



Juridisk Publikation

STOCKHOLM - UPPSALA - LUND - GÖTEBORG - UMEÅ

Dan Hanqvist

Fissus erat tenui rima – förordningen om europeiska
långsiktiga investeringsfonder

Särtryck ur häfte 2/2016

FISSUS ERAT TENUI RIMA – FÖRORDNINGEN OM EUROPEISKA LÅNGSIKTIGA INVESTERINGSFONDER

Av Dan Hanqvist¹

*När den administrativa rationaliseringen av affärlivet
en gång börjat är det svårt att göra halt vid en ramhushållnings
godtyckligt uppdragna gräns. Tankarnas egen logik driver
obönhörligt framåt mot enhetlig central ledning.*

– B. Boëthius & Å. Kromnow,
Jernkontorets historia (1947)

*Ett spöke går runt i Europa – marknadens spöke.
Alla det gamla Europas makter har förenat sig i en helig hetsjakt
mot detta spöke: påven och republikens presidenter,
den nationalistiskt-populistiska högern och den radikal-
kommunistiska vänstern, grekiska radikaler och politikerna i Bryssel.²*

– Laurence Fontaine,
Le marché (2014)

*Efter finanskrisen har EU:s reglering av fondbranschen – i vidaste mening – kraftigt
utökats. Utöver tidigare regleringen av UCITS-fonder (värdepappersfonder) har
det tillkommit en reglering av förvaltare av alternativa investeringsfonder (AIF:er),
såsom private equity-fonder, hedgefonder och fastighetsfonder. En mur av regler
kring investerarna har byggts upp. I flera rättsakter har unionsrätten vidare reglerat
särskilda fondtyper i akt och mening att styra investeringar enligt vissa politiskt
prioriterade mål. I artikeln diskuteras främst den senaste regleringen av ”europeiska
långsiktiga investeringsfonder” (Eltif:er). Avslutningsvis och sammanfattande disk-
uterar EU:s neo-merkantilistiska politik – som exemplifieras av Eltif-regleringen
och anslutande lagstiftning – och problem och konflikter denna kan medföra.*

¹ Advokat, fil. kand., LL.M. (Edin.), Finance and Regulatory Counsel, Roschier Advokatbyrå AB, Stockholm. – Jag vill tacka Katarina Strandberg (Stockholms universitet, PwC och tidigare Svenska riskkapitalföreningen), Petter Alberts (EQT Partners), Ola Lidström (Hamilton Advokatbyrå KB), Johan Ragnar (RosholmDell Advokatbyrå AB) och Hanna Tsikhanava (PwC) för värdefulla synpunkter på utkast till artikeln.

² Min översättning, i viss anslutning till Axel Danielsson.

I. INLEDNING

Historiskt sett har endast delar av vad som i vid mening kan kallas ”fondbranschen” varit föremål för särskild statlig reglering. *Private equity*-fonder har varit föremål för mycket begränsad reglering med särskilt sikte på just deras egenskap av investeringsfonder.³ Redan före den senaste finanskrisen pekade dock mycket på att hedgefonderna – men även *private equity*-fonderna – och deras förvaltare på olika sätt skulle bli föremål för statlig reglering i flera jurisdiktioner. Svenska hedgefonder har sedan länge stått under tillsyn i deras egenskap av specialfonder. För *private equity*-fonderna har situationen varierat mellan olika länder. Tidigare svenska regeringar har tydligt velat undvika reglering,⁴ och i Danmark genomfördes t.o.m. vissa liberaliseringar⁵. I takt med hedgefondernas och *private equity*-fondernas framgång och växande ekonomiska betydelse har också intresset hos politiker och förvaltningen ökat för att, genom olika slags reglering, få kontroll över även dessa aktörer.⁶

Den EU-rättsliga regleringen av vad som med ett generiskt uttryck kallas ”fonder” har sedan finanskrisen kraftigt utökats. Sedan gammalt har unionsrätten reglerat s.k. ”UCITS-fonder” genom ett särskilt direktiv (**”UCITS-direktivet”**)⁷. I Sverige motsvaras UCITS-fonder av värdepappersfonder enligt (numera) lagen (2004:46) om värdepappersfonder (tidigare: lagen om investeringsfonder). Situationen inom EU förändrades radikalt i det allmänt uppskrivade politiska klimatet efter finanskrisen. Alla ”fonder” som inte redan omfattades av UCITS-direktivet ansågs böra bli föremål för reglering. Europaparlamentet och rådet antog därför **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 (**”AIFMD”**).⁸ Därefter antog kommissionen i enlighet med ett i AIFMD föreskrivet kommittéförfarande en delegerad förordning

3 *Private equity*-branschen diskuteras på nordisk botten i T. K. Andersen, ”Etablering af Private Equity Funds”, NTS 2005 s. 90, ”Private equity exits”, NTS 2012 s. 78 och *Private Equity. Transactions, Contracts and Regulation* (2015).

4 Jfr D. Hanqvist, ”Investeringsrådgivning enligt MiFID”, FT 2007 s. 197 (s. 200 ff.).

5 K. E. S. Høiby & K. D. Jepsen, ”Liberalisering af professionelle investorers anvendelse af kollektive investeringsordninger”, NTS 2007 s. 36.

6 Se D. Stattin, ”Reglering av private equitybolag och hedgefonder – internationella och europeiska trender”, NTS 2007 s. 54.

7 Europaparlamentets 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) (omarbetning).

8 AIFMD har blivit föremål för en förhållandevis livlig rättsvetenskaplig diskussion utanför Sverige, kanske särskilt i Tyskland. Se t.ex. F. Dornseifer, U. Klebeck, Th. A. Jesch & C. Tollman (red.), *AIFM-Richtlinie. Kommentar* (2013), som jag recenserade i JT 2013/14 s. 439.

som kompletterar direktivet.⁹ Den svenska implementeringen av AIFMD – **lagen (2013:561) om förvaltare av alternativa investeringsfonder ("LAIF")** – promulgerades den 28 juni 2013 och trädde i kraft mindre än en månad senare, den 22 juli 2013. Lagen har sedermera ändrats flera gånger. Regelverket består således av AIFMD, kommissionens delegerade förordning, LAIF, regeringsförordningen till LAIF, Finansinspektionens föreskrifter, liksom allmän unionsrätt och svensk förvaltningsrätt, och alla infralejala faktorer som påverkar den konkreta normtillämpningen. Regelverket har blivit föremål för en svensk kommentar.¹⁰ AIFMD respektive LAIF omfattar förvaltningen av en rad viktiga företeelser, såsom hedgefonder, fastighetsfonder och *private equity*-fonder (liksom specialfonder, som tidigare i Sverige reglerades tillsammans med värdepappersfonderna); emellertid omfattar denna reglering – till skillnad från UCITS-direktivet – inte själva fonderna, utan begränsar sig till att reglera förvaltarna.

2. REGLERING AV SÄRSKILDA FOND TYPER (EUVECA OCH EUSEF)

Den förvaltarcentrerade regleringen i AIFMD/LAIF har i vissa fall kompletterats med särskild unionsrättslig reglering av vissa fondtyper. Den 17 april 2013 antogs Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 345/2013 av den 17 april 2013 om **européiska riskkapitalfonder** (EuVECA).¹¹ Förordningen omfattar förvaltare av *venture capital*-fonder som med hänsyn till förvaltat kapital inte omfattas av tillståndsplikten enligt AIFMD/LAIF p.g.a. att de inte når upp till AIFMD:s tröskelvärde för tillståndsplikt, men som frivilligt väljer att ändå söka tillstånd. Fonder som förvaltas av förvaltare som har beviljats tillstånd får fritt marknadsföras till bl.a. vissa "professionella investerare"¹² inom EU med hjälp av ett marknadsföringspass liknande det som gäller för förvaltare av UCITS-fonder enligt UCITS-direktivet och för förvaltare av alternativa investeringsfonder ("**AIF:er**") enligt AIFMD. Detta undanröjer behovet av att erhålla särskilda tillstånd i andra EES-länder än hemlandet. Förvaltare av kapital som underskrider tröskelvärdet ska enligt AIFMD/LAIF registreras men kommer inte i åtnjutande av marknadsföringspasset. Kommissionens avsikt har varit att med hjälp av EuVECA-förordningen

9 Den delegerade förordningen (EU) nr 231/2013 av den 19 december 2012 om komplettering av Europaparlamentets och rådets direktiv 2011/61/EU vad gäller undantag, allmänna verksamhetsvillkor, förvaringsinstitut, finansiell hävstång, öppenhet och tillsyn.

10 Se D. Hanqvist, *Lagen om förvaltare av alternativa investeringsfonder. En kommentar* (Gula Biblioteket, 2016).

11 EuVECA-förordningen kommenteras i W. Weitnauer, L. Boxberger & D. Anders (red.), *KAGB. Kommentar zum Kapitalanlagegesetzbuch und zur Verordnung über Europäische Risikokapitalfonds mit Bezügen zum AIFM-StAnpG* (2014).

12 Denna term diskuteras senare i texten.

förbättra finansieringsförutsättningarna för småföretag genom att via de europeiska riskkapitalfonderna rikta finansiering och kompetens särskilt till tillväxtföretag. Förordningen ger ett särskilt marknadsföringspass och en ensamrätt för europeiska riskkapitalfonder att marknadsföra sig med hjälp av dess namn. Ett parallellt system har införts genom Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 346/2013 av den 17 april 2013 om **europeiska fonder för socialt företagande** (EuSEF). Avsikten med EuSEF-förordningen är att förbättra förhållandena för dem som är mest utsatta och marginaliserade i samhället genom att skapa en ram inom vilken man genom fonder för socialt företagande kan rikta finansiering och kompetens särskilt till företag som bedriver bostadsbyggnad, hälsovård, äldreomsorg, barnomsorg och arbetspraktik. Förordningen ger ensamrätt för europeiska fonder för socialt företagande att använda namnet.

EuVECA- och EuSEF-förordningarna **kompletterar** AIF-regleringen. Genom att följa förordningarna får en fondförvaltare som uppfyller vissa krav rätt att marknadsföra fonder som den förvaltar på betydligt mindre betungande villkor än en AIF-förvaltare som omfattas av AIFMD. EuVECA- och EuSEF-förordningarna har allmänt uppfattats som alltför restriktiva vad gäller placeringsbegränsningarna för att fonderna ska kunna fylla en verklig funktion och de har därför blivit ett **praktiskt misslyckande**¹³ och är nu föremål för en översyn i liberaliserande riktning.¹⁴ Kommissionen har också lämnat ett förslag till förordning avseende UCITS-fonder eller AIF:er som utgör **penningmarknadsfonder**.¹⁵

3. EUROPEISKA LÅNGSIKTIGA INVESTERINGSFONDER

Nyligen infördes ytterligare en fondspecifik reglering, med nära koppling till AIFMD/LAIF. Europaparlamentet och rådet antog en tredje särskild förordning för vissa typer av alternativa investeringsfonder den 29 april 2015, **förordning (EU) 2015/760 om europeiska långsiktiga investeringsfonder** ("Eltif-förordningen" eller "Eltiff"). Förordningen tillämpas fr.o.m. den 9 december 2015.¹⁶ Vissa justeringar företas i LAIF med anledning av

13 Se Hanqvist (2016), Introduktionen (s. 162).

14 Se http://ec.europa.eu/finance/investment/venture_capital/index_en.htm. Förslagen var föremål för diskussioner inom en av finansdepartementet sammankallad referensgrupp 2016-08-23. Tillsammans med advokaten Björn Wendleby deltog jag för Advokatsamfundets räkning.

15 Se *Förslag till Europaparlamentets och rådets förordning om penningmarknadsfonder* (COM(2013) 615 final, 2013-09-04).

16 Se artikel 38 Eltiff.

Eltif-förordningen; lagändringarna träder i kraft den 1 februari 2017.¹⁷ Det är denna reglering som här ska bli föremål för en närmare behandling.

EltifF ger – på det inom EU:s finansmarknadslagstiftning numera vanliga sättet – kommissionen behörighet att efter förslag från Europeiska värdepappersmarknadsmyndigheten ("Esmå")¹⁸ anta s.k. "tekniska standarder" i form av förordningar.¹⁹ Hittills har Esmå publicerat ett första förslag på sådana tekniska standarder²⁰ – ett halvår **efter** det att Eltif-förordningen började tillämpas²¹. Eltif-förordningen är uppdelad i sju kapitel: (I) allmänna bestämmelser, som täcker syfte och mål, definitioner, tillstånd och registrering av de aktuella fonderna ("Eltif:erna"), den skyddade beteckningen, ansökningsförfarandet, villkor för tillstånd och ansvar för regelefterlevnad; (II) skyldigheter beträffande fondernas investeringsstrategier; (III) inlösen och utförande av, handel med och fondandelar och utdelning; (IV) transparenskrav; (V) marknadsföring av fondandelar; (VI) tillsyn; (VII) och tekniska slutbestämmelser. I den här artikeln kommer jag främst att behandla föremålet för kapitel II – tillgångsförvaltningen.

Eltif:er avses erbjuda investeringstillfällen för att öka tillgången till kapital för vissa "alternativa" investeringar, dvs. tillgångsslag som faller utanför definitionen av "överlåtbara värdepapper"²². Det kan t.ex. vara investeringar i fastigheter, aktier i onoterade bolag och infrastrukturprojekt. **Eltif-förordningen syftar till** att "anskaffa och kanalisera kapital till europeiska långsiktiga investeringar i realekonomin, i linje med unionens mål om en smart och hållbar tillväxt för alla".²³ Eltif:erna ska kunna erbjuda långsiktig finansiering till olika infrastrukturprojekt eller varaktiga onoterade eller noterade små och medelstora företag som emitterar egenkapital- och/eller skuldinstrument för vilka det inte redan finns någon lätt identifierbar köpare. Genom att finansiera sådana

17 Se prop. 2016/17:3.

18 Unionens nya "federala" finansiella tillsynsmyndigheter (däribland Esmå) diskuteras i D.Stattin & R. Söderström, "Tillsyn på den europeiska finansmarknaden efter finanskrisen – några implikationer för Sverige", SvJT 2011 s. 451; R. Söderström, "Det nya finansiella tillsynssystemet inom EU – en ny fas?", ERT 2012 s. 26; och Hanqvist (2016), kommentaren till 13 kap. 1 § (s. 682 ff.). Den särskilda normgivningsprocessen och Esmå:s roll i den behandlas i Hanqvist (2016), kommentaren till 15 kap. 1 § (s. 856 ff.).

19 Se artiklarna 9.3, 18.7, 21.3, 25.3 och 26.2 EltifF.

20 Se *Final Report. Draft Regulatory technical standards under the ELTIF Regulation (ESMA/2016/935)*, 2016-06-08.

21 I artikel 6 förordningsförslaget i ESMA/2016/935 föreslås vissa övergångsregler för att hantera situationen för Eltif:er som kan ha fått tillstånd före förordningens ikraftträdande.

22 Detta begrepp inkluderar i princip aktier och obligationer och behandlas utförligare nedan.

23 Se artikel 1.2 EltifF.

projekt ska Eltif:erna bidra till finansieringen av unionens reala ekonomi och **genomförandet av dess politik**.²⁴ I likhet med EuVECA- och EuSEF-förordningarna anses Eltif-förordningen syfta till att ”*shape market behaviour*”.²⁵

Eltif-förordningen **kompletterar** AIFMD i den meningen att endast EU-baserade **AIF:er** ska vara berättigade att ansöka om och beviljas auktorisation som Eltif;²⁶ och Eltif-förordningens regler är nära knutna till AIFMD²⁷ (och därmed till LAIF). **Produkt**reglerna för Eltif:er ska alltså tillämpas **utöver** – och inte istället för – AIF-regelverkets **rörelse**regler.²⁸ Men därtill kommer en rad mycket mer långtgående regleringar vad gäller själva fonderna. Kommissionen menar att denna koppling är nödvändig för att säkra rätt förvaltarkompetens för Eltif:erna.²⁹ Eltif-förordningen innehåller – till skillnad från AIFMD och LAIF – ”**produktspecifik**” reglering, dvs. ett särskilt auktorisationsförfarande för fonderna som sådana. En Eltif är således per definition en **EU-baserad** AIF som förvaltas av en förvaltare med tillstånd som avses i AIFMD och endast EU-baserade AIF:er som har auktoriserats i enlighet med förordningen får använda beteckningen Eltif.³⁰ Eftersom AIF:er kan ha olika rättsliga former som inte nödvändigtvis ger dem status som juridisk person, gäller i sådana fall skyldigheten att efterleva verksamhetskraven och vidta åtgärder för förvaltaren, som kan vara själva fonden eller en extern juridisk person.³¹

Eltif-förvaltaren måste enligt Eltif-förordningen följa AIFMD,³² alltså *direktivet*. Detta förefaller dock oegentligt, eftersom direktivet i *sig självt* inte har adresserats till förvaltarna utan – i likhet med alla direktiv – **till medlemsstaterna**. Taget bokstavligt innebär kravet att AIFMD i sak skulle omvandlas till en förordning. Detta kan knappast ha varit syftet; bestämmelsen torde snarare förstås så att förvaltaren måste följa den relevanta nationella lagstiftning som implementerar AIFMD.³³ En sådan bestämmelse blir inte helt överflödig, eftersom ett brott mot LAIF (för en svensk Eltif-förvaltare) därmed skulle innebära ett brott även mot Eltif-förordningen, vilket bl.a. ger

24 Se recit (1) Eltiff.

25 Se N. Moloney, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, 3u (2014) s. 319.

26 Se artikel 3.2 Eltiff.

27 Se recit (8) och (10) Eltiff och SOU 2016:45 s. 333.

28 Se den finländska regeringens uttalande i RP 46/2016 rd s. 135 och Moloney (2014) s. 316.

29 Se *Förslag till Europaparlamentets och rådets förordning om europeiska långsiktiga investeringsfonder* (COM(2013) 462 final, 2013-06-26) s. 5.

30 Se artiklarna 4–6 Eltiff.

31 Se artikel 7 Eltiff.

32 Se artikel 7.2 Eltiff.

33 Detta är också den tolkning regeringen har gjort (se prop. 2016/17:3 s. 17).

Finansinspektionen behörigheten att återkalla Eltif-tillståndet.³⁴ Det innebär att AIF-regelverkets bestämmelser om förvaltning och marknadsföring, samt även gränsoverskridande tillhandahållande av tjänster och fri etableringsrätt, ska tillämpas på Eltif:er.³⁵ Marknadsföring av Eltif:er är dock inte begränsad till **professionella investerare** och i förordningen finns därför vissa kompletterande bestämmelser för att skydda framför allt **icke-professionella investerare**. Begreppen ”professionella” respektive ”icke-professionella” investerare har hämtats från begreppen ”professionell” respektive ”icke-professionell kund” i Europaparlamentets och rådets direktiv 2014/65/EU av den 15 maj 2014 om marknader för finansiella instrument och om ändring av direktiv 2002/92/EG och av direktiv 2011/61/EU (omarbetning) (**”MiFID II”**). Detta är samma teknik som används i AIFMD och LAIF. En professionell investerare är således en investerare som uppfyller närmare angivna och relativt komplicerade och komplexa krav, antingen enligt uppräknningen av ”automatiska” professionella investerare (förenklat uttryckt: företag inom finansbranschen och vissa andra, större företag) eller enligt de särskilda krav som ställs för den individuella bedömningen av en investerare som **begär** att bli behandlad som professionell.³⁶ En icke-professionell investerare är helt enkelt en investerare som inte anses vara en professionell investerare.³⁷ I praktiken erbjuder begreppen relativt stora problem (som dock inte närmare ska utredas här).³⁸ Utöver transparenskraven i AIFMD ska Eltif:er offentliggöra ett ”prospekt” (med svensk terminologi: informationsbroschyr³⁹) och – vid marknadsföring till icke-professionella investerare – ett faktablad i enlighet med Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 1286/2014 av den 26 november 2014 om faktablad för paketerade och försäkringsbaserade investeringsprodukter för

34 Se artikel 33.2 Eltiff, som hänvisar till myndighetsbefogenheterna (inklusive avseende sanktioner) i AIFMD (och därmed i LAIF). Se också prop. 2016/17:3 s. 18 f.

35 Se SOU 2016:45 s. 334 och prop. 2016/17:3 s. 17.

36 Se artikel 2(2) Eltiff jfrd med artikel 4.1(10) MiFID II. Jfr I kap. 5 § punkt (19) respektive 8 kap. 15 och 16 §§ lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden (**”LVM”**) och I kap. 11 § punkt (21) LAIF.

37 Se artikel 2(3) Eltiff jfrd med artikel 4.1(11) MiFID II. Varken LVM eller LAIF innehåller någon uttrycklig definition av ”icke-professionell investerare”. Av uttrycket ”icke-professionell” anses det i sig framgå att det rör sig om en investerare som inte ska betraktas som professionell och någon definition i lagtexten har inte ansetts nödvändig (se prop. 2006/07:115 s. 553 och prop. 2013/13:155 s. 240). Motsatsvis följer det alltså att den som inte omfattas av definitionen utgör en icke-professionell investerare (se Hanqvist (2016), kommentaren till I kap. 11 § punkt (21) (s. 245)).

38 Komplikationerna med dessa definitioner diskuteras i Hanqvist (2016), kommentaren till I kap. 11 § punkt (21) (s. 245 ff.).

39 Se Fondbolagens förenings remissvar avseende Kompletterande bestämmelser till EU:s förordning om europeiska långsiktiga investeringsfonder (Fi2016/01182/FPM), 2016-05-06.

icke-professionella investerare (Priip-produkter).⁴⁰ Även kostnader som direkt eller indirekt belastar investeraren ska redovisas.⁴¹

Unionsrättens reglering av fondverksamhet har gett upphov till vissa särskilda spänningar i förhållande till EES-länderna, eftersom direkt tillämplig unionsrätt inte utan vidare blir en del av EES-avtalet.⁴² 2014 års fondutredning menade att en Eltif per definition vore en **EES-baserad** AIF som förvaltas av en förvaltare med tillstånd som avses i AIFMD.⁴³ Detta är emellertid inte en korrekt beskrivning av rättsläget på grundval av Eltif-förordningen. Eftersom Eltif-förordningen är en **förordning** – som är direkt tillämplig i EU-länderna utan någon särskild nationell implementering – omfattar den inte automatiskt EES-baserade AIF:er. Förordningen själv omfattar (till skillnad från LAIF) endast **EU-baserade** AIF:er. Ska EES-baserade AIF:er omfattas krävs därför att Eltif-förordningen görs till en del av EES-avtalet. Utan stöd i EES-avtalet kan någon svensk lagstiftning som skulle medge en likabehandling av dessa AIF:er inte antas, eftersom en Eltif endast får marknadsföras i unionen (alltså inklusive Sverige) om den har auktoriserats i enlighet med Eltif-förordningen (auktoriseringen gäller dock i alla medlemsstaterna).⁴⁴ ”Vanliga” EES-baserade AIF:er behandlas dock, enligt ordalydelsen i LAIF, på samma sätt som EU-baserade AIF:er. Reglering som i sak motsvarar Eltif-förordningen kunde visserligen införas vad gäller marknadsföring i Sverige av EES-baserade AIF:er, men då endast under en annan beteckning.⁴⁵ Någon sådan lagstiftning har inte utfärdats.

4. PRIVILEGIER FÖR ELTIF:ER

Eftersom Eltif-förordningen innehåller en särskild produktreglering har förordningen ansetts kunna innehålla mer liberala regler för försäljningen av fondandelar över gränserna än vad som gäller enligt AIFMD och LAIF.⁴⁶ Eltif-förordningens regler om marknadsföring gäller således istället för motsvarande bestämmelser i LAIF.⁴⁷ Exempelvis ersätter artikel 31.1 EltifF

40 Se artiklarna 23 och 24 EltifF. Lagändringar i anledning av förordningen diskuteras i Finansdepartementets promemoria, *Kompletterande bestämmelser till EU:s förordning om faktablad för paketerade och försäkringsbaserade investeringsprodukter för icke-professionella investerare (Priip-produkter)* (juni 2016).

41 Se artikel 25 EltifF.

42 Se diskussionen i Hanqvist (2016), kommentaren till I kap. 2 § första stycket (s. 175 ff.).

43 Se SOU 2016:45 s. 333.

44 Se artikel 3.1 EltifF.

45 Se artikel 4.1 EltifF.

46 Jfr Weitnauer, Boxberger & Anders (2014), EuVECA-VO Artikel I Rn 3 (“Regulierung light”).

47 Se SOU 2016:45 s. 342.

4 kap. 1 § LAIF (avseende Eltifer i form av specialfonder), 2 § (avseende utländska Eltifer organiserade som utländska motsvarigheter till specialfonder) och 6 § (avseende Eltifer med tillstånd i andra medlemsstater förvaltade av en svensk förvaltare). Artikel 31.2 ersätter 5 kap. 3, 6 och 7 §§ LAIF avseende förvaltare från andra medlemsstater.⁴⁸ EU-baserade AIF:er som inte avses att marknadsföras som Eltifer är inte bundna av Eltif-förordningen, och fonder med tillstånd enligt UCITS-direktivet och icke EU-baserade AIF:er har inte rätt att marknadsföra sig som Eltifer. För att ge **icke-professionella investerare** bredare tillgång till Eltifer kan en UCITS-fond och ett fondföretag med tillstånd som avses i UCITS-direktivet investera i andelar eller aktier som emitterats av en Eltif i den mån dessa andelar eller aktier är godtagbara enligt nämnda direktiv.⁴⁹

Eltif-fonder är ”illikvida”⁵⁰ i den meningen att de – till skillnad från t.ex. UCITS-fonder och EuVECA-fonder⁵¹ – som huvudregel är ”slutna”. Med ”slutenhet” menas i detta sammanhang att fonden inte är öppen för inlösen under dess livstid. Detta beror på att de flesta investeringarna i långsiktiga projekt är av illikvid natur,⁵² vilket i princip förhindrar att fonden kan avyttra tillgångar för att betala en investerare som vill lösa in sina andelar. Emellertid kan de vara ”likvida” i den meningen att själva andelarna kan avyttras på en andrahandsmarknad⁵³ (se vidare nedan). I detta avseende avviker således Eltif-förordningen från annan unionsrättslig produktrelaterad skyddslagstiftning till förmån för icke-professionella investerare genom att möjliggöra att ”illikvida” (slutna) fonder får erbjudas till icke-professionella investerare i hela unionen; i detta fall har investerarna för ovanlighetens skull ansetts vara ”competent capital suppliers rather than [...] vulnerable consumers”.⁵⁴ Därigenom får också icke-professionella investerare möjlighet att ta del av den ”likviditetspremie” som vanligen tillkommer långsiktiga investerare,⁵⁵ och som LAIF, om än inte absolut förbjuder,⁵⁶ ändå kraftigt försvårar för icke-professionella investerare att komma åt.⁵⁷

48 Se Advokatsamfundets remissvar R-2016/0667, Fi2016/01182/FPM, 2016-05-06.

49 Se recit (38) Eltiff.

50 Se Moloney (2014) s. 318.

51 Se Weitnauer, Boxberger & Anders (2014), EuVECA-VO Artikel 2 Rn 2.

52 Se recit (35) Eltiff.

53 Jfr Dornseifer m.fl. (2013), Artikel 15 Rn 84.

54 Se Moloney (2014) s. 319.

55 Se Moloney (2014) s. 318 och 790.

56 Se Hanqvist (2016) kommentaren till 4 kap. 6 § andra stycket (s. 361 f.).

57 Se 4 kap. 1–4 §§ LAIF; notera att specialfonder enligt lagens 12 kap. 6 § andra meningen måste vara öppna för inlösen av andelar minst en gång om året.

Investeringar som kanaliseras genom Eltifer ska få prioriterad tillgång till **finansiering från Europeiska Investeringsbanken** (EIB). Kommissionen ska organisera sin hantering av ansökningar av sådan finansiering i enlighet därmed.⁵⁸

Ytterligare ett viktigt privilegium – det kanske viktigaste av dem alla – för Eltifer, är den särskilt gynnade behandling de erhåller enligt Europaparlamentets och rådets direktiv 2009/138/EG av den 25 november 2009 om upptagande och utövande av försäkrings- och återförsäkringsverksamhet (Solvens II) (omarbetning) ("**Solvens II**"). Solvens II tar sin utgångspunkt i en solvensbalansräkning som bygger på **marknadsvärderade skulder och tillgångar**. Behovet av kapitalbuffert samlas i det som kallas solvenskapitalkrav. Kapitalkravet i Solvens II bestäms inte endast utifrån riskerna på skuldsidan utan hänsyn tas även till riskerna på tillgångssidan, och inte minst till hur tillgångs- och skuldsidan samverkar. Utöver försäkringsriskerna täcker solvenskapitalkraven i Solvens II alltså även marknadsrisk, kreditrisk och operativa risker. Solvens II-regelverket avses ge försäkringsföretagen bättre incitament att hantera sina risker eftersom risknivån blir mer direkt kopplad till kapitalkraven och därmed till kapitalkostnaden för företagen. Solvens II innehåller generella kvalitativa regler som gäller alla tillgångar.⁵⁹ Solvenskapitalkravet ska beräknas antingen enligt en närmare angiven standardformel eller med en intern modell.⁶⁰ Solvenskapitalkravet, beräknat enligt standardformeln, ska vara lika med (a) det på särskilt sätt beräknade primära solvenskapitalkravet + (b) det på särskilt sätt beräknade kapitalkravet för operativ risk + (c) ett på särskilt sätt beräknat justeringsbelopp för förlusttäckningskapacitet hos försäkringstekniska avsättningar och uppskjutna skatter.⁶¹ Det grundläggande solvenskapitalkravet ska omfatta enskilda **riskmoduler** som aggregeras på visst sätt.⁶² **Marknadsriskmodulen** ska avspeglar risker till följd av nivåerna eller volatilitetsgraden hos marknadspriserna för finansiella instrument som påverkar värdet av företagets tillgångar och skulder. Den ska korrekt avspeglar bristande matchning mellan tillgångar och skulder, särskilt i fråga om deras duration. Det ska beräknas som en kombination av kapitalkrav för vissa

58 Se artikel 36 Eltiff.

59 Se SOU 2011:68 s. 39.

60 Se artikel 100 Solvens II. Solvenskapitalkravet utgör den minsta storlek på det medräkningsbara primärkapitalet som krävs för att försäkringsföretaget med 99,5 procents sannolikhet ska ha tillgångar under kommande tolv månader som täcker värdet av åtagandena gentemot försäkringstagarna och andra ersättningsberättigade på grund av försäkringar (skyddsnivå). Denna skyddsnivå ska även beaktas vid beräkningen av kapitalkravet för var och en av de risker som ingår i solvenskapitalkravet (se 8 kap. 1 § försäkringsrörelselagen (2010:2043)).

61 Se artikel 103 Solvens II och 8 kap. 2, 4 och 5 §§ försäkringsrörelselagen.

62 Se artikel 104.1 Solvens II och 8 kap. 6 § försäkringsrörelselagen.

närmare angivna undergrupper, däribland känsligheten hos värdena av tillgångar, skulder och finansiella instrument för ändringar av nivåerna på marknadspriserna för aktier eller dessas volatilitet ("aktiekursrisk").⁶³

Undergruppen för aktiekursrisk inbegriper en riskundergrupp för **typ 1-aktier**, en riskundergrupp för **typ 2-aktier** och en riskundergrupp för **godkända infrastrukturaktier**. Typ 1-aktier anses utgöra en lägre risk än typ 2-aktier och deras innehav kräver därför mindre kapital än innehavet av typ 2-aktier. Typ 1-aktier omfattar aktier som noteras på reglerade marknader⁶⁴ inom EES eller OECD eller som handlas på multilaterala handelsplattformar⁶⁵ och vars säte eller huvudkontor finns i en EU-medlemsstat. Typ 2-aktier omfattar övriga aktier, råvaror och andra alternativa investeringar. De omfattar även alla andra tillgångar som inte omfattas av undergruppen för ränterisk, undergruppen för fastighetsrisk eller undergruppen för spreadrisk som alla tillhör typ 1.⁶⁶ "Råvaror" definieras inte i Solvens II eller i Eltif-förordningen; termen är notoriskt svår att definiera inom unionsrätten.⁶⁷ Beteckningen "aktier" är alltså missvisande – även andra slags tillgångar omfattas av undergruppen för aktiekursrisk. Genom särskilda bestämmelser förs en rad närmare angivna tillgångsslag till typ 1-aktierna – däribland innehav i Eltifer.⁶⁸ Det är oklart

63 Se artikel 105.5 Solvens II.

64 "Reglerad marknad" definieras som "ett multilateralt system som drivs och/eller leds av en marknadsplatsoperatör, vilket sammanför eller möjliggör sammanförandet av flera köp- och säljintressen i finansiella instrument från tredje man – inom systemet och i enlighet med dess icke skönsmässiga regler, så att detta leder till avslut i finansiella instrument upptagna till handel enligt dess regler och/eller system, samt är auktoriserat och är löpande verksamt och drivs i enlighet med [närmare angivna] bestämmelser" i artikel 4.1(14) MiFID II; jfr I kap. 5 § punkt (20) LVM.

65 "Multilateral handelsplattform" definieras som "ett multilateralt system som drivs och/eller leds av en marknadsplatsoperatör, vilket sammanför eller möjliggör sammanförandet av flera köp- och säljintressen i finansiella instrument från tredje man – inom systemet och i enlighet med dess icke skönsmässiga regler –, så att detta leder till avslut i finansiella instrument upptagna till handel enligt dess regler och/eller system, samt är auktoriserat och är löpande verksamt och drivs i enlighet med [närmare angivna] bestämmelser" i artikel 4.1(15) MiFID II; jfr definitionen av "handelsplattform" i I kap. 5 § punkt (12) LVM.

66 Se artikel 168.1–3 kommissionens delegerade förordning (EU) 2015/35 av den 10 oktober 2014 om komplettering av Europaparlamentets och rådets direktiv 2009/138/EG om upptagande och utövande av försäkringsverksamhet (Solvens II), ändrad i här relevanta avseenden genom kommissionens delegerade förordning (EU) 2016/467 av den 30 september 2015 om ändring av den delegerade förordningen (EU) 2015/35 vad gäller beräkningen av lagstadgade kapitalkrav för flera kategorier av tillgångar som innehas av försäkrings- och återförsäkringsföretag ("**SolvensF**").

67 Se Advokatsamfundets remissvar, R-2005/1800, Fi2005/6495, 2006-03-21, s. 3 och 4. Termen kan också vara missvisande. I 4 kap. 14 c § årsredovisningslagen (1995:1554) används den bättre beteckningen "rå- och stapelvaror" (motsvarande engelskans *commodities*).

68 Se artikel 168.6(d) SolvensF.

varför definitionen av vad som utgör typ 1-aktier inte har utformats i generella termer som innefattar alla tillgångsslag med motsvarande risk. Om Eltif:erna utgör en sådan motsvarande risk hade de i så fall automatiskt ingått bland typ 1-aktierna. En annan tolkning är att unionslagstiftaren egentligen inte tycker att risken i Eltif:er motsvarar typ 1-aktier men att man ändå har velat uppmuntra investeringar i sådana fonder och därför ”artificiellt” genom särskild reglering har fört Eltif:erna till typ 1-aktierna. Huvudregeln är att solvenskapitalkravet ska beräknas på grundval av var och en av de underliggande tillgångarna i företag med kollektiva investeringar och andra investeringar i form av fonder (”genomlysningmetoden”), inklusive avseende indirekt exponering mot teckningsrisk respektive motpartsrisk.⁶⁹ Exempelvis anser Europeiska försäkrings- och tjänstepensionsmyndigheten (”Eiopa”, en systerorganisation till Esmā) att försäkringsföretag som investerar i fastigheter genom företag för kollektiva investeringar eller gör paketerade investeringar i form av fonder bör tillämpa genomlysningmetoden.⁷⁰ Eftersom kommissionen emellertid anser att reglerna i Eltif-förordningen är så precist anpassade efter riskerna i de tillgångar som är tillåtna för Eltif:er, vore det oproportionellt att kräva genomlysning även avseende Eltif:er.⁷¹ Andelar i Eltif:er tillhör i så fall således ett privilegierat tillgångsslag för de europeiska försäkringsföretagen som avses uppmuntra försäkringsföretagen att investera i just sådana andelar.⁷²

5. PLACERINGSREGLER

Eltif:erna är som nämnts slutna fonder. Investerarna i en Eltif ska således **inte ha möjlighet att begära inlösen** av sina andelar eller aktier före utgången av fondens livslängd. För svensk del torde detta innebära att de endast kan ta formen av bolag (närmast aktiebolag) men inte t.ex. formen av specialfonder.⁷³ Inlösen som riktas till investerare kan påbörjas från och med dagen efter datum för utgången av fondens livslängd. I fondbestämmelserna respektive bolagsordningen ska det klart och tydligt anges ett specifikt datum för utgången av fondens livslängd och där får det anges om det finns en rätt till en tillfällig förlängning av livslängden och villkoren för utövande av en sådan rätt.⁷⁴ Fondbestämmelserna respektive bolagsordningen och information till investerarna ska innehålla en beskrivning av förfarandena för inlösen av andelar eller aktier och avyttring av tillgångar och tydligt ange just att den inlösen som

69 Se artikel 84.1 och 2 SolvensF.

70 Se stycke 1.13 Riktlinjer om genomlysningmetoden (EIOPA-BoS-14/171).

71 Se förslaget till modifieringarna av den delegerade förordningen (C(2015) 6588/2) s. 7.

72 Jfr recit (2) EltifF. Se också *Meddelande från kommissionen till rådet och Europaparlamentet om långsiktig finansiering av den europeiska ekonomin*, COM(2014) 168 final, 2014-03-27, s. 6.

73 Se Fondbolagens förening (2016).

74 Se artikel 30 EltifF.

riktas till investerare ska påbörjas dagen efter datum för utgången av fondens livslängd. Fondbestämmelserna eller bolagsordningen får på vissa villkor innehålla en möjlighet till inlösen före utgången av fondens livstid.⁷⁵ Eltif:ens livslängd ska vara förenlig med dess långsiktiga natur och vara tillräcklig för att täcka livscykeln för var och en av fondens enskilda tillgångar, mätt i förhållande till tillgångens likviditetsprofil och ekonomiska livscykel, liksom med fondens uppsatta investeringsmål.⁷⁶ Om livscykeln för en Eltif är längre än tio år måste fondförvaltaren eller distributören dessutom utfärda en **skriftlig varning** att den kanske inte är lämplig för icke-professionella investerare som inte kan upprätthålla ett sådant långsiktigt åtagande av illikvid natur.⁷⁷

För att säkerställa att Eltif:er inriktar sig på **långsiktiga investeringar** och **bidrar till att finansiera en hållbar ekonomisk tillväxt i EES**, identifieras i förordningen de **kategorier av tillgångar** som är godtagbara för investering för Eltif:er samt villkoren för detta⁷⁸ (tillgångsförvaltningen diskuteras utförligare nedan). Av placeringsreglerna följer att minst sjuttio procent av fondens tillgångar ska placeras i s.k. ”godtagbara investeringstillgångar”. Sådana tillgångar kan avse bl.a. eget kapital, skuldinstrument eller lån i godkända portfölj företag eller andelar i andra Eltif:er.⁷⁹ Det rör sig om tillgångar som anses skapa ekonomiska och sociala fördelar, exempelvis energi-, transport- och kommunikationsinfrastruktur, välfärdsstöd, immateriella rättigheter och industrianläggningar, men däremot inte tillgångar såsom konst eller smycken, eftersom dessa normalt sett inte ger avkastning i form av ett förutsägbart kassaflöde.⁸⁰ Vad som definieras som ett godkänt portfölj företag som får investeras i (genom aktier eller skuldinstrument) inkluderar att företagets aktier eller andelar som huvudregel inte får vara upptagna till handel på en reglerad marknad eller en multilateral handelsplattform.⁸¹ Den resterande delen (högst trettio procent) av tillgångarna får placeras i tillgångar som uppfyller reglerna i UCITS-direktivet.⁸² Förordningen innehåller även restriktioner för bl.a. blankning, värdepapperslån, placering i råvaror och en strikt begränsning av användningen av derivatinstrument för andra syften än kurssäkring av valuta- och ränterisker. Vidare finns det bestämmelser som syftar till att begränsa

75 Se artikel 18.1 och 2 Eltiff.

76 Se artikel 18.3 Eltiff. Esma har föreslagit tekniska standarder avseende Eltif:ernas livslängd; se artikel 2 förordningsförslaget i ESMA/2016/935.

77 Se artikel 28.2 Eltiff.

78 Se artiklarna 9–17 Eltiff.

79 Se artiklarna 9, 10 och 13 Eltiff.

80 Se recit (17) och (18) Eltiff.

81 Se artikel 11.1(b) Eltiff.

82 Se artikel 9.1(b) Eltiff.

koncentrationen av risker i fonden.⁸³ Dessa restriktioner diskuteras utförligare nedan. Restriktionerna har kritiserats för att gå för långt och därför inte erbjuda tillräcklig flexibilitet för att göra fonderna attraktiva som investeringsalternativ, särskilt vad avser professionella och semi-professionella investerare.⁸⁴

6. MARKNADSFÖRING OCH INVESTERARSKYDD

För **marknadsföring** till icke-professionella investerare krävs att förvaltaren tillhandahåller vissa faciliteter för att teckna andelar eller aktier, göra utbetalningar till andels- eller aktieinnehavare, verkställa återköp eller inlösen av andelar eller aktier samt lämna ut den information som fonden och förvaltaren är skyldiga att tillhandahålla.⁸⁵ Som tidigare nämnts har investerarna som huvudregel inte någon rätt att lösa in andelar eller aktier i fonden under dess livslängd. Fonden kan dock erbjuda inlösen i förtid om vissa villkor är uppfyllda.⁸⁶ Fondbestämmelserna får vidare inte hindra att dess andelar eller aktier tas upp till handel på en reglerad marknad eller en multilateral handelsplattform.⁸⁷ Detta ger andelsägare en möjlighet att realisera sitt innehav i förtid på en andrahandsmarknad, vilket mildrar effekten av bristen på möjlighet till förtida inlösen. Fonden får därtill ge regelbunden utdelning till investerarna.⁸⁸

Som ytterligare **investerarskydd** finns bestämmelser med krav på att andelar eller aktier i en Eltif får marknadsföras till icke-professionella investerare endast förutsatt att (a) icke-professionella investerare ges lämpliga investeringsråd av Eltif-förvaltaren eller dess distributör⁸⁹ och att (b) förvaltaren inrättar och tillämpar en särskild intern bedömningsprocess för Eltif:er som avses att marknadsföras till icke-professionella investerare, i syfte att bl.a. avgöra huruvida fonden är lämplig att marknadsföras till sådana investerare, samt krav på att göra en s.k. passandebedömning av dessa investerares investering i fonden.⁹⁰ En Eltif-förvaltare får erbjuda eller sälja andelar eller aktier i en Eltif **direkt** till icke-professionella investerare endast om den förvaltaren är auktoriserad att erbjuda diskretionär förvaltning av investeringsportföljer.⁹¹ Detta utgör

83 Se artiklarna 13 och 16 Eltiff; se även recit (29).

84 Se Svenska riskkapitalföreningens remissvar, *Kompletterande bestämmelser till EU:s förordning om europeiska långsiktiga investeringsfonder*, Fi2016/01182/FPM, 2016-05-06, s. 2 f.

85 Se artikel 26.1 Eltiff. En jämförelse med andra språkversioner ger vid handen att det verkligen är ”och”, och inte ”och/eller” som avses vad gäller skyldigheten att tillhandahålla information.

86 Se artikel 18.2 och recit (36) Eltiff.

87 Se artikel 19 Eltiff.

88 Se artikel 22 Eltiff.

89 Se artikel 30.1 Eltiff.

90 Se artiklarna 26–28 och 30.2 Eltiff.

91 Se artikel 30.2 Eltiff. Hänvisning sker här till artikel 6.4(a) och (b)(i) AIFMD, vilket motsvarar 3 kap. 2 § LAIF.

i princip en värdepapperstjänst och förvaltaren ska avseende denna tjänst i princip följa de värdepappersrättsliga reglerna.⁹² Distributören torde i allmänhet vara ett värdepappersinstitut, varför reglering innebär att en potentiell icke-professionell investerare erhåller samma skydd oavsett om Eltif-andelar förvärvas direkt från förvaltaren eller från en mellanhand.

För investerare med portföljer vars värde uppgår till mellan 100 000 och 500 000 euro ska en förvaltare eller distributör försäkra sig om att högst tio procent av investerarens kapital investeras i Eltif:er men att en investering i Eltif:er samtidigt inte understiger 10 000 euro.⁹³ Den presumtiva icke-professionella investeraren ska å sin sida ansvara för att förse Eltif-förvaltaren eller distributören med korrekt information om den presumtiva icke-professionella investerarens portfölj med finansiella instrument och investeringar i Eltif-fonder.⁹⁴ Beloppskravet i kombination med andelsbegränsningen hindrar förvaltare eller distributörer från att låta icke-professionella investerare med portföljer som understiger 100 000 euro investera i Eltif:er över huvud taget. För investerare med portföljer vars värde överstiger 500 000 euro finns däremot inga begränsningar vad gäller förmedling av investeringar i Eltif:er.⁹⁵

Det är oklart vem som är adressat för de investerarskyddande bestämmelserna – alltså huruvida det är Eltif-förvaltaren **eller** distributören som är skyldig att uppfylla kraven. Förordningen säger uttryckligen att det är den ena eller den andra – men inte att det är båda två. Förordningen förbjuder inte att båda två företar de påbjudna åtgärderna, men detta förefaller vara ett irrationellt sätt att dels tynga den ene aktören med en onödig uppgift, dels tynga investeraren med en överflödig (och potentiellt förvirrande) dubblering av tjänsterna. Detta är inte något särskilt lyckat sätt att skriva normtext, eftersom det inte klart framgår vem som har att uppfylla skyldigheten; på sin höjd framgår att om den ene har gjort det behöver inte den andra också göra det, dvs. ”eller” betyder här ”endera”, inte ”en av dem eller båda två”. Det är oklart hur förhållandet mellan de båda aktörernas fullgörande av skyldigheterna ser ut – måste t.ex. en distributör i förhållande till en icke-professionell investerare ”kompensera” för brister i förvaltarens agerande för att själv ha uppfyllt

92 Se Hanqvist (2016), kommentaren till 3 kap. 2 § (s. 311 ff.).

93 Se artikel 30.3 första stycket Eltiff. Den svenskspråkiga versionen av bestämmelsen säger att det ursprungliga beloppet ska vara 10 000 EUR. I enlighet med vad som sägs i SOU 2016:45 s. 335 torde dock, med stöd av andra språkversioner, bestämmelsens autentiska innebörd vara att det ursprungliga beloppet inte ska understiga 10 000 EUR (*minimum amount* i den engelskspråkiga versionen, *anfänglich [...] investierte Betrag mindestens 10 000 EUR beträgt* i den tyskspråkiga och *montant minimum initial* i den franskspråkiga).

94 Se artikel 30.3 andra stycket Eltiff.

95 Se SOU 2016:45 s. 335.

sina skyldigheter? I praktiken torde förvaltaren och distributören antingen behöva utföra de särskilda tjänsterna båda två (med åtföljande högre transaktionskostnader för icke-professionella investerare) för att vara säkra på att ha fullgjort sina skyldigheter, eller åtminstone i avtal sinsemellan reglera vem som utför tjänsterna. Mest sannolikt förefaller att förvaltaren ställer sådana krav i distributionsavtalet.

Regler eller bolagsordning för en Eltif som marknadsförs till icke-professionella investerare ska ange att alla investerare behandlas lika och att ingen förmånsbehandling eller särskilda ekonomiska förmåner beviljas enskilda investerare eller grupper av investerare. Den rättsliga formen för en Eltif som marknadsförs till icke-professionella investerare ska inte leda till ytterligare ansvar för den icke-professionella investeraren, eller kräva ytterligare åtaganden från en sådan investerare, utöver det ursprungliga kapitalåtagandet. Icke-professionella investerare ska under teckningsperioden och minst två veckor efter dagen för deras teckning av andelar eller aktier i fonden, kunna annullera sin teckning och få pengarna tillbaka utan påföljd.⁹⁶ Med ”ytterligare åtaganden” torde ytterligare insatser avses. I de fall Eltif:en har formen av aktiebolag kan emellertid åtminstone inte ytterligare ansvar för återbäring av eller bristtäckning avseende olovlig utdelning⁹⁷ eller skadestånd för brott mot aktiebolagslagen, årsredovisningsreglerna eller bolagsordningen,⁹⁸ eller vid ansvarsgenombrott vid kapitalbrist⁹⁹ eller på annan grund uteslutas. Avseende Eltif:er i form av specialfonder förefaller risken för ytterligare ansvar vara lägre,¹⁰⁰ inte minst eftersom andelsägarna är uteslutna från förvaltningen av fonden¹⁰¹.

Eltif-förordningen bygger på ett **dubbelt tillståndskrav**: såväl den enskilda fonden som förvaltaren måste ha tillstånd. Det land där en **Eltif har auktoriserats** är dess hemmedlemsstat.¹⁰² Den behöriga myndigheten för en Eltif är den nationella myndighet i hemmedlemsstaten som enligt lag har behörighet att utöva tillsyn över AIF:er.¹⁰³ Det betyder att det är Finansinspektionen som

96 Se artikel 30.4–6 Eltiff.

97 Se 17 kap. 6 och 7 §§ aktiebolagslagen (2005:551).

98 Se 29 kap. 1 § aktiebolagslagen.

99 Se 25 kap. 19 § aktiebolagslagen.

100 Se 12 kap. 1 § fjärde stycket LAIF, som dock inte utesluter utomobligatoriskt ansvar.

101 Se Hanqvist (2016), kommentaren till 12 kap. 1 § fjärde stycket (s. 652). Parallellen till aktiebolagslagen i kommentaren är emellertid förenklad och bör kompletteras med hänvisningarna till de situationer då en aktieägare kan göras ansvarig för ett bolags förpliktelser. Närliggande frågor har behandlats i H. Tsikhanava, *Alternativa investeringsfonder och organs skadeståndsansvar – En regleringsteknisk röra?*, examensarbete i associationsrätt, Stockholms universitet vt 2016.

102 Se artikel 2.11 Eltiff.

103 Se artikel 2.10 Eltiff.

har att **bevilja tillstånd** för och ansvarar för tillsynen över en svensk Eltif.¹⁰⁴ Inspektionen ska **utöva tillsyn** över efterlevnaden av de regler som fastställs i kapitlen II–IV i förordningen (dvs. artiklarna 8–25) och efterlevnaden av de skyldigheter som anges i fondbestämmelserna eller bolagsordningen för fonden samt de skyldigheter som anges i prospektet.¹⁰⁵ **Förvaltarens** behöriga myndighet ansvarar för övervakningen av att förvaltarens arrangemang och organisation är tillfredsställande så att förvaltaren kan fullgöra de skyldigheter och bestämmelser som avser bildandet och funktionen av alla Eltifer som förvaltas samt ansvara för tillsynen över förvaltarens efterlevnad av förordningen.¹⁰⁶ Förvaltarens behöriga myndighet är dess hemlandsmyndighet, dvs. Finansinspektionen i fråga om svenska förvaltare.¹⁰⁷ Det kan således mycket väl förekomma att förvaltaren respektive fonden står under tillsyn i olika länder och av olika myndigheter.¹⁰⁸ Det åligger vidare de behöriga myndigheterna för Eltif:en och dess förvaltare att övervaka företag för kollektiva investeringar som är etablerade i eller marknadsförs på deras territorier för att kontrollera att de inte använder beteckningen Eltif ("Eltif-fond", enligt den svenskspråkiga versionen av Eltif-förordningen) eller låter påskina att de är en sådan fond, såvida de inte auktoriserats enligt förordningen och löpande följer den.¹⁰⁹

7. TILLGÅNGSFÖRVALTNINGEN

7.1 ALLMÄNT

I Eltif-förordningen görs en distinktion mellan (1) vilka tillgångar en Eltif får investera i och (2) vilka investeringsstrategier en Eltif får använda. Formellt behandlas frågor kring tillgångslagen i artiklarna 9–11 medan investeringsstrategierna behandlas i artiklarna 13–17. Förordningens formella uppdelning är emellertid inte helt konsekvent – olika förfaranden som framstår som exempel på investeringsstrategier behandlas i artikel 9. Här följs den konceptuella uppdelningen mellan investeringstillgångar och investeringsstrategier mer konsekvent.

7.2 INVESTERINGSTILLGÅNGAR

En Eltif får endast investera i vissa närmare angivna kategorier av tillgångar och endast på de villkor som anges i Eltif-förordningen, nämligen (a) "**godtagbara investerings-tillgångar**" och (b) de tillgångar som är tillåtna

¹⁰⁴ Se 1 kap. 9 § LAIF.

¹⁰⁵ Se artikel 32.2 och 32.3 Eltiff.

¹⁰⁶ Se artikel 32.4 Eltiff.

¹⁰⁷ Se artikel 2.13 Eltiff och 1 kap. 9 § LAIF.

¹⁰⁸ Se Moloney (2014) s. 316.

¹⁰⁹ Se artikel 32.5 Eltiff.

för UCITS-fonder ("UCITS-tillgångar").¹¹⁰ Förordningstexten föreskriver inte endast vilka kategorier av tillgångar som ska vara tillåtna utan säger också att en Eltif endast får investera i sådana tillgångar "i enlighet med" de "mål" som har angetts för förordningen, nämligen – det **politiska** – syftet att "anskaffa och kanalisera kapital till europeiska långsiktiga investeringar i realekonomin, i linje med unionens mål om en smart och hållbar tillväxt för alla".¹¹¹ Det framstår som oklart vilken rättslig och praktisk betydelse kopplingen till detta mål eller syfte har.¹¹² En tolkning är att syftesbestämmelsen endast är deklaratorisk och anger lagstiftarens målsättning med urvalet av tillåtna investeringstillgångar. Mot detta talar att en sådan deklaratorisk yttring snarare hör hemma bland reciterna än bland förordningens artiklar, och reciterna innehåller många uttalanden om vad avsikten med Eltif-förordningen har varit. En möjlig tolkning är således att det politiska syftet utgör ett slags generalklausul som **begränsar** förvaltaren av en Eltif vid placeringen av fondmedel i annars tillåtna tillgångar.

Godtagbara investeringstillgångar är tillgångar som tillhör någon av följande kategorier: **(a) egetkapital- eller hybridkapitalinstrument** som har (i) utfärdats av ett "godkänt portfölj företag" (se vidare nedan) och som Eltif:en förvärvat från det godkända portfölj företaget eller från en tredje part via andrahandsmarknaden, (ii) utfärdats av ett godkänt portfölj företag i utbyte mot ett egetkapital- eller hybridkapitalinstrument som Eltif:en har förvärvat från det godkända portfölj företaget eller från en tredje part via andrahandsmarknaden, (iii) utfärdats av ett företag i vilket det godkända portfölj företaget är ett majoritetsägt dotterbolag, i utbyte mot ett egetkapital- eller hybridkapitalinstrument som Eltif:en förvärvat i enlighet med (i) eller (ii) från det godkända portfölj företaget eller från en tredje part via andrahandsmarknaden; **(b) skuldinstrument** som utfärdats av ett godkänt portfölj företag; **(c) lån** som Eltif:en har beviljat ett godkänt portfölj företag med en förfallotidpunkt som inte är längre än Eltif:ens livslängd; **(d) andelar eller aktier** i en eller flera andra Eltif:er, EuVECA och EuSEF förutsatt att de Eltif:erna, EuVECA och EuSEF inte själva har investerat mer än 10 % av sitt kapital i Eltif:er; och **(e) direkta innehav eller indirekta innehav** via ett godkänt portfölj företag av enskilda reala tillgångar med ett värde på minst 10 000 000 EUR eller motsvarande i den valuta och vid den tidpunkt

¹¹⁰ Se artikel 9.1 EltifF.

¹¹¹ Se artikel 9.1 jfrd med artikel 1.2 EltifF.

¹¹² I den svenska språkversionen används "syfte" i artikel 1.2 men "mål" i artikel 9. Någon skillnad förefaller inte ha varit avsedd, för t.ex. de engelska, tyska och franska språkversionerna använder samma uttryck i båda artiklarna (*objective, Ziel, objectif*).

då utgifterna uppstod.¹¹³ De ibland stora konceptuella svårigheterna med flera av de nu angivna termerna diskuteras nedan.

”**Godkänt portfölj företag**” utgörs av portfölj företag som inte är företag för kollektiva investeringar och som uppfyller följande krav: **(a)** de är inte ”finansiella företag”¹¹⁴; **(b)** de är företag som **(i) inte är** upptagna till handel på en reglerad marknad eller på en multilateral handelsplattform eller **(ii) är** upptagna till handel på en reglerad marknad eller på en multilateral handelsplattform och samtidigt har ett börsvärde på högst 500 000 000 EUR; **(c)** de har säte i en medlemsstat, eller i tredjeland under förutsättning att det tredjelandet **(i)** inte har identifierats av arbetsgruppen för finansiella åtgärder som en högrisk och icke samarbetsvillig jurisdiktion och¹¹⁵ **(ii)** har undertecknat en överenskommelse med hemmedlemsstaten för Eltif-förvaltaren och med varje annan medlemsstat där andelarna eller aktierna i Eltif:en är avsedda att marknadsföras för att säkerställa att tredjelandet i fråga till fullo uppfyller standarderna i artikel 26 OECD:s modellavtal för skatter på inkomst och förmögenhet och att det säkerställer ett effektivt informationsutbyte i skatteärenden, inbegripet eventuella multilaterala skatteavtal. Undantagsvis kan ett godkänt portfölj företag vara ett finansiellt företag som uteslutande finansierar godkända portfölj företag som avses i (a)–(c) eller reala tillgångar med ett värde på minst 10 000 000 EUR eller motsvarande i den valuta och vid den tidpunkt då utgifterna uppstod.¹¹⁶

UCITS-tillgångar utgörs av följande tillgångsslag:¹¹⁷

- (a)** Överlåtbara värdepapper och penningmarknadsinstrument som är noterade eller föremål för handel på en sådan reglerad marknad.
- (b)** Överlåtbara värdepapper och penningmarknadsinstrument som är föremål för handel på någon annan reglerad marknad som är

¹¹³ Se artikel 10 Eltiff.

¹¹⁴ Se artikel 2(7) Eltiff och vidare nedan mot slutet av förevarande avsnitt.

¹¹⁵ Till skillnad från uppräkningsarna (i)–(iii) i artikel 10(a) respektive artikel 11.1(b), där de olika punkterna är alternativa genom att ”eller” används i texten, framgår det inte direkt av förordningstexten i artikel 11.1(c) huruvida punkterna (i) och (ii) är kumulativa eller alternativa. Eftersom de båda punkterna emellertid behandlar olika förhållanden har jag utgått ifrån att de är kumulativa och använder därför ”och” i texten.

¹¹⁶ Se artikel 11 Eltiff. – Bristen i artikel 11.1(c) delas av t.ex. de engelska, tyska och franska språkversionerna; dessa versioner saknar emellertid motsvarigheten till ”eller” i den svenska versionen av artikel 10(a) (*or, oder, ou*) men har motsvarigheten i artikel 11.1(b).

¹¹⁷ Se artikel 50.1 UCITS-direktivet; jfr 5 kap. lagen om värdepappersfonder.

belägen i en medlemsstat och fungerar fortlöpande samt är erkänd och öppen för allmänheten.

(c) Överlåtbara värdepapper och penningmarknadsinstrument som är officiellt noterade på en fondbörs i ett tredjeland eller som är föremål för handel på någon annan reglerad marknadsplats som är belägen i ett tredjeland och fungerar fortlöpande samt är erkänd och öppen för allmänheten, förutsatt att valet av fondbörs eller annan marknadsplats godkänts av de behöriga myndigheterna eller är reglerat i lag eller annan författning eller i fondbestämmelserna eller i investeringsbolagets bolagsordning.

(d) Överlåtbara värdepapper som nyligen emitterats, förutsatt att (i) emissionsvillkoren omfattar en förbindelse att ansökan ska göras om officiell notering på en fondbörs eller någon annan reglerad marknadsplats, som fungerar fortlöpande och är erkänd och öppen för allmänheten, förutsatt att valet av fondbörs eller annan marknadsplats godkänts av de behöriga myndigheterna eller är reglerat i lag eller i fondbestämmelserna eller i investeringsbolagets bolagsordning och (ii) garantier föreligger för att den notering som avses i (i) sker inom ett år från emissionstillfället.

(e) Andelar i fondföretag som är auktoriserade i enlighet med UCITS-direktivet eller andra företag (1) som har till enda syfte att företa kollektiva investeringar i UCITS-tillgångar med kapital från allmänheten och som tillämpar principen om riskspridning och (2) vars andelar på begäran av innehavarna återköps eller inlöses, direkt eller indirekt, med medel ur företagets tillgångar, oavsett om de är etablerade i en medlemsstat eller inte, förutsatt att (A) dessa andra företag för kollektiva investeringar är auktoriserade enligt lagstiftning som fastställer att de är föremål för tillsyn som av de behöriga myndigheterna i fondföretagets hemmedlemsstat anses motsvara den tillsyn som fastställs i unionsrätten och att det anses tillräckligt säkerställt att samarbete mellan myndigheterna sker; (B) skyddsnivån för andelsägare i det andra företaget för kollektiva investeringar motsvarar det skydd som ett fondföretags andelsägare har, särskilt genom att reglerna för separation av tillgångarna, upp- och utlåning och blankning av överlåtbara värdepapper och penningmarknadsinstrument motsvarar kraven i UCITS-direktivet; (C) verksamheten i det andra företaget för kollektiva investeringar rapporteras halvårsvis och årsvis, så att det kan ske en värdering av tillgångar och skulder, intäkter och verksamhet under rapporteringsperioden; och (D) de fondföretag eller andra företag för kollektiva investeringar i vars andelar förvärv planeras, enligt dessas fondbestämmelser eller bolagsordning, får placera högst tio procent av

sina tillgångar i andelar i andra fondföretag eller andra företag för kollektiva investeringar.

(f) Kontoplaceringar i kreditinstitut, som är återbetalningsbara vid anfordran eller förenade med uttagsrätt samt ger avkastning inom högst tolv månader, under förutsättning att kreditinstitutet har sitt säte i en medlemsstat eller, om kreditinstitutet har sitt säte i tredjeland, förutsatt att det omfattas av tillsynsregler som av de behöriga myndigheterna i fondföretagets hemmedlemsstat anses motsvara dem som fastställs i unionsrätten.

(g) Finansiella derivat, inklusive motsvarande kontantavräknade instrument, som omsätts på en sådan reglerad marknad som avses i (a), (b) och (c), eller finansiella derivatinstrument som handlas direkt mellan parterna (OTC-derivat), förutsatt att (i) de grundas på sådana instrument som omfattas av denna punkt, finansiella index, räntesatser, växelkurser eller valutor, i vilka fondföretaget kan placera utifrån de placeringsmål som det har angett i sina fondbestämmelser eller sin bolagsordning; (ii) motparterna vid affärer med OTC-derivat är institutioner som omfattas av tillsyn och tillhör de kategorier som godkänts av de behöriga myndigheterna i fondföretagets hemmedlemsstat; och (iii) OTC-derivaten är föremål för tillförlitlig och verifierbar värdering från dag till dag samt att de vid varje tidpunkt, på fondföretagets initiativ, kan säljas, lösas in eller avslutas genom en utjämnande transaktion till verkligt värde.

(h) Andra penningmarknadsinstrument än de som omsätts på en reglerad marknad och som normalt omsätts på penningmarknaden och som är likvida och har ett värde som vid varje tidpunkt exakt kan fastställas om själva emissionen eller emittenten av instrumenten omfattas av reglering i syfte att skydda investerare och sparmedel, under förutsättning att de är (i) emitterade eller garanterade av en central, regional eller lokal myndighet, av en medlemsstats centralbank, av Europeiska centralbanken, av EU eller Europeiska investeringsbanken, av ett tredjeland eller, i fråga om förbundsstater, av en av de stater som utgör förbundsstaten eller av en internationell offentlig organisation som en eller flera medlemsstater tillhör; (ii) emitterade av ett företag, vars värdepapper omsätts på de reglerade marknader som avses i (a), (b) eller (c); (iii) emitterade eller garanterade antingen av en inrättning som omfattas av tillsyn i enlighet med de kriterier som fastställs i unionsrätten eller av en inrättning som omfattas av och följer sådana tillsynsregler som av de behöriga myndigheterna anses minst lika stränga som de som fastställs i unionsrätten; eller (iv) emitterats av andra organ som tillhör de kategorier som godkänts av de behöriga myndigheterna

i fondföretagets hemmedlemsstat förutsatt att investeringar i sådana instrument omfattas av ett investerarskydd som är likvärdigt med det som fastställs i (i), (ii) eller (iii) och att emittenten är ett bolag vars kapital och reserver uppgår till minst 10 000 000 EUR och som lägger fram och offentliggör sin årsredovisning i enlighet med rådets fjärde direktiv 78/660/EEG av den 25 juli 1978 grundat på artikel 54.3(g) i fördraget om årsbokslut i vissa typer av bolag, är en enhet som inom en grupp företag som omfattar ett eller flera börsnoterade företag ägnar sig åt gruppens finansiering eller är en enhet som ägnar sig åt att finansiera värdepapperisering som omfattas av kreditförstärkning från en bank.

Den unionsrättsliga regleringen av tillgångslagen innehåller flera uttryck som inte definieras i Eltif-förordningen eller som är notoriskt svåra att definiera inom unionsrätten, såsom t.ex. ”**finansiella derivatinstrument**”¹¹⁸. Flera av de begrepp som används i regleringen av de tillåtna tillgångslagen har definierats i Eltif-förordningen men erbjuder ändå stundtals betydande konceptuella svårigheter. Det är inte ovanligt förekommande inom unionsrätten att vissa uttryck ges en närmast cirkulär definition;¹¹⁹ så är fallet med ”**kapital**”, som definieras som ”tillskjutet **kapital** och utfäst ej infordrat **kapital**, beräknat på grundval av invester[ings]bara belopp efter avdrag av alla avgifter och andra kostnader som investerarna står för direkt eller indirekt”,¹²⁰ vilket möjligen anger vilken sorts kapital som avses men inte vad som avses med ”kapital”. Andra definitioner erbjuder andra utmaningar. Sålunda definieras ”**eget kapital**” som ”ägarandel i ett godkänt portföljföretags kapital i form av aktier eller andra former av andelar i det godkända portföljföretagets kapital som emitterats till investerarna”.¹²¹ Det förefaller således som om begreppet inte helt sammanfaller med det redovisningsrättsliga begreppet ”eget kapital”, som inte innehåller något krav på att eget kapital ska medföra ett ”ägarande” i civilrättslig mening,¹²² även om redovisningslagstiftningen håller sig med ett eget begrepp ”ägarintresse” som bygger på innehav av ”andelar”¹²³. Inom redovisningsrätten

118 Se D. Hanqvist, ”Obligatorisk fullständig rapportering av derivattransaktioner”, JP 1/2014 s. 77 (s. 78 ff.).

119 Se t.ex. Hanqvist (2016), kommentaren till 1 kap. 11 § punkt (24) (s. 255 f.).

120 Se artikel 2(1) Eltiff; min emfas.

121 Se artikel 2(4) Eltiff.

122 Se 3 kap. 10 a och 10 b §§ årsredovisningslagen (1995:1554).

123 Se 1 kap. 4 a § årsredovisningslagen (”Med ägarintresse avses i denna lag ett innehav av andelar i ett annat företag som är avsett att främja verksamheten i ägarföretaget genom att skapa en varaktig förbindelse med det andra företaget. Ett innehav av minst 20 procent av kapitalet i det andra företaget ska anses utgöra ett ägarintresse, om inte något annat framgår av omständigheterna”).

kan ”kapital” också betyda lånade medel.¹²⁴ Med ”hybridkapital” avses i Eltif-förordningen ”varje typ av finansieringsinstrument där avkastningen på instrumentet är kopplat till resultatet i det godkända portföljföretaget och där återbetalningen av instrumentet vid betalningsinställelse inte är helt säkrad”.¹²⁵ Definitionen är förbryllande, eftersom den gör det svårt att skilja mellan hybridkapital och eget kapital: själva existensberättigandet hos det egna kapitalet – i dess egenskap av riskkapital för företagets verksamhet – är att återbetalningen vid betalningsinställelse inte är helt säkrad. Distinktionen i sig spelar mindre roll, eftersom Eltif-förordningen inte innehåller regler som bygger på distinktionen. Eftersom emellertid inte heller *in blanco*-lån, eller lån där vissa säkerheter visserligen har ställts men där säkerhetens värde understiger lånebeloppet vid återbetalningstillfället, är helt säkrade, blir distinktionen mellan ”hybridkapital” och ”skuldinstrument” respektive ”lån” oklar, dvs. det är långt ifrån klart vilka skuldinstrument respektive lån (i allmän mening) som enligt förordningen ska klassificeras som ”hybridkapital”. Eftersom gränsdragningen mellan både ”hybridkapital” och andra skulder, å ena sidan, och eget kapital, å den andra, är oklar är distinktionen mellan sådana andra skulder och eget kapital inte heller klar.

Eltif-förordningen innehåller vissa bestämmelser som gäller för ”obligationer” men inte andra sorters skulder i vilka fonden investerar,¹²⁶ vilket förutsätter att det finns en saklig distinktion mellan ”obligationer” och skulder i annan juridisk form. ”Obligation” definieras dock inte i Eltif-förordningen och används heller inte i något annat sammanhang i förordningens operativa bestämmelser. Genom en hänvisning till UCITS-direktivet och vidare interna hänvisningar inom det direktivet, torde slutsatsen kunna dras att ”obligation” är ett slags ”skuldförbindelse”;¹²⁷ vilket inte är särskilt upplysande (eller överraskande). Eltif-förordningen innehåller också olika bestämmelser för ”skuldinstrument” respektive ”lån”.¹²⁸ Det är inte självklart vad skillnaden mellan termerna skulle vara. En obligation är t.ex. en försträckning lika mycket som ett banklån och det är inte klart vad ett ”instrument” skulle vara annat än ett skriftligt avtal eller i alla fall ett enkelt skuldebrev. Lika lite är det självklart varför ”lån” – men inte ”skuldinstrument” – måste ha en förfallotidpunkt som inte inträffar efter

124 Se 4 kap. 3 § fjärde stycket årsredovisningslagen.

125 Se artikel 2(5) Eltiff.

126 Se artikel 13.6 Eltiff.

127 Se artikel 9.1(b) Eltiff som hänvisar till artikel 50.1 UCITS-direktivet, som i sin tur använder den definierade termen ”överlåtbara värdepapper” som definieras i direktivets artikel 2.1(n); ”obligationer” omnämns som ”skuldförbindelser” i artikel 2.1(n)(ii).

128 Artikel 10(b) respektive (c) Eltiff.

Eltif:ens livslängd.¹²⁹ Tanken är möjligen att fonden inte ska bli sittande med lån som vid fondens upplösning ännu inte har förfallit, men att ”skuldinstrument” – om med ”skuldinstrument” avses löpande skuldebrev – istället då skulle kunna avyttras. Om detta är fallet är tanken inte hållbar i praktiken. Ett löpande instrument är visserligen tekniskt mer lämpat för överlåtelse än ett enkelt skuldebrev, men det finns ingen garanti att det för löpande skuldebrev – inte ens för obligationer som är upptagna till handel på en reglerad marknad – finns en likvid andrahandsmarknad, medan även lån och andelar i lån – eller annars enkla fordringar – kan överlätas (vad gäller i vart fall syndikerade lån finns det en andrahandsmarknad). Beroende på gäldenär och villkor kan en Eltif vid likvidationen mycket väl inneha obligationer som inte i praktiken är omsättningsbara till rimligt pris och lån för vilka det finns en likvid andrahandsmarknad.

”**Reala tillgångar**” definieras som ”tillgångar som på grund av sin substans och sina egenskaper har ett värde och kan ge avkastning, inklusive infrastruktur och andra tillgångar som ger upphov till ekonomiska eller sociala fördelar, såsom utbildning, rådgivning, forskning och utveckling, inklusive kommersiella fastigheter eller bostäder endast när de utgör en del av eller är förknippade med ett långsiktigt investeringsprojekt som bidrar till unionens mål om en smart och hållbar tillväxt för alla”.¹³⁰ Även denna definition är långt ifrån självklar till sin innebörd. Misstanken ligger nära till hands att ”reala” tillgångar anges som kontrast till ”finansiella” tillgångar. Detta skulle ligga i linje med Eltif-förordningens politiska mål att bl.a. bidra till finansieringen av unionens reala ekonomi¹³¹ – den ”reala” ekonomin kontrasteras vanligen mot den ”finansiella” ekonomin. I så fall misslyckas definitionen, eftersom även t.ex. aktier och obligationer på grund av sin ”substans” och sina ”egenskaper” har ett värde och kan ge avkastning. Det är vidare oklart vad syftet med formuleringen ”som bidrar till unionens mål om en smart och hållbar tillväxt för alla” är. För det första är det oklart om denna kvalificering endast hänför sig till exemplen som följer därefter eller om den även hänför sig till ”tillgångar som [...] kan ge avkastning”. För det andra är det oklart vad syftet är med hänvisningen till unionens mål, särskilt som detta mål redan är inkluderat i generalklausulen avseende tillåtna tillgångsslag (jfr ovan).

Definitionen av ”**finansiellt företag**” företer betydligt färre svårigheter. Definitionen består helt enkelt av en uppräkningslista av olika slags företag som omfattas

¹²⁹ Artikel 10(c) jfrd med (d) Eltiff.

¹³⁰ Se artikel 2(6) Eltiff.

¹³¹ Se recit (1) Eltiff; se även recit (4).

av unionsrättslig reglering, med hänvisning till den aktuella regleringen.¹³² Andra termer definieras genom hänvisningar. Så är fallet med ”**finansiellt instrument**”¹³³, som får sin betydelse genom en lång exemplifierande uppräkningslista, som ändå inte lyckas bli uttömmande eller materiellt bestämd:

överlåtbara värdepapper; penningmarknadsinstrument; andelar i företag för kollektiva investeringar; optioner, futures, swappar, räntesäkringsavtal och varje annat derivatkontrakt som avser värdepapper, valutor, räntor eller avkastningar, utsläppsrätter, eller andra derivatinstrument, finansiella index eller finansiella mått som kan avvecklas fysiskt eller kontant; optioner, futures, swappar, forwards och varje annat derivatkontrakt som avser råvaror, som måste avvecklas kontant eller kan avvecklas kontant på en av parternas begäran av ett annat skäl än fallissemang eller någon annan händelse som leder till kontraktets upphörande; optioner, futures, swappar och varje annat derivatkontrakt som avser råvaror som kan avvecklas fysiskt, förutsatt att de handlas på en reglerad marknad, en MTF-plattform eller en OTF-plattform, med undantag för de grossistenergiprodukter som handlas på en OTF-plattform och som måste avvecklas fysiskt; optioner, futures, swappar, forwards och varje annat derivatkontrakt som avser råvaror, som kan avvecklas fysiskt och som inte har kommersiella ändamål, vilka anses ha samma egenskaper som andra derivat avseende finansiella instrument; derivatinstrument för överföring av kreditrisk; finansiella kontrakt avseende prisdifferenser (CFD:er); optioner, futures, swappar, räntesäkringsavtal och varje annat derivatkontrakt som avser klimatvariabler, fraktavgifter eller inflationstakten eller någon annan officiell ekonomisk statistik, som måste avvecklas kontant eller kan avvecklas kontant på en av parternas begäran (av ett annat skäl än fallissemang eller någon annan händelse som leder till kontraktets upphörande), samt varje annat derivatkontrakt som avser tillgångar, rättigheter, skyldigheter, index och åtgärder som inte tidigare omnämnts i detta avsnitt, vilka anses ha samma egenskaper som andra finansiella derivatinstrument, med utgångspunkt i bland annat om det handlas på en reglerad marknad, en OTF-plattform eller en MTF-plattform; och utsläppsrätter.

¹³² Se artikel 2(7) Eltiff.

¹³³ Se artikel 2(16) Eltiff, som hänvisar till definitionen i avsnitt C i bilaga I till MiFID II. Denna definition i MiFID II innehåller i sin tur flera termer och uttryck som definieras på andra ställen i det direktivet; dessa hänvisningar utelämnas här. Utmaningarna med att förstå vad ”finansiella derivatinstrument” betyder har berörts ovan.

7.3 INVESTERINGSSTRATEGIER

Det är förbjudet för en Eltif att utföra vissa angivna verksamheter, nämligen (a) **blankning** av tillgångar; (b) direkt eller indirekt **exponering mot råvaror**, också via finansiella derivatinstrument och certifikat som återspeglar dem, index som baseras på dem eller andra sätt eller instrument som skulle innebära en exponering mot dem; eller (c) slutande av avtal om **utlåning av värdepapper, lån av värdepapper, repor** eller någon annan form av avtal som får motsvarande ekonomiska effekter och innebär liknande risker, om därmed mer än tio procent av tillgångarna i Eltif:en påverkas.¹³⁴

”**Blankning**” definieras genom hänvisning med innebörden: ”för en aktie eller ett skuldinstrument, en försäljning av aktien eller skuldinstrumentet som säljaren inte äger vid ingåendet av säljavtalet, inklusive en sådan försäljning där säljaren vid tidpunkten för ingåendet av säljavtalet har lånat eller avtalat om att låna aktien eller skuldinstrumentet för leverans vid avvecklingstidpunkten, förutom (i) en försäljning från endera partens sida i enlighet med ett återköpsavtal där en part har avtalat om att sälja ett värdepapper till ett specificerat pris till den andra parten med åtagande från den andra parten om att vid ett senare datum sälja tillbaka värdepappret till ett annat specificerat pris, (ii) en överföring av värdepapper enligt ett avtal om värdepapperslån, eller (iii) ingående av ett terminskontrakt eller annat derivatkontrakt där det avtalas om att sälja värdepapper till ett specificerat pris vid ett senare datum”.¹³⁵

Definitionerna av ”**värdepappersutlåning**” och ”**värdepapperslån**” företer inte några större svårigheter: ”transaktioner där en institution eller dess motpart överför värdepapper med förbehållet att den som lånar dem ska återlämna motsvarande värdepapper vid ett visst framtida datum eller på begäran av den som överförde dem; transaktionen innebär värdepappersutlåning för motparten som överför värdepapperen och värdepapperslån för den motpart till vilken de överförs”.¹³⁶ Det hade legat nära till hands att även definitionen av den närliggande ”**repan**” hade utformats på motsvarande sätt. Så har emellertid inte skett; istället utgörs denna definition av en hänvisning¹³⁷ av innebörden ”varje transaktion som regleras av ett avtal som omfattas av en repa eller en omvänd repa”.¹³⁸ Denna definition är naturligtvis i sin tur tämligen

¹³⁴ Se artikel 9.2 Eltiff.

¹³⁵ Se artikel 2(17) Eltiff, som hänvisar till definitionen i artikel 2.1(b) Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 236/2012 av den 14 mars 2012 om blankning och vissa aspekter av kreditswappar.

¹³⁶ Se artikel 2(14) Eltiff.

¹³⁷ Se artikel 2(15) Eltiff.

¹³⁸ Se artikel 4.1(83) Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 575/2013 av den 26 juni 2013 om tillsynskrav för kreditinstitut och värdepappersföretag och om ändring av

cirkulär ("repa" återfinns i såväl definiens som i definiendum), men kompletteras av en definition av "**repa och omvänd repa**", som ska betyda avtal enligt vilket ett institut eller dess motpart överläter värdepapper eller råvaror eller garanterade rättigheter som avser endera av följande: **(a)** äganderätt till värdepapper eller råvaror om garantin har utfärdats av en erkänd börs som innehar rätten till värdepapperen eller råvarorna och avtalet inte ger institutet möjlighet att överlåta eller pantsätta ett enskilt värdepapper eller en enskild råvara till mer än en motpart vid varje tidpunkt och har förpliktat sig att återköpa dem eller **(b)** värdepapper eller råvaror av motsvarande slag till ett fastställt pris och vid en tidpunkt i framtiden som är fastställd eller ska fastställas av den som överläter instrumentet.¹³⁹

7.4 DIVERSIFIERINGSKRAV

Icke-professionella investerare i Eltif:er omfattas av ett **dubbelt diversifieringskrav**: å ena sidan begränsas investerarens rätt att investera i en Eltif under vissa förutsättningar (se ovan); å andra sidan gäller för Eltif:er – i likhet med vad som gäller för UCITS-fonder – att vissa närmare krav ställs på hur Eltif:ernas portföljer ska vara sammansatta och att tillgångarna ska ha diversifierats på visst sätt. Ett sådant dubbelt diversifieringskrav kan kritiseras för att blanda samman **diversifiering i en viss fond** med **diversifiering i en enskild investerares portfölj**. Koncentration i en viss fond kan mycket väl vara välbetänkt i en i övrigt diversifierad portfölj. Regleringen förefaller felaktigt utgå ifrån föreställningen att den icke-professionelle investeraren endast gör en enda investering, nämligen i den aktuella fonden. En sådan framtvängd "överdiversifiering" kan på ett olyckligt sätt sänka avkastningen för tillräckligt diversifierade icke-professionella investerare.¹⁴⁰

Utgångspunkten är att en Eltif ska investera minst 70 % av sitt kapital i godtagbara investeringsstillgångar.¹⁴¹ En Eltif får vidare högst investera **(a)** tio procent av sitt kapital i instrument som emitterats av eller lån som beviljats till ett enskilt godkänt portfölj företag; **(b)** tio procent av sitt kapital direkt eller indirekt i en enskild real tillgång; **(c)** tio procent av sitt kapital i andelar eller aktier i en enskild Eltif, EuVECA eller EuSEF; och **(d)** fem procent av sitt kapital i UCITS-tillgångar om de tillgångarna har utfärdats av ett

förordning (EU) nr 648/2012 ("**CRR**").

139 Se artikel 4.1(82) CRR.

140 Jfr D. Zetzsche, *Prinzipien der kollektiven Vermögensanlage* (2015) s. 657 f., som på motsvarande sätt kritiserar det i tysk rätt generaliserade diversifieringskravet för såväl AIF:er som UCITS-fonder.

141 Se artikel 13.1 Eltiff.

enskilt organ.¹⁴² Det sammanlagda värdet av andelar eller aktier i Eltif:er, EuVECA, EuSEF i en Eltif-fondportfölj får inte överstiga tjugo procent av värdet av Eltif:ens kapital och den sammanlagda risken av motpartsexponeringar för Eltif:en som härrör från OTC-derivattransaktioner, repor eller omvända repor får inte överstiga fem procent av värdet av Eltif:ens kapital.¹⁴³ Genom undantag från (a) och (b) får Eltif:en höja den nämnda gränsen på tio till tjugo procent förutsatt att innehavet av det sammanlagda värdet på Eltif:ens tillgångar i godkända portfölj företag och i enskilda reala tillgångar i vilka det investerar mer än tio procent av sitt kapital inte överstiger fyrtio procent av värdet av Eltif:ens kapital¹⁴⁴ och genom undantag från (d) får en Eltif höja femprocentsgränsen till tjugofem procent när obligationer är emitterade av ett kreditinstitut som har sitt säte i en medlemsstat och enligt lag omfattas av särskild offentlig tillsyn avsedd att skydda obligationsinnehavare. Särskilt ska iaktas att kapital som härrör från emissionen av sådana obligationer i enlighet med lag ska investeras i tillgångar som, under obligationernas hela giltighetstid, kan täcka de med obligationerna förenade fordringarna och som i händelse av emittentens fallissemang med prioritet ska användas för återbetalning av kapital och upplupen ränta.¹⁴⁵ Bolag som ingår i samma koncern med konsoliderad redovisning i enlighet med unionsrätten¹⁴⁶ eller i enlighet med erkända internationella redovisningsregler ska räknas som ett enskilt godkänt portfölj företag eller enskilt organ vid beräkningen av gränserna.¹⁴⁷ Precis som gäller för UCITS-fonderna finns kompletterande regler för de fall där Eltif:en begår en överträdelse av diversifieringskraven och överträdelsen har legat utom Eltif-förvaltarens kontroll. Förvaltaren ska då inom en lämplig tidsperiod vidta de åtgärder som krävs för att rätta till situationen, med vederbörlig hänsyn till intressena hos Eltif:ens investerare.¹⁴⁸

Eltif-förordningen innehåller vidare vissa begränsningar avseende **koncentration av motpartsrisk** ("enhandsengagemang") i fonden (till skillnad från den enskilde investerarens totala portfölj). Således får en Eltif inte förvärva mer än tjugofem procent av andelarna eller aktierna i en enskild annan Eltif,

142 Se artikel 13.2 Eltiff.

143 Se artikel 13.3 och 4 Eltiff.

144 Se artikel 13.5 Eltiff.

145 Se artikel 13.6 Eltiff.

146 Här avses Europaparlamentets och rådets direktiv 2013/34/EU av den 26 juni 2013 om årsbokslut, koncernredovisning och rapporter i vissa typer av företag, om ändring av Europaparlamentets och rådets direktiv 2006/43/EG och om upphävande av rådets direktiv 78/660/EEG och 83/349/EEG.

147 Se artikel 13.7 Eltiff.

148 Se artikel 14 Eltiff.

en EuVECA eller en EuSEF.¹⁴⁹ Beträffande UCITS-tillgångarna gäller att en Eltif inte får förvärva mer än **(a)** tio procent av de aktier utan rösträtt som en enskild emittent har gett ut; **(b)** tio procent av de skuldförbindelser som en enskild emittent gett ut; **(c)** tjugofem procent av andelarna i ett enskilt fondföretag eller annat företag **(i)** som har till enda syfte att företa kollektiva investeringar i UCITS-tillgångar med kapital från allmänheten och som tillämpar principen om riskspridning och **(ii)** vars andelar på begäran av innehavarna återköps eller inlöses, direkt eller indirekt, med medel ur företagets tillgångar; respektive **(d)** tio procent av de penningmarknadsinstrument som emitterats av ett och samma organ. Gränsvärdena i (b), (c) och (d) behöver inte iaktas vid förvärvstillfället, om bruttomängden av skuldförbindelserna eller av penningmarknadsinstrumenten eller nettomängden av de värdepapper som är föremål för emission då inte kan beräknas.¹⁵⁰

En Eltif får **låna penningmedel**, under förutsättning att sådan upplåning uppfyller samtliga följande villkor: **(a)** den motsvarar inte mer än trettio procent av värdet på Eltif:ens kapital; **(b)** den tjänar syftet att investera i godtagbara investeringstillgångar (med undantag för lån) under förutsättning att Eltif:ens innehav av kontanter eller likvida medel inte räcker för att göra investeringarna i fråga; **(c)** den lånas upp i samma valuta som de tillgångar som ska förvärfvas med penninglånet; **(d)** den har en förfallotid som inte överstiger Eltif:ens livslängd; och **(e)** den belastar inte tillgångar som motsvarar mer än trettio procent av värdet på Eltif:ens kapital. Eltif-förvaltaren ska i Eltif:ens prospekt specificera huruvida det ingår i investeringsstrategin att låna pengar.¹⁵¹

Ett generellt problem i tillgångsreglerna är att det är oklart vad de olika procent-satserna hänför sig till. Olika uttryck används, såsom ”**X % av tillgångarna**”¹⁵², ”**X % av kapitalet**”¹⁵³ och ”**X % av värdet av kapital**”¹⁵⁴. Olika uttryck kan t.o.m. förekomma i en och samma bestämmelse (”i vilka det investerar mer än 10 % av sitt kapital inte överstiger 40 % av värdet av Eltif-fondens kapital”).¹⁵⁵ Terminologin är inte unik för den svenskspråkiga versionen utan återfinns också i andra versioner. Eltif-förordningen förefaller sålunda göra skillnad mellan (a) en Eltif:s ”tillgångar”, (b) dess ”kapital” och (c) ”värdet” av

149 Se artikel 15(1) Eltiff.

150 Se artikel 15(2) Eltiff.

151 Se artikel 16 Eltiff.

152 Se artikel 9.2(c) Eltiff.

153 Se artiklarna 10(d); 13.1; 2(a), (b), (c) och (d); och 5 Eltiff. Utmaningarna med uttrycket ”kapital” har berörts ovan.

154 Se artiklarna 13.3, 4 och 5 och 16.1(a) och (e) Eltiff.

155 Se artikel 13.5 Eltiff.

detta kapital. Den ovanåtergivna definitionen av ”kapital” förefaller bekräfta att ”tillgångar” inte är det samma som ”kapital”. Eltif-förordningen innehåller visserligen bestämmelser om investerarnas rätt till återbetalning i pengar¹⁵⁶ (och, undantagsvis, *in natura*¹⁵⁷), men föreskriver ingenting om vilken form det av investerarna tillförda kapitalet ska ha; i definitionen av ”kapital” används ”tillskjuta” och inte ”betala”, vilket kan innefatta ”tillskott” genom såväl betalning som apport. Det förekommer i nationell lagstiftning att möjligheten till apport utesluts eller begränsas,¹⁵⁸ men eftersom Eltif-förordningen förbjuder medlemsstaterna att ”lägga till några ytterligare krav inom det område som omfattas av” förordningen¹⁵⁹, kan sådana krav inte införas i nationell rätt för Eltif:er.

Investeringsgränserna ska **(a) tillämpas** senast den dag som anges i fondbestämmelserna eller bolagsordningen för Eltif:en; **(b) upphöra att gälla** när Eltif:en börjar sälja tillgångar i syfte att lösa in investerarens andelar eller aktier efter utgången av dess livslängd; och **(c) tillfälligt upphävas** om Eltif:en anskaffar ytterligare kapital eller minskar sitt befintliga kapital, så länge som ett sådant tillfälligt upphävande inte varar längre än tolv månader. Det datum som avses i (a) ska ta hänsyn till de särdrag och egenskaper hos de tillgångar som Eltif:en ska investera i, och ska inte inträffa senare än antingen fem år efter dagen för Eltif:ens auktorisation, eller efter Eltif-fondens halva livslängd, beroende på vilket som infaller först. I undantagsfall får Eltif:ens behöriga myndighet efter inlämnande av en vederbörligen motiverad investeringsplan godkänna en förlängning av denna tidsfrist med ytterligare högst ett år.¹⁶⁰ Om en långfristig tillgång som Eltif-fonden har investerat i utfärdas av ett godkänt portfölj företag som tas upp till handel, eller handlas, på en reglerad marknad eller multilateral handelsplattform och har ett börsvärde som överstiger 500 000 000 EUR, kan den långsiktiga tillgången fortsätta att tas med vid beräkningen av investeringsbegränsningarna under en period på högst tre år från och med den dag då det godkända portfölj företaget togs

156 Se artikel 18.5 Eltiff.

157 Se artikel 18.6 Eltiff.

158 Se t.ex. § 109(5) i den tyska *Kapitalanlagegesetzbuch* avseende s.k. *Publikumsinvestmentaktiengesellschaften mit veränderlichem Kapital*, dvs. aktiebolag med rörligt kapital som är öppet för investeringar från allmänheten. Några bestämmelser av detta slag finns inte i LAIF eller lagen om värdepappersfonder och har inte tagits med i det förslag till lag om investmentbolag som lämnades i SOU 2016:45. Den franska *Code monétaire et financier* tillåter apportemission i bolag av SICAV-typ (se artikel L214-24-31 2°).

159 Se artikel 1.3 Eltiff.

160 Se artikel 17.1 Eltiff.

upp till handel, eller handlades, på en reglerad marknad eller multilateral handelsplattform **utan att ha ett börsvärde** på högst 500 000 000 EUR.¹⁶¹

7.5 DERIVAT

Derivat kan användas såväl som ett slags investeringstillgångar i sig själva,¹⁶² eller för att på olika sätt hantera risker som kan uppstå i förhållande till andra investeringstillgångar¹⁶³ (de faller så att säga mittemellan ”investeringstillgångar” och ”investeringsstrategier”). Enligt Eltif-förordningen är endast det andra alternativet tillåtet för Eltif:er: förordningen förbjuder användandet av finansiella derivatinstrument, utom när användningen av sådana instrument enbart tjänar syftet att säkra inneboende risker i Eltif:ens andra investeringar.¹⁶⁴ I sitt förslag till tekniska standarder har Esma avvisat tanken på att särskilt ange vilka risker som kan eller ska säkras, eftersom dessa risker kan vara svåra att förutse och att en sådan lista på ett oavsiktligt sätt skulle kunna begränsa vilka tillgångar Eltif:er får investera i.¹⁶⁵ Esma föreslår istället att risksäkring med hjälp av derivat ska anses uppfylla Eltif-förordningens krav om de används för att säkra risker som uppstår genom exponeringar mot godtagbara investeringstillgångar och UCITS-tillgångar (vilket inte förefaller tillföra så mycket utöver det krav som anges redan i Eltif-förordningen) och syftar till att uppnå en verifierbar och objektivt mätbar sänkning av risknivån i Eltif:en; om det inte finns derivatinstrument att tillgå som hänför sig till de konkreta investeringstillgångar som ingår i Eltif:en får derivat med samma underliggande tillgångsklass användas.¹⁶⁶ Användandet av derivat för att generera avkastning för Eltif:en anses således inte utgöra tillåten riskhantering.¹⁶⁷ Förvaltaren ska vidta alla åtgärder som skäligen kan begäras (take all reasonable steps) för att säkerställa att de derivat som används verkligen leder till en verifierbar minskning av risknivån i Eltif:en under ansträngda marknadsförhållanden.¹⁶⁸

7.6 TIDSPLAN FÖR AVYTTRING VID FONDENS UPPHÖRANDE

En Eltif ska anta en **tidsplan för en ordnad avyttring** av sina tillgångar i syfte att lösa in investerarens andelar eller aktier efter utgången av Eltif:ens livslängd och ska underrätta sin behöriga myndighet om detta senast ett år före datumet för utgången av fondens livslängd. Tidsplanen ska omfatta **(a)** en bedömning

161 Se artikel 17.1 Eltif.

162 Jfr 5 kap. 1 § andra stycket lagen om värdepappersfonder.

163 Jfr 5 kap. 1 § tredje stycket lagen om värdepappersfonder.

164 Se artikel 9.2 Eltif.

165 Se Esma/2016/935 s. 7 f.

166 Se artikel 1.2 förordningsförslaget i Esma/2016/935.

167 Se artikel 1.3 förordningsförslaget i Esma/2016/935.

168 Se artikel 1.4 förordningsförslaget i Esma/2016/935.

av marknaden för presumtiva köpare; **(b)** en bedömning och jämförelse av potentiella försäljningspriser; **(c)** en värdering av de tillgångar som ska avyttras; och **(d)** en tidsram för tidsplanen för avyttring.¹⁶⁹

8. UTDELNING

En Eltif får regelbundet till investerare **dela ut** de intäkter som genereras från de tillgångar som ingår i portföljen. De intäkterna ska omfatta intäkter som tillgångarna regelbundet genererar och den värdestegring som realiserats efter avyttringen av en tillgång. Intäkterna **får inte delas ut** i den omfattning de behövs för Eltif:ens **framtida åtaganden**. En Eltif får minska sitt kapital proportionellt vid en avyttring av en tillgång före utgången av dess livslängd, förutsatt att förvaltaren anser att en sådan avyttring ligger i investerarnas intresse. Eltif:en ska i sina fondbestämmelser eller sin bolagsordning ange den utdelningspolicy fonden kommer att tillämpa under sin livslängd.¹⁷⁰

Hänvisningen till Eltif:ens ”framtida åtaganden” är otydlig och ger upphov till frågor. Denna oklarhet i en betungande bestämmelse torde leda till att begränsningen ges en snäv tolkning.¹⁷¹ Det förefaller här röra sig om ett slags likviditetsreglering, emellertid utan den detaljrikedom som gäller t.ex. för motsvarande reglering för kredit- och värdepappersinstitut.¹⁷² Det framgår inte klart vilka åtaganden som avses. Alla åtaganden som kan göras under fondens livstid är vanligen inte kända på förhand. Om det är sådana åtaganden som avsågs skulle regleringen i praktiken fungera som ett utdelningsförbud; detta kan inte vara tanken. En alternativ tolkning vore att sådana åtaganden som kan antas uppkomma som ett resultat av Eltif:ens investeringspolicy och investeringsplaner avses. Även detta alternativ torde kunna avvisas, eftersom förvaltaren har betydande diskretion beträffande exakt vilka investeringar som görs och när de ska genomföras. Tanken kan inte vara att binda utdelningarna till en faktor som är så osäker för investerarna. Investerarna skulle nämligen därmed sakna möjligheter att bedöma när utdelningar kunde förväntas. Detta skapar svårigheter t.ex. med att värdera innehavet i fonden, liksom vad gäller utvärderingen av förvaltarens insatser. Det torde därför endast kunna handla om åtaganden som är kända vid tidpunkten för utdelningsbeslutet. Det kan då ifrågasättas vad som ligger i att annars utdelningsbara medel skulle ”behövas” för Eltif:ens framtida åtaganden. Olika alternativ infinner sig här.

169 Se artikel 21 Eltif. Esmas har föreslagit tekniska standarder avseende artikel 21.2(a) och (c); se artiklarna 3 och 4 förordningsförslaget i ESMA/2016/935.

170 Se artikel 22 Eltif.

171 Jfr prop. 2012/12:150 s. 192 och 1027 för motsvarande slutsats avseende oklara uttryck i betungande bestämmelser i LAIF.

172 Se artikel 411 ff. CRR med anslutande underordnade rättsakter.

Det kan röra sig om åtaganden som med säkerhet kommer att förfalla, med viss sannolikhet kan antas komma att förfalla eller som förfaller endast om vissa villkor uppfylls. En snäv tolkning skulle vara att begränsningen endast avser åtaganden som antingen har förfallit eller med visshet kommer att förfalla i framtiden.

9. AVSLUTANDE KOMMENTARER

Under tidigmodern tid då de moderna staterna byggdes upp utvecklades en inflytelserik idériktning som ofta kallas kameralistik eller kameralism och som kom att dominera det ekonomisk-administrativa tänkandet i Europa.¹⁷³ Kameralismen – även om den inte kan betraktas som en ekonomisk teori i egentlig mening¹⁷⁴ – fick stort inflytande på den ekonomiska politiken. Nämnas kan att den motsvarar det som i Frankrike vanligen betecknas ”colbertism” och i den engelskspråkiga världen och mer allmänt (inte minst p.g.a. Adam Smiths hårda angrepp under den rubriken) är känd som ”merkantilism”. Merkantilismen representerade ett traditionellt synsätt som lade vikt vid statens förmåga att ange och verka för ekonomiska målsättningar¹⁷⁵ genom byråkratins ledning.¹⁷⁶ Kameralismen hade som huvudsakligt syfte att genom rationella – eller snarare rationalistiska – åtgärder öka furstens tillgång till ekonomiska resurser och därmed hans politiska styrka i förhållande till andra furstar.¹⁷⁷ Befolkningen kom att ses som ett slags ekonomisk resurs för furstemakten (”folket som en fårahjord med uppgift att klippas för furstens räkning”)¹⁷⁸, snarare än furstemakten som ett instrument för att driva en klok ekonomisk politik i befolkningens intresse. Merkantilismen – har det sagts – kände likaväl som liberalismen

”det enskilda intressets mäktiga krafter. Men dess värdering av dem var en annan. Den trodde ej på någon förutbestämd harmoni. Tvärtom framstod det för merkantilisterna som självklart att ändamålsenligheten kunde vinnas blott genom rationell målsättning. Det enskilda intresset kunde bli fruktbarande endast om det inriktades så att det under fullföljandet av sina syften bragtes att främja det

173 Se E. Cameron (red.), *Early Modern Europe* (1999) s. 336, A. Soboul, G. Lemarchand & M. Fogel, *Le siècle des Lumières* (1977) s. 106 f. och M. K. Brunnermeier, H. James & J.-P. Landau, *The Euro and the Battle of Ideas* (2016) s. 41 ff.; för Sverige, se t.ex. B. Boëthius & Å. Kromnow, *Jernkontorets historia. Del I. Grundläggningstiden* (1947) s. 13.

174 Se E. F. Heckscher, *Merkantilismen I* (1931) s. 237.

175 Se Cameron (1999) s. 254.

176 Se Brunnermeier, James & Landau (2016) s. 43.

177 Se Heckscher (1931) s. 10 och M. Loughlin, *Foundations of Public Law* (2010) s. 417 f.

178 Se Heckscher (1931) s. 11.

allmänna bästa. Men under denna förutsättning var enskild drift långt effektivare än direkt statlig administration av företagen. Konsekvensen blev en utpräglad ramhushållning.”¹⁷⁹

Eli Heckscher menade att kameralismen kom att ”ur den allmänt europeiska idéhistoriens synpunkt [rinna] ut i sanden” – för att ”komma upp till ytan [...] som ett led i reaktionen mot liberalismen långt fram i senare hälften av 1800-talet”.¹⁸⁰ På sina håll i Centraleuropa höll sig den kameralistiskt-merkantilistiska litteraturen kvar inom den högre utbildningen till långt in på 1800-talet, och föreställningen om att ekonomin kräver en omfattande administrativ övervakning och reglering bet sig fast i många centraleuropeiska ekonomers tänkande genom hela århundradet.¹⁸¹ Det går att uppfatta unionens politik och unionsrätten som ett slags ”ny-kameralism” eller ”ny-merkantilism”¹⁸² som, liksom en gång (den gamla) merkantilismen, försöker instrumentalisera det privata ekonomiska initiativet för unionens politiska syften. Från att ha företrätt en klassisk kameralistisk politik, har Tyskland efter 1945 slagit in på en principiellt mer marknadsliberal väg, medan det tidigare liberala Frankrike numera är kameralismens främsta och ivrigaste företrädare i Europa.¹⁸³ Merkantilismen är inte unik för EU utan har präglat Kinas och mer allmänt Sydöstasiens ekonomiska politik och utgjorde en av de avgörande orsakerna till den senaste finansiella krisen.¹⁸⁴ Avseende kameralismen har det sagts att ”[n]är den administrativa rationaliseringen av affärlivet en gång börjat är det svårt att göra halt vid en ramhushållnings godtyckligt uppdragna gräns. Tankarnas egen logik driver obönhörligt framåt mot enhetlig central ledning.”¹⁸⁵ En motsvarande tendens kan skönjas inom unionsrätten, EuVECA- och EuSEF-förordningarna och – i synnerhet i samband med Solvens II – Eltif-förordningen som exempel på hur unionsrätten används inte endast för att undanröja hinder för den gemensamma marknaden **utan också för att kanalisera enskildas sparande och investeringar till politiskt prioriterade projekt.**

179 Se Boëthius & Kromnow (1947) s. 1.

180 Se Heckscher (1931) s. 236.

181 Se K. Pribram, *Geschichte des ökonomischen Denkens* (1998) s. 193.

182 Se M. Isenmann (red.), *Merkantilismus: Wiederaufnahme einer Debatte* (*Vierteljahrschrift für Sozial- und Wirtschaftsgeschichte – Beihefte*) (2014) och I. Fletcher, *Free Trade Doesn't Work: What Should Replace it and Why* (2010).

183 Se Brunnermeier, James & Landau (2016) kap. 4.

184 Se D. Aronoff, *The Financial Crisis Reconsidered. The Mercantilist Origin of Secular Stagnation and Boom-Bust Cycles* (2016); se också D. Hanqvist, ”Den offentlighetsrättsliga reaktionen på finanskrisen (I): Problemformulering och orsaker”, FT 2011 s. 57 och jfr Advokatsamfundets remissvar R-2013/0379, Fi2013/329, 2013-05-30, s. 2.

185 Se Boëthius & Kromnow (1947) s. 13.

Det politiska syftet (i Eltif-förordningen uttryckt i en generalklausul som tar sikte på unionens politiska målsättningar) medför en **mål- eller intressekonflikt**¹⁸⁶ inom ramen för förvaltningen av Eltif:er. Eltif-förordningen innehåller visserligen – som framgår ovan – vissa regler som är avsedda att skydda investerarna, och Eltif:erna anses av lagstiftaren kunna ”ge en stabil intäktsström för pensionsförvaltare, försäkringsbolag, stiftelser, kommuner och andra enheter som har regelbundna och återkommande utgifter och eftersträvar långsiktig avkastning inom ramen för en välreglerad struktur”, och Eltif:erna ger ”visserligen mindre likviditet än investeringar i överlåtbara värdepapper, men de kan ge en stabil intäktsström för enskilda investerare som är beroende av ett regelbundet penningflöde i stil med det som [Eltif:erna] kan tillhandahålla. Fonderna kan också erbjuda goda möjligheter till realisationsvinster över tiden för sådana investerare som inte erhåller en stabil inkomstström”.¹⁸⁷

I övrigt innehåller emellertid förordningen inte särskilt mycket vad gäller förvaltarens skyldigheter i förhållande till investerarna. Bestämmelser av detta slag återfinns emellertid i AIFMD/LAIF, bl.a. av innebörd att förvaltaren ska handla på ett sätt som ”bäst gagnar” AIF:en och ”dess investerares intressen”.¹⁸⁸ Denna skyldighet kan inte utan vidare förenas med skyldigheten enligt Eltif-förordningen att investera fondmedlen på ett sätt som tjänar **EU:s politiska mål**. Visserligen finns redan en principiell intressekonflikt inbyggd i AIFMD/LAIF:s reglering, eftersom förvaltaren också tillhålls att agera på ett sätt som ”bäst [...] upprätthåller allmänhetens förtroende för marknaden”,¹⁸⁹ vilket skapar en konflikt mellan fondandelsägarnas individuella intressen och det allmänna intresset att förtroendet för marknaden upprätthålls (det ”dubbla skyddssyftet”).¹⁹⁰ För förvaltare av Eltif:er skärps således konflikten: i princip ställs de under tre skyddssyften som ingetdera behöver vara förenligt med något av de övriga. Intressekonflikten kan inte undvikas genom att förvaltaren helt enkelt ger företräde för t.ex. investerarintresset. Istället måste de olika intressena vägas samman, vilket med nödvändighet kan medföra att investerarintresset i vissa avseenden får stå tillbaka för t.ex. unionens

186 Mållkonflikterna i den statliga regleringen av näringslivet diskuteras allmänt i Hanqvist (2016), Introduktionen (s. 96 ff.).

187 Se recit (2) Eltif.

188 Se 8 kap. 1 § punkt (1) LAIF och artikel 12 AIFMD.

189 Se 8 kap. 1 § punkt (1) LAIF och artikel 12 AIFMD.

190 Se Dornseifer m.fl. (2013), kommentaren till artikel 12, Rnr 8, och Hanqvist (2012), kommentaren till 8 kap. 1 § punkt (1) (s. 416 f.). Se också den kritiska diskussionen i Zetzsche (2015) s. 257 f.

politiska intressen. Denna belastning för investerarna (som fungerar som ett slags beskattning) följer av själva lagstiftningen och får därför antas vara avsedd.

En liknande mål- och intressekonflikt uppstår mellan försäkringsföretagen och deras kunder om klassificeringen av Eltif:er som typ 1-aktier enligt Solvens II inte motiveras av de i Eltif:erna inneboende riskerna utan av önskan att öka bolagens investeringar i politiskt prioriterade projekt. Högre risker övervältras därigenom på försäkringstagarna utan att de kompenseras för det, eller att likvärdig risk i andra *private equity*-fonder/AIF:er belastas med mer kostsamma kapitaltäckningskrav p.g.a. att de inte anses uppfylla de politiska mål som Eltif:erna anses göra; vilket även detta utgör ett slags beskattning eftersom nyttan av risktagandet kommer andra än investerarna till godo. Eltif-förordningen är ett tydligt exempel på hur den finansiella regleringen ånyo har instrumentaliserats – enligt kameralistiska principer – för vissa kostsamma politiska mål, som därigenom inte behöver skattefinansieras öppet. Som nämndes ovan utgör Eltif-förordningen ett avsteg från de annars ”normala” skyddsreglerna för icke-professionella investerare. Det kan ifrågasättas huruvida EU:s politiska ambitioner vad gäller vissa slags investeringar – genom att Eltif:erna medger att också de icke-professionella investerarna görs till en källa¹⁹¹ för politiskt eftertraktat kapital¹⁹² på andra villkor än de ”normala” – har fått trumfa det investerarskydd som unionen annars vanligen säger sig omhulda.

Införandet av Eltif-förordningen har motiverats med att det skulle behövas enhetliga regler för att säkerställa att Eltif:erna får en **enhetlig och stabil produktprofil i hela unionen**. Särskilt för att säkerställa en väl fungerande inre marknad och en hög skyddsnivå för investerare skulle det vara nödvändigt att fastställa enhetliga regler för Eltif:ernas drift, särskilt i fråga om deras portföljsammansättning och vilka investeringsinstrument som får användas för att åstadkomma exponering mot långsiktiga tillgångar. Det skulle också behövas enhetliga regler för en Eltif:s portfölj för att säkerställa att Eltif:er som syftar till att generera regelbunden inkomst upprätthåller en diversifierad portfölj av tillgångar som är lämpad att garantera ett jämnt kassaflöde. Eltif:er ses som ett första steg mot att skapa en integrerad inre marknad för anskaffning av kapital som kan kanaliseras till långsiktiga investeringar i den europeiska ekonomin.¹⁹³ Kommissionen anser sig – återigen, i kameralistisk anda – genom Eltif-förordningen i form av Eltif:er (liksom EuVECA- och EUSEF-fonder) tillhandahålla en färdig produkt som fyller ett tomrum i marknaden för såväl

191 Se Moloney (2014) s. 315.

192 Se artikel 1.2 EltifF.

193 Se recit (6) EltifF.

investerare som projekt som söker långsiktig finansiering på lämpliga villkor.¹⁹⁴ Det återstår att se huruvida Eltif:erna kommer att motsvara de verkliga behoven. I praktiken har varken EuVECA- eller EuSEF-förordningen hittills visat sig bli några större framgångar. De villkor som ställs enligt förordningarna anses vara för snäva eller helt enkelt felaktiga för att det ska finnas något större investerarintresse. Esma:s register – som omfattar hela unionen – utvisar tretton EuVECA (en från Irland, två från Lettland, tio från Tyskland) och tre EuSEF (alla från Tyskland). Registret har (ännu) inte någon sektion för Eltif:er. Esma:s register utvisar 2 151 AIF-förvaltare; eftersom flera förvaltare förvaltar fler än en AIF torde antalet AIF:er uppgå till en multipel av antalet förvaltare – men som kommissionen har noterat¹⁹⁵ har väletablerade AIF-typer (hedgefonder och *private equity*-fonder) utvecklats utan ”stödjande” reglering.

Den **tekniska kvalitén** på såväl den unionsrättsliga lagstiftningen som den nationella implementeringen har blivit föremål för en med tiden allt hårdare kritik.¹⁹⁶ Det kan ifrågasättas huruvida Eltif-förordningen – såsom förordningen

194 Se *Commission Staff Working Document. Impact Assessment Accompanying the document Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on European Long-term Investment Funds* (SWD(2013) 230 final, 2013-06-26) s. 16 f. och *Förslag till Europaparlamentets och rådets förordning om europeiska långsiktiga investeringsfonder* (2013) s. 11.

195 Se *Impact Assessment* (2013) s. 23.

196 För svenska förhållanden se t.ex. Advokatsamfundets remissvar R-2012/1785, Fi2012/3710, 2013-01-07, s. 3 ff. (samfundet hade velat avstyrka hela AIFMD-paketet av såväl tekniska som principiella skäl); både Finanskriskommittén – som menade att hastigheten i lagstiftningen prioriterats framför kvalitén (se SOU 2014:52 s. 235) – och lagrådet (se prop. 2015/16:5 s. 1380) var mycket kritiska mot det sätt på vilket reglerna för bankresolution infördes. Lagrådet har tidigare påpekat att EU-direktiv innehåller oklarheter (se t.ex. prop. 2006/07:128 s. 595) och menade beträffande de senaste reglerna om offentlig upphandling att det funnes bestämmelser som rätt och slätt vore obegripliga eller som vore tvetydiga och kunde ges olika innebörd, att andra visserligen hade en innebörd som vore begriplig men som vore oförnuftig, liksom att det funnes bestämmelser som stred mot andra bestämmelser (se prop. 2015/16:195 s. 1014). Advokatsamfundets generalsekreterare har påpekat den systematiska bristen att den unionsrättsliga lagstiftningen ofta genomförs så forcerat att den inte kan beredas tillräckligt (se A. Ramberg, ”Advokatsamfundets remissarbete”, SvJT 2011 s. 801 (s. 803 f.); se även J. Lundström, ”Tumma inte på rätts säkerheten”, Advokaten, 1/2016 s. 50, liksom redan H. Danielius, ”En lagrådsledamots tankar om lagstiftningen”, SvJT 2004 s. 25). Det har hänt att omedelbart gällande europeisk lagstiftning som avses ge detaljbestämmelser för tillämpningen av direktiv har börjat gälla redan innan direktivet har hunnit implementeras i svensk rätt (se D. Hanqvist, Anmälan av Th. Bonneau, *Régulation bancaire et financière européenne et internationale*, FT 2015 s. 659). Trots att de nya omedelbart tillämpliga reglerna om insiderhandel och marknadsmanipulation började gälla 2016-07-03 kommer den nödvändiga anslutande svenska lagstiftningen inte att börja gälla förrän under 2017, varför vissa interimistiska lagändringar har måst införas (se prop. 2015/16:120). De permanenta reglerna framgår av prop. 2016/17:22. Ur den tyska litteraturen, se N. Ruppel, *Finanzdienstleistungsaufsicht in der Europäischen Union* (2015) s. 156.

har utformats – är ett adekvat instrument för ambitionen att skapa en gemensam reglering för Eltif:erna. Otydligheten i regleringen av tillåtna tillgångsslag utgör exempel på ett generellare fenomen inom unionsrätten i allmänhet och regleringen av AIF:er i synnerhet. Det har ansetts utgöra ett grundläggande problem att regleringen i hög grad använder sig av obestämda rättsbegrepp utan att de ges en enhetlig betydelse; Esma:s åtgärder för att konkretisera tolkningen räcker inte långt. Detta leder naturligtvis till stor rättsosäkerhet, men det leder också till att regleringen i praktiken kan skilja sig åt i väsentliga avseenden mellan medlemsländerna. Inflytelserika nationella tillsynsmyndigheter kan utan allmänhetens insyn tidigt intervensera i normgivningsprocessen för att säkra sina nationella intressen, och självmedvetna myndigheter kan, likaledes i skymundan, genomdriva dem också i ett senare skede.¹⁹⁷

Eltif-förordningen är således ett ytterligare exempel i en lång rad av grumligt genomtänkta unionsinitiativ som har fått en tekniskt bristfällig utformning. Liksom en gång den historiska merkantilismen fungerade som enhetsbildare genom att undertrycka lokal partikularism,¹⁹⁸ förefaller EU:s kameralism i första rummet syfta till undertryckandet av de ”lokala” skillnaderna mellan medlemsstaterna. De västerländska ekonomierna i allmänhet, men de europeiska ekonomierna (inklusive den svenska ekonomin) i synnerhet, präglas av en kraftigt sjunkande innovationsgrad, trots den tillfälliga uppgången vid seklets början som en följd av internets genomslag.¹⁹⁹ En förhoppning vore att den brittiska revolten mot blint ökande integration – som på intet sätt har saknat förebud genom folkomröstningar i andra medlemsstater, inklusive Sverige med omröstningen om euron²⁰⁰ – kunde innebära en spricka i muren och ge såväl medlemsstaternas regeringar som unionens institutioner anledning till allvarlig självrannsakan och eftertanke – såväl vad avser **vad** unionen gör som **hur** den gör det. Mer än ett halvsekel sedan de första fördragen slöts borde lärdomar äntligen kunna dras, så att vi inte förlorar den kreativa och fruktbara variationsrikedom – det som Deirdre McCloskey har kallat ”the liberty to venture”²⁰¹ – som en gång, p.g.a. frånvaron av en centralmakt som insisterade på intellektuell och kommersiell enhetlighet, gjorde Europa till den moderna världens upphov, kärna och krön, och som gjorde dess

197 Se Zetzsche (2015) s. 416. Utrymmet för nationella politiska agendor inom Esma diskuteras i Hanqvist (2016), kommentaren till 13 kap. 1 § (s. 689 ff.); se också diskussionen om unionslagstiftningen i allmänhet på s. 60 och 107 ff.

198 Se Heckscher (1931) s. 3 f. Heckscher påpekade att också liberalismen – men med andra medel – var enhetsstiftande även den (s. 6).

199 Se E. Phelps, *Mass Flourishing* (2013) och F. Erixon & B. Weigel, *The Innovation Illusion* (2016) (som båda innehåller diskussioner om specifikt svenska förhållanden).

200 Jfr J. R. Gillingham, *The EU. An Obituary* (2016) s. 251 f.

201 Se D. N. McCloskey, *Bourgeois Dignity* (2010) s. 30.

samhällen öppna för förnyelse och förde in kontinenten i en uppåtgående spiral av ekonomisk tillväxt²⁰². Även juridiska och politiska monokulturer utgör systemrisk.²⁰³ Med Albert O. Hirschmans terminologi:²⁰⁴ Brexit har visat att inte endast *Voice* och *Loyalty* gäller avseende EU utan att även *Exit* är ett realistiskt alternativ. ☞

202 Se P. Kennedy, *The Rise and Fall of Great Powers* (1988) s. xvii. För EU:s nuvarande situation, se t.ex. Gillingham (2016) kap. 5: "The European Depression and Institutional Debilitation". Inom den pro-kameralistiska traditionen kan man stöta på åsikten att innovation är det "klassiska sättet att kringgå begränsningar uppställda av det offentliga" (så M. Sève, *La régulation financière face à la crise* (2013) s. 73) – dvs. innovation som ett hot mot den offentliga ordningen. Denna (inte sällan frankofona) aristokratiskt klerikala – anti-borgerliga – tradition kritiseras *con brio* av D. N. McCloskey i *The Bourgeois Virtues* (2006) (på aristotelisk-thomistisk grund), McCloskey (2010) och *Bourgeois Equality* (2016), liksom i B. Wahlroos, *Marknader och demokrati* (2012) (se t.ex. s. 345 f.) och – på franska! – av L. Fontaine i *Le marché. Histoire et usages d'une conquête sociale* (2014). Det har dock hävdats att forskningen kring innovationer har en bias för innovationens fördelar (se A. Aminoff, *Oönskade, oförväntade och negativa konsekvenser av innovationer – en litteraturanlys*, ak. avh. Svenska Handelshögskolan, Helsingfors (2010)).

203 Jfr I. Golding & M. Mariathan, *The Butterfly Defect* (2014) s. 33 (författarna förespråkar emellertid paradoxalt nog en förenklad monokultur för den finansiella regleringen; se s. 66). Jfr Wahlroos (2012) kap. VII.

204 Se A. O. Hirschman, *Exit, Voice and Loyalty. Responses to Decline in Firms, Organizations and States* (1970). Se också Wahlroos (2012) s. 325 f.