta i av styrelsen redan förberedda ärenden. I stället kom makten att koncentreras till alltmer professionaliserade företagsledare, *managers*, ofta med ett litet eller obefintligt ägande i bolaget.

Utvecklingen mot investerare som mest investerade för att få avkastning och företagsledare som i realiteten styrde verksamheten kom att beskrivas som en "separation of ownership and control". Begreppet har myntats av de finansiella ekonomerna Bearle och Means:

"The dissolution of the atom of property destroys the very foundation on which the economic order of the past three centuries has rested [...] the system of private enterprise has rested upon the self-interest of the property owner – a self-interest held in check only by competition and the conditions of supply and demand. Such self-interest has long been regarded as the best guarantee of economic efficiency."⁶

De potentiella problem som beskrivs av Bearle och Means ledde så småningom fram till diskussionen om *corporate governance*, eller på svenska (med en mindre väl vald term) *bolagsstyrning*. I bolagsstyrningsdiskussionen utgår man oftast från en schematisk modell av det börsnoterade aktiebolaget med en i mycket hög grad diversifierad ägarkrets med tusentals aktieägare med i de flesta fall försumbara aktieinnehav, en övervakande bolagsstyrelse och en verkställande företagsledning. I bolagsstyrningssystemet identifieras typiska intressekonflikter – i första hand mellan:

Ägare och företagsledning,
majoritet och minoritet, och
interna och externa intressenter.

⁶ Berle, Means, *The Modern Corporation and Private Property*, först 1932 sedan åtskilliga upplagor. Citatet finns i 1991 års upplaga på s. 8. Berle och Means använde aldrig själva termen "separation of ownership and control".

I praktiken ser emellertid ägarstrukturen annorlunda ut. I alla västekonomier är den idag dominerande ägargruppen de så kallade institutionella ägarna, vilka till stor del utgörs av olika former av fonder. I Sverige står svenska och utländska institutionella ägare för omkring 85 procent av aktieinnehavet på reglerade marknader och handelsplattformar. Den traditionella bilden av bolagsstyrningssystemet baserad på en diversifierad ägarstruktur gäller därför knappast längre,⁷ och i synnerhet inte för svenskt vidkommande eftersom det i den absoluta merparten av de noterade och listade aktiebolagen går att peka ut en dominerande ägare eller ägarsfär. De institutionella ägarna, bland annat fonderna, har alltså genom sitt aktieäggande väsentligt förändrat förutsättningarna för det svenska bolagsstyrningssystemet.

Olika former av fonders inträde i bolagsstyrningssammanhang innebär inte att de bolagsstyrningsproblem som diskuterats under upp emot 100 år försvunnit. De har emellertid förändrat karaktär och diversifierats. När olika former av fonder träder in som direkta investerare, med tillskottsgivare till fonderna som indirekta investerare, förskjuts bolagsstyrningsproblemen i vissa avseenden – från att ha avsett aktieägares direkta investeringar och inflytande i noterade bolag kommer det att handla om tillskottsgivarnas investeringar i en fond och dennas investeringar och möjlighet till inflytande i noterade bolag. Från det noterade bolagets horisont blir bolagsstyrningen enklare och effektivare, men ur ett mer allmänt perspektiv uppkommer i stället problemet med bolagsstyrning i fonden.

Till saken hör också att bolagsstyrningsproblematiken, ur både tillskottsgivarnas och bolagens horisont, yttrar sig på olika sätt beroende vilken typ av fond som investerar. En, möjligen inte uttömmande, uppdelning skulle kunna vara att en investeringsfond i klassisk mening i första hand kan förväntas agera på direkta bolagsstyrningsproblem såsom incitamentsprogram och underpresterande företagsledningar – och då ofta genom så kallad Wall Street governance, det vill säga att sälja aktierna, snarare än med corporate governance-initiativ –, en hedgefond har som affärsidé att utifrån en signifikant minoritetspost påverka bolagsstyrningen och en private equity-fond närmast tar över bolagsstyrningen i syfte att effektivisera verksamheten. Relationen till såväl fondens tillskottsgivare som till bolag där investeringar skett blir olika i de tre fallen.

⁷ Henrekson, Jakobsson, The Swedish Model of Corporate Ownership and Control in Transition, April 15, 2003, SSE/EFI Working Paper Series in Economics and Finance No 521

Bolagsstyrningssystemet påverkas alltså av fondinvesteringar och förändras därigenom mot de teoretiska modeller som förespeglar bolagsstyrningsdiskussionen i Sverige och internationellt. Detta är i sig inget nytt och har lett till olika former av offentliga regleringsinitiativ eller självreglering, men i vart fall den rättsvetenskapliga forskningen på området är väsentligen eftersatt. I det följande har jag för avsikt att diskutera några huvuddrag i de bolagsstyrningsfrågor som uppkommer i investeringar via fonder och jämföra dem med de klassiska bolagsstyrningsmodellerna. Inte heller med denna artikel torde forskningen på området fullständigas. Det rör sig snarare om ett upplägg för vidare forskning på området. Så mycket torde emellertid kunna sägas, som att det inte låter sig göras att med samma medel åstadkomma lösningar på bolagsstyrningsfrågor som uppkommer vid olika former av fondinvesteringar.

3 Reglering och regleringsförsök

Den huvudsakliga bolagsstyrningsregleringen förekommer dels i den aktiebolagsrättsliga lagstiftningen, dels i olika former av bolagsstyrningskoder som i större eller mindre grad är exempel på självregleringsinstrument. Det brukar heta att det i den finansiella EU-rätten numera förutsätts att det finns (minst) en bolagsstyrningskod i respektive medlemsstat. Regleringen av bolagsstyrningsfrågor vid fondinvesteringar är inte lika fullständig som den som omfattar direktinvesteringar i aktier. Det finns visserligen regler i den europeiska och nationella fondregleringen av investeringsfonder som har bolagsstyrningsbetydelse – exempel kan vara reglering av ledningen för fonden, intressekonflikter, investeringsregler eller öppenhetsregler – men det har egentligen aldrig tagits något helhetsgrepp om eventuellt förekommande problem i den offentliga regleringen. Beträffande hedgefonder och private equity-fonder finns i nuläget ingen offentligrättslig reglering, även om i vissa avseenden relativt långtgående sådan föreslagits i det så kallade AIFM-direktivet.⁸

I det kommande diskuteras om inte AIFM-direktivets reglering – åtminstone delvis – är ett politiskt kraftfullt exempel på Sudden Acute Regulatory Syndrome som närmast är ägnat att försvåra bolagsstyrningsfrågorna i de fonder som omfattas av direktivet. Den gamla sanningen om att finansiell-

⁸ Alternative Investment Fund Managers Directive beskrivs på annan plats i denna volym (Eklund, Stattin, Reglering av fonder – en översikt, s. 147).

rättsliga reformer borde förbjudas under de 10 år som följer en kris tycks återigen bekräftas.

Medan den offentliga regleringen av bolagsstyrningsproblem i fonder framstår som samtidigt för trubbig och för vass, har det gjort mer lyckade försök med självreglering. Det mesta av självregleringen på området kommer, föga överraskande, från London. Ett viktigt steg efter finanskrisen var den av Sir David Walker ledda så kallade Walker Review (2009),⁹ som riktar sig till institutionella investerare, däribland investeringsfonder men inte primärt hedgefonder eller private equity-fonder. Walker Review, som är en ambitiös genomgång av bolagsstyrningsfrågor vid institutionella investeringar, sammanfattar sina slutsatser i sju punkter, innebärande att institutionella investerare skall

- publicly disclose their policy on how they will discharge their stewardship responsibilities.
- have a robust policy on managing conflicts of interest in relation to stewardship and this policy should be publicly disclosed.
- monitor their investee companies.
- establish clear guidelines on when and how they will escalate their activities as a method of protecting and enhancing shareholder value.
- be willing to act collectively with other investors where appropriate.
- have a clear policy on voting and disclosure of voting activity.
- report periodically on their stewardship and voting activities.

Walker Review följdes upp av en Stewardship Code från brittiska Financial Reporting Council, som har hand om en stor del av den brittiska självregleringen på finansmarknadsområdet.¹⁰ För svenskt vidkommande finns det ungefär motsvarande bestämmelser som givits ut av Fondbolagens förening.¹¹ Beträffande hedgefonder och private equity-fonder finns det enbart rudimentär reglering i nuläget, men som redan framkommit i denna skrift kommer alla fonder som inte träffas av UCITS-direktiven att omfattas av AIFM-direktivet och dess implementeringar.¹²

⁹ A review of corporate governance in UK banks and other financial industry entities. Final recommendations, 26 November 2009.

¹⁰ Se vidare Stattin, Självreglering av institutionella investerares ägarroll. Några synpunkter med anledning av det brittiska förslaget till en "Stewardship Code", Juridiska fakultetens Working Paper 2010:6.

¹¹ Översiktligt kommenterade i Eklund, Stattin, Reglering av fonder – en översikt, s. 147,

¹² För amerikanske förhållanden, men inte uppdaterad med utvecklingen efter finanskri-

4 Bolagsstyrning i olika fondtyper

4.1 Inledande anmärkningar

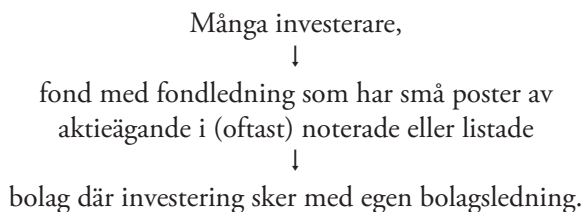
I det föregående har preliminärt konstaterats att de bolagsstyrningsproblem som uppkommer i olika former av fonder varierar. Att så är fallet beror på fondernas interna struktur, tillskottsgivarnas förhandlingsposition i förhållande till fondens ledning och fondens investeringspolicy. När bolagsstyrningsproblem i olika former av fonder i det följande diskuteras i syfte att identifiera problem och, i den mån utrymmet i denna uppsats överhuvudtaget gör det möjligt, diskutera lösningar, skall dessa skillnader bilda utgångspunkten.

Diskussionen i det följande kommer att föras för de tre fondtyperna investeringsfonder (4.2), private equity-fonder (4.3) och hedgefonder (4.4). Sammanfattande slutsatser av diskussionen kommer att följa i det avslutande avsnittet i uppsatsen.

4.2 Investeringsfonder

En investeringsfond fungerar typiskt sett så att ett relativt stort antal investerare köper andelar i fonden som tillhandahålls av den som förvaltar fonden eller någon annan inom eller utom ramen för förmedlad finansiell rådgivning. Produkten (fondandelen) har i många fall konsumentkaraktär, vilket i så fall innebär att tröskelvärdet för investeringar är relativt lågt, men kan också rikta sig till professionella investerare. Gemensamt för fallen är emellertid att det normalt finns många tillskottsgivare med var för sig relativt litet innehav. Tillskottsgivarna förväntas satsa pengar i fonden under en tid, men kan i många fall placera om investeringen mer eller mindre när de så önskar. I de flesta fall torde fonden vara en entitet som överlever tillskottsgivarnas omplaceringar, det vill säga den existerar över tiden.

Strukturen kan beskrivas schematiskt:



sen, se Stattin, Skandaldriven och problemdriven reglering i Regelfrågor på en förändrad kapitalmarknad, s. 157, Corporate Governance Forum, 2009.

Bolagsstyrningsproblemen uppkommer i två nivåer – för det första finns det typiskt sett många investerare i fonden med i stort sett obefintligt locus standi i förhållande till fonden, för det andra har fonden i sig typiskt sett endast ett litet ägande i de bolag där investering slutligen sker. Det är därför rationellt för andelsägarna att inte försöka påverka fonden och fondledningen, annat än genom Wall Street governance, samtidigt som det är rationellt för fonden att inte försöka påverka det bolag där investeringen sker eftersom det lilla aktieägandet gör att påverkan kan bli fruktlös. I bolaget finns således alla de klassiska bolagsstyrningsproblemen, till exempel i form av intressekonflikter mellan ägare och ledning och behov av tydliga incitamentsstrukturer för att ledningens intressen skall närma sig ägarnas intressen. Avståndet mellan investerare och fond respektive fond och bolag kan mot denna bakgrund beskrivas som långt och investeringen i värsta fall som herrelös.

I de flesta fall har investeringsfonder identifierat att det föreligger bolagsstyrningsproblem och arbetar aktivt för att lösa dem. Exempel på sådana lösningar – eller i vart fall försöka att skapa transparens kring bolagsstyrningsfrågorna – är att upprätta ägarpolicies, använda sig av bolagsstyrningskonsulter som till exempel RiskMetrics som analyserar bolagsstyrningsfrågor inför stämmor och i övrigt i målbolag för investeringar och att upprätta avdelningar för ägaransvarsfrågor i fondledningen. I åtminstone teorin är det emellertid svårt att helt bygga bort bolagsstyrningsproblematiken, varför en investeringsfond som inte är tillfreds med hur en investering utvecklas i många fall helt enkelt torde flytta pengarna.

4.3 Private equity-fonder

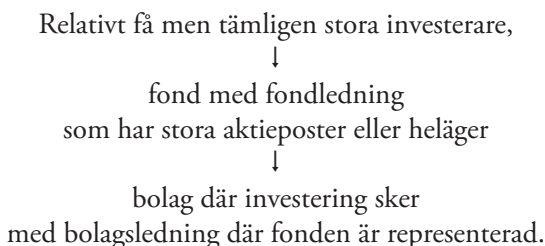
Private equity-fonder avviker i viktiga avseenden från investeringsfonder. De har typiskt sett få tillskottsgivare som bidrar med relativt mycket kapital, vilket är inlåst under den period fonden är verksam. De har, därför, ett helt annat krav på information från fonden än vad en fondandelsägare i en investeringsfond kan antas ha. Private equity-investerarna har dessutom andra möjligheter att påverka fondens förvaltning än investerarna i andra fonder. Såvitt jag förstår är det marknadspraxis att de största investerarna i en fond får möjlighet att påverka förvaltningen för investerarkollektivets räkning. Eftersom intresset av löpande information torde vara jämförelsevis stort – dels i sig, dels för att de som kan utöva inflytande skall kunna göra detta – kan relationen mellan investerarna och fonden beskrivas som nära.

En private equity-fond har därtill ett helt annat förhållande till det

bolag där investering sker. Investeringsidén kan beskrivas som att köpa bolag där det finns utvecklingspotential och utveckla dem för en senare exit. Medan en investeringsfond eller annan institutionell investerare typiskt sett har en liten ägarandel i ett bolag där investering sker,¹³ har en private equity-fond typiskt sett ett kontrollerande och ofta ensamt ägande i målbolaget. De bolagsstyrningsproblem som uppkommer vid investeringar i ett bolag med spridd ägarkrets, till exempel när en investeringsfond investerar på börsen, uppkommer därför per definition inte vid en private equity-investering. I Walker Review beskrevs skillnaden på följande sätt:

”A core challenge is that of the agency problem [footnot utlämnad], the seriousness of which is a direct function of the distance between owner and manager. In private equity, this distance – effectively between the general partner as manager of a fund and the executive of a portfolio company – is relatively short. The effectiveness of the direct link between owner and manager is an important ingredient in the performance of at least the larger private equity firms in generating returns for their limited partners. In the listed company sector (the principal focus of this Review) the agency problem is amplified by the very large number of shareholders, averaging some 300,000 for a FTSE 100 BOFlix, and the wide array of regulatory and related constraints relevant to contact between owner and manager.”¹⁴

Bolagsstyrningsstrukturen vid en private equity-investering kan mot denna bakgrund beskrivas på följande sätt:



Som konstaterats präglas förhållandet mellan investerare och fond av närhet. Också relationen mellan fond och investerat bolag präglas av närhet eftersom private equity-fonden har ett avgörande inflytande över förvalt-

¹³ Naturligtvis kan i och för sig en sådan investera via t.ex. en private equity-fond om placeringsreglerna medger detta.

¹⁴ Walker Review, avsnitt 1.12.

ningen av bolaget, något som är nödvändigt för att fonden skall vara i tillfälle att förverkliga sin affärsidé att utveckla och sälja verksamheten efter en tid.

Närheten mellan den investerande private equity-fonden och målbolaget innebär att sådana princiapl/agent-konflikter som uppkommer i ett aktiebolag med en spridd ägarkrets inte uppkommer vid en private equity-investering. Eftersom inte princiapl/agent-konflikter av samma art uppkommer kommer inte heller behovet av övervakning – vilket leder till övervakningskostnader – att uppkomma. Det direkta ägarinflytandet blir med andra ord ett korrektiv i sig för att möjliggöra att målbolaget utvecklas så som det är avsett. Det sagda bör i princip leda till att private equity-investeringar är billigare (eftersom inte övervakningskostnader av samma art uppkommer) och har större möjlighet att ge avkastning (eftersom ett direkt ägarinflytande kan utövas) än investeringar som sker i noterade eller listade bolag. Det skulle som hypotes kunna förklara en del av den traditionella aktiemarknadens kräftgång under det sista decenniet.

4.4 Hedgefonder

Bolagsstyrningsstrukturen i hedgefonder påminner om bolagsstyrningsstrukturen i private equity-fonder. Det finns i normalfallet relativt få investerare, där åtminstone mer betydande investerare torde stå i relativt nära kontakt med fondens ledning. Så som hedgefonders affärsidé typiskt sett är utformad uppkommer emellertid andra bolagsstyrningsfrågor i deras investeringar i målbolag. En hedgefond söker typiskt sett förvärva en betydande minoritetspost, kanske ett par procent av aktierna, i ett noterat eller listat bolag och sedan påverka bolaget så att det aktiveras. En hedgefond behöver inte vara en renodlad så kallad shareholder activist-fond, men kan uppvisa likartade drag. Annorlund uttryckt försöker fonden utnyttja svagheter i målbolagets bolagsstyrning eller förvaltning för att effektivisera verksamheten och, när så skett, göra en exit.

Det brukar – på sannolikt goda grunder – heta att det är bra med aktiva ägare i noterade och listade bolag. I synnerhet är det fallet eftersom en stor del av de institutionella investerarna i endast liten utsträckning kan förväntas utöva någon voice i bolaget. Det bör således som utgångspunkt vara bra för näringslivet att aktörer som hedgefonder tar aktiva positioner i bolag som kan effektiviseras. Det finns emellertid också tecken på att hedgefondaktivism har lett till kortsiktighet och bristande konsolidering.

Volvo brukar anföras som exempel. Om just detta är ett bra exempel är tveksamt eftersom Volvo möjligen fick en effektiv kapitalstruktur genom hedgefondpåverkan före finanskrisen. Det kan helt enkelt vara otur att denna effektivisering sammanfaller med finanskrisen, då eget kapital var en betydande fördel och främmande kapital betingade höga kostnader.

Till skillnad från närheten mellan investerande private equity-fond, som leder till låga övervakningskostnader, råder som utgångspunkt ingen närhet mellan en hedgefond och dess målbolag. I stället är affärsidén närmast att utnyttja avståndet mellan investerare och bolagsledning för att påverka – många gånger effektivt, andra möjligen till nackdel för särskilt långsiktigheten i verksamheten.

5 Några avslutande synpunkter

Fonder är olika, så också de bolagsstyrningsfrågor som uppkommer vid investeringar i fonder och fonder i investeringar i målbolag. Schematiskt kan bilden tecknas att typiska investeringsfonder (eller andra institutionella ägare) har ett betydande avstånd mellan dels fondandelsägare och fond, dels fond och målbolag för investeringar. Tvärtom har en typisk private equity-fond korta avstånd i båda leden. Effekten av långa avstånd är att övervakningskostnaderna ökar eller att övervakningen inte blir effektiv. Resultatet är åtminstone i teorin dyr eller ineffektiv bolagsstyrning. Ett annat uttalande i Walker Review illustrerar relationen:

”In private equity the agency gap between owner and manager is typically minimised by the closeness of contact between the general partner of the fund as investor and the executive of the portfolio company of which the fund will often be the principal or sole owner; by the fact that the owners are natural insiders, whereas in a listed company they are not; by the explicit understanding on time horizon from the outset that all parties put cash in and take cash out on entry and exit; and because limited partners in the fund typically have little opportunity to trade their stakes in the meantime.”¹⁵

Hedgefonder påminner till sin bolagsstyrningsstruktur om private equity-fonder, men har som affärsidé att utnyttja svag bolagsstyrning – i bästa fall för att effektivisera, i värsta med påföljden att verksamheten blir kortsiktig.

¹⁵ Walker Review, avsnitt 5.4.

En övergripande slutsats av denna diskussion är att bolagsstyrningen och bolagsstyrningsfrågorna är väsentligen olika i olika typer av fonder. Behovet av reglering är klart störst beträffande investeringsfonder, klart minst beträffande private equity-fonder. Det torde därför vara ett misstag att som EU tenderar att göra dra alla fonder som inte regleras av UCITS-direktiven över en kam i och med AIFM-direktivet. En betydligt mer nyanserad först diskussion och sedan reglering skulle behövas.