

Dan Hanqvist¹

Omstrukturering av investeringsfonder

1 Inledning

Jag ska här behandla olika frågor kring *omstruktureringen av investeringsfonder* och, till viss del, *utländska motsvarigheter till investeringsfonder*. Med "omstrukturering" menar jag egentligen vilken förändring av en investeringsfonds struktur vad avser dess juridiska form, dess juridiska identitet och dess ekonomiska innehåll. Med "investeringsfond" avser jag sådana fonder som benämns så i lagen (2004:46) om investeringsfonder ("LIF").² Björn har i sitt bidrag behandlat vad en investeringsfond är och jag utgår därför här ifrån att läsaren har tagit del av Björns framställning

¹ Advokat, fil. kand., LL.M. (Edin.), verksam som finansjuridisk konsult i Stockholm. Jag vill tacka min fru Anna-Lill – inte bara för att hon var med på seminariet och kom med feedback utan också för att ha hjälpt till att korrekturläsa texten. Uppfattningarna som framförs i artikeln, liksom (övriga) brister, är mina egna och ska inte nödvändigtvis tillskrivas min fru, min arbetsgivare eller någon annan.

² Laghänvisningar avser LIF om inte annat anges. AIF-förvaltarutredningen föreslår i sitt betänkande (SOU 2012:67) att regleringen av specialfonder ska brytas ut ur LIF för att istället inflyta i en ny lag om förvaltare av alternativa investeringsfonder. Denna ändring motiveras av att specialfonderna – men inte värdepappersfonderna – omfattas av Europaparlamentets och Rådets Direktiv 2011/61/EU av den 8 juni 2011 om förvaltare av alternativa investeringsfonder samt om ändring av direktiv 2003/41/EG och 2009/65/EG och förordningarna (EG) nr 1060/2009 och (EU) nr 1095/2010. Ändringarna skulle vidare medföra att dagens "värdepappersfonder" istället skulle bli "investeringsfonder", en terms som alltså inte längre skulle vara en samlingsbeteckning för värdepappersfonder och specialfonder. Specialfonderna upphör således att vara "investeringsfonder" och blir istället ett slags "AIF-fonder". De föreslagna ändringarna i LIF och den nya lagen påverkar i sak inget av det som sägs i uppsatsen.

och känner till investeringsfondens (särpräglade) rättsliga natur och vad som skiljer en "värdepappersfond" från en "specialfond" (båda sorters fond är som bekant "investeringsfonder").

Uppsatsen inleds med att jag identifierar reformbehovet inom fondlagstiftningen (avsnitt 2). Sedan redogörs kortfattat för det EU-direktiv som är det viktigaste instrumentet för reformeringen av den europeiska fondmarknaden (avsnitt 3). Huvuddelen av uppsatsen ägnas sedan åt att diskutera fusioner och, till mindre del, fissioner av investeringsfonder (avsnitt 4). Sedan sammanfattar och avslutar jag (avsnitt 5).

2 Reformbehovet

De finansiella marknaderna är i hög grad dynamiska och förändras ofta i snabb takt. Marknadens aktörer behöver därför relativt snabbt kunna anpassa sig efter ändrade förhållanden för att fortsatt kunna nå t.ex. de avkastningsmål som satts upp för investeringar. En statisk investeringsstruktur kan egentligen inte förbli statisk i en dynamisk miljö: den yttre dynamiken ändrar den ekonomiska effekten av investeringstrukturen, varför strukturen själv kan sägas vara en annan än tidigare. Man måste s.a.s. springa för att stå still. Fondmarknaden har emellertid präglats av en viss tröghet som enligt många bedömare har gjort det svårare för fondförvaltare av olika slag att anpassa sin förvaltning efter en föränderlig omvärld. Trögheten yttrar sig dels inom lokala marknader, dels på den europeiska marknaden i stort.

Vad gäller EU har Kommissionen ägnat särskild uppmärksamhet åt den inre marknaden för fondsparande. Investeringsfonder är en väl etablerad och viktig hörnsten i det europeiska finansiella systemet. Allt talar enligt Kommissionen för att de kommer att växa i betydelse när investerarna i Europa använder dem som ett instrument för att skapa goda ekonomiska förutsättningar för sin tid som pensionärer. Sunda och effektiva rättsliga ramar är grundförutsättning för att de europeiska investeringsfondsmarknaderna skall kunna fortsätta att utvecklas framgångsrikt.³ Kommissionen har påpekat att investeringsfonder (som här används i en icke lagteknisk betydelse) ger icke-professionella investerare tillgång till professionellt förvaltade diversifierade investeringsobjekt till en överkomlig kostnad. Investerarna i Europa kommer, menar Kommissionen,

³ Se *Vitbok om förbättrade ramar för den inre marknaden för investeringsfonder*, KOM(2006) 686 slutlig (2006-11-15) s. 16.

att behöva en effektiv och väl reglerad sektor för förmögenhetsförvaltning när befolkningens åldrande kräver att de tar större ansvar för sina långsiktiga ekonomiska behov. Detta har redan varit drivkraften för en omfattande tillväxt inom denna sektor – både inom Europa och på andra marknader. De institutionella investerarna, däribland fonderna, svarar för en ökande andel av hushållens investeringar i samtliga G-10-länder. 12,6 % av de europeiska hushållens ekonomiska tillgångar är placerade i investeringsfonder.⁴ De tillgångar som förvaltas inom investeringsfonder i EU har vuxit *femfaldigt* på tolv år. Kommissionen uppskattade att en tillväxttakt på cirka 10 % per år under tiden fram till 2010 skulle få det totala värdet av de tillgångar som förvaltas av fonder att stiga till över åtta biljoner euro. Den centrala uppgiften för de politiska beslutsfattarna inom EU är enligt Kommissionen att säkerställa att dessa rättsliga ramar förblir effektiva, också när dynamiken på marknaden och investerarnas behov förändras. Djupgående strukturella förändringar av de finansiella marknaderna i Europa ställer nya krav på systemet för den rättsliga regleringen av fondföretagen.⁵

Kommissionen menade att det fanns alltför många småfonder, vilket skulle hindra denna EU-bransch från att fullt utnyttja stordriftsfördelar. Bl a har framhållits att mer sammanslagningar genom gränsöverskridande fondfusioner skulle vara ett sätt att minska kostnaderna och förbättra fondernas resultat, men fondförvaltarna har varit långsamma med att rationalisera sitt produktutbud till och med på nationell nivå. Lagstiftningen hindrade visserligen inte gränsöverskridande fondfusioner, menade Kommissionen, men den var heller inte inriktad på de många *praktiska hinder* som kan behöva åtgärdas för att underlätta sådana fusioner. Isolerade gränsöverskridande fondfusioner ska ha förekommit, men de har varit sällsynta, enligt Kommissionen beroende på de svårigheter som olika bolagslagstiftning och skattesystem ger upphov till.⁶ Fondföretagsmarknaden domineras enligt Kommissionen av fonder som inte når upp till optimal storlek: Cirka 54 % av dessa företags fonder har mindre än 50 miljoner euro under förvaltning. Följaktligen finns det menar Kommissionen fortfarande betydande out-

⁴ EFAMA Fact Book (2006).

⁵ Se *Vitboken* s. 2.

⁶ Se *Grönbok om förbättrande av EU:s ramar för investeringsfonder*, KOM(2005) 314 slutlig (2005-07-12) s. 6. Konsolideringen inom europeisk finansiell sektor – dock inte fondbranschen – diskuteras ur olika aspekter i R. Bottiglia, E. Gualandri & G. N. Mazzocco (red.), *Consolidation in the European Financial Industry* (2010).

nyttjade skalfördelar och den slutliga investeraren får stå för onödigt höga kostnader. Undersökningar ska ha visat på att kostnaderna uppskattningsvis skulle kunna minskas med fem till sex miljarder euro per år.⁷

Kommissionen tyckte sig ha sett en ökande klyfta mellan fondföretagssektorn och realiteterna på marknaden. Många fonder som riktar sig till icke-professionella investerare kunde inte följa investeringsreglerna i lagstiftningen. De är tillgängliga för icke-professionella investerare på nationell nivå men inte över nationsgränserna. Regleringen hade redan ändrats en gång för att omfatta ett bredare spektrum av investeringsinriktningar. De fortlöpande innovationerna innebär dock att det hela tiden skulle krävas att frågan bedöms på nytt.⁸ EU:s fondbransch genomgår omfattande strukturella förändringar som kommer att få bestående konsekvenser. Investeringsstrategier och produkter förnyas oavbrutet, nya typer av affärsmodeller utvecklas, specialiserade tjänsteproducenter uppstår, distributionssystemen omvandlas och investerarna blir mer insiktsfulla. Europa behöver se till att ramarna för fondföretag utgör en livskraftig grund för fondbranschen så att den kan utvecklas framgångsrikt på längre sikt, samtidigt som dessa ramar säkerställer ett investerarskydd på hög nivå.⁹ Kommissionen menade att den existerande gemenskapsrättsliga lagstiftningen om investeringsfonder inte längre gav tillräckligt stöd till den europeiska fondsektorn när den genomför omstruktureringar för att bemöta ett nytt konkurrenstryck och för att ta hänsyn till att de europeiska investerarnas behov förändras. Centrala inslag i lagstiftningen fungerade enligt Kommissionen inte effektivt. De friheter som införts gavs till priset av onödigt höga kostnader för att följa bestämmelserna. Reglerna gav inte fondförvaltare med fonder eller verksamheter i olika medlemsstater tillräcklig flexibilitet för att organisera eller omstrukturera verksamheter. Den bristande effektiviteten och kraven i direktivet resulterade enligt Kommissionen i högre kostnader och lägre avkastning som slår tillbaka på investerarna. Enligt oberoende forskning som Kommissionen haft tillgång till uppskattas en minskning av fondernas driftskostnader i Europa till amerikansk nivå kunna öka den nominella avkastningen på investeringarna med 3 %.¹⁰

⁷ Se *Vitboken* s. 8.

⁸ Se *Vitboken* s. 4.

⁹ Se *Grönboken* s. 6.

¹⁰ Se *Vitboken* s. 3 f.

Kommissionen konstaterade i sin konsekvensanalys att frånvaron av en gemensam EU-ram för fusioner av fonder har lett till olika nationella regler, vilket ska ha gjort gränsöverskridande fusioner dyra, komplicerade och tidskrävande, när de alls är möjliga.¹¹ För att till fullo utnyttja potentiella stordriftsfördelar krävdes, enligt kommissionen, en rättslig ram för gränsöverskridande fusioner. Kommissionen hävdar att en sådan reglering skulle föra med sig en rad fördelar. Exempelvis skulle den undanröja hinder för integration av den europeiska fondmarknaden, uppmuntra kostnadsbesparingar på olika nivåer i värdekedjan, förbättra konkurrenskraften för fondföretag, möjliggöra utnyttjande av stordriftsfördelar samt skapa förutsättningar för ett enkelt och snabbt fusionsförfarande.¹² Trots att det finns behov av konsolidering mellan fondföretag har det således funnits många juridiska och administrativa hinder i gemenskapen och nationellt i de olika medlemsstaterna för fusioner mellan fondföretag och andra strukturella förändringar. Trots en uttalad strävan efter att ha en flexibel fondlagstiftning för att inte ”i onödan” förhindra nya former av fondprodukter¹³ har möjligheterna till omstrukturering av investeringsfonder tidigare även i svensk rätt varit hårt begränsade.

Det har sedan tidigare funnits vissa möjligheter för investeringsfonder att *byta fondkategori*. Specialfonder har kunnat omvandlas till värdepappersfonder¹⁴ – värdepappersfonden är s.a.s. grundmodellen från vilken specialfonder kan ses som avvikelser (jfr 6 kap. LIF), vilket torde förklara varför en ”återgång” av en specialfond till en värdepappersfond har kunnat accepteras. Däremot har omvandlingen av värdepappersfonder till specialfonder i princip inte varit möjliga (se 8 kap. 2 § LIF i dess äldre lydelse motsvarande nuvarande 8 kap. 26 § LIF). Regleringen sammanfattas i *bild 1*. Ett byte av fondkategori kräver att fondbestämmelserna ändras, vilket i sin tur kräver Finansinspektionens (”FI”) tillstånd (4 kap. 9 § LIF). Byte av fondkategori kan till viss del tjäna till att anpassa en fondstruktur efter en föränderlig omvärld; men som instrument för strukturomvandling är det ett otillräckligt instrument.

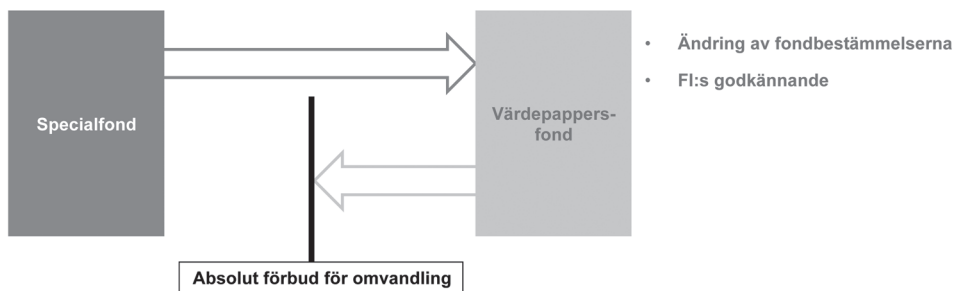
¹¹ Se *Impact assessment of the legislative proposal amending the UCITS directive*, SEC(2008) 2263 s. 15; se även prop. 2010/11:135 s. 193.

¹² Se *Impact assessment* s. 24.

¹³ Se prop. 2002/03:150 s. 134.

¹⁴ Se prop. 2010/11:135 s. 223.

Bild 1. Byte av fondkategori
Specialfonder och värdepappersfonder



Bestämmelser om sammanläggningar av fonder – d.v.s. *fusioner* – har tidigare återfunnits i 8 kap. 1 § LIF. Dessa gällde för såväl värdepappersfonder som specialfonder. För att fonder skulle få fusioneras krävdes att fusionen kunde anses förenlig med fondandelsägarnas intressen, att fondernas placeringsinriktning och fondbestämmelser var likartade samt att fusionen inte var olämplig från allmän synpunkt. Detta innebar t.ex. att aktiefonder som var inriktade på olika branscher eller geografiska områden inte kunde slås ihop. För att en fusion skulle anses förenlig med andelsägarnas intressen borde den fond som bildas inte få ha en annan karaktär vad gäller placeringsinriktning och fondbestämmelser än de fonder som fusionerades; och dessutom fick fusionen inte medföra att förvaltningskostnaderna för andelsägarna blev högre.¹⁵ Kostnader i samband med själva fusionen, t.ex. för överföring av värdepapper och andra administrativa åtgärder, borde också beaktas.¹⁶ Ett fondbolag som ville fusionera två fonder kunde, med hänsyn till reglerna om ändring av fondbestämmelserna, inte först ändra den ena fondens fondbestämmelser så att den passar bättre ihop med den andra fonden, om sådana ändringar skulle ha ansetts vara till nackdel för fondandelsägarna.¹⁷

Det torde inte heller ha varit möjligt för fondbolaget att *stegvis* ändra placeringsinriktning och fondbestämmelser för en fond på ett sådant sätt att varje deländring i och för sig inte utgjorde någon större förändring, men där slutprodukten avvek från den ursprungliga fonden på ett mer

¹⁵ Se prop. 1992/93:206 s. 23.

¹⁶ Se SOU 2002:104 s. 132.

¹⁷ Se SOU 2002:104 s. 132.

väsentligt sätt. De begränsningar som ställdes upp för fusioner grundades på samma överväganden som de begränsningar som har ansetts hindra väsentliga ändringar i fondkriterier så ska de inte behöva godta större förändringar i den.¹⁸

Det anses också olämpligt från allmän synpunkt om fusion sker av alltför stora fonder.¹⁹ Om fusion av större fonder skulle accepteras finns en uppenbar risk att det sker en icke önskvärd koncentration av utbudet av fonder till ett mindre antal mycket stora fonder. Antalet aktörer på värdepappersmarknaden minskar därigenom också. Även om det finns begränsningar för hur mycket aktier en fond får inneha i samma bolag så leder en ökning av antalet stora fonder till ökad koncentration av ägandet och därmed en sämre fungerande värdepappersmarknad. Värdepappersfonderna får enligt lagens placeringsregler dock inte ha ett väsentligt inflytande över aktiebolag.²⁰ Utöver detta exempel finns det få fall där FI har anledning att motsätta sig en fusion med hänsyn till att den är olämplig från allmän synpunkt. Nuvarande lagstiftning tillåter att fusion av investeringsfonder sker genom att två eller flera fonder tas över av en nybildad fond, s.k. kombination, eller att en fond "tar över" en eller flera andra fonder, s.k. absorption. Om en ny fond tillskapas medför detta stora administrativa och andra kostnader, t.ex. för öppnandet av nya konton och godkännande av fondbestämmelser, vilket kan undvikas vid absorption. Det finns också krav på information till andelsägarna. Information inför en fusion ska lämnas direkt till varje fondandelsägare. En fusion får inte verkställas förrän tidigast tre månader från FIs godkännande. På så vis får fondandelsägarna en möjlighet till att sälja sina andelar.²¹ Tidigare fanns inga regler för själva *förfarandet* vid fusioner av fonder.

För att förbättra den inre marknadens funktion har det sålunda ansetts nödvändigt att fastställa gemenskapsbestämmelser som underlättar fusioner mellan fondföretag (och deras delfonder) (recit 27 UCITS IV). Den lagstiftningsmässiga reaktionen på reformbehovet är bl.a. det s.k. "UCITS IV-direktivet"²² som antogs den 13 juli 2009. (UCITS är en förkort-

¹⁸ Se SOU 2002:104 s. 133.

¹⁹ Se prop. 1992/93:206 s. 24.

²⁰ Se SOU 2002:104 s. 133.

²¹ Se SOU 2010:78 s. 212.

²² Formellt: Europaparlamentet och rådets direktiv 2009/65/EG av den 13 juli 2009 om samordning av lagar och andra författningar som avser företag för kollektiva investeringar i överlåtbara värdepapper (fondföretag).

ning för det engelska begreppet *Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities*, vilket i den svenska versionen av direktivet kallas ”fondföretag”.) Direktivet har införlivats i svensk rätt genom relativt omfattande ändringar i främst LIF.

3 UCITS IV

UCITS IV innebär att möjligheterna för olika slags omstruktureringar av investeringsfonder – också över gränserna – har kraftigt utökats. Direktivet ersätter rådets direktiv 85/611/EEG av den 20 december 1985 om samordning av lagar och andra författningar som avser företag för kollektiva investeringar²³ i överlåtbara värdepapper (fondföretag) (”UCITS I”). Bakgrunden till att kommissionen lade fram ett förslag till nytt direktiv var således det behov av att anpassa de rättsliga ramar som fondföretag omfattas av till 2000-talets finansiella marknader som Kommissionen identifierat i sin vitbok i ämnet. UCITS IV har tagits fram med UCITS I som utgångspunkt och utgör en omarbetning av det senare direktivet. Det innebär att många av reglerna i UCITS IV flyttats över oförändrade från UCITS I. Det nya direktivet innehåller dock även väsentliga förändringar. De ändringar som gjorts syftar främst till att *öka möjligheterna till effektiv förvaltning av fondföretag*, att göra det enklare för fondförvaltare att verka i andra medlemsstater än den egna och att förbättra informationen till investerare. De lagar och andra författningar som är nödvändiga för att följa de nya reglerna i UCITS IV skulle ha offentliggjorts senast den 30 juni 2011 och tillämpats från och med den 1 juli 2011 (se art. 116 UCITS IV). Ändringarna i LIF för att implementera UCITS IV trädde ikraft den 1 augusti 2011.

UCITS IV innehåller en rad olika reformanslag för att underlätta strukturmövandlingar på den europeiska fondmarknaden. Huvudsakligen handlar det om *fusioner av fonder, fissioner av fonder och matar- resp mottagarfonder och gränsöverskridande fondförvaltning*. I den här uppsatsen kommer jag att begränsa mig till att diskutera fusioner och fissioner.

I och med att fondverksamheten ökar i betydelse kommer det även i fortsättningen att krävas ständig uppmärksamhet i fråga om behov av modernisering och utveckling av EU:s rättsliga ramar. Som Kommissio-

²³ Jag kommer nedan att kort beröra kritik av uppdelning mellan ”kollektiva” och ”individuella” investeringsstrukturer.

nen påpekar är det inte säkert att de föreslagna ändringarna av UCITS-regleringen utgör den definitiva lösningen. De innovationer som skapats under senare tid när det gäller tekniker och produkter för investeringar medför att EU och de nationella myndigheterna kommer att fortsätta att ställas inför svårlösta frågor om tillämpningsområdet och utformningen av de europeiska rättsliga ramarna för investeringsfonder.²⁴ Vi kan därför förvänta oss fortsatta reformer av investeringsfundsregleringen. Arbetet med ett femte direktiv – UCITS V – är mycket riktigt långt framskridet.²⁵

4 Fusioner och fissioner

4.1 Inhemska fusioner

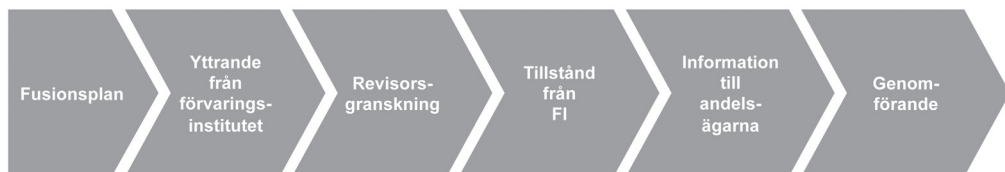
Två eller flera *värdepappersfonder* får enligt 8 kap. 1 § fusioneras genom att ”samtliga tillgångar och skulder i en eller flera av fonderna överförs till en annan fond mot vederlag till andelsägarna i den eller de överlåtande fonderna”; vid fusionen upplöses den eller de överlåtande fonderna. Fusion kan ske (1) mellan den övertagande värdepappersfonden på ena sidan och en eller flera överlåtande värdepappersfonder på den andra (*absorption*) eller (2) mellan två eller flera överlåtande värdepappersfonder genom att de bildar en ny övertagande värdepappersfond (*kombination*) (jfr 23 kap. 1 § aktiebolagslagen (2005:551) (”ABL”) för den associationsrättsliga reglering som har fått stå modell för UCITS IV:s och LIF:s reglering på den här punkten²⁶). Fusionsförfarandet sammanfattas i *bild 2*. *Specialfonder* kan vidare fusioneras med varandra; och under förutsättning att den övertagande fonden är en värdepappersfond kan även specialfonder och värdepappersfonder fusioneras (8 kap. 24 §). De olika fusionsalternativen sammanfattas i *bild 3*. För specialfonder gäller i vissa avseenden andra och mer begränsade regler, till vilka jag återkommer nedan.

²⁴ Se *Vitboken* s. 16.

²⁵ Se utkast till *Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 2009/65/EC on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS) as regards depositary functions, remuneration policies and sanctions*, COM(2012) 350/2 2012/0168 (COD).

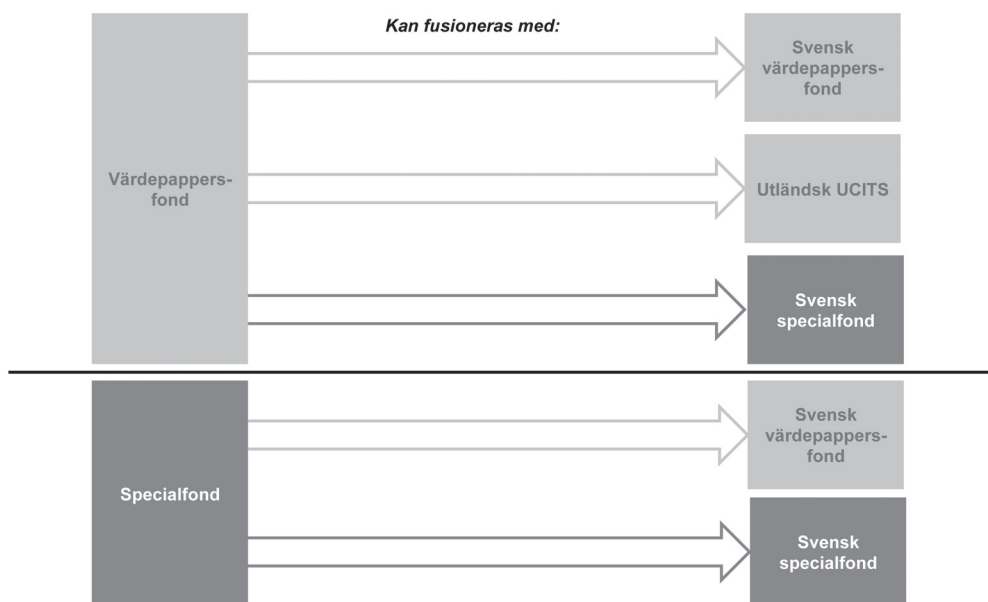
²⁶ Se prop. 2010/2011:135 s. 197.

Bild 2. Förfarandet vid fusion



- Fondandelsägarna samtycke krävs inte
- Information om fusionen behöver inte lämnas i förväg utan först efter att tillstånd har meddelats
- Fusionen får genomföras tidigast 30 dagar från tillståndet

Bild 3. Fusion av investeringsfonder



Vederlaget till andelsägarna i den eller de överlåtande värdepappersfonderna (*fusionsvederlaget*) ska bestå av andelar i den övertagande värdepappersfonden. Om det behövs för att genomföra fusionen, får fusionsvederlaget även bestå av pengar. Den delen av vederlaget får dock uppgå till högst tio procent av värdet av andelsägarnas andelar i den överlåtande fonden (8 kap. 2 §). Ett av skälen till att delar av vederlaget får utgöras

av pengar är att det vid fusioner med associationsrättsliga fonder kan hända att utbytet av andelar inte går jämnt upp. Därför måste det finnas möjlighet för det övertagande fondföretaget att betala delar av vederlaget kontant till andelsägarna i det överlåtande fondföretaget. Det saknades tidigare svenska lagregler om fusionsvederlag. Denna fråga hanterades tidigare enligt den praxis som kom att utvecklas och som innebar att fusionsvederlaget till andelsägarna i den överlåtande fonden endast fick bestå av andelar i den övertagande värdepappersfonden. Vid en fusion mellan två värdepappersfonder uppstår normalt inte något behov av en kontant ersättning, eftersom det regelmässigt går att byta ut fondandelarna i den överlåtande fonden mot fondandelar i den övertagande fonden genom att en fondandelsägars andelsinnehav får anges med decimaler. Det finns emellertid vissa situationer där det kan bli nödvändigt med viss kontant ersättning, nämligen när *börshandlade* fonder, s.k. ETF:er, ingår i fusionen och endast hela fondandelar handlas.²⁷

Fusionen genomförs enligt en *fusionsplan* i enlighet med 8 kap. 3 §: Det eller de fondbolag som förvaltar de värdepappersfonder som ska ingå i fusionen ska upprätta en fusionsplan som är gemensam för fonderna. Fusionsplanen ska innehålla uppgifter om

- (1) vilka fonder som ska ingå i fusionen och vilket slag av fusion enligt 1 § andra stycket som avses,
- (2) bakgrunden till och syftet med fusionen,
- (3) fusionens sannolika konsekvenser för fondandelsägarna,
- (4) vilka metoder som ska användas för värdering av tillgångar och skulder vid tidpunkten för beräkning av utbytesförhållandet enligt 8 kap. 4 §,
- (5) vilken metod som ska användas för beräkning av det utbytesförhållande som avses i 8 kap. 4 §,
- (6) den planerade tidpunkten för genomförandet av fusionen och
- (7) tillämpliga regler för överföring av tillgångar och utbyte av fondandelar.

Vid kombination ska fusionsplanen även innehålla den övertagande värdepappersfondens fondbestämmelser. Varje förvaringsinstitut för de värdepappersfonder som ska ingå i fusionen ska i ett utlåtande för var och en av de fonder vars tillgångar institutet förvarar *bekräfta* att uppgifterna i

²⁷ Se prop. 2010/2011:135 s. 199 f.

fusionsplanen enligt 8 kap. 3 § andra stycket 1, 6 och 7 är förenliga med bestämmelserna i denna lag och fondernas fondbestämmelser (8 kap. 5 §).

Det eller de fondbolag som avses i 8 kap. 3 § ska fastställa *tidpunkten för beräkning av utbytesförhållandet* mellan andelar i den överlåtande och den övertagande värdepappersfonden samt, i förekommande fall, konstant ersättning. Tidpunkten ska fastställas till en dag som infaller före den dag då fusionen genomförs (8 kap. 4 §). Värdepappersfonder som ingår i en fusion och andelsägarna i fonderna får inte belastas med *kostnader* som uppkommer i samband med förberedandet och genomförandet av fusionen (8 kap. 13 §).

En *revisor* ska granska: (1) de metoder som ska användas för värdering av tillgångar och skulder vid tidpunkten för beräkning av utbytesförhållandet, (2) den kontanta ersättningen per andel och (3) den metod som ska användas för beräkning av det utbytesförhållande. Revisorn ska upprätta ett yttrande över granskningen. När fusionen har genomförts ska revisorn lämna uppgifter om det fastställda utbytesförhållandet till FI. Den revisor som utför granskningen ska vara en auktoriserad eller godkänd revisor eller ett registrerat revisionsbolag (8 kap. 6 §). Det eller de fondbolag som förvaltar de värdepappersfonder som ska ingå i fusionen ska på begäran lämna revisorns yttrande kostnadsfritt till andelsägarna i de överlåtande och övertagande värdepappersfonderna (8 kap. 7 §).

Det fondbolag som förvaltar en överlåtande värdepappersfond ska ansöka om *tillstånd* till fusion hos FI. Följande handlingar ska lämnas tillsammans med ansökan: (1) fusionsplan, (2) utlåtande av förvaringsinstitut, (3) revisorns yttrande och (4) den information som ska tillhandahållas andelsägarna. Om en ansökan inte är fullständig, ska FI senast tio arbetsdagar från det att en ansökan har lämnats in begära att fondbolaget kompletterar den (8 kap. 9 §). FI ska ge tillstånd till en fusion om (1) kraven enligt 8 kap. 3, 5, 6, 8 och 9 §§ är uppfyllda och (2) andelarna i den övertagande värdepappersfonden får marknadsföras i de länder där andelarna i den överlåtande värdepappersfonden marknadsförs enligt 2 kap. 15 c §.²⁸ FI ska inom 20 arbetsdagar från det att en fullständig

²⁸ Lagrummet lyder: ”Avser ett fondbolag som förvaltar värdepappersfonder att marknadsföra andelar i en sådan fond i ett annat land inom EES, ska bolaget underrätta Finansinspektionen innan verksamheten påbörjas. Bestämmelser om vilka uppgifter och handlingar som underrättelsen ska innehålla finns i kommissionens förordning (EU) nr 584/2010 av den 1 juli 2010 om genomförande av Europaparlamentets och rådets direktiv 2009/65/EG vad gäller den skriftliga anmälan och fondföretagsintygets form och innehåll, elektronisk kommunikation mellan behöriga myndigheter i samband med

ansökan har lämnats in underrätta fondbolaget om sitt beslut i tillståndsfrågan (8 kap. 10 §).

FI får, efter ansökan av ett fondbolag eller utan sådan ansökan, tillåta eller kräva att ett fondbolag *senarelägger försäljning och inlösen av andelar* i en värdepappersfond som ingår i en fusion, om det är motiverat med hänsyn till fondandelsägarnas intressen. En sådan senareläggning får inte påverka andelsägarnas rättigheter. FI ska underrätta behörig myndighet i ett land där fondandelar marknadsförs enligt 2 kap. 15 c § om sitt beslut. Fondbolaget ska underrätta andelsägarna om beslutet. Så snart orsakerna till senareläggningen upphört ska fondbolaget anmäla detta till FI Lag (8 kap. 12 §).

Vad gäller *fusionens rättsverkningar* säger 8 kap. 14 § LIF – som motsvarar art. 48 UCITS IV – således att fusionen får genomföras tidigast tre månader från det att FI gett tillstånd till fusionen. Så långt är allt gott och väl. Sedan fortsätter emellertid lagtexten med att säga att (min emfas):

”Vid genomförandet av fusionen inträder följande rättsverkningar.

1. *Den överlåtande värdepappersfondens tillgångar och skulder överförs till den övertagande värdepappersfonden.*

2. Andelsägarna i den överlåtande värdepappersfonden blir andelsägare i den övertagande värdepappersfonden och har, i förekommande fall, rätt till kontant utbetalning av fusionsvederlag.

3. Den överlåtande värdepappersfonden upplöses.”

En fusion som fått rättsverkan får inte förklaras ogiltig (8 kap. 15 §);²⁹ det fondbolag som förvaltar den övertagande värdepappersfonden ska underrätta förvaringsinstitutet för fonden när överföringen av tillgångar och skulder har slutförts. Fondbolaget ska underrätta FI när fusionen har genomförts och offentliggöra genomförandet på sin webbplats (8 kap.

anmälan, förfaranden för kontroller på plats och utredningar samt informationsutbyte mellan behöriga myndigheter. – Finansinspektionen ska inom tio arbetsdagar från det att en fullständig underrättelse togs emot lämna över den till behörig myndighet i det land där verksamheten ska drivas. Tillsammans med underrättelsen ska inspektionen även lämna ett intyg om att värdepappersfonden uppfyller kraven i Europaparlamentets och rådets direktiv 2009/65/EG. Finansinspektionen ska meddela fondbolaget när inspektionen lämnar över underrättelsen. – Fondbolaget ska offentliggöra de handlingar som lämnats tillsammans med underrättelsen.”

²⁹ Se prop. 2010/11:135 s. 219.

16 §). Lagtexten i – 8 kap. 15 § liksom texten i art. 47.1 UCITS IV – säger att fusionen inte ”får” förklaras ogiltig. Med en bokstavlig tolkning skulle detta innebära att en fusion i och för sig *kan* förklaras ogiltig. Att något är förbjudet betyder inte att det är omöjligt. Sedan gammalt gäller i svensk rätt att olagliga rättshandlingar inte självklart är ogiltiga. Frågan är om lagtexten ska läsas på detta sätt. Möjligen har man här avsett säga att en fusion inte kan förklaras ogiltig när de i lagen föreskrivna rättsverkningarna har inträtt. Möjligen är det detta som avses när man i propositionen säger att bestämmelsen inte ”medger” att en fusion ogiltigförklaras när rättsverkningarna av fusionen väl har inträtt. Principerna om direktivkonform tolkning av nationell lagstiftning och alla direktivets språkversioners ställning som autentiska versioner³⁰ innebär att ledning för tolkningen av 8 kap. 15 § delvis står att söka i direktivtexten. Vissa andra språkversioner har samma otydlighet som den svenska: ”shall not be declared null and void” (engelska) och ”ne peut être déclarée nulle et non avenue” (franska). Andra språkversioner är emellertid otvetydiga i den meningen att de klart föreskriver att fusionen inte *kan* förklaras ogiltig: ”kan ikke erklæres ugyldig” (danska); ”kann nicht mehr für nichtig erklärt werden” (tyska); ”não podem ser declaradas nulas” (portugisiska); ”non può essere dichiarata nulla o annullata” (italienska); och ”no podrá declararse nula” (spanska). Det förefaller således som om 8 kap. 15 med en direktivkonform tolkning ska förstås så att en fusion inte kan förklaras ogiltig när de i lagen uppräknade rättsverkningarna har inträtt.

4.2 Gränsöverskridande fusioner

Eftersom det som Kommissionen konstaterat saknas EU-ramar som skulle kunna underlätta fusioner av fonder, är det komplicerat, tidskrävande och dyrt att genomföra sådana – om det alls är möjligt. Det är förenat med specifika hinder att genomföra fondsammanslagningar över nationsgränserna, och dessa hinder orsakas av skillnaderna mellan de rättsliga och tillsynsmässiga ordningarna i de olika medlemsstaterna. 2005, t.ex., skedde endast 3,5 % av sammanslagningarna över nationsgränser. Sådana fondsammanslagningar över nationsgränserna bör inte leda till negativa skatteeffekter för investerarna. Många medlemsstater tillämpar redan

³⁰ Båda principerna diskuteras och appliceras i samband med andra fondrättsliga frågor i D. Hanqvist, ”Kopplingen mellan indexfondernas och deras index: en tolkning av art. 22a.1 i UCITS-direktivet och 5 kap. 7 § LIF”, *Förvaltningsrättslig tidskrift* 2008 s. 463.

särskilda beskattningsformer som ger garantier för att sammanslagningar av nationella fonder kan ske på ett skattemässigt förmånligt sätt. Det är, menade Kommissionen, av central betydelse att säkerställa att dessa fördelar kan utsträckas till att även gälla sammanslagningar som berör fonder från andra medlemsstater.³¹

LIF medger numera alltså även *gränsöverskridande fusioner*. En värdepappersfond får läggas samman med ett fondföretag som i sitt hemland har sådant tillstånd som avses i Europaparlamentets och rådets direktiv 2009/65/EG (8 kap. 17 §). Vid en gränsöverskridande fusion mellan en överlåtande värdepappersfond och ett övertagande fondföretag gäller även följande bestämmelser om: vad en fusion innebär, fusionsvederlag, fusionsplan, utlåtande av förvaringsinstitut, revisorsgranskning, information till fondandelsägare, tillstånd till fusion, fondandelsägarnas rättigheter vid en fusion, senareläggning av försäljning och inlösen av fondandelar, kostnader i samband med en fusion och fusionens rättsverkningar. Det som anges om en övertagande värdepappersfond eller ett fondbolag som förvaltar en sådan fond gäller på motsvarande sätt för ett övertagande fondföretag eller ett förvaltningsbolag som förvaltar ett sådant fondföretag (8 kap. 18 §).

Tillsammans med en ansökan ska det övertagande fondföretagets informationsbroschyr och faktablad samt den information som ska tillhandahållas dess andelsägare lämnas (8 kap. 19 §). FI ska omedelbart lämna över en kopia av den fullständiga ansökan enligt 8 kap. 9 § till behörig myndighet i det övertagande fondföretagets hemland (8 kap. 20 §).

FI ska godkänna att en överlåtande värdepappersfond får ingå i en gränsöverskridande fusion om: (1) kraven enligt 8 kap. 3, 5, 6, 8, 9 och 19 §§ är uppfyllda, (2) behörig myndighet i det övertagande fondföretagets hemland inte har meddelat att den har invändningar mot den information som ska lämnas till andelsägarna i fondföretaget och (3) andelarna i det övertagande fondföretaget får marknadsföras i de länder där andelarna i den överlåtande värdepappersfonden marknadsförs enligt 2 kap. 15 c § samt här i landet. FI ska inom 20 arbetsdagar från det att en fullständig ansökan har lämnats in underrätta fondbolaget om sitt beslut. FI ska underrätta behörig myndighet i det övertagande fondföretagets hemland om beslutet (8 kap. 21 §).

Vid en gränsöverskridande fusion där en värdepappersfond är övertagande fond gäller enligt 8 kap. 22 § bestämmelserna om: tidpunkt

³¹ Se *Vitboken* s. 8.

för beräkning av utbytesförhållande, revisorns yttrande, information till fondandelsägare, fondandelsägarnas rättigheter vid en fusion, senareläggning av försäljning och inlösen av fondandelar, kostnader i samband med en fusion, tidpunkt för genomförande av en fusion samt underrättelse och offentliggörande.

FI ska, efter det att behörig myndighet i det överlåtande fondföretagets hemland överlämnat en kopia av ansökan om tillstånd till fusionen, bedöma om informationen till andelsägarna i den övertagande värdepappersfonden uppfyller kraven i 8 kap. 8 §. FI får senast 15 arbetsdagar från det att kopian av ansökan överlämnats begära att det fondbolag som förvaltar den övertagande värdepappersfonden förtydligar informationen. Inspektionen ska omgående underrätta behörig myndighet i det överlåtande fondföretagets hemland om en sådan begäran. FI ska senast 20 arbetsdagar från det att fondbolaget har lämnat in kompletterande information underrätta behörig myndighet i det överlåtande fondföretagets hemland om huruvida informationen uppfyller kraven (8 kap. 23 §).

För *specialfonder* gäller delvis i princip samma regler som för värdepappersfonder: Ett fondbolag får, efter tillstånd av FI, fusionera specialfonder. Tillstånd får även ges till en fusion mellan en eller flera överlåtande specialfonder och en övertagande värdepappersfond. Bestämmelserna om fusion av värdepappersfonder i 8 kap. 1–16 §§ gäller på motsvarande sätt för en fusion av specialfonder (8 kap. 24 §). Det har inte ansetts rimligt att ha två parallella system där bestämmelserna för fusioner av specialfonder är mera restriktiva än för fusioner av värdepappersfonder; det har inte heller ansetts finnas anledning att särbehandla specialfonderna på det sättet att vissa av bestämmelserna för fusioner av värdepappersfonder inte ska gälla för specialfonder.³²

Denna princip – att specialfonderna vad avser fusioner bör behandlas på samma sätt som värdepappersfonder – upprätthålls emellertid inte alls vad gäller *gränsöverskridande* fusioner av specialfonder. Här gör LIF just en sådan skillnad mellan fusioner av specialfonder och värdepappersfonder som regeringen i samma lagstiftningsärende avvisat för inhemska fusioner. Reglerna för gränsöverskridande fusioner av värdepappersfonder – som behandlas i 8 kap. 17 ff. §§ – gäller inte för specialfonder (8 kap. 24 §). Detta kan vara ägnat att förvåna. Till en början är det anmärkningsvärt

³² Se prop. 2002/03 s. 222 f.

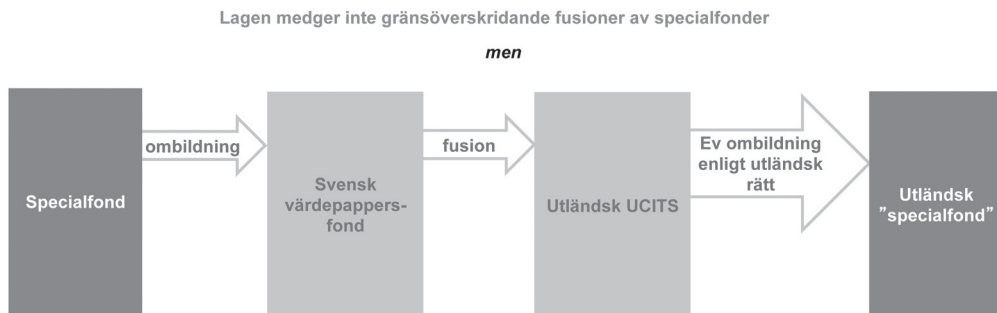
att regeringen i ett och samma lagstiftningsärende å ena sidan formulerar en princip om likabehandling av specialfonder och värdepappersfonder i fusionshänseende men å andra sidan avvisar just denna princip avseende gränsöverskridande fusioner av specialfonder. Specialfonderna har, vidare, utformats efter förebild av värdepappersfonderna av konsumenthänsyn.³³ Detta torde tala för att specialfonder vad gäller gränsöverskridande fusioner i princip borde kunde följa samma regler som värdepappersfonder. Dessutom kan kretsen av investerare i specialfonder begränsas – en specialfond behöver inte vara öppen för allmänheten.³⁴ Av denna anledning torde det *a fortiori* följa att det borde finnas åtminstone samma möjligheter att fusionera specialfonder över gränserna som för värdepappersfonder. Vad gäller gränsöverskridande fusioner är regleringen för de mer konsumentanpassade värdepappersfonderna mer liberal än den är för specialfonder som vänder sig till en mer sofistikerad krets investerare. Detta förefaller vara ett rättsläge som inte kan rationellt motiveras. Misstanken ligger nära till hands att någon reglering av gränsöverskridande fusioner av specialfonder inte infördes av det enkla skälet att sådana regler – av naturliga skäl – inte återfinns i UCITS IV.

Aningen spekulativt kan det vara av praktiskt intresse att undersöka konkret i förhållande till aktuella jurisdiktioner om inte systemet för gränsöverskridande fusioner för värdepappersfonder ändå med vissa tekniska åtgärder kan utnyttjas för att i sak få till stånd en gränsöverskridande fusion av specialfonder. I ett *första* steg skulle specialfonden byta kategori och bli en värdepappersfond. Denna värdepappersfond kan sedan i ett *andra* steg fusioneras med ett utländskt motsvarande fondföretag enligt de nya reglerna. I ett *tredje* steg skulle sedan den nya värdepappersfonden/företaget – om så är möjligt enligt lokal rätt – byta kategori till specialfond. Förfarandet illustreras av *bild 4*. Detta förfarande liknar till en del ett förfarande som fanns tillgängligt innan ABL ändrades för att medge gränsöverskridande fusioner. Ett svenskt aktiebolag kunde omvandlas till ett europabolag. Europabolaget skulle kunna byta nationalitet och därefter fusioneras med ett bolag i den andra medlemsstaten; vilket skulle få den praktiska sluteffekten av en gränsöverskridande fusion.

³³ Se prop. 2002/03:150 avsnitt 5.2.2 och s. 230 f och 234.

³⁴ Se prop. 2002/03:150 s. 251 ff.

Bild 4. Gränsöverskridande fusion av specialfonder



4.3 Komplikationer med överföring av rättigheter och skyldigheter genom gränsöverskridande fusion

De gränsöverskridande fusionerna presenterar särskilda utmaningar. I reciterna till UCITS IV sägs bl.a. att, även om vissa medlemsstater endast auktoriserar kontraktsrättsliga fonder, gränsöverskridande fusioner mellan alla slag av fondföretag (kontraktsrättsliga, associationsrättsliga och "unit trusts") bör tillåtas och erkännas i samtliga medlemsstater, utan att det krävs att medlemsstaterna inför nya rättsliga former av fondföretag i sin nationella lagstiftning (recit 28). Direktivet sägs vidare omfatta de fusionstekniker som är vanligast i medlemsstaterna men utan att medlemsstaterna åläggs att införa alla tre tekniker i sin nationella lagstiftning men att alla medlemsstater bör erkänna överföringar av tillgångar till följd av dessa fusionstekniker (recit 29). Svensk rätt måste därför naturligtvis acceptera *resultatet* att en kontraktsrättsligt baserad svensk investeringsfond i någon mening kan "fusioneras" med en ett utländskt associationsrättsligt baserat fondföretag; och det är säkert lämpligt att LIF innehåller en regel som anger detta mål. Så långt går det att följa argumentationen i förarbetena.³⁵

I allt väsentligt motsvarar detta 23 kap. 26 § ABL – och man kan miss-tänka att det är de associationsrättsliga reglerna som också här har fått stå modell. I de fall fondföretagen – vilket är vanligt i andra jurisdiktioner än Sverige – är juridiska personer som kan förvärva rättigheter och ådra sig

³⁵ Se prop. 2010/11:135 s. 196.

skyldigheter erbjuder LIF:s – och direktivets motsvarande – formulering i (den ovan kursiverade) punkten 1 inget huvudbry. För svenska förhållanden fungerar det emellertid mindre bra. LIF har nämligen avseende investeringsfondernas rättsliga natur en *kontraktsrättslig* syn där rättsförhållandet mellan fondandelsägarna och förvaltaren (fondbolaget) regleras i ett tänkt avtal (det är fondandelsägarnas egenskap av just ägare som motiverar att tillämpningen av samäganderättslagen undantas genom 4 kap. 1 §). Den konstruktion som anges i LIF kan ses som en specialiserad form av *samäganderätt*,³⁶ där den gemensamma förmögenheten förvaltas av en särskilt angiven uppdragstagare.³⁷ *Fonden som sådan är inte något självständigt rättssubjekt* – den kan uttryckligen varken förvärva rättigheter eller ådra sig skyldigheter; den kan heller inte föra talan inför domstol eller någon annan myndighet; egendom som ingår i fonden får inte utmätas; fonden kan inte försättas i konkurs; och fondandelsägarna svarar inte för förpliktelser som avser fonden (4 kap. 1 §).³⁸ Däremot föreskriver direktivet inte *hur* en fusion mellan en kontraktsrättslig fond och en associationsrättslig fond tekniskt ska genomföras. Direktivet reglerar egentligen *ett mål som medlemsstaterna ska uppnå*. Den tekniska utformningen måste naturligen ta hänsyn till de inblandade fondernas rättsliga natur och struktur; och ska ”genomföras genom nationellt bindande regler i nationell lagstiftning på

³⁶ Jfr M. Beckman, G. Jansson, K. Wallin-Norman & B. Wendleby, *Lagarna på värdepappersområdet. En kommentar till insiderstrafflagen m.fl. lagar* (2002) s. 48.

³⁷ Se prop. 2002/03:150 s. 115 och 307. Den kontraktsrättsliga fondstrukturen är inte unik för Sverige utan återfinns också i t.ex. Tyskland (se J. von Hagen & J. H. von Stein (red.), *Obst/Hintern Geld-, Bank- und Börsenwesen* 40u (2000) s. 901). I flera andra länder finns associationsrättsligt organiserade fonder (jfr 1 kap. 1 § 9 LIF och se SOU 2002:56 kap. 4). För svensk del har associationsrättsliga fonder övervägts men avvisats (se prop. 1974:128 s. 95 ff. och prop. 2002/03:150 s. 115); men i 7 § aktiefondslagen (1974:931) föreskrevs att ett visst antal styrelseledamöter i fondbolaget skulle utses av andelsägarna, med motivering och med andra hänsyn som starkt påminner om ett associationsrättsligt synsätt (jfr prop. 1974:128 s. 108 ff.); detta krav slopades sedermera (se prop. 1989/90:153 s. 39). Värdepappersfondsutredningen tyckte att det fanns skäl att införa associationsrättsliga fonder men ansåg sig inte ha mandat att närmare utreda saken (se SOU 2002:56 s. 519 ff.).

³⁸ Av detta skäl menade Advokatsamfundet att uttrycket ”fusion” vore oegentligt, varför det vore lämpligt att behålla ”sammanläggning” (se prop. 2010/11:13 s. 196 f. och Advokatsamfundets remissvar R -2010/1509, Fi2010/4807, 2011-01-19 s. 12). Trots att jag var ansvarig för Advokatsamfundets synpunkter i detta avseende (och trots att jag vidmakthåller de synpunkter som framfördes i samfundets remissvar) har jag här valt att använda ”fusion” istället för ”sammanläggning” (och motsvarande beträffande relevanta verbformer).

lämplig normnivå på det sätt som bäst överensstämmer med medlemsstatens lagstiftningstradition och lagstiftning i övrigt.”³⁹

Rättsföljderna av en gränsöverskridande fusion mellan en värdepappersfond och ett utländskt övertagande fondföretag i bolagsform behöver således omformuleras för att rätt återspegla värdepappersfondens rättsliga natur. Istället för den givet investeringsfondens natur missvisande och logiskt omöjliga formuleringen ”Den överlåtande värdepappersfondens tillgångar och skulder överförs till den övertagande värdepappersfonden” skulle en formulering i stil med det följande föreslås: *”De tillgångar som ingår i värdepappersfonden och de förpliktelser som fondbolaget gjort avseende fonden överförs till den övertagande värdepappersfonden”*. Motsvarande frågeställning infinner sig naturligtvis också i den omvända situationen att ett utländskt fondföretag i bolagsform fusioneras med en värdepappersfond som övertagande fond. I den situationen är det ännu mera missvisande och ologiskt att säga att ”Den överlåtande värdepappersfondens tillgångar och skulder överförs till den övertagande värdepappersfonden” eftersom den övertagande värdepappersfonden ju enligt LIF inte kan förvärva rättigheter eller ådra sig skyldigheter. Också för detta fall behöver rättsföljderna formuleras om. Jag föreslår något i stil med det följande: *”De tillgångar som tillhört det överlåtande fondföretaget överförs till att ingå i den övertagande värdepappersfonden och de förpliktelser som åvilat det överlåtande fondföretaget ska av fondbolaget fullgöras under utnyttjande av tillgångarna i den övertagande värdepappersfonden”*.

4.4 Komplikationer vid säkerställande – fondtillgångar och fondandelar

Fusion är ett exempel på universalsuccession: den eller de aktuella juridiska personerna uppgår restlöst i en annan juridisk person. Detta är inte möjligt vad gäller fusioner mellan svenska värdepappersfonder och utländska fondföretag, eftersom värdepappersfonderna inte är juridiska personer. Detta innebär – som Advokatsamfundet har påpekat – att den övertagande fondens eller fondföretagets övertagande av den överlåtande fondens tillgångar, skulder, rättigheter och förpliktelser sker genom *singulärsuccession*. Den omständigheten att övertagandet sker genom singulärsuccession får (återigen enligt Advokatsamfundet) betydelse för det fall den överlåtande

³⁹ För det citerade, se Lagrådets yttrande i prop. 2010/11:135, bilagedelen s. 290 (min emfas).

fondens tillgångar eller rättigheter är *pantsatta eller annars föremål för en säkerhetsrätt*. Vid universalsuccession inträder den övertagande juridiska personen i den överlåtandes ställe, varför pant som upplåtits av den överlåtande juridiska personen även gäller mot den övertagande juridiska personen. Vid singulärsuccession gäller det omvända; panten gäller inte automatiskt mot förvärvaren, utan för att den ska fortsätta gälla måste den förnyas. Betänkandets författningsförslag innehöll inte någon särskild lagregel om automatisk förnyelse av pant, varför Advokatsamfundet efterlyste en sådan. Vid utformningen av en sådan lagregel påpekade samfundet att de lagvalsfrågor som uppkommer vid förnyelse av pant i gränsöverskridande fusioner av svenska överlåtande fonder borde utredas särskilt.⁴⁰

Regeringen besvarade Advokatsamfundets invändningar enligt följande:⁴¹

”Inledningsvis kan nämnas att direktivet inte innehåller några bestämmelser om en sådan situation. Vidare kan konstateras att fondbolaget enligt 5 kap. 23 § LIF inte får ta upp andra lån än kortfristiga lån, vilket torde innebära att pantsättning av fondegendomen är en ovanlig företeelse. Frågan om vad som gäller vid pantsättning aktualiseras dessutom inte bara i detta sammanhang utan även t.ex. om ett fondbolag enligt gällande rätt överlåter förvaltningen av en fond till ett annat bolag. Enligt vår mening är det därför lämpligt att frågan om panthavares rättigheter vid fusion regleras genom avtal och inte i lagstiftningen.”

Pantsättningar kan naturligtvis aktualiseras vid andra transaktioner än lån (egentligen försträckning). Inom derivathandeln är det mycket vanligt att parterna ställer säkerhet i former som motsvarar både pant och säkerhetsöverlåtelse. Vid derivataffärer som clearas via central motpart krävs regelmässigt att säkerhet ställs för åtagandena. Vad gäller investeringsfonder som ingår avtal om finansiella derivat torde det alltså vara synnerligen vanligt att säkerhet har ställts. I ett tidigare lagstiftningsärendet diskuterades emellertid pantsättning av fondtillgångar relativt utförligt. Den dåvarande regeringen sade:⁴²

”En särskild fråga som har uppmärksamats är om fondbolaget kan pantsätta eller på annat sätt ställa egendom som ingår i en värdepappersfond till säkerhet för förpliktelser som rör fonden. Ett sådant säkerställande kan

⁴⁰ Se Advokatsamfundets remissvar R -2010/1509 s. 12.

⁴¹ Prop 2010/11 s. 135 s. 197.

⁴² Prop 2002/03:150 s. 226 f.

göras t.ex. genom säkerhetsöverlåtelse eller s.k. 'transfer of title' varigenom äganderätten till egendomen övergår till fondens motpart. Säkerställanden åtföljs normalt av en rätt för innehavaren att realisera tillgångarna om betalning inte erläggs. På sina håll ifrågasätts giltigheten av pantavtal m.m. avseende fondtillgångar. Mot bakgrund av tidigare förarbetsuttalanden och behovet av att ställa säkerhet vid handel med derivatinstrument förekommer det dock i praktiken att egendom i en fond ställs som säkerhet. Det kan därför finnas skäl att lösa osäkerheten kring pantsättning eller annat säkerställande i lagstiftningen. Detta torde kunna åstadkommas utan att fondens rättsliga karaktär för den skull behöver förändras. Det bedöms inte lämpligt att ge fonden status som ett självständigt rättssubjekt i den nuvarande kontraktsrättsliga formen. Vilka former av juridiska personer som erkänns i svensk rätt anses vara fast och det fordras starka skäl att införa en ny rättsfigur. Vi ser inte heller skäl att ta bort utmätningsförbudet. Konsekvenserna av en sådan åtgärd skulle vara svåra att överblicka. Samtidigt bör ett fullgott borgenärsskydd kunna uppnås även med ett utmätningsförbud, eftersom detta inte hindrar t.ex. en realisation av pant.

[...]

I den nya lagen [d.v.s. LIF] bör också tas in en uttrycklig bestämmelse för att klargöra att det är möjligt för fondbolaget att ställa säkerhet för fullgörandet av förpliktelser som ingåtts som ett led i förvaltningen av fonden. Möjligheten till sådana säkerställanden begränsas således till att gälla endast de fall då fondbolaget har rätt att använda tillgångarna i fonden för att fullgöra förpliktelser. Giltigheten av säkerställandet beror därmed på om fondbolaget hållit sig inom den legala behörigheten. Möjligheten till säkerställande omfattar även sådana förpliktelser som har uppkommit i samband med avvecklingen av värdepapperstransaktioner, förutsatt att förpliktelserna har ingåtts för fondens räkning.”

De förhållanden som Advokatsamfundet har påtalat avseende panthavarnas ställning i en fusion kan ingalunda avvisas med hänsyn till den lagstadgade begränsningen av fondbolagens möjligheter att avseende investeringsfonder ingå avtal om försträckning. Regeringen är här Advokatsamfundet svaret skyldig.

En annan pant- eller säkerhetsrättslig fråga som infinner sig är vad som händer när *fondandelarna har pantsatts* av en andelsägare. En sådan pant- eller säkerhetsinnehavare har säkerhet i en andel av den förmögenhetsmassa som fonden utgör. En fusion av denna förmögenhetsmassa med ett utländskt fondföretag som är en juridisk person medför visserligen att fondandelsägaren blir ägare av en andel av den utländska juridiska perso-

nen. Eftersom en säkerhetsinnehavare kan ha svårighet att t.ex. genom att få besittning till eventuella fysiska handlingar som bevisar innehavet eller annars fullgöra vad som krävs för att panten eller säkerhetsöverlåtelsen ska bestå även i sakrättsligt hänseende också efter fusionen, kan en fusion – och särskilt då en gränsöverskridande fusion – försätta säkerhetsinnehavaren i en besvärlig situation. Remediet för en säkerhetsinnehavare kan i den här situationen vara att som villkor i det avtal som ger upphov till den förpliktelse för vilken fondandelen häftar som säkerhet föreskriva att ett bortfall av det sakrättsliga skyddet ska utgöra en förfallsgrund för förpliktelsen. Detta torde regelmässigt vara fallet, varför en gränsöverskridande fusion av en värdepappersfond med ett utländskt fondföretag – en fusion som andelsägaren inte kan förhindra (se nedan) – kan försätta en andelsägare i en besvärlig situation genom att hennes förpliktelser förfaller i förtid.

4.5 Andelsägarnas skydd vid fusioner

De nya bestämmelserna om fusion av fondföretag kommer att medföra att det blir mycket lättare än i dag att lägga samman fonder. För det *första* är det endast *formella* kriterier som ska vara uppfyllda när FI ska godkänna en ansökan om fusion; i UCITS IV ställs inte något krav på att en skälighetsbedömning ska göras, motsvarande den som tidigare har krävts enligt LIF (jag återkommer nedan till den paradigmatiska betydelsen av denna förändring). För det *andra* ska fonder med olika placeringsinriktningar kunna slås samman, vilket inte tidigare varit möjligt enligt LIF. Detta innebär t.ex. att två aktiefonder som är inriktade på olika branscher eller geografiska områden ska kunna slås ihop. För det *tredje* kommer fusioner av fonder som inte förvaltas av samma fondbolag eller förvaltningsbolag att godkännas, vilket inte heller är tillåtet i dag. Sammantaget innebär detta att *direktivets regler är väsentligt mindre strikta än tidigare gällande svensk rätt*. Det en möjlighet att ha kvar nuvarande bestämmelser när det gäller fusion av värdepappersfonder som är etablerade i Sverige och vars fondandelar inte marknadsförs i ett annat land inom EES. En sådan ordning skulle emellertid göra att det blev lättare för en värdepappersfond att fusionera med ett utländskt fondföretag än med en svensk värdepappersfond som inte marknadsförs i ett annat EES-land. Det är inte rimligt att ha två parallella system med mer restriktiva bestämmelser för vissa typer av fusioner. Bestämmelserna skulle vidare lätt kunna kringgås genom att någon av värdepappersfonderna anmäls för marknadsföring i en annan medlemsstat. Övervägande skäl talar därför för en enhetlig

reglering, där direktivets bestämmelser om fusioner görs tillämpliga på samtliga fusioner av värdepappersfonder och fondföretag, såväl inhemska som gränsöverskridande.⁴³

Regleringen av investeringsfonder utgår ifrån och är avpassat för en *konsument* som antas vara mindre kunnig och mindre intresserad av det finansiella området.⁴⁴ Behovet av ett gott konsumentskydd kan knappast sägas vara mindre vid fusioner – i synnerhet vid gränsöverskridande fusioner där den övertagande fonden är utländsk – än vid andra förfaranden avseende investeringsfonder. Ett syfte med UCITS IV är att genom samordning av medlemsstaternas lagstiftning sägs uttryckligen vara att ”tillförsäkra andelsägarna ett effektivare och enhetligare skydd” (recit 3). Detta torde vara att förstå så att UCITS IV avses ge ett bättre (”effektivare”) konsumentskydd än vad som skulle vara fallet direktivet förutan.

Aktiebolagslagen innehåller vissa *skyddsregler* för aktieägarna – särskilt en minoritet av ägarna – vid en fusion. Således föreskrivs i lagens 23 kap. 15 § att fusionsplanen dels ska underställas bolagsstämman i samtliga överlåtande bolag, dels också i det övertagande bolaget om ägare till minst 5 % av samtliga aktier i det övertagande bolaget begär det. Vidare gäller att ett bolagsstämmobeslut om godkännande av fusionsplanen är giltigt endast om det har biträttats av aktieägare med minst två tredjedelar av såväl de avgivna rösterna som de aktier som är företrädade vid stämman. Om det finns flera aktieslag i bolaget, ska vad som föreskrivs i första stycket även tillämpas inom varje aktieslag som är företrätt vid stämman. Om något av de överlåtande bolagen är ett publikt aktiebolag och det övertagande bolaget är ett privat aktiebolag, är det publika aktiebolagets beslut om godkännande av fusionsplanen giltigt endast om det har biträttats av samtliga aktieägare som är närvarande vid bolagsstämman och dessa tillsammans företräder minst nio tiondelar av samtliga aktier i bolaget. Detsamma gäller om något av de överlåtande bolagen är ett publikt aktiebolag vars aktier är upptagna till handel på en reglerad marknad eller en motsvarande marknad utanför Europeiska ekonomiska samarbetsområdet och det som fusionsvederlag ska lämnas aktier som vid den tidpunkt då vederlaget ska lämnas ut inte är upptagna till handel på en

⁴³ Se prop. 2010/11:135 s. 198.

⁴⁴ Se P. Kågerman, C. Lohmander & A. De Ridder, *Etik, regler och värdering på kapitalmarknaden* (2008) s. 38. Fondindustrin har sitt ursprung just i behovet för småsparare att samla sina mindre investeringsbelopp i en gemensam pott för att på så sätt få tillgång till andra investeringsobjekt (se F. S. Mishkin & S. G. Eakins, *Financial Markets and Institutions* 6u (2009) s. 538).

sådan marknad (23 kap. 17 § ABL). Om någon av de bolagsstämmor som ska godkänna fusionsplanen inte godkänner planen i dess helhet, faller frågan om fusion (23 kap. 18 § ABL).

På motsvarande sätt finns regler till skydd för borgenärerna. Innehavare av teckningsoptioner, konvertibler eller andra värdepapper med särskilda rättigheter i överlåtande bolag skall i det övertagande bolaget ha minst motsvarande rättigheter som i det överlåtande bolaget. Detta gäller dock inte om innehavarna enligt fusionsplanen har rätt att få sina värdepapper inlösta av det övertagande bolaget (23 kap. 5 § ABL). När fusionsplanen har blivit gällande i samtliga bolag som deltar i fusionen, ska vart och ett av dem skriftligen underrätta sina kända borgenärer om beslutet. Underrättelserna ska innehålla uppgift om att bolaget avser att ansöka om tillstånd att verkställa fusionsplanen samt uppgift om borgenärernas rätt att motsätta sig att fusionsplanen verkställs (23 kap. 19 § ABL). Om Bolagsverket finner att det inte finns något hinder mot en ansökan om att verkställa fusionen, ska verket kalla bolagens borgenärer (23 kap. 22 § ABL). Om inte någon av de borgenärer som har blivit kallade motsätter sig ansökan inom förelagd tid, ska Bolagsverket ge bolagen tillstånd att verkställa fusionsplanen. Motsätter sig någon borgenär ansökan, ska verket överlämna ärendet till tingsrätten i den ort där styrelsen i det övertagande bolaget ska ha sitt säte (23 kap. 23 § ABL). Om ett ärende om tillstånd till verkställande av fusionsplan har överlämnats till domstol, ska tillstånd lämnas om det visas att de borgenärer som har motsatt sig ansökan har fått full betalning eller har betryggande säkerhet för sina fordringar; i annat fall ska ansökan avslås (23 kap. 24 § ABL).

Skyddsregler motsvarande motsvarande dem för aktieägarna och bolagens borgenärer finns inte i LIF för skydd av andelsägare och fondernas ”motparter”. Andelsägarna skyddas vid fusioner främst av (1) en informationsskyldighet och (2) möjligheten att (a) lösa in sina andelar eller (b), om möjligt, få byta ut sina andelar.

I samband med att de finansiella marknaderna och de finansiella aktörerna under 1990-talet och framåt fått allt större frihetsgrader i sina beslut⁴⁵ har kundskyddet behövt ta sig andra former än den paternalistiska kommandoekonomins ordergivning. Det är konsumenten – inte staten – som bär ansvar för de investeringsbeslut konsumenten fattar. Däremot har staten tagit på sig ett ansvar för att i viss utsträckning göra det möjligt för konsumenten att bära detta ansvar; en viktig del i statens insatser här-

⁴⁵ Se prop. 2002/03:133 s. 7.

vidlag är reglerna om att de finansiella mellanhänderna på olika sätt skall tillhandahålla för konsumenterna relevant information.⁴⁶ Kundskyddet har i stor utsträckning utformats som en skyldighet för de professionella finansiella aktörerna att *lämna tillräckligt fullig och adekvat information på ett tillgängligt sätt*. Tanken är att konsumenterna av finansiella tjänster och produkter skall få ett tillräckligt gott underlag för att fatta välgrundade investeringsbeslut. ”De finansiella produkter som erbjuds idag kan vara komplexa och svårbedömda. Konsumenten behöver kunskap och information för att kunna känna sig trygg i de beslut hon tar.”⁴⁷

Det statliga ingripandet i det här avseendet har motiverats av att konsumenten ofta har ett betydande informationsunderläge gentemot de företag som tillhandahåller finansiella tjänster och produkter⁴⁸ – en informationsasymmetri som förvärras av att de finansiella tjänsterna och produkterna ofta är komplexa.⁴⁹ Den konsumentskyddande lagstiftningen syftar till att skapa en ”god balans mellan näringsidkare och konsumenter på marknaden”.⁵⁰ Skyddet av konsumenterna i detta avseende har dock motiverats också av samhällsekonomiska hänsyn. Om konsumenterna inte känner sig trygga med sina investeringar minskar investeringsviljan och sparkvoten, vilket leder till färre investeringar och lägre ekonomisk tillväxt.⁵¹ Konsumenternas behov av stöd är inte statiskt: ökad kunskap hos konsumenterna på ett visst område kan leda till att behovet av konsumentskyddande regler minskar, medan nya typer av produkter och nya beteendemönster hos konsumenterna kan skapa nya skyddsbehov.⁵² För det fall konsumenten tar varierande grader av risk medvetet och med full insikt om de möjliga konsekvenserna, framträder inget omedelbart skyddsbehov. Om konsumenten däremot skulle sakna grundläggande kunskaper om de finansiella instrument i vilka han eller hon väljer att

⁴⁶ Se Finansinspektionens rapport 2007:9 s. 7.

⁴⁷ Se Finansinspektionens rapport 2007:5 s. 2; se även prop. 2002/03:133 s. 7 f.; Finansinspektionens rapport 2005:13 s. 2; och, särskilt avseende fondsparande, Finansinspektionens rapport 2001:7 s. 32.

⁴⁸ Den ekonomiska teoribildningen kring asymmetrisk information diskuteras i von Hagen & von Stein (2000) s. 165 ff.

⁴⁹ Jfr prop. 2004/05:158 s. 58 f.; prop. 2006/07:115 s. 268; och SOU 2003:22 s. 26.

⁵⁰ Se prop. 2002/03:133 s. 7.

⁵¹ Se J. R. Boatright, *Ethics in Finance* (2008) s. 31. Jfr prop. 2006/07:115 s. 268, I.-L. Johansson, S. Jönsson & R. Solli (red.), *Värdet av förtroende* (2006) och Ch. Garsten & M. Lindh de Montoya (red.), *Market Matters* (2004).

⁵² Se prop. 2002/03:133 s. 7.

placera sina pengar och den varierande grad av risk som är förknippad därmed, framträder ett skyddsbehov. Mot bakgrund av den stora betydelse som konsumenternas beslut i dessa avseenden har för den egna ekonomin, har det framstått som angeläget för staten att på olika sätt tillgodose konsumenternas behov av kunskap och information i deras egenskap av aktörer på de finansiella marknaderna⁵³ och information, har det sagts, ”en hörnsten i det regelverk som omgärdar investeringsfonder.”⁵⁴

När således tillstånd till fusionen har getts ska de fondbolag som förvaltar värdepappersfonderna som ingår i fusionen tillhandahålla *lämplig och rättvisande information om fusionen* till andelsägarna i fonderna. Av informationen ska det framgå: (1) bakgrunden till och syftet med fusionen, (2) de konsekvenser fusionen kan få för andelsägarna, (3) vilka rättigheter andelsägarna har i samband med fusionen enligt 8 kap. 11 § och (4) uppgifter om förfarandet och den planerade tidpunkten för genomförandet av fusionen. Observera att fondandelsägarna inte informeras om fusionen *innan* den godkänns: andelsägarna informeras om ett *fait accompli*. Tillsammans med informationen till andelsägarna i en överlåtande värdepappersfond ska den övertagande värdepappersfondens *faktablad* lämnas. Om faktabladet ändrats i samband med fusionen ska det också lämnas till andelsägarna i den övertagande värdepappersfonden. Informationen ska även tillhandahållas den som innan fusionen genomförs tecknar andelar i någon av värdepappersfonderna samt den som begär sådan information som avses i 4 kap. 20 § första stycket⁵⁵ (8 kap. 8 §).

Andelsägarna i de värdepappersfonder som ska ingå i en fusion har rätt att *få sina fondandelar inlösta* innan fusionen genomförs, utan att andra avgifter tas ut än vad som motsvarar kostnaderna för att avveckla värdepapper med anledning av begärd inlösen. I stället för inlösen av fondandelarna får andelsägarna *låta byta dessa mot andelar* i en annan värdepappersfond eller ett annat fondföretag med liknande placeringsinriktning som förvaltas av samma fondbolag eller av ett bolag som direkt eller indirekt har samma ledning eller ägare som fondbolaget. Möjlighet att begära inlösen eller utbyte av fondandelar enligt första och andra styckena ska ges under minst

⁵³ Se prop. 2002/03:133 s. 11.

⁵⁴ Kågeman, Lohmander & De Ridder (2008) s. 42.

⁵⁵ Lagrummet lyder: ”Informationsbroschyren, faktabladet, den senaste årsberättelsen och, i förekommande fall, den halvårsredogörelse som publicerats därefter ska på begäran kostnadsfritt tillhandahållas den som avser att köpa andelar i en investeringsfond. Denne ska, med undantag för de fall som avses i 8 kap. 22 a § lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden, även utan begäran tillhandahållas faktabladet i god tid innan avtal ingås”.

30 dagar från den dag information om fusionen lämnas till andelsägarna. Möjligheten ska upphöra senast fem arbetsdagar före dagen för beräkning av utbytesförhållandet (8 kap. 11 §).

Den nya regleringen innebär i själva verket ett principiellt eller paradigmatiskt brott i regleringen av förhållandet mellan andelsägarna i investeringsfonder och fondbolagen. Som nämnts ovan bygger investeringsfonderna på en kontraktsmässig modell under vilken andelsägarna inte äger en andel som sådan utan en andel av *fondförmögenheten*: andelsägarna är samägare till fondtillgångarna.⁵⁶ Fondbolaget har sedan enligt avtal – fondbestämmelserna – andelsägarnas gemensamma uppdrag att förvalta andelsägarnas tillgångar på visst sätt. Avtalet är på en och samma gång ett slags *konsortial- eller samägaravtal mellan fondandelsägarna sinsemellan*, dels ett *uppdragsavtal* mellan detta konsortium och fondbolaget.

Fusioner och fissioner av investeringsfonder har visserligen också tidigare varit tillåtet. En fusion – särskilt en fusion mellan fonder/fondföretag med olika placeringsinriktningar – förutsätter dock att fondbestämmelserna ändras; och FI:s tillstånd för sådana förändringar har lämnats endast i undantagsfall.⁵⁷ FI:s prövning av fusionen skulle vidare utgå ifrån vad som vore förenligt med fondandelsägarnas intresse (se 8 kap. 1 § LIF i dess tidigare lydelse);⁵⁸ men motsvarande krav ställs inte enligt de nya reglerna (se 8 kap. 10 och 21 §§ LIF i deras nya lydelse). Förfarandet vid fusioner enligt de nya reglerna kan sägas implicit innebära att ett annat synsätt eller en annan modell för förhållandet mellan fondbolag och fondandelsägare introduceras. De båda modellerna sammanfattas i *bild 5*. Fondverksamheten enligt LIF kan betraktas om endast ett specialreglerat fall av ”diskretionär portföljförvaltning” (*asset management*),⁵⁹ som i övrigt regleras av lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden (”VML”) såsom *värdepappersrörelse*: avtalet avseende fondförvaltningen kommer således delvis till uttryck i lag, men motsvarar i princip det som gäller även för annan *asset management*.⁶⁰ Fondbolaget säljer med detta synsätt en förvaltningstjänst⁶¹

⁵⁶ Se prop. 1974:128 s. 99 f. och prop. 2002/03:150 s. 168.

⁵⁷ Se Beckman, Jansson, Wallin-Norman & Wendleby (2002) s. 51.

⁵⁸ Se också Beckman, Jansson, Wallin-Norman & Wendleby (2002) s. 85.

⁵⁹ Jfr von Hagen & von Stein (2000) s. 874

⁶⁰ Se von Hagen & von Stein (2000) s. 880; se även prop. 2002/03:150 s. 146. Sådana ”lagstiftade” avtal kan ofta ”rekonstrueras” för olika slags lagstiftning och motiveras ofta av att de reducerar transaktionskostnaderna med socialt fördelaktig resursallokering som följd; se vidare A. I. Ogus, *Regulation. Legal Form and Economic Theory* (1994) s. 15 ff.

⁶¹ Se L. Nyberg, S. Viotti & P. Wissén, *Penningmarknaden* (2006) s. 244.

Bild 5. Olika modeller för förhållandet mellan fondbolag och fondandelsägare

Gamla lagen:

- Ändringar fick godkännas endast om de var skäligen för andelsägarna
- I praktiken mycket svårt att få tillstånd

Modell:

- Fondbolaget har ett uppdrag från andelsägarna
- Uppdraget är strikt bundet till "avtalet" (fondbestämmelserna)

Nya lagen:

- Vid väsentliga förändringar av fondbestämmelserna kan FI besluta att andelsägarna får rätt till inlösen med minst 30 dagars varsel om ändringen
- Implicit: "oväsentliga" ändringar får andelsägarna tåla
- Ändringar får godkännas endast om de var skäligen för andelsägarna och inte strider mot deras gemensamma intresse
- Avsiktlig liberalisering (jfr fusionsreglerna)

Modell:

- Fondbolaget erbjuder andelsägarna en finansiell tjänst
- Uppdraget följer "allmänna villkor" (fondbestämmelserna)
- Allmänna villkor kan förändras över tiden
- Kunder som inte gillar ändringarna har möjlighet att dra sig ur med 30 dagars varsel
- "Normalisering" av fondverksamheten

och kan betraktas som en sorts särskilt reglerad⁶² specialiserad finansiell intermediär.⁶³ Fondbestämmelserna får med detta synsätt mer karaktär av "allmänna villkor" för fondbolagets förvaltningstjänst; den kollektiva karaktären hos fondbestämmelserna – konsortial- eller samägarperspektivet – faller här bort. Med detta synsätt kan det bli lättare att acceptera att lagstiftningen ingriper i avtalsförhållandet och ger den ena parten – fondbolaget – en möjlighet att ensidigt ändra villkoren för förvaltningsuppdraget. Även om FI:s godkännande krävs tillfrågas andelsägarna inte om fusionen och ges inte möjlighet att påverka huruvida en fusion blir av. Genom en gränsöverskridande fusion med ett utländskt fondföretag i bolagsform som övertagande fond ges fondbolaget dessutom möjlighet att helt ändra naturen hos de tillgångar som andelsägarna äger. Istället för en del av fondförmögenheten får andelsägarna efter en sådan fusion en andel i ett bolag. Fusionen innebär att fondbolagets allmänna villkor för förvaltningstjänsten förändras i enlighet med vad som naturligen ofta är fallet med allmänna villkor. Andelsägarnas skydd i denna situation är samma skydd som en kund normalt har vid ändringar av allmänna villkor – nämligen att säga

⁶² Se von Hagen & von Stein (2000) s. 880.

⁶³ Se SOU 2008:12 s. 27.

upp avtalet (dvs. begära inlösen av andelarna). Här tillkommer alternativet att istället få en närliggande tjänst på villkor som mer liknar de ursprungliga genom utbyte av andelar.

Detta paradigmskifte innebär emellertid att en viss press utövas på den uppdelning mellan kollektiv och individuell portföljförvaltning som ligger bakom distinktionen mellan fondförvaltning och annan portföljförvaltning. Finansinspektionen har i praxis haft anledning att utveckla sin syn på förhållandet mellan diskretionär portföljförvaltning enligt VML och verksamhet enligt LIF.⁶⁴ Enligt inspektionen är LIF en speciallagstiftning som ställer särskilda krav på en verksamhet som vänder sig till ett kollektiv av investerare. Att regleringen avser en kollektiv förvaltning framgår dock endast indirekt av lagstiftningen på så sätt att det med fondverksamhet menas förvaltning av värdepappersfonder, som vänder sig till "allmänheten",⁶⁵ eller förvaltning av specialfonder, som vänder sig till "allmänheten" eller "en särskilt angiven och avgränsad krets investerare" (1 kap. 1 § pkt 11, 19 och 21 LIF). Av förarbetena framgår också att fondverksamheten är förbehållen just en kollektiv förvaltning, till skillnad från en individuell förvaltning som i stället kräver tillstånd för diskretionär portföljförvaltning. Lagstiftaren har även, menar inspektionen, understrukt vikten av att skilja mellan dessa två former av kapitalförvaltning.⁶⁶ Att fondverksamhet avser en kollektiv tjänst framgår också av UCITS I (se exempelvis artikel 1.2 och artikel 1 a punkten 2). Om ett bolag endast avser att utföra diskretionär portföljförvaltning måste bolaget ansöka om tillstånd enligt VML.⁶⁷ Jag har på annat ställe hävdad att gränsdragningen mellan individuell och kollektiv portföljförvaltning kan överdrivas, och tänker inte här upprepa argumenten för den uppfattningen.⁶⁸ Den nya fusionsregleringen innebär emellertid att det kollektiva draget i fondför-

⁶⁴ Se FI:s beslut *Re Kreon Asset Management AB*, FI dnr 08-5137, 2008-06-30.

⁶⁵ Förutom FI:s resonemang i det anförda beslutet, se också Beckman, Jansson, Wallin-Norman & Wendleby (2002) s. 34 f.

⁶⁶ Se prop. 2002/03:150 s. 146 och 253 ff. Jfr T. Spangler, *The Law of Private Investment Funds* (2008) s. 2. Det har varit ett medvetet val att inte reglera fondföretagen i VML (se prop. 2006/07:115 s. 386).

⁶⁷ I *Re Kreon Asset Management AB* fanns det vid tidpunkten för utgången av sexmånadersperiodens i 10 kap. 20 § 1 stycket pkt. 3 LIF (i LIF:s dåvarande lydelse, numera motsvarande 12 kap. 4 § 1 stycket. pkt. 4 LIF) endast en andelsägare, tillika ägare i bolaget. Detta ansågs inte utgöra kollektiv förvaltning utan liknades närmast vid en diskretionär portföljförvaltning (s 6).

⁶⁸ Se Hanqvist (2008) s. 481 f.

valtningen, genom att reducera fondbestämmelserna till fondbolagets allmänna villkor, ytterligare assimilerar den "kollektiva" fondförvaltningen med den "individuella" portföljförvaltningen. Ett värdepappersbolag som erbjuder diskretionär portföljförvaltning i enlighet med sina allmänna villkor kan sägas vända sig till allmänheten – om än utan kontraheringsplikt – på samma sätt som ett fondbolag som marknadsför en fond. Obligationer kan också betraktas på ett liknande sätt: en strukturerad obligation – en obligation där avkastningen är beroende av andra faktorer än en nominellt bestämd ränta och som alltså har ett derivatinslag⁶⁹ – emitteras ofta till allmänheten enligt prospekt (jfr 2 kap. 1 § lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument). Eftersom flera investerare kan investera i en och samma obligationsemission kommer de alla att ha samma rättigheter och skyldigheter i förhållande till emittenten enligt obligationsvillkoren, som här fyller i princip samma funktion som fondbestämmelserna med prospektet i samma roll som den föreskrivna informationen om investeringsfonder.⁷⁰ Förmedlingen av investeringar i obligationer anses utgöra värdepappersrörelse (se 2 kap. 1 § VML) och inte fondverksamhet.

4.6 Fissioner

LIF innehåller också regler om *fission av investeringsfonder*. Ett fondbolag får, efter tillstånd av FI, dela en investeringsfond. Tillstånd till en fission ska lämnas om åtgärden kan anses förenlig med fondandelsägarnas intressen. Ett fondbolag som har fått tillstånd till en fission ska genast underätta andelsägarna om den planerade åtgärden och FIs beslut. Denna information ska också finnas att tillgå hos fondbolaget och förvaringsinstitutet. En fission får genomföras tidigast tre månader från dagen för FIs beslut (8 kap. 25 §). Fissionsförfarandet sammanfattas i *bild 6*.

⁶⁹ Se t.ex. FI:s rapport 2006:19 s. 1.

⁷⁰ Jag har tidigare vidare diskuterat likheterna mellan investeringsfonder och främst indexobligationer i Hanqvist (2008) s. 479 ff. och "Något om värdepappersinstitutens upplysningsplikt i förhållande till sina kunder: särskilt om 'okomplicerade instrument'", *Förvaltningsrättslig tidskrift* 2008 s. 287 å s. 305

Bild 6. Förfarandet vid fission



- Fondandelsägarna samtycke krävs inte
- Information om fissionen behöver inte lämnas i förväg utan först efter att tillstånd har meddelats
- Fissionen får genomföras tidigast 30 dagar från tillståndet
- Lagen föreskriver inte hur en fission går till

Fissionsinstitutet återfinns, liksom fusionen, också i ABL. En stor fråga vid fissioner enligt ABL är hur de skyldigheter som har uppkommit för bolaget före fissionen ska hanteras efter fissionen då det ursprungliga bolaget motsvaras av två eller flera olika bolag. Aktiebolagens lösning är att de nya bolagen övertar det tidigare bolagets skyldigheter (24 kap. 1 § ABL). Aktiebolagen reglerar vidare hur de olika bolagens ansvar för det tidigare bolagets skyldigheter gestaltar sig: Om enligt fissionsplanen en skuld som åvilar det överlåtande bolaget genom fissionen ska överföras till ett övertagande bolag, svarar det senare bolaget efter fissionen för skulden utan någon begränsning. Förmår det övertagande bolaget inte betala skulden, *svarar de övriga övertagande bolagen solidariskt för skulden*, dock högst med ett belopp som för varje bolag motsvarar det verkliga värdet av den nettobehållning som har tilldelats bolaget vid fissionen. Vid fission enligt 24 kap. 1 § andra stycket 2 ABL (d.v.s. en del av det överlåtande bolagets tillgångar och skulder övertas av ett eller flera andra bolag utan att det överlåtande bolaget upplöses) svarar dessutom det överlåtande bolaget, dock högst med ett belopp som motsvarar det verkliga värdet av vad som har behållits av bolaget vid fissionen. Om en skuld som åvilar det överlåtande bolaget inte behandlas i fissionsplanen, svarar de övertagande bolagen eller, vid fission enligt 24 kap. 1 § andra stycket 2 ABL, det eller de övertagande bolagen och det överlåtande bolaget för skulden solidariskt och utan begränsning. Dessa regler om ett omfattande kvarvarande solidariskt ansvar gör fissioner mindre attraktiva.

Motsvarande reglering saknas i LIF avseende fissioner av investeringsfonder; det finns inga uttryckliga regler som föreskriver ett solidariskt

”ansvar” för de nya fonderna (”ansvar” inom citationstecken eftersom fonderna ju inte kan ådra sig förpliktelser). I en mening spelar detta mindre roll, eftersom investeringsfonder inte kan ådra sig skyldigheter i egentlig mening. Emellertid torde praktiska problem kunna uppstå t.ex. i de fall vissa finansiella derivatkontrakt överförs till en övertagande fond medan andra förs över till en annan. De i derivatavtalen vanliga bestämmelserna om *close-out netting* och kvittning, liksom säkerhetspaketen, torde behöva noggrant ses över i samband med fissioner. Det fondbolag som beslutar om fission av investeringsfonder under sin förvaltning torde också böra noggrant överväga sitt eget ansvar i förhållande till kontraktuella motparter. Det på marknaden dominerande ISDA Master Agreement (i såväl sin version från 1992 som den från 2002) hanterar denna fråga genom att föreskriva att en fission (betraktad som en överföring av betydande andel tillgångar) kan leda till att avtalsrelationen upplöses och en slutavräkning genomförs parterna emellan.⁷¹

5 Sammanfattning och avslutning

De kommersiella förutsättningarna för fondbranschen förändras liksom för alla andra näringar. Under de senaste decennierna har branschen genomgått en förhållandevis omfattande internationalisering. Den hittills rätt rigida regleringen har utgjort ett hinder mot en rationellt och ekonomiskt sätt att bedriva verksamheten. Genom UCITS IV införs nya väsentliga frihetsgrader i fondförvaltningen – såsom liberalare regler för såväl inhemska som gränsöverskridande fusioner och fissioner – som torde ge europeiska fondförvaltare instrument för att åstadkomma lämpliga omstruktureringar av branschen avseende såväl tjänsteleverantörer som produkter.

Reformerna är dock inte utan sina komplikationer. På flera punkter skapar de nya reglerna komplikationer som lagstiftningen inte löser. I den här uppsatsen har några sådana identifierats: specialfonderna särbehandlas negativt genom att reglerna för gränsöverskridande fusioner inte gäller för sådana fonder, trots regeringens deklarerade princip om att inte göra onödigt åtskillnad mellan specialfonder och värdepappersfonder; konceptuella

⁷¹ Se avtalets Section 5(a)(viii) (Merger without assumption) (Event of Default) och Section 5(b)(iv) (Credit Event upon Merger) (Termination Event) som båda talar om ”consolidation, amalgamation, merger with or into or *transfer of all of substantially all its assets to another entity*” (min emfas).

svårigheter med fusioner som anges överföra rättigheter och skyldigheter till och från investeringsfonder, trots att det av lagstiftningen tydligt och explicit framgår att investeringsfonder inte kan förvärva rättigheter eller ådra sig skyldigheter; och praktiska problem och potentiella rättsförsluster kan uppstå vad gäller säkerhetsrätter som har instiftats avseende såväl fondtillgångarna som fondandelarna. Komplikationerna är av den art att de troligen kommer att få relevans för det praktiska rättslivet. Frågor kan ställas avseende lagstiftningens kvalitet⁷² i detta avseende, eftersom vissa av komplikationerna uppmärksammades under remissförfarandet utan att de adekvat adresserades av regeringen i det fortsatta arbetet med reformen.

Fusionsreglerna medför också något av ett paradigmskifte som ytterligare reducerar avståndet mellan den förment kollektiva fondförvaltningen och den förment individuella portföljförvaltningen. Frågan kan ställas om tiden inte mognar för att avskaffa den särskilda fondlagstiftningen i LIF och inordna den i den mer allmänna regleringen i VML. Detta skulle vara ett steg på vägen mot den samlade lagstiftning på finansmarknadsområdet som jag tidigare har argumenterat för⁷³ och som Advokatsamfundet vid upprepade tillfällen har efterlyst⁷⁴ och som i princip fått gehör i Regeringskansliet.⁷⁵

⁷² Kvaliteten på modern lagstiftning är en angelägen fråga som förtjänar större uppmärksamhet. Se här till D. Hanqvist, "Näringsrättens splittring – exemplet med de finansiella marknaderna", *Förvaltningsrättslig tidskrift* 2006 s. 23 och M. De Benedetto, M. Martelli & N. Rangone, *La qualità delle regole* (2011).

⁷³ Se Hanqvist (2006).

⁷⁴ Se Advokatsamfundets remissyttrande i Fi2005/6495 2006-03-21, Fi2006/2506, Fi2006/3480 2006-08-21, Ju2008/10607/L2 2009-12-17, Fi2010/799 2010-08-16 och Fi2010/4807 2011-01-19.

⁷⁵ Se prop. 2006/07:5 s. 320 och prop. 2009/10:220 s. 75.