

Regeringens proposition

1981/82: 116

om ändring i aktiefondslagen (1974: 931), m. m.;

beslutad den 11 februari 1982.

Regeringen föreslår riksdagen att antaga de förslag som har upptagits i bifogade utdrag av regeringsprotokoll.

På regeringens vägnar

OLA ULLSTEN

ROLF WIRTÉN

Propositionens huvudsakliga innehåll

De förslag som läggs fram i propositionen är avsedda att ge de små och medelstora företagen ökade möjligheter att anskaffa riskvilligt kapital. Förslagen ingår som ett led i olika åtgärder som under år 1982 kommer att vidtas för att förbättra småföretagens finansiella situation.

I propositionen föreslås att aktiefonders och aktiesparfonders medel skall få placeras i aktier och andra slags värdepapper som ges ut av icke börsnoterade företag. Högst tio procent av resp. fonds tillgångar bör dock få placeras i sådana värdepapper. För att underlätta bildandet av nya aktiesparfonder med anknytning till visst eller vissa icke börsnoterade företag föreslås att tioprocentgränsen skall kunna överskridas efter dispens av bankinspektionen. Slutligen föreslås lagändringar för att underlätta handeln med icke börsnoterade värdepapper.

1 Förslag till

lag om ändring i aktiefondslagen (1974: 931)

Härigenom föreskrivs att 19 och 21 §§ aktiefondslagen (1974: 931) skall ha nedan angivna lydelse.

Nuvarande lydelse

Föreslagen lydelse

19 §

Medel som tillföres aktiefond skall så snart det anses lämpligt placeras i värdepapper, i den mån behov av likvida medel icke föreligger.

Fondbolag får till aktiefond förvärva endast följande slag av värdepapper, nämligen

1. svenska aktier, obligationer och andra värdepapper som noteras vid Stockholms fondbörs *eller på lista utgiven av sammanslutning av svenska fondkommissionärer.*

2. utländska aktier, obligationer och andra värdepapper, om förvärv av sådana får ske enligt fondbestämmelserna och värdepapperen är föremål för notering och handel vid fondbörs eller eljest under betryggande förhållanden.

3. aktier, obligationer och andra värdepapper som utbjudes till försäljning under sådana förhållanden att sannolika skäl finnes för antagande att de inom ett år från förvärvet kommer att inregistreras vid fondbörs *eller noteras på lista utgiven av sammanslutning av svenska fondkommissionärer,*

4. bevis om rätt att teckna eller erhålla aktier eller andra värdepapper som avses i 1–3,

5. skattkamarväxlar.

Har värdepapper som förvärvats enligt andra stycket 3 ej inregistrerats eller noterats inom ett år från förvärvet, skall de avyttras så snart det lämpligen kan ske.

1. svenska aktier, obligationer och andra värdepapper som noteras vid Stockholms fondbörs,

3. aktier, obligationer och andra värdepapper som utbjudes till försäljning under sådana förhållanden att sannolika skäl finnes för antagande att de inom ett år från förvärvet kommer att inregistreras vid fondbörs,

4. andra svenska aktier, obligationer, förlagsbevis, konvertibla skuldebrev och skuldebrev förenade med optionsrätt till nyteckning,

5. bevis om rätt att teckna eller erhålla aktier eller andra värdepapper som avses i 1–4,

6. skattkamarväxlar.

Har värdepapper som förvärvats enligt andra stycket 3 ej inregistrerats eller noterats inom ett år från förvärvet, skall de avyttras så snart det lämpligen kan ske, *om de inte vid något tillfälle under ettårsperioden kunnat inrymmas inom tioprocentgränsen enligt sista stycket.*

Fondbolag får ej till aktiefond förvärva aktier i bolaget eller fondandel i fonden.

Ett fondbolag får ej till fonden

Nuvarande lydelse

Föreslagen lydelse

mot vederlag förvärva värdepapper som avses i andra stycket 4 eller bevis om rätt att teckna eller erhålla sådana värdepapper i sådan omfattning att värdet av värdepapperen och bevisen genom förvärvet kommer att överstiga tio procent av fondens värde.

21 §

Fondbolag skall tillse att aktiefond får en med hänsyn till intresset av riskspridning lämplig sammansättning av värdepapper.

Fondbolaget får ej till fonden mot vederlag förvärva värdepapper med samme utfärdare i sådan omfattning att värdet av de värdepapper i fonden som utfärdats av denne genom förvärvet kommer att överstiga tio procent av fondens värde. Föreligger särskilda skäl, kan bankinspektionen medge att procenttalet överskrides.

Utän hinder av andra stycket får vid emission aktier, konvertibla skuldebrev eller skuldebrev förenade med optionsrätt till nyteckning förvärfvas på grund av fondens tidigare aktieinnehav. Sådana aktier eller skuldebrev skall dock avyttras så snart det lämpligen kan ske och senast ett år efter förvärvet, om värdepapperen ej vid något tillfälle under ettårsperioden kunnat inrymmas inom de gränser som avses i andra stycket. Om särskilda skäl föreligger, kan bankinspektionen medge uppskov med avyttringen.

Utän hinder av andra stycket och 19 § sista stycket får vid emission aktier, konvertibla skuldebrev eller skuldebrev förenade med optionsrätt till nyteckning förvärfvas på grund av fondens tidigare aktieinnehav. Sådana aktier eller skuldebrev skall dock avyttras så snart det lämpligen kan ske och senast ett år efter förvärvet, om värdepapperen ej vid något tillfälle under ettårsperioden kunnat inrymmas inom de gränser som anges i andra stycket och 19 § sista stycket. Om särskilda skäl föreligger, kan bankinspektionen medge uppskov med avyttringen.

Denna lag träder i kraft två veckor efter den dag, då lagen enligt uppgift på den utkommit från trycket i Svensk författningssamling.

2 Förslag till

lag om ändring i lagen (1978: 428) om aktiesparfonder

Härigenom föreskrivs att 3 § lagen (1978: 428) om aktiesparfonder skall ha nedan angiven lydelse.

Nuvarande lydelse

Föreslagen lydelse

3 §

Till aktiesparfond får förvärvas endast värdepapper enligt 19 § aktiefondslagen (1974: 931) vilka är

1. aktier i svenskt aktiebolag,
2. sådana konvertibla skuldebrev eller skuldebrev förenade med optionsrätt till nyteckning som har utfärdats av svenskt aktiebolag.

Om det lämpligen kan ske, skall förvärvas sådana aktier som utfärdas i samband med nyemission, eller konvertibla skuldebrev.

Bankinspektionen får medge att det i 19 § sista stycket aktiefondslagen angivna procenttalet överskrids.

Denna lag träder i kraft två veckor efter den dag, då lagen enligt uppgift på den utkommit från trycket i Svensk författningssamling.

3 Förslag till

lag om ändring i fondkommissionslagen (1979: 748)

Härigenom föreskrivs att 16 § fondkommissionslagen (1979: 748) skall ha nedan angivna lydelse.

Nuvarande lydelse

Föreslagen lydelse

16 §

Fondkommissionsbolag får inneha värdepapper som anges i 15 § första stycket 4 till ett anskaffningsvärde som uppgår till högst två miljoner kronor eller som svarar mot två procent av den genomsnittliga årsomsättningen i bolagets kommissionshandel under de fem närmast föregående kalenderåren, dock högst tio miljoner kronor. I fråga om bolag som ej har varit verksamt under fem kalenderår skall den genomsnittliga årsomsättningen i stället avse den tid bolaget har varit verksamt.

Fondkommissionsbolag får inneha värdepapper som anges i 15 § första stycket 4 till ett anskaffningsvärde som uppgår till högst fyra miljoner kronor eller som svarar mot fyra procent av den genomsnittliga årsomsättningen i bolagets kommissionshandel under de fem närmast föregående kalenderåren, dock högst tjugofem miljoner kronor. I fråga om bolag som ej har varit verksamt under fem kalenderår skall den genomsnittliga årsomsättningen i stället avse den tid bolaget har varit verksamt.

*Nuvarande lydelse**Föreslagen lydelse*

Vid tillämpningen av första stycket skall ej medräknas innehav av sådan aktie eller andel som avses i 15 § andra och tredje styckena.

Om synnerliga skäl föreligger, kan bankinspektionen medge att fondkommissionsbolag får inneha värdepapper som avses i första stycket i större omfattning än som anges där.

Denna lag träder i kraft den 1 januari 1985. Såvitt gäller hänvisningarna i 55 § lagen (1955: 183) om bankrörelse, 24 § lagen (1955: 416) om sparbanker och 32 § lagen (1956: 216) om jordbruksskasserörelsen, skall dock bestämmelsen tillämpas i sin nya lydelse fr. o. m. två veckor efter den dag, då lagen enligt uppgift på den utkommit från trycket i Svensk författningssamling.

4 Förslag till**lag om ändring i lagen (1979: 749) om Stockholms fondbörs**

Härigenom föreskrivs att 1 § lagen (1979: 749) om Stockholms fondbörs skall ha nedan angivna lydelse.

*Nuvarande lydelse**Föreslagen lydelse*

1 §

Med fondbörsverksamhet förstås i denna lag att köp- och säljanbud beträffande fondpapper regelbundet sammanförs för handel och notering av kurs.

Med fondbörsverksamhet förstås i denna lag att köp- och säljanbud beträffande fondpapper regelbundet *vid offentligt upprop eller på liknande sätt* sammanförs för handel och notering av kurs.

Med fondpapper förstås i denna lag aktie, annat bevis om delaktighet i bolag, obligation, förlagsbevis och liknande skuldebrev avsett för allmän omsättning samt andel i aktiefond.

Denna lag träder i kraft två veckor efter den dag, då lagen enligt uppgift på den utkommit från trycket i Svensk författningssamling.

EKONOMIDEPARTEMENTET

Utdrag
PROTOKOLL
Vid regeringssammanträde
1982.02.11

Närvarande: statsrådet Ullsten, ordförande, och statsråden Friggebo, Dahlgren, Söder, Johansson, Wirtén, Andersson, Boo, Petri, Eliasson, Gustafsson, Elmstedt, Tillander, Molin

Föredragande: statsrådet Wirtén

Proposition med förslag till ändring i aktiefondslagen (1974: 931) m. m.

1 Inledning

De små och medelstora företagen befinner sig i flera avseenden i en speciell situation när det gäller den egna kapitalförsörjningen. Dessa företag saknar tillgång till den reguljära aktie- och obligationsmarknaden, där det övriga näringslivet erhåller inemot 20% av sin årliga kapitaltillförsel. Andra av värdepappersmarknadens finansieringsformer står visserligen öppna även för de mindre företagen men har begränsad betydelse för dem eftersom företag utanför börserna ofta har svårt att hävda sig i konkurrensen om det tillgängliga kapitalet. Dessa och andra förhållanden har lett till att de mindre företagens anskaffning av eget kapital i första hand får ske genom fondering av vinstmedel och genom tillskott från de ursprungliga ägarna.

En motion (mot. 1979/80: 25) med anledning av propositionen (1978/79: 165) om den svenska kapitalmarknaden tog upp småföretagens finansiella situation. En hemställan av motionärerna om skyndsamt utredning av småföretagens finansiella situation tillstyrktes av näringsutskottet (NU 1979/80: 10). Riksdagen biföll motionen och gav som sin mening regeringen till känna vad utskottet anfört (rskr 1979/80: 62).

I juni 1980 tillkallade regeringen en särskild utredare¹ med uppdrag att utreda de små och medelstora företagens finansiella situation. I november 1981 avlämnade utredaren ett delbetänkande (SOU 1981: 95) Tillväxtkapital. Betänkandet är indelat i 14 kapitel. I kapitel 8 behandlas olika förslag som syftar till att utöka handeln med aktier och andra värdepapper som ges ut av icke börsnoterade företag. I kapitel 9 (avsnitten 9.2.1–9.2.5) över-

¹Ambassadören Johan Nordenfalk. Sakkunniga: direktören Robert Alderin, civil-ekonomen Arne Björhn, kanslirådet Olle Stångberg och bankdirektören Lars-Gunnar Åberg.

vägs och föreslås åtgärder som är avsedda att ge ökade möjligheter och incitament för placeringar i små och medelstora företag. Betänkandet har i dessa delar remissbehandlats med förtur. I detta sammanhang tas endast upp de frågor där remissbehandlingen sålunda har avslutats. De återstående frågorna i betänkandet kommer att tas upp senare.

Till protokollet i detta ärende bör som *bilaga 1* fogas aktuella delar av sammanfattningen av betänkandet. Till protokollet bör vidare som *bilaga 2* fogas de av utredningen upprättade lagförslagen som berör angivna delar av betänkandet. Som *bilaga 3* bör slutligen bifogas en förteckning över remissinstanserna och en sammanställning av remissyttrandena.

2 Föredragandens överväganden

2.1 Allmänna utgångspunkter och ställningstaganden i stort

De små och medelstora företagen är av väsentlig betydelse för svenskt näringsliv. I Sverige finns ca 400 000 små och medelstora företag registrerade. De sysselsätter över en miljon människor. Dessa företag har en särskild betydelse då det gäller att skapa nya arbetstillfällen. Nya idéer, produkter och tillverkningsprocesser växer i betydande utsträckning fram inom denna företagsgrupp. Det torde finnas en stor potential i Sverige såväl för nyföretagande som för expansion av befintliga mindre företag. Det är angeläget att i olika avseenden öka möjligheterna att ta till vara denna potential. Behovet härav skall bl.a. ses i ljuset av att en ökad tillväxt i näringslivet är det enda sättet på vilket den fulla sysselsättningen långsiktigt kan tryggas.

De mindre företagens finansiella problem har under senare tid accentuerats. Soliditeten har försämrats och ligger nu ofta på en mycket låg nivå. Detta innebär att den finansiella motståndskraften är alltför låg, vilket drabbar företagens vilja och ekonomiska möjligheter att göra investeringar.

Olika åtgärder har under de senaste åren vidtagits i syfte att förbättra företagens finansiella situation. Ett av de resultat som uppnåtts är att aktier numera har blivit attraktiva som placeringsobjekt både för enskilda och för institutionella placerare. En betydande del av det kapital, som tidigare sökt sig till andra typer av placeringar, har kunnat föras över till företagen. Det är i första hand de stora börsnoterade företagen som har kunnat dra nytta av denna utveckling. En del åtgärder har dock varit inriktade direkt på att underlätta konsolideringen i de mindre företagen. AP-fondens fjärde fondstyrelse har givits möjlighet att placera i sådana företags värdepapper. Vidare har regler införts som minskar den belastning som kapitalbeskattningen innebär för dessa företag.

Det är mot bakgrund av de mindre företagens stora betydelse för näringslivet av vikt att ytterligare åtgärder kommer till stånd för att ge denna

grupp av företag en ökad tillgång på riskkapital. I detta sammanhang behandlas vissa åtgärder för att stimulera handeln i de mindre företagens aktier och andra värdepapper. Förslag till ytterligare åtgärder kommer att läggas fram senare.

De frågor som skall tas upp här har, som jag redan nämnt, anknytning till de regler som gäller för börshandel samt aktiefonder och aktiesparfonder.

Stockholms fondbörs har ensamrätt att bedriva fondbörsverksamhet (prop. 1978/79:9, NU 50, rskr 443, SFS 1979:749). I 1 § lagen om Stockholms fondbörs ges en definition av begreppet fondbörsverksamhet. Det utmärkande för sådan verksamhet är att köp- och säljanbud beträffande fondpapper regelbundet sammanförs för handel och notering av kurs. I samband med att en ny börslag trädde i kraft den 1 januari 1980 föreskrevs att det under en övergångstid fram till årsskiftet 1981/82 fick förekomma en viss handel med värdepapper vid sidan av den reguljära handeln på börsen. Härmed avsågs den handel och notering som förekom med papper som är upptagna på den s. k. fondhandlarlistan. Denna lista handhades på eget ansvar av Svenska fondhandlareföreningen.

Börsstyrelsen fastställer inom de ramar som lagstiftningen anger, de närmare villkoren för inregistrering av aktier på fondbörsen. I inregistreringsbesluten bestäms på vilken av de två förekommande aktielistorna, A:I- eller A:II-listan, aktierna skall tas upp. Skillnaden mellan listorna är – förutom olika krav i fråga om aktiekapital och eget kapital – att aktier som noteras på A:I-listan skall vara spridda bland ett större antal olika aktieägare än de som noteras på den andra listan. Minimikravet för A:II-listan är att aktierna skall vara fördelade bland minst 400 olika ägare och att var och en av dem skall inneha minst en börspost, som på denna lista uppgår till ett värde av omkring ett halvt basbalopp. För inregistrering av ett företags aktier på börsen krävs vidare att företaget uppfyller vissa minimivillkor bl. a. när det gäller soliditet, likviditet och visad lönsamhet. Dessa och andra krav för börsintroduktion har tillkommit i syfte att säkerställa en effektiv börshandel och så långt som möjligt tillgodose allmänhetens kapitalskyddsintresse. Inregistrering förutsätter dessutom att företaget genom att underteckna ett s. k. inregistreringskontrakt bl. a. utfäster sig att offentliggöra upplysningar om sin verksamhet.

Aktiefonderna har under senare år kraftigt ökat sina placeringsresurser och blivit alltmer betydande som köpare på aktiemarknaden. De för några år sedan inrättade aktiesparfonderna har kunnat uppvisa den snabbaste uppgången. Antalet personer som regelbundet aktiesparar i denna form uppgick vid årsskiftet 1981/82 till över 340 000. Enligt den lagstiftning – aktiefondslagen (1974:931) och lagen (1978:428) om aktiesparfonder – som reglerar fondernas verksamhet gäller som huvudregel att deras placeringar endast får avse värdepapper som noteras på börsen eller som står inför en introduktion där. Begränsningen sammanhänger bl. a. med att värdet av de papper som ingår i fonden utan svårigheter skall kunna

fastställas. Fonderna får vidare inte placera mer än högst 10 % av det totala värdet i ett papper med samme utfärdare. Avsikten härmed är att fondernas värdepappersbestånd skall ges en effektiv riskspridning. Bankinspektionen får dock medge att procenttalet överskrids, om det finns särskilda skäl för det.

Utredaren har inventerat förutsättningarna för att olika tänkbara grupper av såväl institutionella som enskilda placerrare skall öka sina insatser i små och medelstora företag. Det har varit utredarens strävan att finna olika åtgärder som kan leda till ett ökat intresse för kapitalinsatser bland så många finansörer som möjligt. En grundförutsättning för att uppnå detta mål är enligt utredaren att även denna grupp av företag får tillgång till en smidigt fungerande handel för sina papper. Placerarna måste nämligen kunna erbjudas möjlighet att när de vill kunna avveckla sitt engagemang. En fungerande marknad har också betydelse som en värdemätare på hur en kapitalplacering utvecklas.

Mot denna bakgrund föreslår utredaren att nu gällande krav för inregistrering av aktier och andra värdepapper på Stockholms fondbörs ändras så att även företag av mindre storlek kan vinna introduktion på börsen. Företag vars aktier är fördelade på minst 100 börsposter föreslås kunna bli noterade på en ny aktielista med beteckningen A:III-listan. För handel med papper som ges ut av sådana företag som har alltför begränsad verksamhet för att bli börsnoterade föreslår utredaren ett system som innebär att en eller flera fondkommissionärer åtar sig att skapa och upprätthålla en marknad för handel med sådana företags värdepapper (s. k. market maker-system, se betänkandet s. 228).

Utredaren fäster särskild vikt vid att de institutionella placerarna skall kunna medverka till att det uppkommer en marknad för papper utgivna av mindre företag. Utredaren föreslår därför att till aktiefonder och aktiesparfonder skall kunna förvärfvas värdepapper som inte är och inte heller inom överskådlig tid kan bli börsnoterade. En gräns för sådana placeringar vid 10 % av en fonds värde har dock befunnits erforderlig. Som huvudregel föreslås en sådan begränsning gälla. Utredaren anser emellertid att de anställda vid små och medelstora företag skall kunna bilda aktiesparfonder med en viss placeringsinriktning på det egna företagets aktier och andra värdepapper som företaget utfärdar. En lämplig fördelning av dessa fonders tillgångar bedöms vara 20–25 % icke börsnoterade värdepapper och återstoden börspapper. För att underlätta bildandet av sådana aktiesparfonder föreslår utredaren att de fondbolag som kommer att förvalta dessa fonder skall kunna dels ha ett begränsat aktiekapital, lägst 50 000 kr., dels tillåtas förvalta flera fonder, dock högst fem stycken.

En majoritet bland remissinstanserna anser liksom utredaren att det finns behov av att förbättra de små och medelstora företagens finansiella situation. Flera instanser framhåller dock att sådana åtgärder i första hand bör vara inriktade på att förbättra företagens lönsamhet och lindra deras beskattning.

När det gäller utredarens förslag om att börshandeln bör utvidgas genom en s. k. A:III-lista är de flesta remissinstanserna positiva, även om en del samtidigt framför kritiska synpunkter på olika detaljer i förslaget. Flera remissinstanser anser att förslaget om uppmjukning av spridningskravet går för långt och nämner minst 200 börspostägare som ett minimikrav.

Tveksamhet yppas även från flera håll när det gäller utredarens förslag om att skapa en handel utanför börserna genom ett market maker-system. En huvudlinje i den kritik som förs fram är att ett sådant system kan strida mot det gällande börsmonopolet. Denna ståndpunkt intas bl. a. av bankinspektionen, kommerskollegium, fondbörsens styrelse och fondbhandlareföreningen. Vidare framförs farhågor för att en sådan handel skulle kunna få alltför begränsad omfattning för att en korrekt kursättning skall kunna upprätthållas.

När det gäller market maker-systemets utformning förekommer två huvudsakliga uppfattningar. Enligt den ena finns det inte någon anledning att reglera handeln genom lagstiftning utan denna bör successivt få utvecklas av sig själv. Enligt den andra uppfattningen, framförd av bl. a. kommerskollegium, finansbolagens förening, fondbörsstyrelsen, bankföreningen och fondbhandlareföreningen, bör frågan utredas ytterligare.

Vad slutligen beträffar förslaget om att aktiefonder och aktiesparfonder skall få rätt att placera en begränsad andel av sina medel i icke börsnoterade papper, är den övervägande delen av remissinstanserna positiva till att fonderna ges denna rätt. Däremot ifrågasätts från flera håll att aktiesparfonder skall få placera så mycket som 20–25 % av tillgångarna i onoterade papper. Till kritikerna hör bankinspektionen, kommerskollegium, riksskatteverket, LO och TCO. En återkommande invändning är att problemet med att värdera de onoterade värdepapperen inte är löst.

För min egen del får jag anföra följande. Som framgår av vad jag sagt inledningsvis anser jag att de små och medelstora företagen fyller en mycket väsentlig funktion i vår ekonomi och att det är av stor vikt att man försöker förbättra förutsättningarna för dessa företags utveckling och expansion. Företagens möjligheter att anskaffa kapital på värdepappersmarknaden är en betydelsefull faktor i det sammanhanget. Någon större efterfrågan på de mindre företagens papper kan emellertid knappast tänkas uppkomma om inte företagen är beredda att ge utdelning till köparna. De mindre företagen väljer i dag ofta att inte ge någon utdelning på grund av dubbelbeskattningen av aktiebolagsvinsterna, dvs. beskattning sker både hos företaget och hos dem som erhåller utdelning. För att bl. a. öka dessa företags möjlighet att ge utdelning till sina aktieägare, kommer jag senare i vår att föreslå ändringar i beskattningsreglerna som innebär att företag, som inte är registrerade på börserna, får en lindring i beskattningen av de vinster som, upp till ett visst maximibelopp, betalas ut i form av aktieutdelning.

Intresset för att förvärva de mindre företagens aktier påverkas även av

hur sådana aktier värderas vid förmögenhetsbeskattningen. De icke börsnoterade aktierna värderas f. n. i de flesta fall till 30 % av bolagens s. k. substansvärde. Om aktierna är föremål för viss omsättning på kapitalmarknaden kan det emellertid bli aktuellt att i stället värdera aktierna med ledning av marknadsnoteringarna eller genom en s. k. avkastningsvärde-metod. Omfattningen av handeln kan med andra ord i dagens läge påverka vilka beskattningsregler som skall tillämpas. En betydande osäkerhet synes också föreligga om var gränsen mellan dessa olika värderingsnormer går. Jag kommer därför senare att lägga fram förslag om sådana ändringar som är ägnade att skapa en klarare gränsdragning på denna punkt. Jag vill därvid betona att aktier som är registrerade på börsen inte kommer att påverkas av förslaget. För dessa skall liksom hittills marknadsvärdet utgöra underlag för värderingen.

När det gäller förslaget att nya grupper av företag skall kunna vinna introduktion på börsen är det min uppfattning att en del av de medelstora företagens värdepapper kan vara lämpade för börshandel om man enbart ser till omfattningen av företagets verksamhet och ekonomiska resurser. Hindret är att de inte förmår uppfylla det nuvarande kravet på värdepapperens spridning bland allmänheten. Detta krav är föranlett av att man annars inte kan få en sådan regelbunden omsättning som är nödvändig för en ändamålsenlig börshandel.

Samtidigt som andra åtgärder vidtas för att stimulera handeln med mindre företags aktier bör det enligt min mening vara möjligt att godta ett lägre spridningskrav än de 400 börsposter som f. n. gäller. Flera av remissinstanserna har dock inte velat gå så långt som utredningen härvidlag, dvs. 100 börsposter, utan menat att 200 sådana poster vore en rimlig gräns. Jag kan ansluta mig till denna bedömning. Registrering av sådana aktier skulle, som utredaren har föreslagit, kunna ske på en särskild lista eller, efter en särskild dispensprövning av börsstyrelsen, kunna göras på A:II-listan. Enligt min mening kommer sannolikt de åtgärder som jag här föreslår att leda till en ökad handel med icke börsnoterade papper. Därmed kommer också småföretagens behov av en ny lista eller utvidgad A:II-lista att öka. Mot denna bakgrund förutsätter jag att börsstyrelsen så snart som möjligt kommer att ta upp frågan om jämkning av inregistreringskraven.

Jag ser positivt på utredarens tanke att fondkommissionärerna i mer systematiska former borde utveckla en handel med papper som inte är registrerade på börsen. När det gäller utformningen av ett market maker-system samt kommissionärernas, företagens och de enskilda köparnas och säljarnas ställning inom ett sådant system, anser jag att en reglering genom lagstiftning är olämplig. Det får i stället ankomma på de företag och banker som erhållit bankinspektionens tillstånd att vara verksamma som fondkommissionärer, att skapa former för en ändamålsenlig handel. En mer utvecklad handel i onoterade värdepapper aktualiserar ändå några lagstiftningsfrågor. En fråga gäller om en sådan handel kan bli att betrakta som

fondbörsverksamhet. Jag anser att en handel inom ett market maker-system kan ske utan att börsmonopolet kränks. I syfte att förtydliga innebörden av begreppet fondbörsverksamhet föreslår jag en mindre jämkning av 1 § fondbörslagen. En annan fråga avser fondkommissionärernas rätt att för egen räkning förvärva värdepapper. Bl. a. för att förbättra kommissionärernas möjligheter att driva handel enligt ett market maker-system föreslår jag också att nämnda rätt vidgas.

Vad beträffar frågan om aktiefonderna och aktiesparfonderna skall tillåtas placera medel i värdepapper som inte är noterade på börsen delar jag uppfattningen att en sådan utvidgning av placeringsrätten kan ha gynnsamma effekter för de små och medelstora företagens möjligheter att avsätta sina värdepapper. Detta gäller främst aktier. Remissinstanserna har haft delade meningar om lämpligheten av en sådan reform. Även om tekniska och sakliga ändringar är påkallade på vissa punkter, anser jag att förslaget i stort kan läggas till grund för lagstiftning.

2.2 Handel med aktier och andra värdepapper i icke börsnoterade företag

Departementsförslaget: Ett tillägg görs i definitionen av fondbörsverksamhet i 1 § lagen (1979: 749) om Stockholms fondbörs. Vidare ändras 16 § fondkommissionslagen (1979: 748) så att fondkommissionärerna får utökad rätt att för egen räkning förvärva värdepapper. Några regler för ett market maker-system eller liknande ordning för handel i onoterade värdepapper föreslås inte.

Utredarens förslag: Ett system införs enligt vilket fondkommissionärerna åtar sig att hålla en marknad för handel med småföretags värdepapper. En fondkommissionär åtar sig att vara huvudmäklare och blir tillsammans med en eller flera andra kommissionärer s. k. market maker. Information om market maker's köp- och säljkurs ges löpande. Market makern åtar sig att förvärva värdepapperet till angiven köpkurs om annan köpare saknas (se betänkandet kap. 8 avsnitt 8.3).

Remissinstanserna: Ett stort antal ifrågasätter om inte ett market maker-system kan innebära visst intrång i börsmonopolet och om inte handeln i onoterade papper bör formaliseras. Bankinspektionen föreslår att fondkommissionärernas rätt att för egen räkning förvärva värdepapper (rätt till handelslager) utökas (se bilaga 3 avsnitt 3).

Skäl för departementsförslaget: En grundförutsättning för att de små och medelstora företagen skall kunna konkurrera om det riskkapital som ställs till förfogande torde vara att det finns en marknad för omsättning av värdepapper som dessa företag ger ut. Den handel som f. n. sker i sådana värdepapper är förhållandevis blygsam. De lagändringar som föreslås är

avsedda att underlätta för fondkommissionärerna att skapa ett system som medför en ökad handel i noterade papper.

Utredaren anser att en värdepappersmarknad bör kunna utvecklas vid sidan av fondbörshandeln. Detta skulle enligt utredaren kunna ske genom att fondkommissionärerna är verksamma som s. k. market makers. Innebörden av detta är i huvudsak att kommissionärerna överenskommer med ett eller flera icke börsnoterade företag om att försöka finna avsättning för företagets aktier och andra värdepapper och på så sätt skapa en marknad för papperen. Någon regelbunden handel kan enligt utredaren inte förväntas ske, men upplysningar om köp- och säljkurser kan ges löpande av kommissionärerna. Avslut i ett papper kan ske när som helst, varvid prisnivån fastställs utifrån marknadsläget. Saknas vid ett givet tillfälle annan köpare åtar sig en market maker att förvärva värdepapperet till en angiven köpkurs.

För egen del kan jag i allt väsentligt ansluta mig till utredarens bedömning om att detta kan vara ett sätt att öka de mindre och medelstora företagens möjligheter till kapitalanskaffning.

Utredaren har dragit upp vissa riktlinjer för handeln inom market maker-systemet. Jag finner att dessa riktlinjer är ändamålsenliga och att kommissionärerna med utgångspunkt i dem bör kunna bygga upp ett system som är ägnat att öka värdepappershandeln. Systemet bör inte regleras efter någon viss mall utan formerna för handeln bör få utvecklas av fondkommissionärerna, såsom ett market maker-system eller på annat lämpligt sätt. Genom att fondkommissionärer är under bankinspektionens tillsyn kommer handeln att stå under offentlig kontroll.

Handeln i noterade värdepapper får inte ske i former som gör att man inkräktar på börsmonopolet för Stockholms fondbörs. Flera remissinstanser har framhållit vikten av att det görs klart vilken handel som fondkommissionärerna kan medverka i utan risk för att överträda förbudet mot att driva fondbörsverksamhet.

Enligt 1 § fondbörslagen förstås med fondbörsverksamhet att köp- och säljanbud beträffande värdepapper regelbundet sammanförs för handel och notering av kurs. I definitionen ligger till en början att någon, en institution eller annan, organiserar sammanförandet av anbuden med syftet att få till stånd en handel och notering av kurser. Sammanförandet innebär att det skall vara fråga om en koncentrerad budgivning. Denna kan ske som f. n. på Stockholms fondbörs genom ett upprop men den kan också ske på annat sätt, t. ex. via ett datamaskinellt system eller vid telefonsammanträde med flera personer. Sammanförandet av sälj- och köpanbud måste vidare ske regelbundet. Enstaka tillfällen av koncentrerad budgivning är alltså inte att beteckna som fondbörsverksamhet. Slutligen har det ansetts ligga i sakens natur att även om värdepappershandel har nu nämnda kännetecken så är den ändå inte att beteckna som fondbörsverksamhet om den har liten omfattning. Om det är fråga om en omfattande

handel i ett värdepapper eller i flera värdepapper sammantagna blir det – om övriga förutsättningar föreligger – däremot fråga om fondbörsverksamhet.

Handeln i icke börsnoterade värdepapper sker dels direkt mellan privatpersoner, dels genom förmedling av fondkommissionärer. I fråga om ett mindre antal bolag förekommer i börsens lokaler en spontan handel mellan fondkommissionärerna via deras börsombud. Det är inte fråga om någon formaliserad verksamhet utan handeln tillgår så att de börsombud som har ett anbud att förmedla markerar detta på en tavla. Någon sammanställning i form av en särskild kurslista görs inte. Några tidningar lämnar emellertid information om de avslut som skett. I prop. 1978/79: 9 framhöll föredraganden att den nya börslagstiftningen inte fick leda till svårigheter för den marknadsmässiga handeln med aktier i mindre och medelstora företag eller deras möjligheter till ökad spridning. Han utgick från att börsstyrelsen inte skulle motverka den handel i oregistrerade papper som kan förekomma i börslokalerna.

Den handel med oregistrerade värdepapper som nu förekommer i börsens lokaler bedrivs under former som uppenbarligen inte är att anse som fondbörsverksamhet. Jag räknar med att en ökad handel av oregistrerade papper enligt ett market maker-system eller något annat lämpligt system, skall kunna utvecklas dels i börslokalerna på sätt som redan sker, dels utanför börsen via förmedling av fondkommissionär utan att fondbörsverksamhet uppkommer. Det får ankomma på tillsynsmyndigheten, bankinspektionen, att vaka över att handeln sker i former och omfattning som är förenliga med lagstiftningen på området. Avsikten är inte att den organiserade och omfattande handel och notering som den s. k. fondhandlarlistan avsåg skall återuppstå. Jag föreslår att termen "sammanförande" i definitionen av fondbörsverksamhet i 1 § fondbörslagen förses med ett tillägg så att innebörden – en koncentrerad budgivning enligt vad jag angett i det föregående – närmare framgår. Därigenom blir det i ett viktigt hänseende i lagtexten klarare än f. n. vad som skiljer fondbörsverksamhet från annan handel med värdepapper.

Som jag redan nämnt har fondkommissionärernas möjligheter att förvärva värdepapper för egen räkning betydelse för i vad mån de skall kunna medverka i en utvidgad handel med onoterade papper. Kommissionärerna behöver således hålla ett eget handelslager. Enligt 16 § fondkommissionslagen (1979: 748) är rätten för kommissionärerna att själva äga värdepapper begränsad. Detta beror på att man velat undvika de intressekonflikter som kan uppkomma om den som köper och säljer i kommission, dvs. handlar i eget namn för annans räkning, samtidigt handlar för egen räkning. Lagstiftningen innebär att anskaffningsvärdet av en kommissionärs egna innehav av aktier, emissionsbevis, andelar i aktiefonder och andelar i ekonomiska föreningar får uppgå till högst 2 milj. kr. eller till högst två procent av rörelsens genomsnittliga årsomsättning, dock högst 10 milj. kr. Mot bak-

grund av de senaste årens markant ökade omsättning på aktier och för att skapa utrymme för en ökad handel i onoterade värdepapper bör, som bankinspektionen föreslagit, ramarna utvidgas. Jag vill dock gå något längre än inspektionen och förordar att ramarna utvidgas från 2 milj. kr. till 4 milj. kr., från två procent till fyra procent och från 10 milj. kr. till 25 milj. kr.

2.3 Aktiefonders och aktiesparfonders placeringar i icke börsnoterade värdepapper

Departementsförslaget: Av en aktiefonds och en aktiesparfonds tillgångar får högst 10 % placeras i värdepapper som inte är börsnoterade och sannolikt inte heller blir noterade inom ett år. Värdepapperen skall vara svenska aktier och vissa skuldebrev samt – i fråga om vanliga aktiefonder – även svenska obligationer och förlagsbevis. Bankinspektionen får möjlighet att ge dispens från tioprocentsregeln när det gäller aktiesparfonder. Värdepapperen i fonden får som hittills värderas med ledning av marknadsvärdet (19 och 21 §§ aktiefondslagen, 3 § lagen om aktiesparfonder).

Utredarens förslag: Överensstämmer i sak med departementsförslaget. I fråga om vilka slag av onoterade värdepapper som skall få ingå i fonderna, inkluderas dock även delaktighetsbevis i svenska bolag som inte är aktiebolag. Dispens från tioprocentsregeln får ges endast i fråga om värdepapper med samma utfärdare. Värdering av fondens värdepapper får ske på grundval av marknadsvärdet eller annat motsvarande värde (se betänkan- det kap. 9 avsnitten 9.1–9.2.5).

Remissinstanserna: De flesta är positivt inställda till utredarens förslag. Några är dock kritiska, särskilt i fråga om de icke börsnoterade papperens värdering (se bilaga 3 avsnitt 4).

Skäl för departementsförslaget: I aktiefonder och aktiesparfonder kan, enligt de regler som gäller, placeras endast börsnoterade värdepapper. Papper som inom viss tid kan förväntas bli börsnoterade är dock också tillåtna placeringsobjekt. Bestämmelserna grundas på flera skäl. Det är av vikt att fondernas tillgångar placeras på ett så betryggande sätt som möjligt. Andelsägarna har rätt att få sina andelar inlösta omgående. Detta ställer krav på att fondens värdepapper skall ha ett marknadsvärde som lätt kan fastställas och omsättas i pengar.

Jag delar utredarens uppfattning att placeringar i aktier och andra värdepapper som ges ut av företag utanför börserna många gånger kan vara lönsamma investeringar. Det bör ligga i fondandelsägarnas intresse att de genom fonderna får möjlighet att tillgodogöra sig en del av tillväxten i dessa ofta mycket expansiva mindre företag. För företagens egen del

skulle fonderna kunna bidra med värdefulla tillskott av riskkapital. Även de internationella riktlinjer (riktlinjer för aktiefonder antagna av Europarådet den 19 september 1972) som varit förebild för den svenska aktiefondslagen, ger utrymme för placeringar i icke börsnoterade värdepapper upp till 10% av en fonds tillgångar. Sådana placeringar ställer dock höga krav på ekonomiska analyser. De flesta fondbolag torde ha tillgång till den erforderliga sakkunskapen och de har dessutom resurser att vid behov anlita utomstående experter.

Enligt min mening bör i stort sett samma typer av värdepapper kunna förvärfvas till *aktiefonder* som f. n. kan ingå i fonderna när det gäller börsnoterade papper. De värdepapper som närmast kan bli aktuella som placeringsobjekt är aktier, obligationer, förlagsbevis, konvertibla skuldebrev och skuldebrev med optionsrätt till nyteckning. Den nya regeln bör omfatta dessa värdepapper. Andelen sådana icke börsregistrerade papper bör dock med hänsyn till bl. a. säkerhetsaspekterna och överensstämmelsen med de internationella riktlinjerna på området, inte få överstiga 10% av en aktiefonds totala värde.

När det gäller *aktiesparfonderna* behandlades deras placeringrätt i samband med att det skattepremierade aktiesparandet utvidgades med s. k. företagsanknutna fonder. I prop. 1980/81: 45 avvisade den dåvarande ekonomiministern ett förslag om att aktiesparfonders medel skulle få placeras i olika slags värdepapper som inte noterades på börsen. Jag kan i och för sig fortfarande instämma i flera av de kritiska synpunkter som då anfördes. De senaste årens starkt ökade intresse av aktier som sparobjekt har emellertid i viss mån ändrat förutsättningarna för aktiefondssparandet. Det finns numera ett större intresse av att söka sig utanför börsen för att finna placeringsobjekt med god avkastnings- och tillväxtpotential. Jag vill också påpeka att det framstår som inkonsekvent att låta aktiesparfonder bildas av anställda vid stora börsnoterade företag och inte vid de små och medelstora företagen som ofta har ett större behov av kapitaltillskott och vars anställda ofta kan antas ha ett mera aktivt intresse av att bistå med sådant kapital. Jag är av dessa skäl beredd att föreslå att aktiesparfonderna också öppnas för placeringar i icke börsnoterade värdepapper. Till aktiesparfonderna bör endast få förvärfvas värdepapper av samma typer som de börsnoterade papper som aktiesparfonderna f. n. får placera i, nämligen svenska aktier, konvertibla skuldebrev och skuldebrev med optionsrätt till nyteckning. Härigenom kommer alltså enhetliga regler att gälla för både placeringar i onoterade papper och i börspapper.

Ett viktigt incitament för att bilda aktiesparfonder vid företag är de anställdas intresse av att företagen får ökade möjligheter att stärka sin ekonomiska ställning. För att fondernas tillskott inte skall bli alltför marginella finns det behov vid icke börsnoterade bolag att mer än 10% av fondkapitalet får placeras i värdepapper som getts ut av det egna bolaget. Bankspektionen bör mot bakgrund av bl. a. kravet på en lämplig riskför-

delning i fondernas portföljer genom dispens få fastställa i vilken utsträckning som tioprocentgränsen får överskridas. Detta kan bli aktuellt för ett fondsparande av anställda vid ett företag som trots att det inte är börsnoterat har en betydande storlek när det gäller antalet anställda, verksamhet och ekonomiska resurser. Ett annat dispensfall kan föreligga om flera mindre företag väljer att gå samman i en gemensam aktiesparfond med viss placeringsinriktning på de företagens papper. Någon bestämd gräns för denna dispensrätt bör inte fastställas men det bör dock ej få förekomma att mer än en fjärdedel av fondkapitalet koncentreras till ett eller ett par onoterade papper. Jag är således inte beredd att tillmötesgå de remissinstanser som föreslagit att ifrågakvarande slag av fonder skall få placera hela eller större delen av förmögenheten i icke börsnoterade papper.

Mitt förslag öppnar alltså möjligheter för anställda vid små och medelstora företag att bilda aktiesparfonder för placeringar med viss tonvikt på det egna företagens aktier och andra värdepapper. Eftersom antalet anställda i detta slags företag kan vara alltför begränsat för att bilda underlag för en fond, kan det vara lämpligt att flera sådana företag, som t. ex. är verksamma på samma ort, går samman i en och samma fond. Inom de kooperativa rörelserna kan aktiesparfonder bildas vid de rörelseägda, icke börsnoterade aktiebolagen. De som är anställda vid dessa bolag kan vara andelsägare i fonderna. Det möter emellertid inte något hinder att även andra personer än anställda, t. ex. medlemmar i konsument- eller producentföreningar, som har ett särskilt intresse för de närstående företagen, ansluter sig som andelsägare. Det är alltså inget krav på att andelsägarna måste vara anställda vid berörda företag. Jag vill här påpeka att detta och andra slags aktiesparfonder, som bildas vid icke börsnoterade företag utgör vanliga aktiesparfonder och inte faller under de särskilda reglerna för företagsanknutna fonder. Det utmärkande för sistnämnda fonder är att de kan bildas endast vid börsnoterade företag för anställda och skall ha samtliga tillgångar placerade i värdepapper i detta företag eller inom samma koncern.

Om en aktiesparfond, som bildats främst för anställda vid ett mindre företag, genom dispens tillåts inneha icke börsregistrerade värdepappersposter till mer än 10 % av fondens värde kan det också bli fråga om tillstånd att överskrida den fastställda gränsen för innehav av värdepapper med en och samma utgivare. I 21 § aktiefondslagen, som också gäller för aktiesparfonder, begränsas sådana innehav till maximalt 10 % av en fonds värde. Bankinspektionen får medge att procenttalet överskrids om särskilda skäl föreligger. I prop. 1974:128 s. 123 och 162–163 utvecklas närmare vad som skall anses vara sådana skäl.

Flera av remissinstanserna har föreslagit att de fondbolag som kommer att förvalta aktiesparfonder bildade vid mindre företag skall tillåtas arbeta under former som inte för med sig så höga kostnader för förvaltningen. Några instanser föreslår att fondbolagen skall kunna ha ett mer reducerat

aktiekapital än som hittills medgetts och inte vara förpliktade att ha offentliga ledamöter i styrelserna. Andra föreslår att fondbolagen inte skall vara skyldiga att anlita revisorer som utses av bankinspektionen. Jag kan för min del inte se att det finns tillräckliga skäl för att göra sådana undantag. Det är tvärtom av stor vikt att kontrollen av dessa fondbolag är effektiv eftersom placeringar i icke börsnoterade värdepapper ställer speciella krav på beslutsfattarna. Dessutom anser jag att den officiella prägeln som följer av att sparandet i fonderna är skattepremierat, gör att gällande krav på fondbolag bör behållas.

Jag inser att mindre aktiesparfonder kan drabbas av förhållandevis höga administrationskostnader. Detta kan emellertid undvikas om ett fondbolag åtar sig att förvalta flera fonder. Kostnaderna kan då fördelas mellan ett större antal andelsägare. Denna fråga behandlades i samband med att företagsanknutna fonder infördes. För vanliga aktiesparfonder gäller enligt bankinspektionens praxis att högst tre får förvaltas av samma fondbolag. Den dåvarande departementschefen ansåg det vara möjligt att öka detta antal när det gällde de speciella företagsanknutna fonderna (prop. 1980/81: 45 s. 15). När det gäller aktiesparfonder som bildas vid mindre företag bör det vara möjligt att sammanföra ett större antal, kanske 5–10, under ett och samma fondbolags förvaltning. Detta är liksom hittills en fråga som bankinspektionen har att ta ställning till utifrån omständigheterna i varje enskilt fall.

Enligt 6 § aktiefondslagen skall fondbolag ha ett visst aktiekapital som är relaterat till värdet av de fonder som bolaget förvaltar. Bankinspektionen kan medge undantag från detta kapitalkrav om det finns särskilda skäl för det. Sådana undantag har medgivits särskilt i fråga om företagsanknutna aktiesparfonder. Därvid har i vissa fall godtagits ett aktiekapital på lägst 100 000 kr. Den tillämpning av lagrummet som inspektionen sålunda givit uttryck för, synes väl avvägd även när det gäller fondbolag som förvaltar aktiesparfonder vid mindre företag.

Enligt 22 § aktiefondslagen får det i en aktiefond inte ingå mer än 5% av röstvärdet för samtliga aktier i ett och samma bolag. Flera remissinstanser har föreslagit att regeln ändras så att en större röstandel blir tillåten. Jag är inte beredd att föreslå några ändringar i detta avseende innan erfarenheter vunnits från tillämpningen av den lagstiftning som jag nu har föreslagit.

Jag skall härefter beröra den betydelsefulla frågan om värdering av fondernas innehav av icke börsnoterade värdepapper. De som investerar i en aktiefond eller aktiesparfond erhåller rätt till andel i fondens vid varje tidpunkt beräknade värde. Fondbolaget är skyldigt att fortlöpande beräkna andelsbevisens värden. Enligt gällande regler skall de värdepapper som ingår i en aktiefond eller en aktiesparfond värderas med ledning av marknadsvärdet (30 § aktiefondslagen). Om ett värdepapper köps och säljs på börsen, utgör marknadsvärdet den betalkurs eller någon av de betalkurser som noteras där. I den mån en handel med icke börsnoterade värdepapper

får en sådan omfattning att ett marknadspris härigenom kan konstateras, bör detta självfallet läggas till grund för värderingen. I övriga fall bör marknadsvärdet uppskattas. Därvid bör göras en så realistisk och objektiv värdering som förhållandena medger. Riktmärket bör alltså även i dessa fall vara det pris värdepapperen skulle åsättas vid en tänkt överlåtelse. Uppskattningen måste ofta bli ganska fri eftersom säkra hållpunkter kommer att saknas. Under sådana förhållanden måste värderingen präglas av en viss försiktighet och ske på ett sätt som överensstämmer med "god redovisningssed". Till ledning för uppskattningen får tjäna en bedömning av företaget i fråga på grundval av kvartalsrapporter, bokslut och andra upplysningar om företaget. Ett sålunda beräknat marknadsvärde bör omprövas så ofta det behövs. Detta måste givetvis ske t. ex. om en väsentlig förändring rörande företagets ledning eller driftsförhållanden inträffar. När ett verksamhetsår löper ut bör regelmässigt en tidigare gjord uppskattning omprövas.

Till skillnad från utredningen, som föreslagit införande av en regel om att man vid sidan av marknadsvärdet skall kunna använda annat motsvarande värde, t. ex. det värde länsstyrelserna bestämmer till ledning för beskattningen, anser jag att någon ny regel inte bör införas. I stället bör utgångspunkten som framgått fortfarande vara marknadsvärdet, även om det för icke börsnoterade värdepapper ofta torde få uppskattas. Jag är medveten om att det kommer att finnas behov av riktlinjer för hur uppskattningen bör göras och när en gjord uppskattning bör revideras. Det är därvid att märka att en fullständig aktieanalys är relativt kostsam och därför inte rutinmässigt kan upprepas beträffande samma företag. Det får enligt min mening ankomma på bokföringsnämnden att studera erfarenheterna när det gäller värderingen och söka utarbeta riktlinjer för värderingen av aktier med låg omsättning. Det kan vara lämpligt att nämnden därvid samråder med riksskatteverket. Jag har i denna fråga samrått med chefen för justitiedepartementet.

I anslutning till de nu angivna skälen för departementsförslaget vill jag erinra om att det inte är meningen att några skall kunna – bortsett från kombinationen en vanlig aktiesparfond och en företagsanknuten aktiesparfond – spara i flera aktiesparfonder på en gång (jfr. prop. 1977/78:165 s. 37, FiU 1977/78: 37 s. 18 och prop 1980/81: 45 s. 11). Enligt min mening bör det dock vara möjligt för en sparare, som före ett halvårsskifte gjort erforderliga insättningar i en aktiesparfond, att byta till en annan aktiesparfond och spara i denna till årets slut. Byte bör alltså enligt min mening kunna ske inte bara vid helårsskifte utan även vid halvårsskifte.

2.3 Övriga frågor

Som tidigare berörts (2.1) slopades den s. k. fondhandlarlistan vid 1981 års utgång. Till följd härav föreslås att värdepapper som upptagits på fondhandlarlistan stryks i 19 § andra stycket aktiefondslagen.

De lagändringar jag föreslår bör träda i kraft 14 dagar efter publicering i Svensk författningssamling. I fråga om 16 § fondkommissionslagen gäller f. n. en övergångsbestämmelse som innebär att paragrafen träder i kraft först den 1 januari 1985 för andra fondkommissionärer än banker. Motsvarande bör gälla den ändring som nu föreslås i paragrafen.

Lagändringarna har kunnat väsentligen utformas efter mönster av gällande bestämmelser i de berörda lagarna och är även i övrigt av enkel beskaffenhet. Enligt min mening är lagrådsgranskning därför inte påkallad.

När det gäller det skattebortfall som kan bli följden av de vidgade möjligheterna till skattefundsparande är det självfallet svårt att bedöma hur stort detta kan bli. Jag bedömer emellertid att bortfallet inte kommer att överstiga 10 milj. kr. per år.

3 Hemställan

Med hänvisning till vad jag nu har anført hemställer jag att regeringen föreslår riksdagen

att antaga inom ekonomidepartementet upprättade förslag till

1. lag om ändring i aktiefondslagen (1974: 931),
2. lag om ändring i lagen om aktiesparfonder (1978: 428),
3. lag om ändring i fondkommissionslagen (1979: 748),
4. lag om ändring i lagen (1979: 749) om Stockholms fondbörs.

4 Beslut

Regeringen ansluter sig till fördragandens överväganden och beslutar att genom proposition föreslå riksdagen att antaga de förslag som fördraganden har lagt fram.

Utredningens sammanfattning av sina överväganden och förslag (SOU 1981: 95)

De mindre och medelstora företagen är en viktig beståndsdel i den svenska ekonomin. I Sverige finns inalles ca 400 000 företag registrerade inklusive ca 100 000 jord- och skogsbruksföretag. Detta innebär att genomsnittligt var tionde yrkesverksam äger ett företag. Drygt 200 000 företag har anställd personal. Av dessa är endast 1 500 stora företag med 200 anställda eller fler, medan drygt 99 procent av företagen är mindre och medelstora, dvs. med mindre än 200 anställda. Av de mindre och medelstora företagen med anställd personal verkar ungefär hälften inom servicenäringarna, en knapp fjärdedel inom jord- och skogsbruk samt merparten av de övriga inom industrisektorn. Antalet företag har minskat något under senare år.

Företagsformen varierar. En inte ringa del av företagen drivs i form av handelsbolag eller kommanditbolag. Mest vanligt är dock aktiebolagsformen.

De mindre och medelstora företagen sysselsätter över en miljon människor. Omkring 350 000 sysselsätts i de 3 500 företag som har mellan 50 och 200 anställda och återstående 750 000 i företag med mindre än 50 anställda. Antalet sysselsatta inom industrin minskar, men i gengäld byggs service-
närings ut.

De mindre och medelstora företagen har en särskild betydelse då det gäller att skapa nya arbetstillfällen. Någon svensk undersökning i denna del har utredningen visserligen inte kunnat finna, men enligt utomlands gjorda mätningar har konstaterats, att den största andelen nya arbetstillfällen uppkommer just hos de allra minsta företagen. Bl. a. visar en amerikansk undersökning att företag med mindre än 50 anställda under perioden 1960–76 svarade för ungefär 75 procent av alla nya arbetstillfällen.

De mindre och medelstora företagen spelar också en viktig roll som grogrund för innovationer. Merparten av nya produkter, affärsidéer och tillverkningsprocesser växer fram just inom denna företagsgrupp.

De mindre och medelstora företagen är ofta mer flexibla än större företag och kan lättare anpassa sig till förändrade konjunktursituationer, vilket kan vara positivt nationalekonomiskt sett. Även ur en rad andra synpunkter, exempelvis såsom underleverantörer och främjare av en god arbetsmiljö, spelar de mindre företagen en viktig roll.

Det är därför naturligt att man från samhällets sida, inte minst i landets nuvarande ekonomiska läge, slår vakt om de mindre och medelstora företagen så att de på ett effektivt sätt kan fullgöra sin roll i samhällsekonomin. Det är bl. a. mot denna bakgrund som förevarande utredning om de mindre och medelstora företagens finansiella situation har tillsatts.

Just finansieringsfrågorna har under senare tid av företagen upplevts som alltmer väsentliga. Detta bekräftas av olika enkäter. Att så är fallet är föga förvånande. Det har sin förklaring bl. a. i den under de senaste åren raskt stigande räntenivån, som fört med sig betydande kostnader för kapital, liksom i ett antal andra yttringar av den alltmer accelererande inflationen.

Utredningen har försökt att närmare kartlägga de mindre och medelstora företagens finansiella situation. Bl. a. med hänsyn till att det rör sig om en mycket stor och heterogen grupp företag är det dock svårt att få en helt klar bild.

Vad man kan konstatera är bl. a. att soliditeten försämrats och nu ligger på en nivå som inte kan anses tillfredsställande, allra minst i en inflationsökonomi. Detta innebär att den finansiella motståndskraften är alltför låg, vilket också visat sig i ett ökat antal konkurser.

Vidare kan konstateras, att de ökade kostnaderna för kapitalet inte har kunnat kompenseras genom en ökad lönsamhet. Tvärtom har de senaste åren ett kraftigt gap uppstått mellan låneräntan och den genomsnittliga avkastningen på det kapital som arbetar i företagen. Detta innebär att företagens och företagens ekonomiska möjligheter och vilja att göra investeringar minskat. Tilltänkta investeringar och expansionsplaner som hade kunnat bli till gagn såväl för företagen som för landet har i stället i stor utsträckning måst skrinläggas.

Att så är fallet är i och för sig ganska naturligt. Det tar nämligen ofta flera år innan en satsning börjar betala sig. Låt oss anta att introduktionstiden för en ny produkt är fem år, vilket den ofta är. I ett inflationslöst samhälle med en realränta av tre procent som läggs till kapitalskulden stiger denna under en sådan period från index 100 till index 116. Om räntenivån i stället är 20 procent stiger den ackumulerade kapitalskulden från index 100 till index 250! Det är inte svårt att förstå att detta har en starkt hämmande effekt på viljan att skuldsätta sig och våga en satsning, även om man har höga lönsamhetsförväntningar för åren efter det att produkten väl är introducerad.

Någon svensk undersökning som bekräftar detta har inte gjorts. Där- emot finns en amerikansk undersökning från 1980 som visar att det höga ränteläget medförde att ca 80 procent av de mindre företagen med under 100 anställda inställde eller senarelade planer på att bygga ut verksamheten. Man kan föreställa sig vilka effekter en sådan utveckling får på företagandet och samhällsekonomin.

Utredningen har mot denna bakgrund studerat hur de mindre och medelstora företagens kapitalförsörjning är ordnad liksom olika typer av finansieringsmöjlighet och intresse av att medverka.

Det egna kapitalet tillhandahålls till övervägande del av företagen själva och i någon mån av dem närstående personer och vissa institutionella placerare. Då tillskott sker mot nyemission av aktier underlättas

detta genom de s. k. Annell-reglerna. Lånekapitalet tillhandahålls framför allt av banker, hel- och halvstatliga mellanhandsinstitut samt finansbolag.

Utredningen konstaterar att samtidigt som företagen har en försämrad finansiell situation och minskad benägenhet för expansiva investeringar har det blivit mindre attraktivt för kapitalplacerarna att satsa i de mindre och medelstora företagen. Även detta sammanhänger i stor utsträckning med inflationsekonomins effekter. I och för sig synes det finnas gott om kapital på marknaden, men detta söker sig till andra typer av placeringar, exempelvis i realvärden och till placeringar med mindre risk än dem som normalt förknippas med satsningar i mindre och medelstora företag. En bidragande orsak har varit att kapitalplaceringar i större, börsnoterade företag på olika sätt gynnats under senare år, exempelvis genom sparstimulanser. Detta är i och för sig positivt, men genom att de icke börsnoterade företagen inte åtnjuter samma förmåner har de fått en diskriminerad ställning och haft svårt att behålla sin del av kapitalflödena.

Det har i debatten gjorts gällande att bankerna i sin långivning missgynnade de mindre företagen, särskilt då nystartade företag och satsningar på nya produkter.

Visserligen har de mindre företagens andel av bankutlåningen minskat men någon medveten politik från bankernas sida att strypa kapitalförsörjningen till mindre och medelstora företag har utredningen dock ej kunnat finna. I stället har olika specialinstitut och finansbolag, som inriktat sig på leasing och factoring, samt det staliga kreditstödet tagit över en del av bankernas roll. Noteras kan också att ett flertal banker på senare tid avdelat särskilda resurser, om än begränsade, för speciella små företags-satsningar.

Vad kan man då göra för att förbättra de mindre och medelstora företagens finansiella situation så att deras fortsatta satsningar inte hämmas? Att något i nuvarande läge bör göras har under utredningens hearings inte ifrågasatts av någon, bl. a. med tanke på att en stagnerande eller reducerad ekonomisk aktivitet hos småföretagen får uppenbara negativa effekter för samhällsekonomin.

En mängd synpunkter med förslag till åtgärder för att värna om de mindre och medelstora företagens situation har förts fram såväl till utredningen som i andra fora.

För att börja med en ofta framförd synpunkt av mer allmän karaktär, så har det gjorts gällande att förbättringar enbart på det finansiella området batar föga. Det krävs, menar man, att också det allmänna företagarklimatet förbättras, eftersom annars de nog så viktiga psykologiska förutsättningarna för fortsatta satsningar inte kommer att föreligga.

Som det nu är, hävdar man, upplever sig företagarna missgynnade för att inte säga "förföljda" av samhället och känner osäkerhet inför framtiden, vilket utgör en hämsko på expansionslusten. Detta sammanhänger med att man från samhällets sida infört en mängd restriktioner, en allmänt besvä-

rande byråkratisk ordning och också vidtagit åtgärder ägnade att underblåsa en allmänt misstänksam attityd mot företagande.

Även om utredningens uppgifter begränsar sig till det finansiella området anser sig utredningen inte utan vidare kunna gå förbi dessa synpunkter. Utredningen vill därför framhålla att vad som krävs är inte blott åtgärder som förbättrar den finansiella situationen utan ett betydligt bredare batteri av åtgärder.

Ett första steg i sådan riktning togs i regeringens småföretagsproposition (prop. 1977/78: 40), vilket i någon mån synes ha vänt den negativa psykologiska trenden. Nu krävs ett fördjupat helhetsgrepp med åtgärder inom en rad områden, exempelvis det byråkratiska regelsystemet, finansieringen, anställningsfrågorna, skatterna m. m. så att ett positivare företagarklimat skapas utan de många hinder som dagligen lägger hämsko på expansionslusten. Utredningen vill särskilt understryka att ett väsentligt element i ett sådant åtgärdsprogram är att den uppfattning, som ett stort antal företagare alltjämt hyser om att de är missgynnade och "förföljda" av samhället förändras. Det bör i stället vara en strävan för samhället att etablera en allmän insikt om att det arbete som denna företagsgrupp utför är till allmän nytta för oss alla. Först härigenom kan man uppnå de nog så viktiga psykologiska förutsättningarna för ett expanderat företagande.

I det sammanhanget bör också understrykas, att den osäkerhet som alltjämt består om risken för att någon form av kollektiva löntagarfonder menligt skall inverka på småföretagarnas möjlighet att själva driva sina företag i framtiden, vid hearings har framhållits som en inte oväsentlig faktor som hämmar fortsatta satsningar.

En annan grupp av förslag hänför sig till åtgärder för att förbättra företagens lönsamhet. Bl. a. har hävdats att höga kapitalkostnader i sig inte är roten till problemen utan företagens otillfredsställande lönsamhet. Vad som i första hand borde åtgärdas är därför lönsamhetsförutsättningarna.

Uppenbarligen ligger det mycket i detta. Med en högre lönsamhet ökar självfinansieringsförmågan och det blir också lättare att bära höga kapitalkostnader för de medel som även så måste tillföras från externa källor.

Att höja företagens lönsamhet är emellertid inte så helt enkelt. Svårigheterna bottnar till stor del i den accelererande inflationen. Att bekämpa inflationen framstår därför som centralt. De åtgärder som torde erfordras är också framför allt av allmän ekonomisk-politisk natur eller beroende av förhandlingar mellan arbetsmarknadens parter. De faller därmed utanför ramen för denna utredning.

Det är emellertid inte bara företagens lönsamhet som är viktig utan också lönsamheten för ägarna/företagarna. Denna sammanhänger givetvis med företagens lönsamhet men är även till stor del beroende av skattesystemets effekter för företagarna personligen, vilka försvårat för företagarna att, särskilt i en accelererande inflation, få sina satsningar i företagen lönsamma. Detta verkar också hämmande på investeringsviljan. Ett antal

utredningar har tillsatts med uppgift att granska skattefrågorna, och det är närmast deras uppgift att göra en för dagens situation anpassad avvägning mellan fördelningspolitiska och samhällsekonomiska hänsyn och försöka lösa de uppkomna problemen. Utredningen vill dock för sin del understryka vikten ur samhällsekonomisk synpunkt av att skatterättsliga förbättringar för företagen genomförs. Man kan nämligen inte bortse från att det är naturligt för företagen att göra en samlad bedömning av utvecklingen av företagens ekonomi och den egna personliga ekonomin och att det är denna samlade lönsamhetsbedömning, som påverkar expansionsbenägenheten.

Viktig är också att den osäkerhet som många företagare upplever beträffande risken för försämringar av deras skatterättsliga situation undanröjs.

En annan grupp av förslag går ut på att införa en ordning, så att de mindre och medelstora företagen skulle få tillgång till billigt, subventionerat, lånekapital. Man har därvid hänvisat bl. a. till den ordning som gällt på bostadsfinansieringsområde och betonat att en utveckling av företagandet framstår som minst lika viktig ur samhällssynpunkt. Utomlands finns också ett flertal exempel på en sådan subventionerad ordning. Hänvisning har också skett till de obligationer med skattefri avkastning som förekommer i vissa länder. Utredningen är emellertid för sin del inte i första hand beredd att föreslå sådana lösningar. Detta sammanhänger med flera omständigheter, främst att soliditeten därigenom inte skulle förbättras.

Därmed är inte sagt att det inte finns ett antal förbättringar som behöver göras för att underlätta de mindre och medelstora företagens försörjning med lånekapital. Utredningen avser att återkomma härtill i ett senare betänkande.

Ett annat förslag som förts fram är att särskilt nystartade företags finansiella situation borde förbättras genom att de under de första åren inte skulle behöva erlägga sociala avgifter eller att de i vartfall skulle ha möjlighet att behålla dessa avgifter såsom arbetande kapital i rörelsen. Utredningen, som enligt sina direktiv har att se på frågan om återlånen från AP-fonderna, fortsätter sina överväganden i dessa frågor och kommer också i denna del att återkomma i ett senare betänkande.

Inte minst med hänsyn till behovet av en förbättrad soliditet bör i stället lösningen på problemen i första hand sökas inom ramen för förbättrade möjligheter att attrahera externt riskvilligt kapital. Merparten av de förslag som framförts till utredningen tar också sikte på detta.

Utredningen har därför funnit det naturligt att som ett första steg behandla frågorna om det riskvilliga kapitalet i ett delbetänkande.

Frågan om möjligheten att öka utbudet av riskvilligt kapital till de mindre och medelstora företagen är förvisso inte ny, utan har övervägts tidigare i ett flertal sammanhang. Ett tillvägagångssätt som förespråkats och tillämpats har varit att låta investmentbolag och andra mellanhandsin-

stitut förvärva minoritetsposter i dessa företag. Erfarenheterna visar emellertid att det har varit svårt, bl. a. med hänsyn till kapitalmarknadens utveckling och skattesystemets utformning, att få en tillfredsställande avkastning på sådana satsningar. En annan hämmande faktor har varit att det varit svårt att vid behov avyttra värdepapper av detta slag på grund av den begränsade handel som förekommer med sådana papper. Av betydelse i sammanhanget är också företagens egen inställning. För den typiske småföretagaren ter det sig ofta motbjudande att försöka locka till sig riskvilligt kapital om han samtidigt måste avstå från en del av äganderätten och kontrollen till företaget. Delat ägande kan också leda till konfliktsituationer beträffande vilken utdelningspolitik som företaget skall föra. Vidare kan ett spridande av ägandet till en större krets också föra med sig att företaget ur skattemässig synpunkt kommer att behandlas på ett annat sätt än vad som gäller för ett utpräglat fåmansföretag.

Utredningen har övervägt hur man på ett lämpligt sätt skall kunna eliminera dessa hämmande faktorer och hur man skall kunna finna former för att öka tillskottet av riskkapital till mindre och medelstora företag.

Utredningen har därvid granskat det ibland framförda påståendet att tillgången på riskvilligt kapital skulle vara bristfällig. Utredningen anser att detta inte är riktigt. Tvärtom bekräftas bl. a. från bankhåll att det finns gott om kapital och även riskvilligt sådant i marknaden. Men detta kapital söker sig för närvarande till andra placeringar.

Problemet är alltså hur man skall kunna göra det mer attraktivt för finansierarna att satsa kapital i mindre och medelstora företag och samtidigt – vilket kan låta som en utopi – åstadkomma att villkoren för sådana placeringar ur företagets synpunkt är eller åtminstone ter sig mer förmånliga än de villkor som är förknippade med gängse lånekapital. Det sistnämnda är i dagens läge en väsentlig förutsättning för att företagets investeringsbenägenhet skall öka.

Utredningen för vissa principresonemang rörande de angivna problemställningarna, bl. a. beträffande vilken inverkan en hög inflation parad med ett högt skattetryck har på finansierarnas placeringsöverväganden. Bl. a. konstaterar utredningen att kombinationen hög inflation – hög skatt gör det praktiskt taget omöjligt att genom någorlunda "normala" placeringar ens bevara insatskapitalets realvärde intakt (vilket bl. a. förklarar den ökade benägenheten för spel med en liten men dock chans till storvinst och därmed positiv realförräntning). Denna utveckling leder till utomordentligt komplicerade investeringsbedömningar. Erfarenhetsmässigt medför detta att även vissa mindre förändringar i t. ex. skattesystemet kan få tämligen stora effekter på kapitalströmmarna. Som exempel kan anföras utvecklingen – upp och ner – på premieobligationsmarknaden och i fråga om aktiesparfonderna.

Finansierarna blir alltså under de angivna betingelserna hänvisade till att välja det minst dåliga av olika placeringsalternativ. Detta kan – men

behöver ingalunda – innebära exempelvis att de blir mer benägna att avstå från en initial direktavkastning, särskilt om en förlust är avdragsgill, och i stället hoppas på en något rejälare värdetillväxt senare. Det kan också innebära att en finansär, i syfte att uppnå den minst dåliga genomsnittliga nettoavkastningen är beredd att ställa sitt kapital till förfogande på villkor som ger en lägre direkt bruttoavkastning än gängse lånekapital.

Båda dessa effekter kan vara till fördel för de låntagande företagen. Dels har dessa i ett av inflationen framtvingat högt ränteläge ett utpräglat behov av kapital som kan vänta med direktavkastning och som är berett att i tiden anpassa avkastningskraven till ett investeringsprojekts återbetalningsförmåga. Dels har de, som tidigare berörts, behov av att finna kapital som har lägre bruttoavkastningskrav än gängse lånekapital.

Att dra några säkra slutsatser om hur finansärens bedömningar skall kunna influeras så att de finner det attraktivare att placera i produktiva objekt, typ mindre företag, låter sig inte göras på grund av de mycket komplicerade samband som enligt vad nyss sagts råder mellan olika inflations- och skatterelaterade placeringsbedömningar. De enda någorlunda säkra antaganden som kan göras är

att finansierarnas vilja att placera i mindre och medelstora företag går att påverka och förmodligen även genom ganska marginella åtgärder

och att de därvid märkligt nog kan ställa riskkapital till förfogande på villkor som för det kapitalberoende företaget ter sig attraktivare än gängse lånekapital.

På grund av de komplicerade sambanden i bedömningarna är det också svårt att dra några säkra slutsatser om i vilken omfattning företagens investeringsbenägenhet kan öka om de får en större tillgång på kapital, som är berett att i tiden anpassa avkastningskraven och som ställs till förfogande på i övrigt förmånligare villkor än gängse lånekapital. Därmed blir det också utomordentligt vanskligt att avgöra hur stora tillskott av riskkapital som erfordras för att den ekonomiska aktiviteten hos våra mindre och medelstora företag inte skall stagnera. En grov uppskattning ger vid handen att det vid oförändrat ränteläge skulle krävas årliga tillskott av externt riskvilligt kapital i storleksordningen minst fyra miljarder kr om investeringsnivån från 70-talets andra hälft skall kunna bibehållas.

Eftersom nytillskotten av externt riskvilligt kapital i mindre och medelstora företag, vid sidan av företagarens egna insatser, under senare år kan antagas ha varit blygsamma måste så gott som hela det erforderliga tillskottet ske från "nya" finansierare i den mån företagen själva inte orkar klara tillskotten.

Med hänsyn till att det sålunda i dagens inflations- och skattesituation rör sig om utomordentligt komplicerade bedömningar har utredningen avstått från att bygga sina förslag på teoretiska modeller. Utredningen har i stället valt att försöka lyssna till de förslag som framlagts av personer som har betydande erfarenhet av såväl finansierarnas som företagens finan-

sieringsbedömningar. Utredningen har också nära samarbetat med ett antal organ som löpande kommer i kontakt med hithörande spörsmål, såsom STU, bankerna, utvecklingsfonderna, fondkommissionärerna och börsledningen. Utredningen har också försökt dra nytta av de erfarenheter som gjorts utomlands.

Genom de svenska ambassaderna i OECD-länderna har utredningen erhållit ett omfattande material som belyser dessa frågor. Materialet visar att i flertalet OECD-länder har selektiva åtgärder vidtagits för att på olika sätt stimulera riskkapitaltillskott till de mindre och medelstora företagen. Förenklat uttryckt består åtgärderna i allmänhet i att man genom skattelättnader av olika slag försökt öka benägenheten för risktagande. På flera håll har man också skapat förutsättningar för bildande av särskilda invest-mentbolag med förmånliga villkor, t. ex. i USA, s. k. Small Business Investment Companies. I vissa länder, i synnerhet de anglosachsiska, har man också öppnat möjligheter för en mer omfattande handel med andelar i småföretag.

Vad gäller utländska förebilder finner utredningen det emellertid angeläget att framhålla, att det föreligger väsentliga skillnader mellan Sverige och många av de andra OECD-länderna. En sådan skillnad är utformningen av vårt skattesystem, vilket gör det betydligt svårare att få en satsning i minoritetsposter i aktier lönsam i Sverige än i andra länder.

Detta belyses exempelvis av en amerikansk undersökning som visar det utbyte en någorlunda förmögen kapitalplacering får av en sådan satsning i olika länder. Undersökningen utgår från en vinst före skatt på 100 enheter dollar, kronor etc. i företaget. Om målsättningen är att så mycket som möjligt av denna vinst skall tillföras kapitalplaceringen erhåller denne sedan såväl företagets som hans egna skatter betalts följande utbyte av sin satsning:

Västtyskland	44 kr
Frankrike	43 kr 90 öre
Storbritannien	25 kr
Nederländerna	14 kr 60 öre
Sverige	6 kr 75 öre

Medan den västtyske placeraren av varje hundralapp som företaget tjänar före skatter får behålla 44 procent efter skatt får hans svenske kollega endast behålla mindre än sju procent!

Även om vår utredning inte i första hand skall syssla med skatter, kan inte utredningen underlåta att framhålla de dramatiska effekter den svenska dubbelbeskattningen sålunda leder till. En naturlig slutsats är därför att den mest effektiva åtgärden för att förbättra kapitalförsörjningen till de mindre och medelstora företagen vore att för dessa företag slopa den nuvarande dubbelbeskattningen främst då i finansiarledet. Denna fråga övervägs för närvarande av kapitalvinstkommittén.

En annan slutsats som föränleds av de angivna förhållandena är att svårigheten att göra riskkapitalsatsningar attraktiva i Sverige delvis bottnar i den ensidiga fokusering på placering i aktier som ägt rum i Sverige under senare år. Denna är en följd bl. a. av att sådana placeringar rönt särskild uppmärksamhet från massmedia och från olika sammanslutningar som huvudsakligen koncentrerar sitt intresse på börsföretagens kapitalförsörjning. Sett i ett historiskt perspektiv är inte aktiebolagsformen den mest naturliga företagsformen för ett småföretag. Under århundraden har andra företagsformer framstått som lämpligare för just småföretag och även andra finansieringsformer än tillskott i utbyte mot aktier.

Utredningen har därför sett det som en naturlig första utgångspunkt att inventera de olika finansieringsformer som står till buds och undersöka om inte en del av lösningen på finansieringsproblemen ligger i ett förbättrat utnyttjande av andra sådana finansieringsformer.

Finansieringsformer

En väsentlig utgångspunkt för utredningens överväganden har varit det stora antalet företag som berörs, närmare 400 000, om alla medräknas. Det är självklart att då man rör sig med så många företag kan det inte bara vara en enda finansieringsform som är lämplig. Behovet och förutsättningarna varierar starkt mellan olika grupper och typer av företag. Det fordras därför också att det finns tillgång till en mängd olika finansieringslösningar. Kapitaltillskott genom aktieteckning är blott en av dessa. Det finns emellertid också en rad andra finansieringsformer att tillgå. Dessa har dock numera kommit att utnyttjas i relativt liten utsträckning. Detta synes bero på flera orsaker. En orsak är den relativt begränsade kännedom som såväl företagare som kapitalplacere har om dessa alternativa finansieringsformer. En annan orsak är att vissa alternativa finansieringsformer undan för undan genom olika lagstiftningsåtgärder blivit mindre brukbara i praktiken. I andra fall har en växande osäkerhet om tillämpningen av gällande rättsregler bidragit till en motvilja att pröva på och utnyttja dessa alternativa finansieringsformer.

Utredningen är väl medveten om att en del av de rättsregler som införts är att se som ett naturligt led i vårt alltmer komplicerade samhällssystem och att vissa rättsregler tillkommit för att förhindra missbruk i bl. a. skattehänseende. Självfallet skall missbruk stävjas, men utredningen anser att detta bör ske i former som inte samtidigt verkat hämmande på seriösa företagares expansionssträvanden. Exempelvis har införts den s. k. generalklausulen mot skatteflykt. Detta bör kunna medföra att ett antal tidigare specialregler, som tillkommit i syfte att hindra skattemissbruk men som också hindrar seriöst företagande, nu elimineras.

Utredningen anser det sålunda väsentligt att ett antal alternativa finansieringsformer ånyo görs brukbara och attraktiva samt att man sprider kännedom om dem bland såväl företagare som kapitalplacere.

En sådan finansieringsform som ligger nära sedvanliga aktier är *preferensaktier*. Det finns också möjlighet att ge ut *aktier i olika serier* med olika röstvärde. Fördelen med dessa alternativ är bl. a. att det mindre företaget kan bedriva en differentierad utdelningspolitik. Nackdelen är att alla aktier omfattas av samma dubbelbeskattningssystem.

En annan väg är att man i stället för aktiebolag som företagsform väljer handelsbolag. Förvärv av *andel i handelsbolag* lämpar sig framför allt för aktiva finansiärer, exempelvis då en uppfinnare söker en partner med administrativ och finansiell erfarenhet.

Besläktat med handelsbolaget är *kommanditbolaget*. Förvärv av andelar i kommanditbolag är en urgammal finansieringsform. Det är en lämplig form för passiva kapitalplaceringar att satsa i småföretag. En fördel är att om risktagandet leder till förlust blir denna avdragsgill för kapitalplaceringen. Det finns dock idag regler som försvårar utnyttjandet av kommanditbolagsformen. En är den skattemässiga bedömningen av företagandets driftställe, vilket särskilt missgynnar företag i glesbygd. En annan är de regler som sammanhänger med utdebitering av socialavgifter. Utredningen föreslår förändringar i dessa avseenden för att underlätta utnyttjandet av kommanditandelar såsom finansieringsform.

Osäkerhet om vilka regler som kan komma att gälla för den framtida skattemässiga behandlingen av såväl handels- som kommanditbolagen är också en hämmande faktor. Företagsskattekommittén har ett särskilt uppdrag i denna del. Utredningen vill för sin del framhålla vikten av att de berörda bolagen inte görs till självständiga skattesubjekt. Genom en lagändring 1977 öppnades ökade möjligheter att utnyttja s. k. *vinstandelslån*. Sådana s. k. *participating debentures* är en vanlig finansieringsform i vissa länder. Finansieringsformen har flera fördelar. En är att företagaren därvid slipper släppa ifrån sig äganderätt och kontroll över företaget. En annan är att räntan relateras till vinsten. Det innebär att företaget under ett uppbyggnadsskede eller i dåliga tider inte belastas med räntekostnader, medan samtidigt kapitalplaceringen har möjligheter till goda förtjänster om företaget utvecklas väl. Möjligheterna att utnyttja vinstandelslån är föga kända i Sverige. På senare år har emellertid några institut såsom Företagskapital AB, Svetab, AP-fonden m. fl. börjat nyttja denna finansieringsform och funnit den mycket användbar.

I vissa fall krävs dock dispens av riksskatteverket för att vinstandelslånen skall kunna utnyttjas på ett riktigt sätt.

Utredningen föreslår en förenkling i denna del. Vidare har riksbanken med stöd av lagen om kreditpolitiska medel intagit en restriktiv hållning till vinstandelslånen i vissa fall. Det är angeläget att nya diskussioner tas upp i denna fråga.

En finansieringsform som vunnit ökad utbredning bland börsföretag under senare tid är utgivandet av *konvertibla skuldebrev*. Utredningen pekar på möjligheterna till en utökad användning av denna finansierings-

form också i mindre och medelstora företag. Närbesläktade är *skuldebrev med optionsrätt* till aktieteckning. Dessa kan vara särskilt lämpliga då företagaren hoppas genom återlösen framgent kunna begränsa en spridning av ägandet.

En annan finansieringsform som i mycket begränsad uträkning har börjat utnyttjas på senare tid är placering i *patenträttsandelar*. Även denna finansieringsform öppnar möjlighet för en placerare att utan deläggande i företaget njuta frukterna av en positiv vinstutveckling. Även i denna del finns dock vissa skattemässiga spörsmål som behöver klarläggas. En är frågan om bedömningen av företagandets driftställe.

Utökade möjligheter till handel med andelar och värdepapper

Att man ser över och förbättrar arsenalen av finansieringsinstrument är inte tillfyllest. Man måste också skapa förbättrade möjligheter för handel med sådana andelar och värdepapper. Ett naturligt önskemål från de flesta kapitalplacerare är nämligen att det skall vara lätt att göra en placering och vidare att man vid varje given tidpunkt skall kunna avveckla sitt engagemang och omvandla det till likvida medel. En fungerande marknad är också väsentligt som en värdemätare på hur kapitalplaceraren likaväl som företaget har lyckats i sin satsning.

Den etablerade handeln med aktier och andra värdepapper sker över fondbörsen och genom förmedling av fondkommissionärerna. Fondbörsen har en monopolställning. Regelsystemet gäller börsnoterade värdepapper. Några mer systematiska försök med en handel och notering av icke börsnoterade värdepapper har däremot knappast skett.

Utredningen föreslår i samråd med börsledningen och fondhandlareföreningen att förutsättningar skapas för en utökad handel med aktier, andelar i bolag och andra värdepapper i syfte att omfatta även placeringar i mindre och medelstora företag. Denna handel bör huvudsakligen ske i två former. Den ena innebär att en ny lista, en s. k. A III-lista, tillskapas på fondbörsen för handel med aktier i medelstora företag. Skillnaden mellan denna A III-lista och nuvarande A I- och A II-listorna är att tillträdeskraven för att ett företag skall bli uppfört på listan blir mindre stränga än vad som nu är fallet på de andra listorna.

De företag som skulle kunna vara intresserade av tillträde till A III-lista är tämligen få, överslagsvis högst ett femtiotal.

För handel med aktier, andelar och andra värdepapper som berör mångfalden av övriga småföretag föreslår utredningen en annan väg. Utredningen har här hämtat sin förebild i de anglosachsiska länderna där det finns ett system enligt vilken fondkommissionärerna åtar sig att hålla en marknad för handel med sådana värdepapper. En fondkommissionär åtar sig att vara huvudmäklare och blir tillsammans med en eller flera andra kommissionärer, s. k. market maker. Någon regelbunden handel förväntas

inte men noteringar om market maker's köp- och säljkurs kan ges löpande. Köp och försäljning kan givetvis ske när som helst, varvid prisnivån fastställs av marknadskrafterna. Saknas vid ett givet tillfälle annan köpare åtar sig market maker att förvärva värdepapperet till angiven köpkurs. För att systemet skall fungera krävs rätt för fondkommissionärerna att hålla ett buffertlager av berörda värdepapper. Utredningen har förstått att bankinspektionen i annat sammanhang överväger att medge förenklade regler för fondkommissionärerna i detta avseende. Med de båda angivna systemen anser utredningen att tillfredsställande möjligheter öppnas för erforderlig handel med andelar m. m. i mindre och medelstora företag.

Vidgade möjligheter för institutionella och privata finansörer att satsa i mindre och medelstora företag.

Utredningen har inventerat förutsättningarna för olika tänkbara grupper av finansörer att satsa i mindre och medelstora företag. Ett särskilt intresse knyter sig till de institutionella placeringarna såsom investmentbolag, aktiefonder, aktiesparfonder, vissa hel- och halvstatliga institut, försäkringsbolag m. fl. Flera av dessa har idag ingen eller endast en begränsad möjlighet att placera i mindre och medelstora företag. Aktiefonderna har t. ex. idag inte lagligen rätt att göra sådana satsningar. De kapitaltillgångar som förvaltas av sådana institutionella kapitalplaceringar är betydande. Utredningen finner det angeläget att möjligheterna vidgas för dessa att göra satsningar i mindre och medelstora företag. Genom hearings med berörda institutioner har utredningen kunnat konstatera att det finns ett påtagligt intresse för en sådan placeringmöjlighet. Utredningen vill understryka att det hos sådana placeringar finns ett betydande kunnande och erfarenhet som det kan vara befruktande för de mindre och medelstora företagen att få del av.

Utredningen föreslår därför att aktiefonderna får rätt att placera högst tio procent av sina tillgångar i aktier, andelar och andra värdepapper som inte är börsnoterade. Den angivna gränsen överensstämmer med en rekommendation från OECD. Utredningen har inhämtat att bankinspektionen inte kommer att ställa sig avvisande till ett sådant förslag. Motsvarande bör gälla aktiesparfonderna. Även andra fonder, stiftelser m. fl., vilkas bestämmelser har fastställts av regering och riksdag föreslås på ansökan kunna medges rätt placera sina tillgångar i aktier, andelar och andra värdepapper utan begränsning till börsintroducerade papper.

Vad gäller aktiesparfonder föreslår utredningen vidare att anställda vid icke-börsnoterade företag visserligen inte bör ges möjlighet att bilda rena företagsanknutna aktiesparfonder, men väl "företagsanknutna" fonder med riskspridning. Dessa bör till 20–25 procent kunna få inneha aktier, andelar och andra värdepapper i det egna företaget.

För försäkringsbolagens del aktualiseras bl. a. den tidigare berörda frågan om riksbanken och lagen om kreditpolitiska medel, bl. a. i vad avser vinstandelslån.

Utredningen vill understryka att det inte bara bör kunna bli ett betydande direkt kapitaltillskott till de mindre och medelstora företagen från dessa institutionella placerare. De intar också en framträdande position i opinionsbildningen när det gäller kapitalplaceringar och bör alltså kunna få en banbrytande effekt även när det gäller andra grupper.

När det gäller enskilda privata finansiärer har tillskotten av riskvilligt kapital hittills kommit främst från ägarna/företagarna själva och dem närstående personer. Utredningen vill dels slå vakt om dessas möjligheter till fortsatta tillskott, dels vidga möjligheterna även för andra grupper privatpersoner, såsom "professionella" kapitalplacerare, anställda och även en bredare allmänhet att göra sådana satsningar.

När det gäller ägarna/företagarna själva och de "professionella" kapitalplacerarna kommer intresset och möjligheterna till fortsatta kapitaltillskott att till stor del bero på skattesystemets utformning. Utredningen vill härvid särskilt framhålla vikten av att de kommande regler som berör rätten till underskottsavdrag utformas så att tillskott inte försvåras eller omöjliggörs. Annars torde förutsättningarna för ett livskraftigt och expansivt företagande dramatiskt försämrats, med allvarliga samhällsekonomiska konsekvenser.

När det gäller närstående, anställda och även en bredare allmänhet torde intresset att satsa i mindre och medelstora företag till stor del bli avhängigt av att sparstimulanser blir tillämpliga även för sådana placeringar och ej blott för placeringar i börsnoterade företag. Inte minst när det gäller de anställda har till utredningen framförts ett antal förslag om hur man skall kunna stimulera en fördjupad ekonomisk relation med det egna företaget.

— — —

Marknadsföring

För att de åtgärder utredningen har föreslagit skall få avsedd effekt är det viktigt att möjligheterna till kapitalplaceringarna i mindre och medelstora företag marknadsförs på ett riktigt och attraktivt sätt.

Utredningen anser att bankerna härvidlag har en viktig roll att spela. Dels svarar bankerna för aktiefondernas och en rad andra institutionella placerares satsningar, dels har bankerna en omfattande placeringsrådgivning gentemot allmänheten. Bankerna är också regelmässigt rådgivare till företagen i deras finansiella planering. Utredningen har därför samrått med bankerna i denna fråga och anser sig efter dessa diskussioner ha god grund att tro att bankerna aktivt kommer att främja en ökad kapitaltillförsel till de mindre och medelstora företagen. Även ett antal andra företag och organisationer i näringslivet har ställt sig positiva till att medverka i en aktiv marknadsföring.

Utredningen föreslår därutöver att statliga medel, tre miljoner kr., anslås till en särskild upplysningskampanj. Kampanjen bör ledas av en för

ändamålet bildad arbetsgrupp med företrädare för berörda departement och myndigheter, utvecklingsfonderna, bankerna och näringslivets organisationer.

Statsfinansiella kostnader

De direkta statsfinansiella kostnaderna av utredningens förslag uppgår till tre miljoner kr.

De indirekta kostnaderna i form av att ändrade regler kan leda till skattebortfall m. m. är svårare att beräkna. Sammantaget uppskattar utredningen dessa kostnader till årligen högst något trettio-tal miljoner kr. Detta skattebortfall m. m. torde mer än väl kompenseras av de ökade skatteintäkter och andra samhällsekonomiska fördelar som en ökad ekonomisk aktivitet hos de mindre och medelstora företagen leder till.

Lagändringar, tidpunkt för införande m. m.

Utredningen lägger fram förslag till de lagändringar som i olika avseenden erfordras.

Utredningen föreslår att de förslag som här framlagts införs att gälla från den 1 juli 1982, dock med undantag för bestämmelserna för aktiefonder och aktiesparfonder, vilka bör införas att gälla senast den 1 april 1982.

Det kan synas som om utredningens sätt att angripa finansieringsproblemen och de förslag utredningen lägger fram är föga revolutionerande. Man skall dock hålla i minnet att företagande bedrivits i hundratals, för att inte säga tusentals år. Under denna tid har en stor mängd finansieringslösningar kunnat prövas, även under skiftande konjunkturella och samhälleliga betingelser. Det skulle alltså vara förvånande om man nu plötsligt kunde fundera ut några nya omvälvande lösningar.

Utredningens strävan har därför i stället varit att försöka komma underfund med varför de under lång tid prövade finansieringslösningarna inte nu längre skulle fungera. Till en del sammanhänger detta med att vårt samhälle blivit alltmer komplext med alltmer komplicerade regelsystem som hindrar eller försvårar effektiva lösningar på de mindre och medelstora företagens finansieringsproblem. Utredningen har därför försökt undanröja sådana hindrande faktorer eller, i den mån det inte går, försöka kompensera dem med andra åtgärder.

Det är enligt utredningens mening genom att man med ett antal sådana åtgärder öppnar möjligheter till en mångfald olika finansieringslösningar och till medverkan av en rad olika finansiärer som man bäst tillgodoser de mindre och medelstora företagens finansiella behov. Detta är sin tur en avgörande förutsättning för att den ekonomiska aktiviteten hos mindre och medelstora företag inte nu skall stagnera utan tvärtom öka, till fromma för den svenska ekonomin.

Utredningens lagförslag

1 Förslag till

Lag om ändring i aktiefondslagen (1974:931)

Härigenom föreskrivs att 19 och 30 §§ aktiefondslagen (1974:931) skall ha nedan angivna lydelse

Nuvarande lydelse

Medel som tillföres aktiefond skall så snart det anses lämpligt placeras i värdepapper, i den mån behov av likvida medel icke föreligger.

Fondbolag får till aktiefond förvärva endast följande slag av värdepapper, nämligen

1. svenska aktier, obligationer och andra värdepapper som noteras vid Stockholms fondbörs *eller på lista utgiven av sammanslutning av svenska fondkommisionärer,*

2. utländska aktier, obligationer och andra värdepapper, om förvärv av sådana får ske enligt fondbestämmelserna och värdepapperen är föremål för notering och handel vid fondbörs eller eljest under betryggande förhållanden,

3. aktier, obligationer och andra värdepapper som utbjudes till försäljning under sådana förhållanden att sannolika skäl finnes för antagande att de inom ett år från förvärvet kommer att inregistreras vid fondbörs *eller noteras på lista utgiven av sammanslutning av svenska fondkommissionärer,*

4. bevis om rätt att teckna eller erhålla aktier eller andra värdepapper som avses i 1–3,

5. skattkammarväxlar.

Föreslagen lydelse

19 §

Medel som tillföres aktiefond skall så snart det anses lämpligt placeras i värdepapper, i den mån behov av likvida medel icke föreligger.

Fondbolag får till aktiefond förvärva endast följande slag av värdepapper, nämligen

1. svenska aktier, obligationer och andra värdepapper, som noteras vid Stockholms fondbörs,

2. utländska aktier, obligationer och andra värdepapper, om förvärv av sådana får ske enligt fondbestämmelserna och värdepapperen är föremål för notering och handel vid fondbörs eller eljest under betryggande förhållanden,

3. aktier, obligationer och andra värdepapper som utbjudes till försäljning under sådana förhållanden att sannolika skäl finnes för antagande att de inom ett år från förvärvet kommer att inregistreras vid fondbörs,

4. bevis om rätt att teckna eller erhålla aktier eller andra värdepapper som avses i 1–3,

5. skattkammarväxlar.

Utan hinder av andra stycket 1–5 får till aktiefond förvärvas svenska aktier, obligationer, förlagsbevis, liknande skuldebrev och andra bevis om delaktighet i svenskt bolag, vilka inte är noterade på Stock-

Nuvarande lydelse

Föreslagen lydelse

Har värdepapper som förvärvats enligt andra stycket 3 ej inregistrerats eller noterats inom ett år från förvärvet, skall de avyttras så snart det lämpligen kan ske.

Fondbolag får ej till aktiefond förvärva aktier i bolaget eller fondandel i fonden.

holms fondbörs eller som utbjudes till försäljning under sådana förhållanden att sannolika skäl finnes för att de inom ett år från förvärvet kommer att inregistreras vid Stockholms fondbörs. Sådana värdepapper får utgöra högst en tiondel av fondens totala värdepappersinnehav.

Har värdepapper som förvärvats enligt andra stycket 3 ej inregistrerats eller noterats inom ett år från förvärvet, skall de avyttras så snart det lämpligen kan ske.

Fondbolag får ej till aktiefond förvärva aktier i bolaget eller fondandel i fonden.

30 §

Andelarna i en aktiefond skall vara lika stora och medföra lika rätt till den egendom som ingår i fonden. Värdet av en fondandel är aktiefondens värde delat med antalet utelöpande fondandelar. Fondens värde beräknas genom att från tillgångarna avdrages de skulder som avser fonden, inbegripet framtida skatteskulder, om sådana skall beaktas enligt fondbestämmelserna. Värdepapper som ingår i fonden värderas med ledning av gällande marknadsvärde. Det åligger fondbolag att fortlöpande beräkna fondandelsvärdet.

Andelarna i en aktiefond skall vara lika stora och medföra lika rätt till den egendom som ingår i fonden. Värdet av en fondandel är aktiefondens värde delat med antalet utelöpande fondandelar. Fondens värde beräknas genom att från tillgångarna avdrages de skulder som avser fonden, inbegripet framtida skatteskulder, om sådana skall beaktas enligt fondbestämmelserna. Värdepapper som ingår i fonden värderas med ledning av gällande marknadsvärde *eller annat motsvarande värde*. Det åligger fondbolag att fortlöpande beräkna fondandelsvärdet.

I den mån det är tillåtet enligt fondbestämmelserna får

I den mån det är tillåtet enligt fondbestämmelserna får

1. vid försäljning av fondandel tillägg till värdet av andelen göras med försäljningskostnader och kostnader vid inköp av värdepapper till fonden.

1. vid försäljning av fondandel tillägg till värdet av andelen göras med försäljningskostnader och kostnader vid inköp av värdepapper till fonden.

2. vid inlösen av fondandel avdrag från värdet av andelen göras med kostnader för inlösningsförfarandet och för försäljning av värdepapper från fonden.

2. vid inlösen av fondandel avdrag från värdet av andelen göras med kostnader för inlösningsförfarandet och för försäljning av värdepapper från fonden.

Denna lag träder i kraft den 1 april 1982.

2 Förslag till

Lag om ändring i lagen (1978: 428) om aktiesparfonder

Härigenom föreskrivs att 3 § lagen (1978: 428) om aktiesparfonder skall ha nedan angiven lydelse

Nuvarande lydelse

Till aktiesparfond får förvärvas endast värdepapper enligt 19 § aktiefondslagen (1974: 931) vilka är

1. aktier i svenskt aktiebolag,
2. sådana konvertibla skuldebrev eller skuldebrev förenade med optionsrätt till nyteckning som har utfärdats av svenskt aktiebolag.

Om det lämpligen kan ske, skall förvärvas sådana aktier som utfärdas i samband med nyemission eller konvertibla skuldebrev.

Föreslagen lydelse

3 §

Till aktiesparfond får förvärvas endast värdepapper enligt 19 § andra stycket aktiefondslagen (1974: 931) vilka är

1. aktier i svenskt aktiebolag,
2. sådana konvertibla skuldebrev eller skuldebrev förenade med optionsrätt till nyteckning som har utfärdats av svenskt aktiebolag.

Om det lämpligen kan ske, skall förvärvas sådana aktier som utfärdas i samband med nyemission eller konvertibla skuldebrev.

Utan hinder av första stycket får till aktiesparfond förvärvas sådana värdepapper och i sådan omfattning som i 19 § tredje stycket aktiefondslagen säges. Där nämnd tiondel må överskridas vid förvärv av värdepapper med samme utfärdare.

Denna lag träder i kraft den 1 april 1982.

Sammanställning

av remissyttrandena över delbetänkandet av utredningen angående de små och medelstora företagens finansiella situationen (SOU 1981: 95) Tillväxtkapital

Remissinstanserna

Efter remiss har yttranden över delbetänkandet avgetts av arbetsmarknadsstyrelsen, bankinspektionen, kammarrätten i Sundsvall, kommerskollegium, länsstyrelsen i Malmöhus län, länsstyrelsen i Värmlands län, länsstyrelsen i Västerbottens län, riksskatteverket, statens industriverk, banklagutredningen, Aktiefrämjandet, Allmänna pensionsfondens fjärde fondstyrelse, Centralorganisationen SACO/SR, Finansbolagens förening, Företagskapital Aktiebolag, Landsorganisationen i Sverige (LO), Styrelsen för Stockholms fondbörs, Svensk industriförening, Svenska arbetsgivareföreningen, Svenska bankföreningen, Svenska fondhandlareföreningen, Svenska företagares riksförbund, Svenska försäkringsbolags riksförbund, Svenska sparbanksföreningen, Sveriges aktiesparares riksförbund, Sveriges finansanalytikers förening, Sveriges föreningsbankers förbund, Sveriges hantverks- och industriorganisation/familjeföretagen (SHIO-familjeföretagen), Sveriges industriförbund, Sveriges Investeringsaktiebolag Aktiebolag, Sveriges värdepappersfonders förening, Tjänstemännens centralorganisation (TCO), utvecklingsfonden i Kronobergs län och utvecklingsfonden i Stockholms län.

Svenska bankföreningen har avgivit ett med Post- och Kreditbanken, PK-banken gemensamt yttrande.

Kommerskollegium har bifogat yttranden av handelskamrarna i Skåne och Västsverige. Länsstyrelsen i Västerbottens län har bifogat yttrande från handelskammaren i Västerbottens län.

1 Allmänna synpunkter

1.1 Arbetsmarknadsstyrelsen

Arbetsmarknadsstyrelsen delar utredningens uppfattning om de små och medelstora företagens stora betydelse och anser lika med utredningen att åtgärder för att förbättra deras finansiella situation är angelägna. Styrelsen har, från de synpunkter som den har att företräda, inte några invändningar mot de av utredningen i detta syfte framlagda förslagen.

1.2 Länsstyrelsen i Malmöhus län

Länsstyrelsen delar utredarens uppfattning att det inte är tillräckligt att enbart se över och förbättra arsenalen av finansieringsinstrument för de mindre och medelstora företagen. Det är också väsentligt att handeln med värdepapper för denna företagsgrupp underlättas och stimuleras.

1.3 Länsstyrelsen i Värmlands län

Utredningen har bedömt att en mera smidigt fungerande handel i aktier eller värdepapper avseende små eller medelstora företag är ett viktigt led för att förbättra kapitalförsörjningen till denna företagsgrupp. Mot denna bakgrund lämnar utredningen förslag om dels utökade möjligheter för medelstora företag att börsnoteras dels ett system för handel med aktier och värdepapper vid sidan av börsen. Länsstyrelsen delar utredningens uppfattning att kapitalförsörjningen i små och medelstora företag kan underlättas om dessa företags aktier eller värdepapper blir åtkomliga för en vidare krets.

1.4 Länsstyrelsen i Västerbottens län

Mindre och medelstora företags behov av förstärkt soliditet har uppmärksamrats under senare år. Försörjningen med eget kapital kommer att underlättas i fall utredningens förslag genomförs. I likhet med Västerbottens Handelskammare tillstyrker länsstyrelsen föreslagna åtgärder.¹ Från regionalpolitisk synpunkt är emellertid följande kommentar motiverad.

För Västerbottens län kan föreslagna åtgärder väntas få små effekter, då flertalet företag inte kan komma i fråga för exempelvis handel med aktier. Åtgärderna skall därför ses som en komplettering till, inte ersättning för, andra finansieringsformer.

1.5 Riksskatteverket

Förslagen i betänkandet är utformade för att stimulera till satsningar i mindre och medelstora företag. Med hänsyn till de nuvarande beskattningsreglerna har därför förslaget byggts på principen att avkastningen av en kapitalplacering helt skall bestå i en värdestegring. — — — De grundläggande reglerna för beskattningen är redan i dag kompletterade med en stor mängd undantag. Dessa har tillkommit dels för att förhindra inte önskat kringgående av lagstiftningens syfte dels för att medge skattelättnader i vissa situationer. Regelsystemet kan i och för sig förfinas i obegränsad utsträckning. Om beskattningen skall kunna administreras till en rimlig kostnad krävs emellertid återhållsamhet i detta avseende. En sparsamhet med undantagsbestämmelser är också befogad utifrån önskemålet att medborgarna men inte minst skatteförvaltningen skall behärska regelsystemet. Vad beträffar lagstiftningen om skattelättnader för vissa sparformer har RSV i tidigare remissvar bl. a. på grund härav ställt sig negativ till att dessa överhuvudtaget infördes. Om utredningens förslag om aktiesparfondssystem leder till lagstiftning kommer det att finnas tre olika aktiesparfondssystem med i viss mån olikartade regler. Mot bakgrund av att de redan existerande två aktiesparfondsystemen vållat tillämpningsproblem av såväl materiell som teknisk natur ifrågasätter RSV lämpligheten av att införa ytterligare ett alternativ. Som exempel på svårigheter kan nämnas tolkningen av begreppen anställd och A-inkomst samt registrering av beslutsunderlag.

RSV vill i detta sammanhang ta upp en möjlighet att åstadkomma en förenkling av systemet med sparbevis enligt 6 § lagen om skattelättnader

¹ Handelskammarens yttrande är ej medtaget i denna sammanställning.

för vissa sparformer. Kreditinrättningarna utfärdar sparbevis som deklareranten enligt detta stadgande skall bifoga sin självdeklaration. Vid beslutsredovisningen måste taxeringsnämnden göra särskild anteckning vilket vållat flera problem. Om den information som kreditinrättningarna i dag – enligt av riksgäldskontoret utfärdade tillämpningsföreskrifter – lämnar för kontroll av dubbelsparande, beloppsgränser och statistikuppgifter kunde få användas som kontrolluppgift skulle avsevärda administrativa förenklingar åstadkommas. Uppgifterna lämnas på magnetband och innehåller samtliga uppgifter utom två som skattemyndigheterna behöver som kontrolluppgift. Om skattemyndigheterna kunde få del av dessa magnetband kompletterade med de två felande uppgifterna skulle de manuella felen i taxeringsnämnderna med handhavandet av sparskattereduktionen kunna undanröjas. Härtill skulle komma att kreditinstituten skulle slippa utfärda sparbevis.

1.6 Statens industriverk

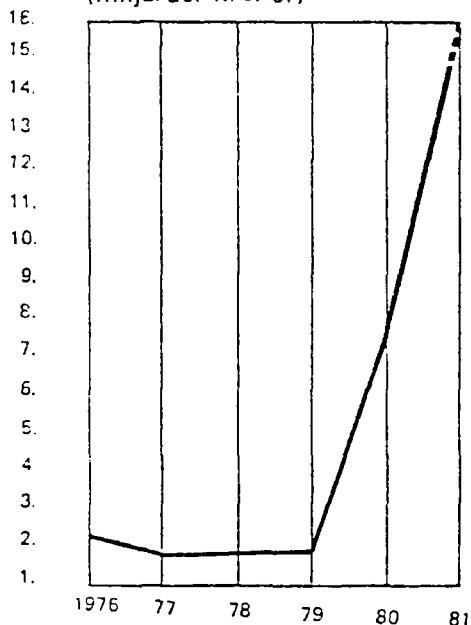
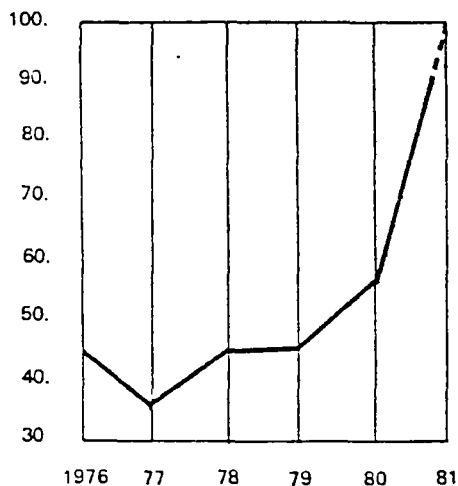
Statens industriverk (SIND) har i andra sammanhang påpekat att de mindre och medelstora företagen ofta har en relativt sett alltför liten andel ägarkapital (se SIND 1980: 15). Det är därför viktigt att förbättra möjligheterna för dessa företag att öka dessa andelar. De av utredningen framförda förslagen kommer att medföra att en del mindre och medelstora företag kan konkurrera om befintligt utbud av riskkapital. Framförda förslag torde emellertid endast kunna påverka situationen för ett mycket litet antal av samtliga mindre och medelstora företag. Problemet kvarstår därför speciellt för de något mindre företagen. Förslagen är emellertid ett steg i rätt riktning. SIND anser detta vara positivt och tillstyrker därför framförda förslag i ovan berörda avsnitt.

1.7 Aktiefrämjandet

Aktiefrämjandet är en stiftelse vars uppgift är att ge saklig information om aktien som sparform. Aktiefrämjandet har under fem års verksamhet byggt upp en omfattande information och arbetar i samarbete med bl. a. banker och aktiefonder. Aktiefrämjandet finansieras av svenska företag.

Aktiefrämjandet vill inledningsvis peka på betydelsen av de nya skatte-reglerna för den börsuppgång som skett de senaste åren, och därmed för företagens möjligheter att finansiera sig via fondbörsen.

Nedanstående två tabeller belyser att skattefondsparandets införande 1979 och de därefter följande förbättringarna av skattefondsparandet, minskningen av dubbelbeskattningen samt ökningen av reavinstavdraget har varit avgörande för börsutvecklingen. En förutsättning för att en än större grupp företag skall kunna få del av det riskvilliga kapital som i dag kommer fondbörsen till del är att de nuvarande skatte-reglerna behålls.

Börsens omsättning 1976–81
(miljarder kronor)Dagsvärdet av de börsnoterade aktierna
(31/12) 1976–81 (miljarder kronor)

Utredningen framlägger en rad förslag i syfte att öppna riskkapitalmarknaden för aktier i små och medelstora företag. Aktiefrämjandet ser i huvudsak positivt på dessa förslag. Förutsättningen för att de skall kunna få någon praktisk betydelse är dock dels att de nuvarande skattereglerna inte försämras, dels att de utvidgas till att gälla också aktier i små och medelstora företag.

1.8 Allmänna pensionsfondens fjärde fondstyrelse

Erfarenheten visar att någon form av fungerande marknad för ett företags aktier är av avgörande betydelse om man vill förbättra de små och medelstora företagens möjligheter att dra till sig externt riskkapital. En marknad med meningsfyllda kursnoteringar förutsätter viss aktiespridning (vilket i sin tur är en förutsättning för aktiekapitaltillskott), och en spridning av aktier förutsätter meningsfyllda kursnoteringar (marknadens likviditetseffekt).

1.9 Centralorganisationen SACO/SR

Den senaste tidens debatt har aktualiserat en rad utvecklingsvägar för att möjliggöra för de små och medelstora företagens ägare att föra in nya kapitalintressenter. Enligt SACO/SR:s uppfattning bör riskkapitalet tillföras under marknadsmässiga former. Det förslag¹ om medborgarfonder som SACO/SR:s representant i löntagarfondsutredningen lagt fram syftar

¹ Förslaget ej medtaget i denna sammanställning.

till att under marknadsmissiga former tillföra riskkapital till företagen och dessutom möjliggöra en bredare förmögenhetsförvaltning genom aktiefonder.

1.10 Finansbolagens förening

Föreningen vill understryka att isolerade åtgärder i syfte att förbättra de små och medelstora företagens finansiella situation inte är tillräckliga för att få till stånd ekonomisk expansion och nyföretagande. Många små och medelstora företag hämmas snarare av skatter, sociala avgifter och byråkrati än av brist på riskvilligt kapital.

1.11 Företagskapital Aktiebolag

Företagskapital AB som startade sin verksamhet 1974 har till uppgift att som minoritetspartner tillskjuta riskkapital till mindre och medelstora, icke börsnoterade företag. Detta kan ske genom förvärv av nyemitterade aktier, förvärv av aktier från delägare eller genom lån. Bolaget äges av staten och affärsbankerna med hälften vardera. Företagskapital AB skall drivas på affärsmissiga villkor och lämna rimlig förräntning på det av ägarna satsade kapitalet. Företagskapital AB är således berört av de förhållanden som behandlas i utredningen. De i kapitel 8 och 9 framlagda förslagen är av stor betydelse för bolagets framtida verksamhet.

Beskattningen av utdelningar leder till att finansieringen med eget kapital blir väsentligt dyrare än upplåning för Företagskapital AB:s intresseföretag. Hos Företagskapital AB beskattas utdelningsintäkter på samma sätt som räntetäkter. Detta leder till att utdelningar ej ger tillräcklig avkastning hos Företagskapital AB för att motivera investeringar i aktier. Om man utgår från privatpersoners skattesituation blir avkastningen ännu lägre på grund av den kombinerade effekten av beskattningen i företaget och marginalskatten för privatpersoner (se sid. 26 i utredningen).

Avkastningen på investeringar i aktier i icke börsnoterade företag är för låg, vilket är förklaringen till att vi ej har någon handel med sådana aktier i Sverige. Detta har för Företagskapital AB:s del inneburit att bolaget haft betydande svårigheter att avveckla sina aktieengagemang. Avsaknaden av marknad och handel med aktier av detta slag innebär vidare att Företagskapital AB ej kunnat kompensera den låga direkta avkastningen från utdelningar med realiserade värdestegringar.

Till följd av dessa förhållanden har Företagskapital AB tvingats göra sina insatser med riskkapital i intresseföretagen i form av konvertibla lån och andra lån. Detta är självfallet ej alltid den för intresseföretaget lämpligaste finansieringsformen. Nystartade företag liksom företag med extremt låg soliditet behöver tillskott av eget kapital och ej lån.

Företagskapital AB hälsar med tillfredsställelse de i kapitel 8 och 9 framlagda förslagen som syftar till att skapa former och förutsättningar för handel med aktier i mindre och medelstora företag.

För att marknad och därmed handel med aktier i mindre och medelstora, icke börsnoterade företag skall kunna uppstå i någon betydande omfattning, måste emellertid de grundläggande förutsättningarna förbättras. Härvid måste främst dubbelbeskattningen av utdelningar slopas eller kraftigt lindras.

1.12 Landsorganisationen i Sverige (LO)

De analytiska delarna av betänkandet är av betänkligt låg kvalitet. Dessutom tycks stora delar av faktamaterialet vara utvalt och sammanställt, inte för att allsidigt belysa de grundläggande problemen, utan för att bekräfta på förhand givna åsikter och bedömningar.

Som exempel på detta kan nämnas den genomgång som utredningen har gjort av de små och medelstora företagens lönsamhet och soliditet. Som utgångspunkt för att belysa lönsamhetsutvecklingen har man använt en undersökning som Sveriges Verkstadsförening publicerat varje år sedan 1963. Det är en undersökning som visserligen har många förtjänster men den är tyvärr helt värdelös att använda för en långtidsjämförelse av lönsamhetsutvecklingen. Det beror på att man vid beräkningen av det egna kapitalets utveckling räknar in värdestegringen på hela anläggningstillgångarna men att man vid beräkning av varje års vinst inte gör motsvarande kalkyl. Därmed uppkommer en inkonstans mellan resultaträkningen och balansräkningen som gör att såväl nivån som utvecklingen av kapitalavkastningen blir behäftad med ett så allvarligt fel att det blir omöjligt att dra några säkra slutsatser. Så blir t. ex. en i verkligheten konstant lönsamhet förvandlad till en sjunkande lönsamhet med denna metodik. Särskilt markerad effekt får man om inflationstakten är så hög som vi haft i Sverige under den sista 10-årsperioden.

Däremot är Verkstadsföreningens undersökningar avsevärt bättre lämpade än traditionella redovisningar när det gäller att belysa soliditeten – just p. g. a. att den tar hänsyn till inflationseffekterna på hela anläggningstillgångarna. Detta omdöme gäller både avseende nivån och utvecklingen. Men av någon anledning har utredningen valt att inte använda Verkstadsföreningens material i detta sammanhang. Man får ett bestämt intryck av att det beror på att de mindre och medelstora företagens soliditet framstår i en ljusare dager hos Verkstadsföreningen. Nivån på soliditeten är nästan dubbelt så hög som i det material som utredningen valt att redovisa. Dessutom visar Verkstadsföreningen på en oförändrad soliditet för små och medelstora företag under den gångna 15-årsperioden medan de stora uppvisar en påtaglig försvagning av soliditeten.

Tyvärr är betänkandet till stora delar präglad av denna typ av utvalda och åsiktsanpassade redovisningar. Detta sammanhänger sannolikt med den, under senare år så vanligt förekommande, ensidiga sammansättningen av ledamöter och experter i statliga utredningar. Denna utveckling har allvarigt skadat tilltron till sakligheten och opartiskheten i det offentliga utredningsväsendet även i de delar som behandlar bakgrund och faktaredovisning.

Det remitterade betänkandet är också behäftat med andra generella svagheter. Det utgår i sina allmänna överväganden från samhällsekonomiska mål av typen produktion, sysselsättning och export och menar att en gynnsammare kapitalförsörjning för de mindre företagen skulle gynna strävandena mot balans i ekonomin. Det är dock inte så att det ur samhällsekonomisk synpunkt är likgiltigt i vilka av de ca 400 000 företagen som en expansion kommer till stånd. Tvärtom är det bland en tämligen liten andel av dessa företag som behovet av förstärkt expansionskraft är samhällsekonomiskt motiverat – nämligen företagen i den konkurrensutsatta sektorn. I dagsläget tycks t. ex. tillväxtkraften hos fastighetsförvaltande företag vara hellre för stor än för liten – den höga lönsamheten inom denna och andra sektorer verkar hämmande på de industriella satsningarna. Det kan

inte heller anses som ett samhällsönskemål med fler enmansföretag inom byggsektorn. Inte heller behöver vi fler jordbruksföretag – att hantera problemen i de redan existerande är en tillräckligt svår uppgift osv.

Resonemangen och förslagen i betänkandet behandlar alla dessa 400 000 företag i en klump och man kan t. ex. befara att vissa av förslagen till och med kommer att visa sig mer användbara för de spekulativt inriktade företagen.

För att på ett tillfredsställande sätt kunna bedöma de framlagda förslagen borde utredningen åtminstone resonemangsvis ha redovisat dess effekter på olika sektorer i vår ekonomi. Helst skulle huvuddelen av förslagen haft en specialinriktning mot de delar av produktionen där vi verkligen behöver en förstärkt tillväxtkraft. Detta perspektiv på problem saknas dock i betänkandet.

Ett annat centralt perspektiv som nästan helt saknas i betänkandet är fördelningspolitiska överväganden. Flera av förslagen tar sikte på att genom insatser från samhällets sida förbättra kapitalavkastningen. I alla sådana sammanhang utgör vanligtvis de fördelningspolitiska övervägandena de allvarligaste restriktionerna. Utredningen har tyvärr valt att i allt väsentligt förbigå dessa problem.

Mot bakgrund av dessa invändningar anser LO att det framlagda betänkandet inte kan utgöra en rimlig utgångspunkt för en genomgripande reformering av kapitalförsörjningen för de små och medelstora företagen.

1.13 Svensk industriförening

Föreningen vill starkt understryka behovet av att förbättra de mindre och medelstora företagens möjligheter att erhålla riskvilligt kapital. Utredningen har på ett förtjänstfullt sätt penetrerat de alternativ som därvid är möjliga, varför föreningen i stort anser sig kunna tillstyrka de förslag som utredningen framlägger i kapitel 8 och 9.

1.14 Svenska arbetsgivareföreningen (SAF)

Företagen har under 1970-talet fått vidkännas en kraftig nedgång av soliditeten. Följden har, som utredningen riktigt konstaterar, blivit en mindre benägenhet från företagets sida att ta de risker som erfordras för att en expansion skall komma till stånd. Men följden har också blivit att många företag med bärkraftiga affärsidéer har råkat i obestånd och tvingats lägga ned verksamheten på grund av att man saknat den buffert som en god soliditet utgör vid tillfälligt sämre tider.

Enligt vår uppfattning har utredningen inte tillräckligt analyserat hur soliditeten i företag med olika förutsättningar påverkas av förslagen i utredningen. Vi vill därför först peka på de förutsättningar som företag med normal tillväxttakt lever under.

Företag med nolltillväxt eller normal tillväxttakt är hänvisade till sin självfinansiering när det gäller att upprätthålla en god soliditet. Dessa företag kommer enligt vår bedömning med senaste årens vinstnivåer i näringslivet aldrig att bli tillräckligt attraktiva som investeringsobjekt på aktiemarknaden. Anledningen är att vinstnivån inte förmår ens upprätthålla nuvarande soliditet. Det är helt ointressant för potentiella aktieägare att investera i företag vars motiv för nyemission är att kompensera en soliditetsförsämring som förorsakats av en alltför låg avkastning.

Denna typ av företag, som utgör majoriteten av företagen, kan endast hjälpas av en högre generell vinstnivå i näringslivet.

I detta sammanhang vill vi peka på de tre viktigaste faktorerna som orsakar denna "kräftgång" bland normala företag. Huvudorsaken är den höga inflationstakten.

Enligt gällande skatteregler baseras företagens avskrivningar på historiska anskaffningsvärden. Detta medför att värdet för det "sparande", som de årliga avskrivningarna utgör, urholkas i takt med inflationen. Företagen kan inte med hjälp av avskrivningarna behålla sin produktionskapacitet. När en förbrukad anläggningstillgång skall ersättas är kostnaden för den nyanskaffade tillgången ibland mångdubbelt högre än vad som har "sparats" i form av tidigare års avskrivningar. Följden blir att man måste låna kapital för att kunna genomföra ersättningsinvesteringar, vilket leder till försämrad soliditet.

Ett annat stort problem som påverkar företagens soliditet är inflationens påverkan på företagens behov av rörelsekapital. Behovet av rörelsekapital ökar oftast i takt med inflationen. Detta innebär att rörelsekapitalsbehovet i ett företag ökar trots att verksamhetsvolymen mellan åren är densamma. Det ytterligare behov av rörelsekapital som automatiskt uppstår måste anskaffas antingen genom självfinansiering eller nyupplåning med en försämring av soliditeten som följd. Rörelsekapitalsbehovet är olika mellan branscherna. I exempelvis restaurangbranschen arbetar man ofta med negativt rörelsekapital. Detta innebär att inflation och expansion genererar ett likviditetsmässigt överskott. Här är således problemen att vidmakthålla en god soliditet mindre. Andra branscher som t. ex. viss ordertillverkande industri kan uppvisa avsevärda problem. Rörelsekapitalet i dessa branscher kan ibland utgöra drygt hälften av årsomsättningen. Detta innebär att, vid bibehållen verksamhetsvolym, avsevärda kapitaltillskott måste till vid höga inflationstal. Visserligen erbjuder nedskrivningsmöjligheterna för varulager vissa möjligheter att finansiera det ökade behovet av rörelsekapital. I en inflationsekonomi är dock dessa möjligheter ofta otillräckliga. Företagen blir tvungna att låna upp kapital vilket leder till försämrad soliditet.

Slutligen utgör den låga soliditeten i sig ett stort problem. Den höga skuldsättningen förenad med ränteläget som förorsakas av inflationstalen innebär att räntebelastningen blir extremt stor för företagen. Till detta kommer de under senare år allt kortare löptiderna för lån som lämnas till företag. Den tidigare allmänna principen för långivningen, att löptiden för lånet skall vara lika lång som investeringens livslängd, tillämpas ej längre. Skuldsättningen, ränteläget och de kortare amorteringstiderna medför att extraordinära krav ställs på företagens förmåga att självfinansiera sig.

Av det ovan nämnda framgår att inflationen i sig förorsakar krav på tillväxtkapital. Detta utan att verksamhetsvolymen förändras. Denna kategori av tillväxtkapital kan inte kanaliseras genom t ex nyemissioner, då de marknadsmässiga förutsättningarna inte existerar. Företag med denna typ av problem är hänvisade till sin egen förmåga att generera vinstkapital och därigenom kunna kompensera den av inflationen orsakade urholkningen av soliditeten. För att åstadkomma detta krävs enligt vår mening ett lägre kostnadsläge och en bättre lönsamhet i företagen.

Vår uppfattning är därför att de förslag som kommer till uttryck i utredningen inte innebär någon lösning av soliditetsproblemen för flertalet företag. Däremot innebär förslagen, vilket vi med tillfredsställelse konstaterar, större möjligheter för expansiva mindre och medelstora företag att dra till sig riskvilligt kapital.

För alla typer av företag måste enligt vår bedömning grundförutsättning-

en gälla – att man vid normal tillväxt med egna genererade vinstmedel skall kunna upprätthålla en god soliditet.

För snabbt växande företag kan man, även efter att grundförutsättningarna uppfyllts, ha behov av externt tillfört ägarkapital för att upprätthålla en god soliditet. I detta sammanhang kan en vidgad aktiehandel för små och medelstora företag ha en viktig funktion att fylla. En utökad aktiehandel medverkar också till förbättrad soliditet för att lösa problem som familjeföretag kan få exempelvis i samband med generationsskiften.

Småföretagandet i Sverige har av tradition ägarmässigt varit koncentrerat till en eller ett fåtal personer som alla i någon form oftast varit engagerade i företaget. Skälen till denna tradition är flera. Det mindre företaget har ofta vuxit upp kring en målinriktad entreprenör som önskat full kontroll över verksamheten. En annan orsak har varit den dubbelbeskattning som i praktiken förhindrat utdelning på aktier i mindre företag.

Traditionen och de praktiska omständigheterna har inneburit att endast en ägarform har varit aktuell – att äga hela företaget. Passiva aktieägare med utdelningskrav har hört till undantagen.

Enligt vår bedömning håller traditionen och attityderna på att brytas. Orsakerna till detta är bl a en annan ledarstil, MBL och att man p. g. a. hög skuldsättning av bankerna tvingats till en annan öppenhet. En praktisk svårighet som dock kvarstår och konserverar traditionerna är dubbelbeskattningen av aktieutdelningarna.

Såvitt vi kan bedöma finns ett betydande intresse i mindre och medelstora tillväxtföretag att få möjlighet att placera delar av företagets ägande på kapitalmarknaden. Mot denna bakgrund ställer vi oss generellt positiva till de reformer som underlättar övergången från helt familjägda företag till marknadsbolag och som medverkar till att skapa avpassade mellanformer mellan familjeföretaget och börsbolaget.

Utredningen framlägger två sådana förslag, dels inrättandet av en "A3-lista" dels vidgad handel med icke börsnoterade papper.

Utredningen konstaterar att de värden som kan åsättas aktier som blir föremål för sporadisk handel inte alltid kommer att vara riktiga värdemätare för större aktieposter. Det skall här särskilt beröras sambandet med de förmögenhetsvärderingsrisker som gäller för familjeföretag, där betydande förändringar nyligen föreslagits. Utgångspunkten för de justerade värderingsreglerna för familjeföretagsaktier har varit att aktier i sådana företag inte kan betraktas som likvida tillgångar, att värdet är kraftigt varierande och att beskattning inte bör ske av det kapital som arbetar i företagen. Mot denna bakgrund har föreslagits frihet från förmögenhetsskatt för familjeföretagsaktier, fränsett att likvida medel i företaget skall beskattas. Vi är av den uppfattningen att förmögenhetsvärderingen av aktier helt bör avskaffas. I den mån detta ej genomförs är det angeläget att finna former som inte onödigt försvårar övergången till en bredare spridning av aktierna.

1.15 Svenska bankföreningen

Bankföreningen delar utredningens uppfattning att förbättringar på det finansiella området inte är tillräckliga för att få till stånd den nödvändiga expansionen hos små och medelstora företag. Det är även väsentligt att det allmänna företagarklimatet förbättras. Många företagare anser sig sedan länge missgynnade av samhället, vilket bl. a. sammanhänger med utformningen av social- och skattepolitiken, en besvärande byråkratisk ordning

och en politisk kritik av den mindre företagsamheten som varit ägnad att försämma allmänhetens attityder.

Det är också viktigt att företagarnas och företagens skattesituation förbättras. Förslag och åtgärder i dessa avseenden har hittills genomförts endast i mycket långsam takt. Det är bankföreningens uppfattning att krafttag måste tas för att förändra situationen, såväl för företaget som för företagaren. Det är nämligen till följd av de använda företagsformerna ofta naturligt och riktigt för företagarna att göra en samlad bedömning av företagets ekonomi och den egna personliga ekonomin. Det är denna övergripande lönsamhetsbedömning som ligger till grund för expansionsbenägenheten.

Det hävdas ibland att det skulle föreligga brist på riskvilligt kapital i samhället. Bankföreningen anser dock att det finns gott om både låne- och riskkapital på marknaden. Problemet är att det riskvilliga kapitalet för närvarande söker sig till andra placeringar, därför att det inte av skatteskal ter sig attraktivt för finansierarna att satsa kapital i mindre och medelstora företag. Behovet av sådana kapitaltillskott är speciellt stort för denna företagsamhet, bl. a. därför att företagen behöver höja sin soliditet så att för expansionen erforderligt lånekapital blir tillgängligt på rimliga villkor. Villkoren för riskkapitalplaceringar måste samtidigt från företagets synpunkt göras mer förmånliga än villkoren för gängse lånekapital.

1.16 Svenska fondhandlareföreningen

Fondhandlareföreningen instämmer i utredningens bedömning att en betydligt vidare krets av företag än som hittills varit fallet bör beredas möjligheter till extern finansiering genom emission av aktier, vinstandelslån, konvertibla skuldebrev etc. Under en lång följd av år har soliditeten i flertalet företag successivt försämrats och i en del fall är det under de senaste åren fråga om drastiska försämringar. För att företagen skall kunna konsolideras och än mer för att de skall kunna expandera måste deras egna kapital öka i förhållande till skulderna. Det bör understrykas, att företagsägarnas/ledningarnas vilja och förmåga att engagera sig i expansiva investeringar förutsätter lönsamhetsutsikter som medger en viss intern generering av eget kapital. Någon återgång till 1950- och 60-talens höga nivåer för företagssparande och självfinansiering är dock inte att vänta utan företagen måste i betydligt högre grad än hittills varit fallet tillföras eget kapital utifrån.

Marknaden utanför den, som står de börsnoterade företagen till buds är mycket tunn. En marknad för övriga företag, i stor utsträckning medelstora och mindre företag, bör skapas. Det räcker inte med att organisera en primärmarknad, dvs. marknad för nyemissioner. För att en sådan marknad skall kunna existera måste det också finnas en sekundärmarknad, dvs. en kontinuerlig handel i emitterade värdepapper.

1.17 Svenska företagares riksförbund

Om de av utredningen förordade förändringarna genomförs torde detta leda till en vitalisering av kapitalmarknaden för medelstora företag, vilket kan innebära en attraktiv "framtidssbild" också för växande mindre företag.

Av väsentligt större betydelse i detta sammanhang är dock att statsmakterna framöver medverkar till en rimlig skattemässig behandling av utdel-

ningar från riskkapitalplaceringar i näringslivet. Viktiga inslag är härvid eliminering eller kraftig reduktion av dubbelbeskattning, lägre marginalskatter samt en långsiktigt stabil sänkning av förmögenhetsbeskattning. För den här aktuella företagsgruppens möjligheter att överleva som självständiga företagsenheter spelar även arvs- och gåvobeskattnings en viktig roll.

1.18 Svenska sparbanksföreningen

Föreningen är positiv till att frågan om riskvilligt kapital till mindre och medelstora företag nu tas upp till behandling. Föreningen överlämnade den 6 oktober 1981 till regeringen en skrivelse om åtgärder för att öka riskkapitaltillförseln till näringslivet. En del av de förslag som framfördes i skrivelsen tillgodoses genom de förslag som nu framläggs i utredningsbetänkandet "Tillväxtkapital". Detta gäller förslagen beträffande

- börshandel i "småföretagsaktier"
- utvidgning av skattefondsparandet till icke börsnoterade företag
- likformiga regler för beskattning av utdelningar på aktier i börsnoterade företag och icke börsnoterade företag
- inrättande av nya former för investmentbolag i småföretagsaktier.

Problemet med rikskapitaltillförsel till mindre och medelstora företag samt det ringa intresset för aktier i dessa företag beror, vilket framhölls i skrivelsen, till en icke obetydlig del på beskattningssituationen och den därav följande otillräckliga avkastningen på denna typ av placeringar. Det är därför angeläget att beskattningsreglerna förändras i sådana avseenden som föreslås i föreningens skrivelse.

1.19 Sveriges aktiesparares riksförbund

Utredningen förefaller själv en smula skeptisk till vad som kan åstadkommas även om alla åtgärder genomförs. Å ena sidan sägs att tillflödet av riskkapital till de små och medelstora företagen kommer att bli begränsat, å den andra framhålls att statsmaktens kostnader för åtgärdspaketet är närmast försumbara.

Sveriges Aktiesparares Riksförbund har som uppgift att ta tillvara de mindre aktieägarnas intresse när det gäller frågor som har med aktiehandel att göra. Ur förbundets synvinkel är det självfallet en fördel om åtgärder vidtas som breddar möjligheterna att spara i aktier. Mot den bakgrunden ställer sig förbundet positivt till utredningens allmänna syfte. Samtidigt konstaterar förbundet att utredningen avstått från att diskutera grunden till problemet, nämligen den bristande lönsamheten. Utredningen hävdar att direktiven hindrar den att ta upp frågor som har med lönsamheten att göra. Om man vill höja tillförseln av eget kapital till de berörda företagen återstår då endast nyemissioner o. dyl. Det är framför allt genom åtgärder som sänker kostnaden för nytt eget kapital som utredningen hoppas att detta syfte skall uppnås.

Ett antal av dessa åtgärder har närmast karaktären av att undanröja en diskriminering av investeringar i icke-börsföretag jämfört med börsföretag. Viktigast härvidlag torde vara utvidgningen av utdelningsavdraget till att gälla också utdelningsinkomster från icke-börsföretag. Enligt Aktiespararna är detta ett naturligt steg att ta även om utredningen synes ha underskattat kostnaderna för dess genomförande. Man kan nämligen förmoda att som en följd av en ändrad lagstiftning, en omfördelning från lön till

utdelning kommer att äga rum med en motsvarande reduktion av underlaget för arbetsgivaravgifter.

— — —

Vi konstaterar att den föreliggande utredningen helt avstått från att försöka anlägga ett vidare perspektiv på sin uppgift. Den svenska kredit- och kapitalmarknaden förtjänar knappt ordet marknad längre. Detaljregleringarna är många och utvecklingen tycks gå emot en ännu hårdare styrning av marknadskrafterna. Valet mellan olika placeringsalternativ har alltmer blivit beroende av skattelagstiftningen. Snarare än att medverka till att införa skatteregler som är neutrala mellan olika investeringsalternativ innebär utredningen angående de små och medelstora företagens finansiella situation ett steg vidare längs regleringslinjen. Om utredningens alla förslag genomförs skulle det innebära ytterligare lappar i skattetäcket som påverkar fördelningen av riskkapital negativt. För den aktiesparande allmänheten leder detta till att möjligheterna att utvärdera olika placeringsalternativ ytterligare försvåras.

Även om Aktiespararna tillstyrker vissa av utredningens förslag därför att de eliminerar bestämmelser som diskriminerar sparandet i icke-börsaktier är vårt huvudkrav att en ny utredning tillsätts. Denna utredning bör ha som uppgift att verka för ett avskaffande av regleringar och subventioner som idag styr kapitalmarknaden och införandet av ett skattesystem som är neutralt vad avser olika placeringsalternativ.

1.20 Sveriges finansanalytikers förening

Utredningens förslag — — — syftar till att underlätta de medelstora företagens riskkapitalförsörjning. Föreningen bejakar detta syfte och anser att utredningen fört fram många konstruktiva förslag. I vissa avseenden tycks emellertid utredningen ha underskattat svårigheterna och därmed hamnat i förslag med något orealistisk utformning.

— — —

Svårigheter föreligger då det gäller att uppfylla utredningens mål om förbättrad riskkapitalförsörjning via förändringar i börshandel och placeringsregler. Grunden till svårigheterna ligger i att en aktiemarknad är ett stordriftsfenomen. Det är en fel utgångspunkt att aktierna i små företag ägs av "små människor" med små innehav och att marknaden för sådana aktier kan fungera som aktiebörsen i övrigt bara med den skillnaden att transaktionsbeloppen är mindre. Snarare torde det vara så att de kapitalplacerare som lockas till placering i små icke börsregistrerade företag vill göra större än genomsnittliga placeringar beroende på riskegenskaperna och informationskostnaderna. — — —

Just detta förhållande innebär emellertid att enligt föreningens bedömning de i och för sig motiverade förändringarna vad gäller reglerna för värdepapperhandel och placeringspolitik torde få en mycket begränsad effekt.

1.21 Sveriges föreningsbankers förbund

Sveriges föreningsbankers förbund instämmer i utredningens uppfattning att det är befogat med förbättringar i det allmänna företagsklimatet i landet. Utredningens förslag om åtgärder att höja företagets soliditet, liksom åtgärder för att förbättra företagets skattesituation, är också befogat.

1.22 Sverige hantverks- och industriorganisation/familjeföretagen

De mindre och medelstora företagen har stor betydelse när det gäller att skapa nya arbetstillfällen. De har också en viktig roll vid utveckling av nya affärsidéer och tillverkningsprocesser. Ofta är de mindre företagen mer flexibla än större företag och kan lättare anpassa sin verksamhet till förändrade konjunktursituationer.

Småföretagen utgör en viktig beståndsdel i den svenska ekonomin. De mindre och medelstora företagen sysselsätter tillsammans över 1 miljon människor.

Det är därför angeläget att man från samhällets sida, och då inte minst mot bakgrund av landets nuvarande ekonomiska läge, slår vakt om de mindre och medelstora företagen så att de på ett effektivare sätt kan fullgöra sin roll i samhällsekonomin.

Vi delar utredningens uppfattning att lättnader på det finansiella området inte är tillräckliga för att förbättra det allmänna företagsklimatet för små och medelstora företag. Företagare anser sig i vissa fall missgynnade av samhället, vilket bl. a. har sin grund i utformningen av social- och skattepolitiken, en besvärande byråkratisk ordning och en oberättigad kritik av den mindre företagsamheten som bl. a. försämrat allmänhetens attityder till företagandet och dess roll i samhället.

Företagarnas och företagens skattesituation måste också förbättras. I små företag görs oftast en samlad bedömning av företagets och den egna personliga ekonomin. Det är denna övergripande lönsamhetsbedömning som ligger till grund för benägenheten till expansion. Så länge skatterna ligger på den höga nivå de gör i dag hämmas naturligt nog benägenheten att expandera.

Utredningen framhåller de negativa effekter den svenska dubbelbeskattningen av aktier leder till och påpekar att en naturlig slutsats är att den mest effektiva åtgärden i syfte att förbättra kapitalförsörjningen till småföretagen vore att för dessa företag slopa den nuvarande dubbelbeskattningen och då främst i finansårsledet. Vi vill understryka vikten av åtgärder i den föreslagna riktningen.

1.23 Sveriges industriförbund

Från flera utgångspunkter är det angeläget att de mindre företagens soliditet förbättras. God soliditet behövs för att företaget skall kunna stå emot tillfälliga bakslag och för att företaget skall kunna engagera sig i riskfyllda utvecklingsprojekt.

För ett företag med normal tillväxttakt och god lönsamhet kan den önskade soliditeten normalt uppnås genom reinvestering av i företaget genererade medel. För att detta skall vara möjligt krävs god lönsamhet. Tyvärr har lönsamhetsnivån i svensk industri varit alltför låg under senare år, vilket medfört att även företag med normal tillväxt har haft behov av externt genererade medel.

För snabbt växande företag finns även med god lönsamhet behov av nyemissioner. Det är främst för dessa företag som en vidgad handel med små och framförallt medelstora företags aktier, kan få en viktig uppgift. En vidgad aktiehandel kan genom nyemissioner medverka till förbättrad soliditet. Den kan också medverka till att underlätta problem exempelvis i samband med generationsskiften.

Traditionellt är svenskt småföretagande koncentrerat ägarmässigt. En

person, eller ett fåtal släktingar, är ägare till hela företaget. Frågan om ett vidgat ägande har överhuvudtaget inte övervägts. Alternativen till ett fortsatt ägande inom familjen har normalt varit försäljning till ett större företag eller ett investmentbolag, eller försäljning av hela företaget till någon eller några privatpersoner, ofta anställda.

Det finns flera skäl till denna tradition. Viktigast är att dubbelbeskattningen effektivt förhindrat utdelning på mindre företags aktier, något som har gjort dessa ointressanta för utomstående ägare. Den ringa handeln med aktier har gjort att den som engagerat sig med ägarkapital i ett mindre företag normalt måste betrakta dessa medel som låsta under mycket lång tid. Det har inte funnits någon omsättning på småföretagsaktier.

Den väg som har stått till buds för att komma i åtnjutande av de kapitalresurser som finns på den organiserade kapitalmarknaden har varit börsintroduktion. Steget från ett familjeägt företag med koncentrerat ägande till börsen har varit stort och utan behövliga mellanformer.

Såvitt Förbundet kan bedöma finns det ett betydande intresse bland medelstora företag för att sprida företagets ägande på fler händer.

Mot denna bakgrund ställer sig Förbundet generellt positivt till reformer som underlättar övergången från helt familjeägda företag till marknadsbolag, och som medverkar till att skapa för de medelstora företagen avpassade mellanformer mellan familjeföretaget och börsbolaget.

I betänkandet framläggs två sådana förslag, dels inrättandet av en "AIII-lista" på Stockholms Fondbörs, dels institutionella förändringar för att vidga handeln med icke börsnoterade företags aktier.

1.24 Sveriges Investeringsbank Aktiebolag

Banken delar i stort utredningens uppfattning att intresset för kapitaltillskott till de små och medelstora företagen är beroende av skattesystemets utformning. Reglerna för underskottsavdrag och för sparstimulanser blir sannolikt av central betydelse.

1.25 Sveriges värdepappersfonders förening

Den svenska aktiemarknaden har vitaliserats under 1981. Framgångarna för sparandet i aktiesparfonder har härvid spelat en viktig roll. Det finns i Sverige idag ett betydande utbud av riskkapital. Möjligheten att utnyttja aktiemarknaden som en källa för riskkapital står emellertid öppen endast för större företag som redan är börsnoterade eller står i begrepp att bli det.

Sveriges värdepappersfonders förening anser det motiverat att skapa förutsättningar för utvidgad marknad för riskvilligt kapital. Dels bör möjligheterna öppnas för företag som idag inte kvalificerar sig för en börsnotering, dels bör möjligheterna att placera i värdepapper vidgas för de institutioner som står för utbudet av riskkapital.

1.26 Tjänstemännens centralorganisation (TCO)

Genom att låta olika intressen representeras i en utredning, kan man redan inom utredningens ram ha möjlighet att finna en vidare förankring av de förslag som sedan presenteras av utredningen. Detta skulle också på ett tidigt stadium ge olika parter möjligheter till en fördjupad analys av de viktigaste problemställningarna som presenteras i utredningen. I de fall då utredningsuppdraget utförts av en person måste analyser och ställningsta-

ganden ske efter utredningens slutförande. Detta förfaringsätt borde leda till att remisstiden för sådana utredningar förlängdes. I föreliggande fall är remisstiden för viktiga förslag i praktiken mindre än en månad, vilket leder till stora svårigheter för remissinstanserna att göra noggranna överväganden av remitterade förslag. TCO vill mot denna bakgrund ifrågasätta beslutet om den starkt begränsade remisstiden. I övrigt vill TCO framföra följande uppfattning.

Med hänsyn till utredningens metodik måste man konstatera att utredningens förslag närmast är en lista på önskemål som framförts av olika företrädare för näringslivet. Sålunda saknas analyser på en rad viktiga och avgörande punkter. Som exempel kan nämnas följande:

1. Förslagets effekter på den totala tillgången av riskvilligt kapital.
2. Medför förslagen att det sker en överföring av riskvilligt kapital från större till mindre företag?
3. Om svaret är ja på fråga 2., återstår frågan om detta är önskvärt.
4. Hur ökar tillgången på riskvilligt kapital investeringsbenägenheten?

Då denna typ av utredningar saknas och då TCO inte, bl. a. med hänsyn till remisstidens längd, haft tillfälle att på egen hand utföra dessa måste konstateras att underlag för ett detaljerat yttrande saknas.

På ett principiellt plan kan emellertid konstateras att det finns ingen anledning att mindre och medelstora företag skall diskrimineras i förhållande till de större. TCO delar utredningens uppfattning att de mindre och medelstora företagen är en viktig beståndsdel i den svenska ekonomin. De sysselsätter tillsammans mer än en miljon människor. Det är därför av central betydelse att dessa företags försörjning med riskkapital tryggas.

— — — Vid införande av nya former för handel med värdepapper som omsätts sällan finns emellertid risk för manipulation av marknaden. Stora köpare och "insiders" kan på olika sätt utnyttja detta till egen fördel. För att skydda andra grupper är det därför viktigt att denna värdepappershandel bedrivs så öppet som möjligt. Alla transaktioner och alla innehav av de värdepapper som blir föremål för handel, bör därför omfattas av samma typ av registrering som Värdepapperscentralen bedriver. Denna information skall sedan vara tillgänglig för eventuella köpare och säljare.

1.27 Utvecklingsfonden i Stockholms län

Utvecklingsfonden instämmer med utredningen att åtgärder är befogade i syfte att höja företagets soliditet, vars utveckling i dag inger farhågor för framtiden.

— — —

Utvecklingsfonden instämmer allmänt i utredningens slutsatser att behov föreligger av nya förslag, åtgärder och incitament som leder till att balansen mellan eget och främmande kapital i företagen förbättras.

För stora grupper inom fondens målgrupp kan soliditeten vara så låg som 10–15 %, ibland lägre, vilket å ena sidan speglar de rådande villkor en kreditgivare har att rätta sig efter, å andra sidan de svårigheter företagen har att bibehålla en konstant självfinansieringsgrad och därmed tryggande belåningsreserv.

Fonden vill också understryka följande iakttagelser och erfarenheter:

- expansion, i bemärkelsen maximalt utnyttjande av företagets produkter och know how för tillväxt och sysselsättning är ej ett givet mål för företagen, inte ens för utpräglat tillväxtkapacitiva företag
- företag är nästan undantagslöst inställda på att lånefinansiera i högsta möjliga grad det kapitalbehov som kan föreligga.

Troligen är ej attitydsfrågor endast avgörande här utan i hög grad bristen på alternativt kapital till lån.

Även om det råder delade meningar om detta påverkar riskvilligheten hos företagen så är det en allmän uppfattning att möjligheten att ta risker begränsas starkt genom den omfattande lånefinansieringen. Man skall i sammanhanget inte förbigå den påverkan kreditgivarna har på företagen. Som följd av låg soliditet medverkar säkert kreditgivare till betoning av konsolidering framför expansion och risktagning. Detta är inte kreditgivarnas fel. Det är rimligt att råda till måttfullhet och överlevnad framför risktagning då företagens reserver mot påfrestningar numer är allmänt dåliga. Detta kan fonder också notera i sin statistik över bristande betalningsfullgörelser vilka f. n. ökar.

Som utredningen påpekar synes detta vara en alltmer tilltagande ond cirkel med bl. a. orsakerna hög skuldsättning, inflation, lönsamhetsproblem och höga kapitalkostnader i botten.

En svensk småföretagare investerar alltför ofta med utgångspunkt från gällande skatteregler snarare än med utgångspunkt från det företagsekonomiskt kanske mest adekvata.

2 Ny lista (A III-lista) på Stockholms fondbörs

2.1 Bankinspektionen

Vad först gäller det kapitalkrav som bör ställas på bolag för att kunna registreras på en A III-lista synes som ett minimum 2 mkr. aktiekapital och 4 mkr. eget kapital få godtas. Kravet motsvarar nuvarande minimikrav enligt förordningen om Stockholms fondbörs. I fråga om aktiernas spridning måste krav ställas som förhindrar otillbörlig kurspåverkan. Att minsta antalet börsposter sätts till 100, vilket föreslås, utgör inte någon garanti härvidlag. För att en representativ kurssättning skall kunna ske bör minsta antalet börspostägare vara betydligt större, förslagsvis åtminstone 200. Det bör också krävas att börsposter omsätts med viss regelbundenhet. Skall börsstyrelsen kunna fylla sin funktion som garant för en handel i sunda former utan risk för kursstyrning av majoritetsinnehavare eller för annan otillbörlig påverkan torde kompletterande regler i nämnda hänseende vara nödvändiga. En angelägen uppgift för börsstyrelsen bör vara att se till att aktie avföres från notering om inte en något så när regelbunden omsättning sker.

En alldeles särskild uppmärksamhet kommer från börsstyrelsens sida att få ägnas handeln med A III-listans aktier. Någon lättnad i administrativt avseende betr. dessa aktier är alltså inte möjlig. Bl. a. bör de ifrågavarande bolagen kunna lämna sådan information om sin verksamhet som ger en tillförlitlig grund för bedömning av ställning och utvecklingsmöjligheter. Enligt förslaget bör börsstyrelsen bestämma om hur ofta handel med fondpaper på A III-listan skall äga rum. Inspektionen utgår från att daglig handel med dessa paper skall vara möjlig.

Utifrån vad sålunda anförts om vissa ändringar ser inspektionen ej några hinder mot införande av en A III-lista i överensstämmelse med utredningens tankegångar.

2.2 Kammarrätten i Sundsvall

Utifrån de synpunkter som kammarrätten har att beakta föreligger ej anledning till erinran mot utredningens förslag.

2.3 Kommerskollegium

Kollegiet ställer sig positiv till införandet av en A III-lista med mindre stränga villkor för tillträde än vad som nu gäller för A II-listan. Det synes härvid rimligt att för A III-listan ställa de minimikrav som nu finns i fondbörsförordningen. Det får förutsättas att börsstyrelsen tar de initiativ som är nödvändiga för tillskapandet av en sådan lista.

2.4 Länsstyrelsen i Malmöhus län

Inrättande av en s. k. A III-lista medför att en ny grupp relativt stora familjeföretag bereds möjlighet att inregistrera bolagets aktier på fondbörsen. Företagaren får härigenom möjlighet till uttag av del av bolagets kapitaltillväxt genom löpande försäljningar av aktier i stället för stort löneuttag. Försäljningen av sådana aktier beskattas i förhållande till löneinkomster relativt lågt. Den tidigare ägaren kan även i fortsättningen genom olika rösträtt för aktier behålla stort inflytande i företaget. En inregistrering av sådant bolag medför emellertid inte direkt något kapitaltillskott för företagets verksamhet. Genom notering på fondbörsen har dock ett bolag med goda framtidsutsikter tillgång till en stor kapitalmarknad. Bolaget har sålunda genom noteringen erhållit viss status som vanligen förbättrar företagsledningens kontakter med allmänhet, myndigheter, banker m. m.

I förmögenhetshänseende kommer aktierna efter inregistrering på fondbörsen att värderas enligt marknadsprincipen mot tidigare värdering enligt av länsstyrelsen framräknat substansvärde. Denna ändring av värderingen innebär i vissa fall betydande ökning av förmögenhetsvärdet för aktierna.

Utredaren föreslår att lägsta godtagbara värden för en A III-lista bör vara ett aktiekapital om minst 2 milj. kr. och ett eget kapital om minst 4 milj. kr. Kravet på spridning av aktierna innebär att bara 100 börsposter kommer att behövas för notering. Det låga spridningskravet kan medföra viss risk för osund spekulation i kursutveckling. Länsstyrelsen har emellertid inget emot att en A III-lista enligt utredarens förslag inrättas på Stockholms fondbörs.

2.5 Länsstyrelsen i Värmlands län

När det gäller utredningens förslag – inrättande av en s. k. A III-lista på Stockholms fondbörs – bedömer länsstyrelsen att det har liten betydelse för att lösa kapitalförsörjningsproblemen för värmländska små och medelstora företag. De inträdeskrav som föreslås för notering på A III-listan är så höga att sannolikt endast ett fåtal värmländska företag kan komma ifråga. Länsstyrelsen är likväl beredd att tillstyrka förslaget.

2.6 Riksskatteverket

RSV är väl införstått med att vissa rättviseskäl talar för att handel med värdepapper avseende små och medelstora företag främjas. RSV kan

emellertid av kontrolltekniska skäl och med hänsyn till svårigheter med värdering och avvägning inte tillstyrka förslaget.

De kontrolltekniska svårigheterna, dvs. möjligheterna för beskattningsmyndigheterna att erhålla erforderliga uppgifter för beskattning är främst utdelning men även vinster vid försäljning etc., minskar till viss del om utredningens förslag om — — — en utökad möjlighet till registrering på fondbörsen införs. RSV finner emellertid att sådan verksamhet förmodligen kan införas och framförallt få mer stadgade former i framtiden, vilket torde medföra att motsvarande kontrolltekniska svårigheter som arbetsgruppen för bankräntor och premieobligationer (BROPO) påtalat i sin redogörelse om obligationsmarknaden kommer att uppstå under en övergångsperiod.

Utredningen har i detta sammanhang enbart perifert berört en för beskattningsmyndigheterna mera påtaglig följd av förslaget att små och medelstora företags värdepapper skall få omsättas i större utsträckning än tidigare, bl. a. genom att — — — börslista A III. RSV syftar här på det avvägningsproblem som onekligen kommer att uppstå, nämligen att bedöma vilka bolag som skall räknas som fåmansbolag. I dag finns en uttrycklig lagbestämmelse därom i 35 § 1 a mom. KL. I praktiken tillämpas regeln så att fåmansbolag anses föreligga om aktieinnehavet är så fördelat att aktierna till mer än 50% — till övervägande del — ägs av en eller ett fåtal fysiska personer. I regel anses fåmansbolag föreligga om andelsägarnas antal i sådant fall understiger tio stycken. Vissa specialregler finns men saknar betydelse i detta sammanhang.

Det kan inte uteslutas att om förslaget med handel av värdepapper genomförs så kan ett mindre antal personer — understigande 10 — komma att ha det reella ägarinflytandet oavsett att de inte äger övervägande delen av aktierna i bolaget. Den ökade spridningen av aktier medför ju att ägarinflytandet kan bibehållas med mindre andel av aktierna i bolaget. Antalet företag som i realiteten bedriver sin verksamhet såsom ett fåmansbolag men som från beskattningssynpunkt måste behandlas som icke fåmansbolag kan komma att öka. Det är sannolikt att svårbedömda gränsdragningsproblem till följd av detta uppstår.

Mot denna bakgrund och då det redan i dag föreligger vissa praktiska tillämpningsproblem vill RSV betona vikten av att tillämpningen av 35 § 1 a mom. KL klarläggs om förslaget genomförs.

2.7 Aktiefrämjandet

Aktiefrämjandet finner det positivt om man med "market makers" och en AIII-lista skulle skapa en mjukare övergång till börsen. Det blir då möjligt för ett medelstort företag att sprida sina aktier via "market makers" och därefter — när en tillräcklig spridning av aktierna skett — ansöka om introduktion på en AIII-lista. Börsintroduktionen blir då inte samma avgörande steg som i dag. Marknaden får också under en längre tid tillfälle att bedöma företaget.

Ett sådant system torde också underlätta för små och medelstora företag att söka sig in på börsen.

Ytterligare en fördel med att inrätta en AIII-lista samt tillåta att aktier säljs av en huvudmäklare är att detta underlättar för de anställda att köpa aktier i det egna företaget. Detta kan få stor betydelse både för företagets förankring bland de anställda och dess möjligheter till framtida finansiering.

Inrättande av en AIII-lista förefaller rimlig från Aktiefrämjandets utgångspunkter. Reglerna för den nuvarande AIII-listan är nyligen fastställda och bör inte ändras. Skall en uppmjukning av reglerna för börsnotering ske, bör detta då ske genom en speciell lista. Utredningen föreslår att ett företag som skall noteras på AIII-listan bör ha två miljoner kr. i aktiekapital samt minst 100 börsposter. Detta skall genomföras med AII-listans två miljoner kr. i aktiekapital och 400 börsposter.

Det är väsentligt att de aktier som noteras på Stockholms fondbörs är marknadspapper, dvs. att de inom en kort tidsrymd skall kunna säljas eller köpas samt att marknaden är så stor att en oregelbunden efterfrågan inte skapar orimliga kursfluktuationer. Detta är självfallet speciellt viktigt för småspararen.

Mot denna bakgrund vill Aktiefrämjandet föreslå att kravet på antalet börsposter för introduktion på en AIII-lista ställs högre än vad som gjorts i utredningens förslag. En lämplig nivå kan vara 200 börsposter.

2.8 Allmänna pensionsfondens fjärde fondstyrelse

Vad beträffar utredningens förslag att införa en AIII-lista vid Stockholms fondbörs ifrågasätter fondstyrelsen om de reella förutsättningarna verkligen föreligger för att det skall uppstå en så omfattande marknad för små företag med aktier med så blygsamt spridningskrav att en särskild börslista är motiverad. Det torde vara relativt få ägare till små företag som är beredda att ta de nackdelar – inte minst skattemässigt – och kostnader, som är förenade med en börsnotering. Man måste också räkna med att institutionella placerare – som dock representerar ungefär halva aktiemarknaden – på grund av de små aktieposterna knappast kommer att efterfråga dessa aktier. Med tanke på angelägenheten att successivt vidga aktiemarknaden vill fondstyrelsen i stället föreslå att de aktuella företagen beredes tillträde till AII-listan (för vilken f. ö. gäller samma minimikrav på aktiekapital och totalt eget kapital som för den föreslagna AIII-listan) genom att börsstyrelsen ges möjlighet att medge dispens från gällande spridningskrav (i en not till kurslistan skulle då anges att det gäller en aktie med mindre spridning).

2.9 Landsorganisationen i Sverige (LO)

Förslaget att ge möjligheter för vissa medelstora företag att komma in på en ny börslista – – – är till sina syften vällovlig och tycks dessutom sakna allvarligare komplikationer.

2.10 Styrelsen för Stockholms fondbörs

(Majoriteten: vice ordföranden Hermansson, ledamöterna Ando, Damberg, Jansson och Kahm samt suppleanten Wolrath).

Styrelsen – – – ställer sig klart positiv till att – inom ramen för sina uppgifter – medverka vid kapitalanskaffningen för medelstora företag. Det finns dock anledning framhålla att en sådan medverkan förutsätter att värdepapper ställs till marknadens förfogande och att en regelbunden handel kommer till stånd. I annat fall blir börsregistreringen utan betydelse för företagen och – som närmare utvecklas i det följande – en riskfaktor i börsverksamheten.

Börsstyrelsen har nyligen godkänt en promemoria med en sammanfat-

tande beskrivning av regler och praxis avseende registrering av aktier vid Stockholms fondbörs. Nämda promemoria fogas till remissyttrandet.¹

AII-listans krav på aktiekapital (minst 2 milj. kr.) och eget kapital (minst 4 milj. kr.) överensstämmer – till skillnad från vad som angetts i betänkan- det (s. 224) – med vad som föreskrivs i 19 § 1. och 2. förordningen (1979:996) om Stockholms fondbörs. Detta innebär att den av utredningen föreslagna AIII-listan skiljer sig från börsens AII-lista endast genom att spridningskravet är lägre. Lika med utredningen anser börsstyrelsen – med hänsyn till de rättsverkningar som knutits till börsregistreringen – det vara angeläget att upprätthålla i princip enhetliga krav i fråga om presum- tiva börsbolags soliditet, likviditet och lönsamhet. Av samma skäl anser börsstyrelsen det uteslutet att för vissa bolag lätta på den informationsplikt som följer av det mellan fondbörsen och respektive bolag träffade inregi- streringskontraktet.

Till belysning av det i praxis utbildade spridningskravet vill börsstyrel- sen anföra följande.

En börsnotering av ett bolags aktier blir meningsfull först om man med fog kan räkna med att det kommer att bli en regelbunden handel i aktierna. I inregistreringsärenden kan det ofta vara vanskligt att avgöra hur den framtida marknaden kommer att gestalta sig. Spridningskravet spelar här en viktig roll. Det anknyter till börspostbegreppet. Med börspost förstås det minsta antal eller lägsta nominella belopp som får bli föremål för notering (23 § förordningen). En börspost bestäms i normalfallet som multiplar av 50 och med ett riktvärde för AI-listan om ett basbelopp och för AII-listan om 1/2 basbelopp. För registrering på AI-listan krävs normalt att det finns minst 1000 börspostägare. För AII-listan är motsvarande krav 400 börspostägare. Därjämte gäller för båda listorna att högst 75 procent av aktierna får ligga i en ägares eller ägargrupps hand. Sistnämnda sprid- ningskrav tillämpas av börsstyrelsen med viss flexibilitet. I syfte att möjlig- göra en börsintroduktion som vid en helhetsbedömning framstår som lämplig kan börsstyrelsen nämligen för en övergångsperiod göra avkall på spridningskravet.

F. n. använder man alltså olika riktmärken för börsposternas storlek på de skilda aktielistorna. Syftet med differentieringen är att underlätta han- deln med aktierna i de små och medelstora bolagen utan att i onödan tynga hanteringen av handeln med de större bolagens aktier. Om en ytterligare aktielista skulle introduceras, bör i konsekvens härmed börsposternas storlek på en sådan lista sättas lägre än vad som nu gäller för AII-listan, dock inte under ett kvarts basbelopp.

Som tidigare nämnts gäller f. n. för både AI- och AII-listan att högst 75 procent av aktierna får ligga i en ägares eller ägargrupps hand. Regeln syftar till att åstadkomma en godtagbar spridning av aktierna bland allmän- heten. Kravet bör upprätthållas för en eventuell tillkommande lista.

Kärnan i gällande system utgörs av kravet på att ett visst antal aktieäga- re vid inregistreringstillfället skall inneha vardera minst en börspost. Ut- redningen har stannat för att rekommendera ett spridningskrav för AIII- listan på 100 börspostägare. Därvid har framhållits att en alltför låg sprid- ning kan medföra "en viss risk för kursstämningen". Utredningen anser dock att den tillsyn börsstyrelsen utövar "är en tillräcklig garanti för att stävja eventuella försök från majoritetsinnehavare eller andra att påverka kursnoteringarna".

¹ Promemorian är ej medtagen i denna sammanställning.

Börsstyrelsen har tidigare pekat på att betydelsefulla rättsverkningar har knutits till börsregistreringen av ett värdepapper. Ett inregistreringsbeslut innebär att värdepapperet vid tiden för introduktionen godtas som ett acceptabelt placeringsobjekt. Det är mot denna bakgrund angeläget att avvåga inregistreringskraven så att handeln i papperet kan förväntas fungera väl. Det är en uppenbar risk att så inte blir fallet om marknaden är alltför tunn. Med relativt begränsade kapitalinsatser kan i sådana fall kursställningen påverkas kraftigt. Detta kan, men behöver alls inte göras i otillbörligt syfte. Satsningen kan vara resultatet av en seriös bedömning av bolaget och dess möjligheter. Intresset för bolagets aktier kan då inte anses klandervärdt ens om syftet omfattar hela den utestående aktiestocken. Å andra sidan kan aktierna "drivas" med syfte att från en förändrad kursnivå vidga eller avveckla engagemang i papperet. Sådana åtgärder är uppenbart otillbörliga och möjligheterna att lyckas i sådana försök måste minimeras. Emellertid är det sällan möjligt att i samband med att kursförändringarna registreras bedöma det bakomliggande syftet och avgöra om förfarandet är godtagbart eller ej. Börsstyrelsens och börsledningens möjligheter att – som utredningen framhåller – stävja eventuella övertramp är alltså begränsade. Angivna förhållanden bör enligt börsstyrelsens mening tillmätas stor betydelse när det gäller att bestämma spridningskravet för en ny aktielista.

Det av utredningen föreslagna kravet om 100 börspostägare är enligt börsstyrelsens mening inte godtagbart. Det finns anledning anta att marknaden i ett sådant papper skulle kunna bli för svag och de därmed förenade riskerna alltför stora.

För avvägningarna av ett rimligt spridningskrav vill styrelsen närmare belysa handeln på de befintliga två aktielistorna. Visst statistiskt material redovisas i bilaga 2¹. Som framgår av materialet är handeln på AII-listan betydligt mindre omfattande än på AI-listan. Båda listorna kan dock anses fungera tillfredsställande. Det är uppenbarligen vanskligt att avgöra i hur hög grad AII-listans spridningskrav utan alltför stor risk kan tunnas ut.

Det finns anledning framhålla att den av utredningen föreslagna eftergiften i fråga om inregistreringskraven är avsevärt mindre än vad utredningen utgått från. I väsentliga delar kan förslagen redan anses tillgodosedda genom gällande villkor för AII-listan. Något sakmaterial finns inte som bestyrker att det föreligger något egentligt behov av ytterligare eftergift i fråga om inregistreringskraven. Med hänsyn härtill anser börsstyrelsen det riktigtast att under någon tid avvakta erfarenheterna av tillämpningen av de nyligen fastställda kraven för AII-listan innan frågan om införande av en tredje lista tas upp.

Börsstyrelsen, som inom de ramar som anges i förordningen (1979:996) om Stockholms fondbörs har befogenhet att själv antingen lätta på kraven för AII-listan eller införa en AIII-lista, finner alltså inte f.n. skäl att genomföra en sådan åtgärd.

(Ordföranden Åqvist har med instämmande av suppleanten Herin och börschefen Grönquist anfört skiljaktig mening och ansett att styrelsens yttrande, såvitt gäller – – – utvidgad börshandel, bort avfattas enligt följande².)

¹ Bilagan är ej medtagen i denna sammanställning.

² Skillnaderna i förhållande till majoritetsyttrandet har markerats med vertikalt streck i marginalen.

Styrelsen finner det önskvärt med en vidgad medverkan från fondbörsens sida vid kapitalanskaffningen för medelstora företag. I enlighet med vad utredningen föreslagit bör denna medverkan i första hand ta sig uttryck i att ytterligare en aktielista, en AIII-lista, introduceras på Stockholms fondbörs. Till de närmare villkoren för denna lista återkommer styrelsen i det följande men vill inledningsvis anmäla att – om en sådan lista beslutas – en förberedelsestid om 2–3 månader krävs för programmering av datasystem och ordnande av övrig teknisk utrustning.

Börsstyrelsen har nyligen godkänt en promemoria med en sammanfattande beskrivning av regler och praxis avseende registrering av aktier vid Stockholms fondbörs. Nämda promemoria fogas till remissyttrandet¹.

AII-listans krav på aktiekapital (minst 2 milj. kr.) och eget kapital (minst 4 milj. kr.) överensstämmer – till skillnad från vad som angetts i betänkan- det (s. 224) – med vad som föreskrivs i 19 § 1. och 2. förordningen (1979:996) om Stockholms fondbörs. Detta innebär att den av utredningen föreslagna AIII-listan skiljer sig från börsens AII-lista endast genom en sänkning av spridningskravet. Börsstyrelsen vill till en början ansluta sig till utredningens bedömning att rikta in förslaget på spridningskravet. Det framstår nämligen som angeläget med hänsyn till de rättsverkningar som knutits till börsregistreringen att upprätthålla i princip enhetliga krav i fråga om presumtiva börsbolags soliditet, likviditet och lönsamhet. Av samma skäl anser börsstyrelsen det uteslutet att för vissa bolag låta på den informationsplikt som följer av det mellan fondbörsen och respektive bolag träffade inregistreringskontraktet. Som en följd härav kommer fondbörsens aktielistor att skilja sig från varandra endast genom att till de olika listorna hänförs bolag av varierande storlek och med olika aktiespridning.

Till belysningen av det i praxis utbildade spridningskravet vill börsstyrelsen anföra följande.

En börsnotering av ett bolags aktier blir meningsfull först om man med fog kan räkna med att det kommer att bli en regelbunden handel med aktierna. I inregistreringsärenden kan det ofta vara vanskligt att avgöra hur den framtida marknaden kommer att gestalta sig. Spridningskravet spelar här en viktig roll. Det anknyter till börspostbegreppet. Med börspost förstås det minsta antal eller lägsta nominella belopp som får bli föremål för notering (23 § förordningen). En börspost bestäms i normalfallet som multiplav av 50 med ett riktvärde för AI-listan om ett basbelopp och för AII-listan om 1/2 basbelopp. För registrering på AI-listan krävs normalt att det finns minst 1000 börspostägare. För AII-listan är motsvarande krav 400 börspostägare. Därjämte gäller för båda listorna att högst 75 procent av aktierna får ligga i en ägares eller ägargrupps hand. Sistnämnda spridningskrav tillämpas av börsstyrelsen med viss flexibilitet. I syfte att möjliggöra en börsintroduktion som vid en helhetsbedömning framstår som lämplig kan börsstyrelsen nämligen för en övergångsperiod göra avkall på spridningskravet.

F. n. använder man alltså olika riktmärken för börsposternas storlek på de skilda aktielistorna. Syftet med differentieringen är att underlätta hand- deln med aktierna i de små och medelstora bolagen utan att i onödan tynga hanteringen av handeln med de större bolagens aktier. I konsekvens här- med kommer börsstyrelsen att bestämma börsposternas storlek på den tilltänkta AIII-listan till ett lägre värde än vad som nu gäller på AII-listan. Ett kvarts basbelopp framstår som en lämplig nivå.

¹ Promemorian är ej medtagen i denna sammanställning.

Som tidigare nämnts gäller f. n. för både AI- och AII-listan att högst 75 procent av aktierna får ligga i en ägares eller ägargrupps hand. Regeln syftar till att åstadkomma en godtagbar spridning av aktierna bland allmänheten. Kravet bör upprätthållas också för AIII-listan.

Kärnan i gällande system utgörs av kravet på att ett visst minsta antal aktieägare vid inregistreringstillfället skall inneha vardera minst en börspost. Utredningen har stannat för att rekommendera ett spridningskrav för AIII-listan på 100 börspostägare. Därvid har framhållits att en alltför låg spridning kan medföra "en viss risk för kursstämningen". Utredningen anser dock att den tillsyns börsstyrelsen utövar "är en tillräcklig garanti för att stävja eventuella försök från majoritetsinnehavare eller andra att påverka kursnoteringarna".

Börsstyrelsen har tidigare pekat på att betydelsefulla rättsverkningar har knutits till börsregistreringen av ett värdepapper. Ett inregistreringsbeslut innebär att värdepapperet vid tiden för introduktionen godtas som ett acceptabelt placeringsobjekt. Det är mot denna bakgrund angeläget att avväga inregistreringskraven så att handeln i papperet kan förväntas fungera väl. Det är en uppenbar risk att så inte blir fallet om marknaden är alltför tunn. Med relativt begränsade kapitalinsatser kan i sådana fall kursstämningen påverkas kraftigt. Detta kan, men behöver alls inte göras i otillbörligt syfte. Satsningen kan vara resultatet av en seriös bedömning av bolaget och dess möjligheter. Intresset för bolagets aktier kan då inte anses klandervärdt ens om syftet omfattar hela den utestående aktiestocken. Å andra sidan kan aktierna "drivas" med syfte att från en förändrad kursnivå vidga eller avveckla engagemang i papperet. Sådana åtgärder är uppenbart otillbörliga och möjligheterna att lyckas i sådana försök måste minimeras. Emellertid är det sällan möjligt att i samband med att kursförändringarna registreras bedöma det bakomliggande syftet och avgöra om förfarandet är godtagbart eller ej. Börsstyrelsens och börsledningens möjligheter att – som utredningen framhåller – stävja eventuella övertramp är alltså begränsade. Angivna förhållanden bör enligt börsstyrelsens mening tillmätas stor betydelse när det gäller att bestämma spridningskravet för en ny aktielista.

Det av utredningen föreslagna kravet om 100 börspostägare är enligt börsstyrelsens mening inte godtagbart. Det finns anledning anta att marknaden i ett sådant papper skulle kunna bli för svag och de därmed förenade riskerna alltför stora.

För avvägningarna av ett rimligt spridningskrav vill styrelsen närmare belysa handeln på de befintliga två aktielistorna. Visst statistiskt material redovisas i bilaga 2¹. Som framgår av materialet är handeln på A:II-listan betydligt mindre omfattande än på A:I-listan. Båda listorna kan dock anses fungera tillfredsställande. Det är uppenbarligen vanskligt att avgöra i hur hög grad A:II-listans spridningskrav utan alltför stor risk kan tunnas ut. Börsstyrelsen anser för sin del det uteslutet att sänka spridningskravet för den nya listan under 200 börspostägare.

Med en sådan bestämning av spridningskravet och om de synpunkter börsstyrelsen i övrigt anfört vinner beaktande, ser börsstyrelsen positivt på och tillstyrker utredningens förslag i fråga om utvidgad börshandel.

Även om antalet företag på en A:III-lista i inledningsskedet kan bli relativt begränsat, bör ett öppnande av denna möjlighet till börsregistrering

¹ Ej medtaget i denna sammanställning.

av medelstora företag kunna på sikt bli av stort värde inte bara för sådana företag och för näringslivet utan också för fondbörsverksamheten som sådan.

2.11 Svensk industriförening

— — — handel med aktier och andra värdepapper i icke börsnoterade företag skulle bli synnerligen omvälvande för denna grupp av företag. Enligt föreningens mening är det utomordentligt viktigt att en kontinuerlig ökning av antalet stora företag sker. Detta torde endast kunna uppnås genom att vissa medelstora företag med stark tillväxtpotential erhåller externt riskkapital från ett förhållandevis stort antal placerare. Införandet av en A III-lista på fondbörsen är därvid en bra lösning. Det femtiotal företag som kan ifrågakomma för sådan börsintroduktion har "vaskats" fram från den stora underliggande gruppen företag och bör därför vara ett naturligt urval av de bästa företagen. Några av dessa företag kan kanske sedan växa ytterligare och ta steget över till full börsintroduktion.

2.12 Svenska arbetsgivareföreningen (SAF)

Vad gäller förslaget om inrättandet av en särskild A3-lista delar vi utredningens uppfattning att en rimlig lägsta gräns för kapitalets storlek kan ligga på 2 miljoner i aktiekapital och 4 miljoner i eget kapital. Vi anser dock att ovanstående gränser på sikt bör kunna sänkas ifall de praktiska erfarenheterna visar det vara önskvärt. A3-listan kan genom en flexibel utformning av reglerna bli en naturlig fortsättning att börsnotera företag som väl etablerat sig på den "over the counter-market" som fondkommissionärerna driver.

En förutsättning för börsintroduktion är en omfattande information till allmänheten rörande företagets utveckling. För mindre företag som kan bli aktuella för A3-listan kan de informationskrav som ställs på de större företagen upplevas som betungande ur kostnadssynpunkt. Det är därför, i samband med införande av en A3-lista, motiverat att minska kravet på kostnadskrävande men marginella informationskyldigheter.

2.13 Svenska bankföreningen

För att kunna åstadkomma en rimlig omfattning på handeln på den föreslagna A III-listan synes antalet börsposter behöva uppgå till åtminstone 200. Handeln med aktier i A III-företag torde även med en sådan ändring bli ganska sporadisk. Bankföreningen kan i övrigt tillstyrka utredningens förslag i dessa delar.

2.14 Svenska fondhandlareföreningen

På A III-listan skulle enligt utredningen kunna uppföras sådana företag som uppfyller de lägsta nu gällande kraven för introduktion på börsen, minst 2 mkr i aktiekapital och minst 4 mkr i eget kapital. Detta innebär att den av utredningen föreslagna nya listan skiljer sig från den nuvarande A II-listan endast genom att spridningskravet är lägre. Detta har av utredningen föreslagits bli 100 börspostägare, vilket enligt föreningens uppfattning inte kan utgöra underlag för en godtagbar marknad. Spridningskravet behöver uppgå till åtminstone 200 börspostägare.

Fondhandlareföreningen ifrågasätter om det med denna gränsdragning finns utrymme för en A III-lista. Föreningen vill inte motsätta sig att en sådan lista på sikt upprättas men föreslår att möjligheterna att vidga marknaden för eget kapital först under några år prövas genom skapandet av en handel med icke börsnoterade aktier m.m. enligt utredningens förslag. Därmed skulle vinnas erfarenhet av företags och placerares intresse av en marknad för aktier i mindre och medelstora företag.

2.15 Svenska företagens riksförbund

Företagareförbundet har i sitt remissyttrande angivit att förbundet kan ansluta sig till utredningens förslag om införande av en s. k. A III-lista på Stockholms fondbörs. Förbundet har även ansett att detta förslag och vad som föreslagits beträffande handel med icke börsnoterade värdepapper utanför börsen och utökade möjligheter för aktiefonder och aktiesparfonder att förvärva även icke-börsnoterade aktier, torde leda till en vitalisering av kapitalmarknaden för medelstora företag, vilket kan innebära en attraktiv "framtidssbild" också för växande mindre företag.

2.16 Svenska försäkringsbolags riksförbund

Riksförbundet har inga erinringar mot förslaget.

2.17 Svenska sparbanksföreningen

Föreningen tillstyrker förslaget om A III-listan och de minimigränser på 2 respektive 4 miljoner kronor som föreslås beträffande aktiekapital och eget kapital samt minimikravet på 100 börsposter. Genom "over the counter"-marknaden och A III-listan skapas möjligheter till en mjuk introduktion till börsen av företag.

2.18 Sveriges aktiesparares riksförbund

Aktiespararna ställer sig positiva till förslaget om att underrätta för aktier och andelar i företag att bli introducerade på börsen (den s. k. A III-listan) — — —.

Ur Aktiespararnas synvinkel är det angeläget att en så stor del av aktiehandeln som möjligt bedrivs under ordnade former. Vi ser det således som angeläget att aktierna i så många företag som möjligt blir noterade i en eller annan form på fondbörsen. Att detta innebär att de formella kraven på exempelvis antalet börsposter sänks uppfattar inte vi som någon nackdel.

En sänkning av de nuvarande kraven kan ske genom införande av en A III-lista eller genom en ändring av kraven för notering på A II-listan. Aktiespararna vill inte ta ställning till vilken av dessa tekniska lösningar som är den bästa. Det enda krav som enligt vår uppfattning bör ställas är att minst 25 % av aktierna i ett företag skall vara föremål för handel.

Aktiespararna anser också att kraven på inregistreringskontraktet kan sänkas vad gäller börsens granskning av de företag som söker om introduktion. Däremot är det vår bestämda uppfattning att man inte bör sänka kraven på löpande rapportering från mindre företag.

2.19 Sveriges finansanalytikers förening

Utredningens förslag om en särskild A III-lista innebär i förhållande till nuvarande regler för A II endast den förändringen att spridningskravet något uppmjukas. För A II-listan krävs 400 börsposter, för A III föreslås 100 börsposter. Riktmärket för en börspost på A II-listan är ett halvt basbelopp, för A III har nämnts en fjärdedel.

Föreningen anser det tveksamt om man bör gå så långt som till 100 börsposter. Minimikravet skulle i så fall innebära ett utestående börskapital understigande en halv miljon kronor. Om en introduktion skett efter minimivillkoren torde det inte dröja lång tid innan en avsevärd koncentration skett. Detta såvida inte posterna placerats bland "släkt och vänner" men i ett sådant fall torde nyttan av en formell börsregistrering inte vara särskilt stor.

För att det skall föreligga någorlunda förutsättningar för en rimligt effektiv marknad anser föreningen att minimikravet bör höjas till 200–300 börsposter. Det är också tveksamt om det är meningsfullt att minska börspostens värde under ett riktmärke motsvarande ett halvt basbelopp.

Eftersom det torde vara ett mycket litet antal företag som inte uppfyller A II-kraven men som skulle uppfylla ovan angivet krav kan det ifrågasättas om man för dessa företag skall upprätta en särskild börslista. Det bör övervägas om inte syftena med förslaget enklare uppfylles om istället börsstyrelsen efter *individuell prövning* skulle kunna ge dispens från nuvarande A II-krav. I så fall skulle dispensföretagen kunna utmärkas på lämpligt sätt i börslistan.

2.20 Sveriges föreningsbankers förbund

Sveriges föreningsbankers förbund (SFF) delar utredningens uppfattning att en via banker och fondhandlare organiserad handel med icke börsnoterade värdepapper skulle vara värdefull. Den föreslagna utvidgningen av börshandeln tillstyrks därför av SFF. SFF anser emellertid att de föreslagna reglerna för notering på A 3-listan (2 milj. kronor i aktiekapital resp. 4 milj. kronor i eget kapital) är en alltför stark begränsning. Dessa gränser bör justeras. Om så sker bör kravet på antalet börsposter och börsposters storlek justeras i konsekvens härmed.

2.21 Sveriges hantverks- och industriorganisation/familjeföretagen

Organisationen tillstyrker förslaget.

2.22 Sveriges industriförbund

Förslaget om inrättandet av en A III-lista är ägnat att sänka kraven för notering på Stockholms Fondbörs. Därmed underlättas för medelstora företag att utnyttja fondbörsen för kapitalgenerering. Det är flera faktorer som idag påverkar möjligheterna till börsintroduktion, exempelvis aktiekapitalets storlek, redovisat eget kapital och aktiernas spridning. Förbundet delar utredningens uppfattning att en rimlig lägsta gräns för kapitalets storlek ligger på 2 miljoner i aktiekapital och 4 miljoner i redovisat eget kapital, dvs. samma som enligt nu gällande regler. Däremot bör som föreslagits förändringar kunna vidtas beträffande spridningskravet och vissa ändringar i inregistreringskontraktet. Syftet med spridningskravet är

att endast aktier där en viss handel förekommer skall kunna noteras. Spridningskravet är en approximation av var en tillräckligt stor handel, för meningsfulla noteringar, kan nås. Förbundet utgår från att kraven på regelbunden omsättning för aktier på en A III-lista måste ställas lägre än på A II-listan. Därmed bör också spridningskravet kunna sänkas. Tanken bakom en A III-lista måste vara att möjliggöra för mindre företag, där omsättningen av aktierna kan förväntas vara relativt låg, att vinna notering på fondbörsen. Förbundet ser därför gärna att spridningskravet sätts så lågt som möjligt.

Avslutningsvis vill vi beträffande A III-listan behandla de informationskrav som ställs på företaget. En förutsättning för börsintroduktion är en omfattande information till allmänheten rörande företagets utveckling. För de mindre företag som kan bli aktuella för A III-listan kan de informationskrav som ställs på de större företagen upplevas som betungande ur kostnadssynpunkt. I samband med införandet av en A III-lista vore det därför värdefullt om möjligheterna att reducera kostnadskrävande men marginella informationskyldigheter prövades. Möjligheter att reducera kraven torde särskilt gälla i samband med introduktionen, inte den löpande informationen.

2.23 Sveriges Investeringsbank Aktiebolag

Liksom utredningen menar banken att åtgärder bör vidtas som möjliggör en handel med andelar och värdepapper i små och medelstora företag. Det kan inte uteslutas att en sådan handel skulle kunna medföra en, låt vara måttlig, ökad tillförsel av riskvilligt kapital till dessa företagsgrupper.

Banken har ett direkt eget intresse härav eftersom banken har egna minoritetsinnehav i framförallt mindre innovationsföretag, vilka banken, när bolagen nått viss storlek, önskar placera på andra händer.

Förslaget gynnar dessutom allmänt de små tillväxtföretagen, som är en av bankens främsta målgrupper.

Banken vill därför tillstyrka utredningens förslag att en s. k. A III-lista tillskapas på fondbörsen — — —.

Här kan möjligen anläggas den i och för sig självklara synpunkten att, för att systemen skall få någon omfattning, det krävs en hög lönsamhetsnivå i de små och medelstora företagen.

Vidare torde den enskilde företagaren, innan handel med aktier i dennes bolag äger rum, behöva känna sig säker på att handeln med aktierna inte kommer att leda till radikalt ändrade förmögenhetsvärden på det kvarvarande egna innehavet.

En annan fråga, som får bedömas som central för möjligheten att attrahera riskkapital till de små och medelstora företagen, är möjligheten att lämna utdelning. Få placerare kommer att vara intresserade av enbart värdetillväxten, varför den nuvarande dubbelbeskattningen av aktieutdelningen kommer att inverka hämmande på satsningsvilligheten.

I avvaktan på en långsiktig och mer permanent lösning av dubbelbeskattningsproblemet bör enligt bankens mening tills vidare provisoriska regler kunna införas för de företag som omfattas av utredningens förslag.

2.24 Sveriges värdepappersfonders förening

Föreningen ansluter sig till utredningens förslag beträffande utvidgad börshandel — — —.

2.25 Tjänstemännens centralorganisation (TCO)

TCO har i sitt remissyttrande angivit att organisationen tillstyrker förslaget i den mån förslaget innebär att de mindre och medelstora företagen inte längre blir diskriminerade i förhållande till de större när det gäller försörjningen med riskkapital.

2.26 Utvecklingsfonden i Kronobergs län

Utvecklingsfonden ser positivt på att förbättrade möjligheter till börsintroduktion erhålles. Det torde fylla det tomrum som uppkommer genom att fondhandlarlistan upphör vid årsskiftet 1981/82. Det är psykologiskt viktigt att inträdeskraven ej uppleves som alltför höga och att det kapitalförsörjningsinstrument som en börsnotering utgör utvidgas till fler företag av vilka en del säkert kan vara synnerligt expansiva och verksamma inom s. k. framtidsbranscher. Ett många gånger onödigt hinder för potentiell expansion kan härigenom elimineras. Man kan dock ifrågasätta de föreslagna minimigränserna för notering. De möjligheter för börsintroduktion som den nya A III-listan ger kunde utnyttjas än mer genom att gränserna sänkes till förslagsvis en resp. två milj. kronor med bibehållna krav på ägandespridning, organisation och marknadsförutsättningar. Man må betänka att expansion mestadels är förenat med kapitalbehov och risktagande och att fara annars föreligger för att företag med potential ej ges fulla utvecklingsmöjligheter i en mera anonym tillvaro utanför börsen.

2.27 Utvecklingsfonden i Stockholms län

Utvecklingsfonden har inget att erinra mot utredningens förslag om inrättande av en s. k. A III-lista. Fonden vill dock framhålla att en A III-lista endast i begränsad utsträckning kommer att beröra fondens målgrupp.

Antar vi en soliditet på 25 % hos företagen som minimum före börsinträde vilket nog är lågt för kvalitetskravet i denna storleksklass, blir balansomslutningen ca $4 \times 4 = 16$ mkr. Detta kan tänkas svara mot en företagsstorlek på i runda tal 20–30 mkr i omsättning eller ca 80–120 anställda för tillverkningsföretag. En mycket begränsad del av fondens målgrupp berörs alltså av denna A III-lista.

Å andra sidan är dessa företag så stora att den relativa betydelsen av fondens möjliga kreditgivning också är mindre, vilket betyder att dessa företag i sin fortsatta tillväxt möter ökade problem med tillgång till riskvilligt kapital. För mindre företag bedriver fonden – i enlighet med statsmakternas intentioner – redan idag en långivning som i många avseenden är att betrakta som rent riskkapital och som "substituerar" satsningar i egenkapital med de nackdelar som därav följer (hög skuldsättning eller låg belåningsreserv, likvidationsrisk, kapitalkostnader).

3 Handel med icke börsnoterade värdepapper

3.1 Bankinspektionen

Utredningens förslag i fråga om handel med onoterade värdepapper är en nyhet för svensk kapitalmarknad. I korthet innebär förslaget att en fondkommissionär i egenskap av huvudmäklare åtar sig att - ev. i samar-

te med andra fondkommissionärer (market-makers) – hålla marknad i ett eller flera företags onoterade aktier eller andra värdepapper. En beskrivning av företaget skall tillhandahållas, som ger en allsidig och rättvisande bild av företaget och dess möjligheter, omfattningen av de värdepapper som blir tillgängliga för marknaden, introduktionspriset och i vilken utsträckning market-makers är beredda genomföra en handel i värdepapperen. Vidare skall anges högsta skillnad mellan köp- och säljkurs för att minimera riskerna för kursmanipulationer. Mäklaren skall ställa köp- och säljkurs för börsmedlemmar som har affär att göra i sådant papper. En mäklare skall stå för ställd kurs, vilket kan medföra skyldighet att själv förvärva aktieposter. Fondhandlareföreningens styrelse är enligt uppgift beredd att sammanställa uppgifter om berörda bolag och även om gjorda avslut på någon sorts lista eller eljest i fondbörsens lokaler.

Enligt inspektionens uppfattning närmar sig utredningen med nämnda förslag vad som gällt för den s. k. fondhandlarlistan som upphör vid årsskiftet. Det synes inte nu vara anledning att införa en motsvarighet till denna. Jfr prop. 1978/79: 9, s. 163–165. Att det inte skulle vara fråga om börshandel i fondbörslagstiftningens mening kan enligt inspektionens mening i och för sig diskuteras. Utredningen grundar sin bedömning på att handeln inte blir regelbunden utan mera sporadisk. Spridningen blir heller inte densamma som vid börshandel. Vad sålunda sägs kan i och för sig ha fog. Någon regelbunden handel torde inte vara att vänta. Å andra sidan skulle det sagda kunna vara skäl mot denna typ av handel överhuvudtaget, eftersom den inte ligger i linje med de skyddskriterier som bär upp den nya börslagstiftningen, vilken bl. a. innebär en förstärkning av börsmonopolet och börsens status. Betydande risker kan vara förenade med en värdepappershandel av detta slag inte bara för allmänheten genom svårigheten att få en adekvat värde mätare på papperen och tillräcklig omsättningsbarhet utan också för de fondkommissionärer som engagerar sig som market-makers. Emellertid föreligger nu i högre grad än tidigare ett behov av att former etableras också för en handel i sådana aktier och andra värdepapper som inte kan anses kvalificerade för regelrätt börshandel och det anseende börsnoterade värdepapper åtnjuter. Det är också möjligt att handel med ett företags aktier under former som här avses kan på litet sikt skapa förutsättningar för ett bolag att vinna börsintroduktion.

Bankinspektionen ser därför positivt på att former etableras för handel med icke börsnoterade papper men förordar att handhavandet av denna handel sker under överinseende av Stockholms fondbörs. Detta skulle kunna ske genom ett särskilt organiserat samarbete mellan Stockholms fondbörs och Svenska fondhandlareföreningen. En lösning kan därvid vara att frågor som rör denna handel handhas av en kommitté eller arbetsgrupp med företrädare för såväl börsen som fondhandlarna. Börschefen bör vara ordförande. Det åsyftade organet bör ha till uppgift att närmare ange formerna för den handel varom här är fråga och följa utvecklingen av den. Därigenom får styrelsen för Stockholms fondbörs ett ansvar för hur denna fondhandel bedrivs.

Utredningen tar i anslutning till förslagen i fråga om handeln i onoterade papper upp frågan om behovet av att öka fondkommissionärernas rätt enligt 16 § fondkommissionslagen att inneha s. k. handelslager av aktier. Bestämmelsen är nu i kraft för banker i deras egenskap av fondkommissionärer men träder inte i kraft för fondkommissionsbolag förrän 1985-01-01. Fram till denna dag existerar för de senare inte någon begränsning. Enligt bestämmelsen får innehav av ifrågavarande slag uppgå till högst 2

milj. kr. anskaffningsvärde eller 2 % av genomsnittlig kommissionshandel under de senaste fem kalenderåren, dock högst 10 milj. kr. Inspektionen vill av skäl som utredningen anför men också på grund av inflationen efter bestämmelsens tillkomst och den kraftigt ökade omsättningen på börsen föreslå att förutnämnda anskaffningsvärde höjs till 3 milj. kr., procentsiffran från 2 till 4 % och maximibeloppet från 10 till 20 milj. kr.

3.2 Kammarrätten i Sundsvall

Utifrån de synpunkter som kammarrätten har att beakta föreligger ej anledning till erinran mot utredningens förslag.

3.3 Kommerskollegium

Vad gäller förslaget om utvidgad handel med värdepapper i övriga företag finner kollegiet utredningens förslag om s. k. market makers vara en intressant idé. Systemet är emellertid så ofullständigt behandlat i betänkandet att det är svårt att föreställa sig hur det skulle komma att fungera i praktiken. Kollegiet finner det angeläget att systemet utformas på så sätt att det ger utrymme för en lokal anknytning, nämligen så att handeln med värdepapper stimuleras särskilt avseende de företag som finns på orten. Vidare kan konstateras att utredningen har kommit fram till att förslaget kan genomföras utan att några ändringar i fondbörslagen behöver göras. Såvitt kollegiet kan bedöma är det ej alldeles uppenbart att så är fallet. Exempelvis kan det väl tänkas att handeln med några icke börsnoterade värdepapper skulle bli av sådan omfattning att den skulle komma att anses som fondbörsverksamhet. Eventuellt bör denna situation regleras i fondbörslagen.

3.4 Länsstyrelsen i Malmöhus län

I Sverige får enligt lagen om Stockholms fondbörs inte förekomma handel med värdepapper i organiserad form utanför börsen. Däremot sker sådan handel genom förmedling av fondkommissionärer i vanligen begränsad omfattning.

Utredaren föreslår att huvudmäklare och s. k. market makers inrättas för handel med icke börsnoterade värdepapper. Denna handel skall enligt utredaren inte komma i konflikt med vad som anges i lagen om Stockholms fondbörs angående fondbörsverksamhet.

Utredaren förutsätter att det kommer att utbildas en praxis under överinseende av fondbörsförbundets styrelse i frågor som rör den löpande informationen till aktieägarna, insiderproblem etc. Länsstyrelsen anser att det är risk för att en gradvis utvecklad praxis kommer att bli ofullständig i början och därmed inbjuda till mannamån och insideraffärer. Redan stora börsbolag har svårt att informera så att enskilda aktieägargrupper inte drabbas. Informationsfrågorna är naturligtvis ännu känsligare i mindre företag med en stor majoritetsägare. I USA som har en motsvarande over-the-counter marknad för små företag råder mycket stränga regler för hur information från företagen till aktieägarna skall ske. Det är således väsentligt att om over-the-counter handel med småföretagens aktier skall införas i Sverige långtgående krav ställs på hur företagen skall informera sina aktieägare samt att huvudmäklare ges löpande insyn i bolagens verksamhet. Under dessa förutsättningar tillstyrker länsstyrelsen utredarens förslag om handel med icke börsnoterade företags aktier.

3.5 Länsstyrelsen i Värmlands län

Även när det gäller utredningens förslag om åtgärder för att underlätta handel med icke börsnoterade värdepapper är länsstyrelsen tveksam till vilken effekt förslaget skulle få för företagens kapitalförsörjning. Det finns emellertid enligt länsstyrelsen skäl att prova systemets möjligheter. I sammanhanget vill länsstyrelsen framhålla den betydelse de regionala investmentbolag som under senare tid uppkommit kan ha för de små och medelstora företagens kapitalförsörjning. Investmentbolagens möjligheter till agerande är emellertid beroende av deras förmåga att generera eget kapital. Det förslag som utredningen presenterat skulle enligt länsstyrelsens bedömning kunna tillämpas på regionala investmentbolag vilket indirekt skulle ge positiv effekt också för de små och medelstora företagen.

3.6 Riksskatteverket

RSV är väl införstått med att vissa rättviseskäl talar för att handel med värdepapper avseende små och medelstora företag främjas. RSV kan emellertid av kontrolltekniska skäl och med hänsyn till svårigheter med värdering och avvägning inte tillstyrka förslaget.

De kontrolltekniska svårigheterna, dvs. möjligheterna för beskattningsmyndigheterna att erhålla erforderliga uppgifter för beskattning av främst utdelning men även vinster vid försäljning etc., minskar till viss del om utredningens förslag om "Over the counter market" med "market makers" — — — införs. RSV finner emellertid att sådan verksamhet förmodligen kan införas och framförallt få mer stadgade former i framtiden, vilket torde medföra att motsvarande kontrolltekniska svårigheter som arbetsgruppen för bankröntor och premieobligationer (BROPO) påtalat i sin redogörelse om obligationsmarknaden kommer att uppstå under en övergångsperiod.

Utredningen har i detta sammanhang enbart perifert berört en för beskattningsmyndigheterna mera påtaglig följd av förslaget att små och medelstora företags värdepapper skall få omsättas i större utsträckning än tidigare, bl. a. genom att införa OCM — — —. RSV syftar här på det avvägningssproblem som onekligen kommer att uppstå, nämligen att bedöma vilka bolag som skall räknas som fåmansbolag. I dag finns en uttrycklig lagbestämmelse därom i 35 § 1 a mom. KL. I praktiken tillämpas regeln så att fåmansbolag anses föreligga om aktieinnehavet är så fördelat att aktierna till mer än 50% — till övervägande del — ägs av en eller ett fåtal fysiska personer. I regel anses fåmansbolag föreligga om andelsägarnas antal i sådant fall understiger tio stycken. Vissa specialregler finns men saknar betydelse i detta sammanhang.

Det kan inte uteslutas att om förslaget med handel av värdepapper genomförs så kan ett mindre antal personer — understigande 10 — komma att ha det reella ägarinflytandet oavsett att de inte äger övervägande delen av aktierna i bolaget. Den ökade spridningen av aktier medför ju att ägareinflytandet kan bibehållas med mindre andel av aktierna i bolaget. Antalet företag som i realiteten bedriver sin verksamhet såsom ett fåmansbolag men som från beskattningssynpunkt måste behandlas som icke fåmansbolag kan komma att öka. Det är sannolikt att svårbedömda gränsdragningsproblem till följd av detta uppstår.

Mot denna bakgrund och då det redan i dag föreligger vissa praktiska tillämpningsproblem vill RSV betona vikten av att tillämpningen av 35 § 1 a mom. KL klarläggs om förslaget genomförs.

RSV finner det lämpligt att i detta sammanhang ta upp frågan om hur aktier/andelar i små och medelstora företag skall värderas om den föreslagna utvidgade handeln med sådana värdepapper genomförs.

Utredningen föreslår i detta avseende – mot bakgrund av att det inte alltid är möjligt att ha ett marknadsvärde enligt gängse begrepp tillgängligt – en utvidgning av 30 § aktiefondslagen. Utvidgningen innebär att parallellt med marknadsvärdet skall dels anskaffningsvärdet dels av länsstyrelsen fastställt värde få tillämpas vid värdering av aktie/andel.

Det strider mot principerna för förmögenhetsbeskattningen att aktieinnehavaren skall få välja värderingsmetod och att ett och samma bolags aktier skulle värderas på olika sätt beroende på innehavarens val av värderingsmetod.

I ett nyligen remissbehandlat förslag (Ds B 1981: 13, Förmögenhetsbeskattningen av arbetande kapital i mindre och medelstora företag) föreslås dessutom att den värdering som länsstyrelsen i dag gör skall slopas.

3.7 Banklagsutredningen

Banklagsutredningens ledamöter representerar bl. a. riksbanken, bankinspektionen och bankerna. I dessa egenskaper kommer ledamöterna att var för sig föra fram synpunkter på betänkandet. Banklagsutredningen tar därför i sak inte ställning till förslagen. Utredningen vill dock mot bakgrund av förslagen om att bankerna skall kunna delta som "market maker" – – – något beröra de överväganden som ligger till grund för nuvarande banklagstiftning.

En av de grundläggande reglerna i svensk banklagstiftning är att banker i princip inte har rätt att inneha och handla med aktier. Den bärande tanken bakom detta är att en banks innehav av aktier i viss mån kan innebära en risk för osund och för bankens egentliga verksamhet främmande spekulation. Det har därför ansetts lämpligare att bankerna stödjer näringslivet genom kreditgivning än att de som delägare sätter in kapital i företagen (se bl. a. departementschefens uttalande i prop. 1933: 167 s. 43). Det finns dock undantag från förbudet. Sålunda kan en bank efter tillstånd av regeringen få tillstånd att förvärva aktier. Här för krävs att förvärvet kan anses gagneligt för bankväsendet eller det allmänna. En bank som har tillstånd att driva fondkommissionsrörelse får vidare inneha ett handelslager av aktier. I bl. a. dessa fall har det således ansetts befogat att avvika från huvudregeln (jfr. prop. 1933: 167 s. 43 och 1978/79: 9 s. 138).

Utredningen vill erinra om att bestämmelserna om en banks rätt att förvärva aktier inte kan ses isolerade från banklagarnas övriga bestämmelser. Banklagarnas främsta syfte är att så långt sig göra låter skydda insättarna som placerar sina medel i en bank utan någon säkerhet. Banklagstiftningen innehåller sålunda en mängd skyddsregler för insättarna bl. a. förbudet för bank att äga aktier, bestämmelser om kapitaltäckning, offentlig tillsyn osv.

Förslagen om – – – bankernas roll som "market makers" bör prövas i belysning av att bankerna härigenom i större utsträckning än f. n. kommer att åta sig roll som både ägare och kreditgivare till de mindre och medelstora företagen. I fråga om banker som är fondkommissionärer bör också analyseras de situationer som kan möta när banken samtidigt agerar som "market maker", förmedlare av värdepappersaffärer och förvaltare av den egna aktieportföljen. Om det anses lämpligt att lätta på de nuvarande bestämmelserna för att genomföra det framlagda förslaget, kan det därför sättas i fråga om inte vissa begränsningar i bankernas aktieförvärvsrätt bör uppställas också för framtiden.

3.8 Aktiefrämjandet

Aktiefrämjandet finner det positivt att man med "market makers" och en AIII-lista skulle skapa en mjukare övergång till börser. Det blir då möjligt för ett medelstort företag att sprida sina aktier via "market makers" och därefter – när en tillräcklig spridning av aktierna skett – ansöka om introduktion på en AIII-lista. Börsintroduktionen blir då inte samma avgörande steg som i dag. Marknaden får också under en längre tid tillfälle att bedöma företaget.

Förslaget om att banker och fondkommissionärer skall kunna uppträda som "market makers" för aktier i små och medelstora företag förefaller väl övervägt. Det ökande intresset för aktier har medfört att en allt större kunskap om aktier nu finns spridd på bank- och sparbankskontor. Skulle ett system med "market makers" införas innebär detta i praktiken att Stockholms fondbörs håller på att uppluckras. Vi har dock svårt att se några nackdelar i detta.

Som utredningen påpekar förutsätter en "over the counter-market" att fondkommissionärer får ha större lager av värdepapper än som i dag tillåts. Också andra skäl talar för detta. Aktiehandeln skulle avsevärt kunna förenklas ifall en aktiekund skulle kunna köpa aktier direkt på en banks "lager" i stället för att göra flera besök på banken.

3.9 Allmänna pensionsfondens fjärde fondstyrelse

Utredningens förslag att införa ett system för handel med icke börsnoterade värdepapper med s. k. market makers och med vissa kursnoteringar bör vara ägnat att förbättra finansieringssituationen för ett mindre antal företag, för vilka en reguljär börsnotering inte ännu kan komma i fråga. Fondstyrelsen ställer sig emellertid tveksam till lämpligheten att formalisera market makers' roll på det sätt utredningen föreslår. Flera av de föreslagna reglerna, t. ex. en redan i prospektet angiven högsta skillnad mellan köp- och säljkurs och tanken på en uppsägningstid på tre månader för den fondmäklare som inte längre önskar vara market maker i en aktie, förefaller knappast att vara praktiskt genomförbara och skulle försvåra införandet av systemet. Det ter sig naturligt att – som utredningen föreslår i fråga om en mängd andra detaljer – överlåta till den praktiska tillämpningen att lösa dessa frågor.

3.10 Finansbolagens förening

Finansbolagens Förening är positiv till utredningens förslag om utvidgad handel med värdepapper, men anser att även finansbolag – vid sidan av banker och fondkommissionärer – bör ges möjlighet att bedriva handel med icke börsnoterade värdepapper.

Finansbolagens tjänster attraherar innovativa och snabbt växande små och medelstora företag. Kombinationen av tillskottsfinansiering och administrativ service med säkerhet i det finansierade objektet passar företag som växer så snabbt att traditionella säkerheter uttömts och tillräcklig administration ibland saknas. En stor del av finansbolagens ca 100 000 företagskunder återfinns således inom denna kategori. Finansbolagen har därför, och genom finansieringstjänsternas karaktär, en unik och nära kontakt med många av de företag, vilkas värdepapper enligt utredningens förslag, skulle kunna bli föremål för organiserad handel utanför fondbörsen.

Utredningen gör ingen bedömning av vilken omfattning denna handel förväntas få. Inte heller belyses tillräckligt ingående de praktiska frågorna. Föreningen anser därför att förslaget bör utredas ytterligare.

3.11 Landsorganisationen i Sverige (LO)

Förslaget att ge möjligheter för vissa medelstora företag — — — att förbättra möjligheterna för handel även med mindre företagsaktier via s. k. "market maker" är till sina syften vällovligt och tycks dessutom sakna allvarligare komplikationer.

3.12 Styrelsen för Stockholms fondbörs

Börsstyrelsen konstaterar att utredningens förslag när det gäller handel med icke börsnoterade papper berör några av de mest komplicerade delarna av den nya lagstiftningen om fondbörsverksamhet och fondkommissionsrörelse. Från de synpunkter börsstyrelsen har att beakta är det viktigt att gränsdragningen blir klar mellan en vidgad värdepappershandel utanför börsen, å ena sidan, och egentlig börsverksamhet, å den andra. Därjämte är det självklart angeläget att den verksamhet som börsmedlemmarna kan komma att ägna sig åt som "huvudmäklare" och "market makers" sker i betryggande former.

Goda skäl kan uppenbarligen anföras till stöd för förslagen om man begränsar sig till syftet att främja de små och medelstora företagens finansiella situation. Börsstyrelsen anser dock knappast att utredningen gjort en tillräckligt djupgående analys av förslagets effekter i andra avseenden. Mot bakgrund av fondbörs- och fondkommissionslagstiftningen vill styrelsen framhålla följande.

1. Fondkommissionärernas verksamhet är noggrant reglerad i fondkommissionslagen (1979:748) och banklagstiftningen. Enligt börsstyrelsens uppfattning måste de föreslagna funktionerna som "huvudmäklare" och "market makers" närmare preciseras. Den roll fondkommissionären förväntas spela måste noggrant anges och gränserna för ansvaret klarläggas. Styrelsen erinrar i detta sammanhang om den diskussion som föregick bestämmelserna (13 § 4, 15 § tredje stycket och 16 § fondkommissionslagen) om rätt för fondkommissionsbolag att lämna garanti eller på annat sätt medverka vid emission av fondpapper på den allmänna marknaden och om begränsningarna av bolagens egen värdepappershandel.

Det torde också enligt börsstyrelsens mening vara nödvändigt att närmare belysa de intressekonflikter en "huvudmäklare" och "market maker" kan möta i sina nya funktioner. Förutom de risker som alltid är förenade med sådana avslut vari fondkommissionären själv är part, handlar det här om de motstående krav fondkommissionären kan möta från, å ena sidan, det bolag för vars aktier han är "market maker" och, å den andra, den allmänhet vars order han skall utföra. I de länder från vilka utredningen synes ha hämtat idén till förslaget har sistnämnda konfliktsituation lösts genom förbud för "market makers" att göra affärer med allmänheten. Börsstyrelsen utgår från att om det föreslagna systemet introduceras i Sverige, verksamheten blir föremål för särskild uppmärksamhet och kontroll.

2. Utredningen har uppehållit sig vid frågan om den föreslagna handeln med onoterade värdepapper är förenlig med gällande bestämmelser om ensamrätt för Stockholms fondbörs att driva börsverksamhet här i landet.

Börsstyrelsen finner det mycket tvivelaktigt om förslaget kan genomföras med nu gällande lagstiftning på området. Styrelsen vill bl. a. med hänsyn till departementschefens uttalande i proposition 1978/79: 9 s. 163–164 förorda att frågan underkastas en ny förutsättningslös utredning.

3.13 Svensk industriförening

— — — Det förslag som utredningen framlägger om bl. a. inrättandet av en s.k. over the counter-market — — — föranleder inga erinringar från föreningens sida. Å andra sidan är det viktigt att framhålla att det praktiska genomförandet av detta förslag kan komma att stöta på oförutsedda problem och att en ganska stor flexibilitet i regelsystemet därför är att rekommendera. Det torde även fordras en förhållandevis kraftfull informationsinsats riktad till både företagare och tänkbara aktieplacerares för att systemet skall bli tillräckligt accepterat.

3.14 Svenska arbetsgivareföreningen (SAF)

Den handel som idag förekommer med icke börsnoterade aktier är mycket begränsad. Till viss del förklaras detta av den tradition som finns i familjeföretag och som omnämndes tidigare i yttrandet. Dessutom har dubbelbeskattningen av aktier, speciellt i mindre företag, utgjort ett hinder.

Förutom bristande utbud av aktier har också enligt vår bedömning de utvecklade institutionella förutsättningarna spelat in. En ändring av dessa förutsättningar skulle kunna visa om det finns utrymme för en mer aktiv marknad i sådana företagsaktier. Därigenom skulle kapital kunna kanaliseras till framförallt tillväxtföretag som inte är börsnoterade.

Enligt vår uppfattning bör förutsättningarna för handeln utformas på ett sätt så att de inte kommer i konflikt med reglerna för börsmonopolet. Börsmonopolets regler får exempelvis inte medföra att snabbt växande mindre företag diskvalificeras p. g. a. att handeln med nyemitterade aktier inte längre anses vara sporadisk.

Väsentligt är också att etiska spelregler utvecklas mellan fondkommissionären/huvudmäklaren och företaget. De flesta mindre företag saknar den kompetens som erfordras för att introducera sig på denna marknad. Företaget kommer sannolikt att vara beroende av och behöva stor hjälp av mäklaren såväl när det gäller i skedet då företaget skall introduceras på handelsmarknaden som när det gäller att lämna information om företagets utveckling. Men speciellt viktiga är reglerna när mäklaren av någon orsak önskar avveckla sitt ansvar som huvudmäklare.

3.15 Svenska bankföreningen

Än mer sporadisk (än handeln på den föreslagna A III-listan) skulle handeln bli för icke börsnoterade företag, vilken utredningen föreslår skulle ske i organiserad form via banker och andra fondkommissionärer. Detta skapar en rad problem för en sådan handel, och bankföreningen vill peka på några av dessa.

De fondkommissionärer som åtar sig att handla med värdepapper, som ej noteras på börsen, förutsätts löpande lämna köp- och säljkurser på dessa papper, både för hela "börsposter" och för udda antal aktier. Som underlag för denna kursättning skulle bl. a. ligga en fortlöpande information

från företaget till dessa "market makers" samt rapporter om gjorda avslut i företagets utelöpande papper. Det måste dock konstateras, att här aktuella företag har en mycket begränsad kapacitet för att sprida information. Det torde också bli svårt att skapa ett fungerande system, där market makers får kännedom om huvuddelen av gjorda avslut. Det kan därför bli ytterst vanskligt för bankerna och andra fondkommissionärer att sätta realistiska kurser.

Bankerna skulle vidare i detta system ständigt vara beredda att köpa papper i företagen till angivna kurser. Därigenom riskerar bankerna att bli liggande med dessa värdepapper under förhållandevis lång tid, och det kan diskuteras om detta är förenligt med bankernas övriga uppgifter. Inte minst uppstår problem i de fall banken som huvudmäklare skulle vilja dra sig ur sitt åtagande gentemot företaget. Utredningen understryker att banken då bör medverka till att en marknad upprätthålls sedan banken själv lämnat sitt åtagande. Det kan bli mycket svårt att klara detta och överhuvud taget att enas med övriga market makers när berörda företag hamnar i krissituationer.

Bankföreningen vill genom att peka på ovannämnda problem understryka att utredningens förslag om handel med icke börsnoterade papper måste bli föremål för ytterligare utredning innan bankerna kan ta slutlig ställning till förslaget. En väg vore att även fortsättningsvis låta fondhandlareföreningen från fall till fall ta ställning till hur enskilda företags tillgång till marknaden skall arrangeras och utvecklas för att med tiden få formen av tillträde till de organiserade börslistorna.

Utredningens förslag om att för sådana företag upprätta en förteckning över huvudmäklare/huvudbankförbindelse att hållas tillgänglig på Stockholms fondbörs, synes böra genomföras under alla förhållanden.

3.16 Svenska fondhandlareföreningen

Genom att på ett informellt sätt skapa möjligheter för en organiserad handel av onoterade värdepapper, kan man erbjuda företagen en övergångsform mellan det slutna familjebolagets situation och det offentligt verksamma börsbolagets. Detta skulle ge företagen möjligheter att successivt utvecklas och att senare eventuellt ansöka om notering på Stockholms Fondbörs.

Fondhandlareföreningen instämmer i utredningens bedömning att banker och övriga fondkommissionärer bör vara de institutioner som är mest lämpade att utnyttjas för en handel med aktier och andra värdepapper som inte är börsnoterade samt att verksamheten med icke börsnoterade värdepapper därför inte bör ombesörjas av särskilt upprättade organ eller organiseras på annat sätt utanför bankers och fondkommissionärers medverkan.

Utredningen har beskrivit hur en handel med icke börsnoterade aktier i huvudsak borde ske. Fondhandlareföreningen kan i princip ansluta sig till denna beskrivning men anser att vissa frågor, framför allt beträffande åtaganden och ansvar för "market makers" behöver närmare övervägas innan de preciseras. Andra frågor får man såsom utredningen påpekat överlåta till den praktiska tillämpningen att lösa. Ett beslut i anledning av betänkandet bör därför inte vara alltför detaljerat.

Fondhandlareföreningen finner det dock angeläget att ett sådant beslut innefattar *antingen* ett klart uttalande att den föreslagna handeln med icke börsnoterade aktier är förenlig med nu gällande lagstiftning på området

eller initiativ till ändringar i gällande bestämmelser så att en sådan handel kan bli möjlig.

En handel med icke börsnoterade värdepapper bör bedrivas i fondhandlareföreningens regi. Föreningen är beredd att svara för den närmare utformningen av regler för handeln och fastställande av krav på information från de företag, vilkas aktier skall omsättas enligt det föreslagna systemet.

Fondhandlareföreningen delar utredningens uppfattning, att en handel med onoterade aktier och andra värdepapper kan antas öka behovet för fondkommissionsbolagen att inneha värdepapper i större omfattning än vad fondkommissionslagen (§ 16) medger. Detta gäller givetvis även för bankinstitut, som är fondkommissionärer. Föreningen tillstyrker därför att gränsen för eget innehav ökas.

Fondhandlareföreningen vill också framföra önskemål om en översyn av bestämmelserna i fondkommissionslagen (§ 21) betr. krediter, som fondkommissionsbolag lämnar mot säkerhet i värdepapper, så att viss möjlighet erhålles att lämna krediter mot aktier som handlas enligt det föreslagna systemet.

3.17 Svenska företagens riksförbund

Företagareförbundet har i sitt remissyttrande angivit att förbundet kan ansluta sig till utredningens förslag om handel med icke-börsnoterade värdepapper utanför börsen. Förbundet har även ansett att detta förslag och vad som föreslagits beträffande A III-lista på Stockholms fondbörs och utökade möjligheter för aktiefonder och aktiesparfonder att förvärva icke börsnoterade aktier, torde leda till en vitalisering av kapitalmarknaden för medelstora företag, vilket kan innebära en attraktiv "framtidssbild" också för växande mindre företag.

3.18 Svenska försäkringsbolags riksförbund

Riksförbundet har inga erinringar mot förslaget.

3.19 Svenska sparbanksföreningen

Förslaget om att skapa en "over the counter"-marknad med market makers som håller marknad i företagsaktier tillstyrks av föreningen. Möjligheterna för sparbankerna att centralt, genom Sparbankernas Bank, och lokalt, genom storstadssparbanker och länssparbanker, medverka i denna handel bedöms vara goda. Genom "over the counter"-marknaden och A III-listan skapas möjligheter till en mjuk introduktion till börsen av företag.

En av nyckelfrågorna i handeln med icke börsnoterade papper är tillgången till information om ett företags ställning och utvecklingsmöjligheter samt löpande information om företagets utveckling. Utredningen anser att minimikrav på information bör utvecklas i praxis under överinseende av fondhandlareföreningens styrelse.

Sparbanksföreningen anser att höga och noga preciserade krav måste ställas på informationen beträffande de aktuella företagen. Regler för informationen måste formuleras innan handeln med icke börsnoterade papper startar. Utredningens förslag är på denna punkt inte tillfyllest och ett kompletterande utredningsarbete erfordras i denna fråga enligt föreningens

uppfattning. Detsamma gäller utredningens förslag beträffande formerna för avveckling av market makers åtagande att hålla marknad i ett företags papper. Även här krävs i förväg mer preciserade regler än vad som framgår av utredningsbetänkandet.

Föreningen tillstyrker förslaget att gränsen för fondkommissionärs egna innehav av värdepapper ökas utöver nuvarande två procent av den genomsnittliga årsomsättningen. Detta ger en market maker möjlighet att ligga med lager i den omfattning som krävs för att han ska kunna fullgöra sin uppgift att skapa marknad i ett företags aktier.

Föreningen vill slutligen kommentera svårigheten att kontinuerligt få fram rättvisande marknadsvärden på aktier som omsätts på "over the counter"-marknaden. Utredningen föreslår att problemet löses genom att anskaffningsvärdet alternativt länsstyrelsens föreslagna värde accepteras eller genom att värderingsfrågorna överlämnas till fondhandlareföreningens styrelse. Föreningen anser att utredningens förslag på denna punkt bör utvecklas.

3.20 Sveriges aktiesparares riksförbund

Aktiespararna ställer sig positiva till förslaget om att underlätta för aktier och andelar i företag att — — bli föremål för handel utanför börsen (den s. k. over-the-counter-marknaden). — — Utredningen framför dock några ganska krystade argument för varför denna handel inte skall räknas som börshandel. Enligt vår uppfattning är det naturligt att också denna handel räknas som börshandel eftersom den förutsätter medverkan av börsmäklarna.

Aktiespararna ställer sig också frågande till det av utredningen framförda förslaget att handeln i berörda aktier och andelar skall bedrivas av s. k. "market makers". Utredningen synes här ha hämtat inspiration från de amerikanska och engelska värdepappersbörserna. Den svenska börsen är emellertid organiserad på ett annat sätt. Oss veterligen har denna organisationsform inte blivit kritiserad för att vara ineffektiv. Det finns därför knappast skäl att frånga de traditionella arbetsformerna; i varje fall har utredningen inte bidragit med några argument.

Visserligen skulle man kunna tänka sig att utredningen vill ge köpare av aktier i mindre företag ett skydd genom att ålägga en mäklare skyldighet att köpa in aktierna för egen räkning. Mäklarnas uppgift kan dock aldrig bli att överta marknadsriskerna från köpare eller säljare. Åtagandet att köpa och sälja aktier i fast räkning kan därför aldrig få mer än en illusorisk effekt *om inte* köp/försäljning skulle ligga i mäklarens eget intresse. Då är emellertid att märka att sådan handel redan idag är tillåten.

Aktiespararna ställer sig positiva till förslag att ytterligare höja gränsen för en mäklares egna innehav. Däremot anser vi att systemet med market makers inte innebär några som helst fördelar för den aktiesparande allmänheten.

3.21 Sveriges finansanalytikers förening

Förslaget om handel med icke börsnoterade aktier innebär en legalisering av en mer systematiskt bedriven handel med sådana aktier. Detta bejakas av föreningen. Men förslaget innebär också en betydande formalisering. Man har övertagit det amerikanska OTC-systemet med market makers med bestämda förpliktelser. Det är emellertid en oerhörd skillnad i

omfattning av handeln med de amerikanska OTC-pappren och vad som kan väntas i Sverige. Det omnämns i utredningen att NASDAQ 1980 hade en omsättning av 21 milj. sådana aktier per dag fördelat på 2500 olika värdepapper. Det ger en genomsnittlig omsättning på över 8000 aktier per dag. En nivå som troligen ligger över vad som kan förväntas per år för de flesta svenska OTC-aktier.

Eftersom det är föreningens bedömning att marknaden för de flesta svenska OTC-aktier kommer att vara mycket tunn är det också föreningens uppfattning att de föreslagna kraven på market makers är överdrivna och onödigt formalistiska. I stället för att kräva att market makers fortlöpande skall ställa kurser med i förväg angiven högsta spridning samt vara förpliktigade att till angivna kurser handla ett visst antal aktier (börsposter) bör market makers roll vara mer informell. Väsentligast blir att ha en sådan överblick över potentiella köpare och säljare av aktien i fråga att ett uppkommande köp/säljintresse kan matchas mot det motsatta intresset. Man torde snarast kunna likna denna roll vid den som nu fullgöres av s. k. institutionsmäklare där det för vanliga börsnoterade värdepapper gäller affärer som på grund av transaktionsstorleken är relativt ovanliga. En viktig uppgift för market makers är också att svara för att all information om kursställningen finns lätt tillgänglig så att en publicering underlättas.

Beträffande information från företagen förefaller utredningen beredd att ställa lägre krav på de företag vars aktier skulle handlas på den föreslagna OTC-marknaden. Man talar om kostnaderna för att ge ut intresseväckande information. Men den information det gäller behöver inte ges någon påkostad utformning. Det är siffrorna som är det väsentliga och innehållsmässigt finns ingen anledning att acceptera en lägre standard för dessa företag än för de börsregistrerade. Det vore också olyckligt om vissa företag avstod från börsregistrering därför att de som OTC-företag kunde slippa undan med sämre information.

3.22 Sveriges föreningsbankers förbund

Systemet med "market makers", som utredningen föreslår, är enligt Sveriges föreningsbankers förbund (SFF) viktigt då detta skulle kunna skapa förutsättningar för vidgat ansvarstagande för kreditinstituten för företagens utveckling. Detta system skulle också kunna bidra till ett större förtroende för "A 3-marknaden". I detta avseende är informationsplikten från företag och "market makers" särskilt betydelsefull. SFF förutsätter att banker och fondkommissionärer skulle skapa ett fungerande system som snabbt ger kännedom om gjorda avslut.

Frågan om i vilken utsträckning bankerna kan fungera som "market makers" kan dock knappast prövas enbart i detta sammanhang. SFF vill erinra om att gränsdragningen för bankernas verksamhet för närvarande diskuteras i banklagsutredningen och att resultatet av denna utredning givetvis har avgörande betydelse för den här behandlade frågan. SFF vill därför inte i detta sammanhang gå in på frågan om bankernas roll som "market makers".

3.23 Sveriges hantverks- och industriorganisation/familjeföretagen

Organisationen tillstyrker förslaget.

3.24 Sveriges industriförbund

Idag är handeln med icke börsnoterade aktier mycket begränsad. För mindre företag rör handeln i huvudsak hela företaget. Ett fåtal aktier är föremål för handel i nämnvärd omfattning i övrigt.

Enligt Förbundets bedömning beror detta förhållande på institutionella svårigheter i samband med handel med icke börsnoterade aktier. En ändring av de institutionella förutsättningarna skulle praktiskt kunna visa förutsättningarna för en utveckling av en mer livfull marknad i sådana aktier. En sådan marknad skulle skapa vidgade förutsättningar för nyemissioner i de företag som inte är börsnoterade.

I betänkandet föreslås ett antal åtgärder för att påverka de institutionella förutsättningarna för aktiehandeln.

Grundläggande för aktiehandeln är bedömningen av börslagens bestämmelser om börsmonopolet. I betänkandet behandlas denna frågeställning tyvärr endast översiktligt. Utredningen menar att börsmonopolet inte innebär några praktiska hinder för en kraftig utvidgning av handeln med icke börsnoterade papper och för notering av kurser i anslutning till denna. Förbundet anser att denna fråga borde ha gjorts föremål för ytterligare överväganden.

Utredningen har på sid. 232 anfört att den föreslagna handeln med icke börsnoterade papper kan förväntas bli sporadisk och få begränsad omfattning. Man säger vidare: "Särskilt vad gäller omfattningen torde handeln med aktier och andra värdepapper utgöra en mindre del av företagets totala utgivna värdepapper eller förefintliga andelar. Spridningen blir därför begränsad, vilket påverkar handelns omfattning och sporadiska förekomst. Utredningen anser nu påtalade skillnader vara så påtagliga att den av utredningen föreslagna ordningen inte är att betrakta som fondbörsverksamhet."

Enligt Förbundets mening bör problemet ges en klarare lösning. Ett expansivt mindre företag kan mycket väl uppleva en snabb ökning av handeln med företagets aktier, så att den inte längre kan betraktas som sporadisk, utan att företaget för den skull har börsintroducerats. Det vore i hög grad otillfredsställande om man i ett sådant fall skulle betrakta handeln som varande i strid mot lagen om Stockholms Fondbörs. Det är därför önskvärt med ett klart ställningstagande, som i princip kan ske enligt någon av tre följande modeller:

1. Ändring i lagen om Stockholms Fondbörs, som modifierar innehållet i reglerna om monopol för fondbörshandeln.

2. En precisering som klart uttalar att den tilltänkta handeln inte är att betrakta som fondbörsverksamhet.

3. Ett uttalande som innebär att denna handel i och med rapportering av gjorda avslut vid fondbörsen betraktas som verksamhet vid Stockholms Fondbörs.

Utredningen föreslår att en börsmäklare skall kunna åta sig ansvaret som huvudmäklare för ett visst papper och att därutöver andra mäklare skall kunna åta sig att regelbundet handla i vissa icke börsnoterade papper. Börsmäklarna – och då framförallt fondkommissionärsbolagen – bedriver redan idag handel med icke börsnoterade aktier. Utredningens förslag är således i huvudsak en institutionell förändring som tjänar till att öka informationsspridningen kring sådana affärer och därmed underlätta denna handel och öka omsättningsbarheten på de icke börsnoterade aktierna. Detta är enligt Förbundets mening en åtgärd som skall kunna medverka till

ökade möjligheter för mindre företag att använda sig av aktiemarknaden som kapitalkälla.

En annan del av utredningens förslag innebär att de aktuella börsmäklarna skall åta sig att köpa eller sälja papper till vissa angivna kurser, och att de själva skall kunna lägga upp ett buffertlager för att underlätta handeln. Det finns idag i princip inga hinder för att på detta sätt upprätta ett buffertlager, men bankinspektionens restriktioner när det gäller kommissionärernas innehav av egna aktier kan utgöra ett praktiskt hinder. Enligt Förbundets mening kan den föreslagna metoden vara en nödvändig förändring för att förbättra omsättningsmöjligheterna för vissa papper.

Det skall emellertid understrykas att det i fråga om de två föreslagna förändringarna är marknaden som måste ha avgörandet i sin hand. De institutionella förändringarna kan underlätta marknadens funktion men det är naturligtvis de enskilda fondkommissionärerna själva som har avgörandet i sin hand, om de på det föreslagna sättet är beredda att engagera sig i handeln av icke börsnoterade papper.

Vi utgår från att handeln med dessa papper kommer att bli ganska begränsad och i första hand bedrivs av ett antal kvalificerade kapitalplacere. Det är inte sannolikt att denna del av aktiemarknaden kommer att röna något större intresse hos den breda allmänheten. Icke desto mindre bör en utvidgad handel i dessa företags papper kunna vara ett tillskott till en mindre grupp snabbt expanderande företags kapitalförsörjning. Detta är en betydelsefull uppgift, varför det enligt Förbundets mening finns skäl för att tillmäta frågan en betydande vikt.

Utredningen konstaterar att de värden som kan åsättas aktier som blir föremål för sporadisk handel inte alltid kommer att vara riktiga värdemätare för större aktieposter. Här skall särskilt beröras sambandet med de förmögenhetsvärderingsprinciper som gäller för familjeföretag, där betydande förändringar nyligen föreslagits. Utgångspunkten för de justerade värderingsreglerna för familjeföretagsaktier har varit att aktier i sådana företag inte kan betraktas som likvida tillgångar, att värdet är kraftigt varierande och att beskattning inte bör ske av det kapital som arbetar i företagen. Mot denna bakgrund har föreslagits frihet från förmögenhetsskatt för familjeföretagsaktier, frånsatt att likvida medel i företaget skall beskattas. Förbundet är av uppfattningen att förmögenhetsbeskattningen av aktier bör omprövas. I den mån detta ej sker är det angeläget att finna former som inte onödigt försvårar övergången till en bredare spridning av aktierna.

3.25 Sveriges Investeringsbank Aktiebolag

Liksom utredningen menar banken att åtgärder bör vidtas som möjliggör en handel med andelar och värdepapper i små och medelstora företag. Det kan inte uteslutas att en sådan handel skulle kunna medföra en, låt vara måttlig, ökad tillförsel av riskvilligt kapital till dessa företagsgrupper.

Banken har ett direkt eget intresse härav eftersom banken har egna minoritetsinnehav i framförallt mindre innovationsföretag, vilka banken, när bolagen nått viss storlek, önskar placera på andra händer.

Förslaget gynnar dessutom allmänt de små tillväxtföretagen, som är en av bankens främsta målgrupper.

Banken vill därför tillstyrka utredningens förslag att — — — vad gäller de mindre företagen en handel med aktier, andelar och andra värdepapper tillskapas via fondkommissionärerna.

Här kan möjligen anläggas den i och för sig självklara synpunkten att, för att systemen skall få någon omfattning, det krävs en hög lönsamhetsnivå i de små och medelstora företagen.

Vidare torde den enskilde företagaren, innan handel med aktier i dennes bolag äger rum, behöva känna sig säker på att handeln med aktierna inte kommer att leda till radikalt ändrade förmögenhetsvärden på det kvarvarande egna innehavet.

En annan fråga, som får bedömas som central för möjligheten att attrahera riskkapital till de små och medelstora företagen, är möjligheten att lämna utdelning. Få placerare kommer att vara intresserade av enbart värdetillväxten, varför den nuvarande dubbelbeskattningen av aktieutdelningen kommer att inverka hämmande på satsningsvilligheten.

I avvaktan på en långsiktig och mer permanent lösning av dubbelbeskattningsproblemet bör enligt bankens mening tills vidare provisoriska regler kunna införas för de företag som omfattas av utredningens förslag.

3.26 Sveriges värdepappersfonders förening

Föreningen ansluter sig till utredningens förslag beträffande — — handel med icke börsnoterade papper.

Utredningen diskuterar frågan om information om och från de företag vars aktier icke är börsnoterade men som ändå är föremål för handel genom en s. k. market maker. Även om kravet på information kan uppfattas som besvärande, framför allt av de mindre företagen, är det ur placerarnas synvinkel mycket viktigt att dessa krav inte sätts alltför lågt. På market makern måste därtill höga krav ställas på information om den handel som sker genom dess försorg.

3.27 Tjänstemännens centralorganisation (TCO)

TCO har i sitt remissyttrande angivit att organisationen tillstyrker förslaget i den mån förslaget innebär att de mindre och medelstora företagen inte längre blir diskriminerade i förhållande till de större när det gäller försörjningen med riskkapital.

3.28 Utvecklingsfonden i Kronobergs län

Utvecklingsfonden anser att utredningens förslag om handel med icke börsnoterade företagsaktier och andra värdepapper tillför företagets riskkapitalförsörjning ett värdefullt inslag. Det är ju dock upp till företagen själva om de vill utnyttja denna möjlighet och genom att t. ex. tillskriva aktierna skilda röstvärden kan inflytandet för företagets ägare säkerställas. Preferensaktier och inlösenmöjligheter är ytterligare exempel. Genom att stora krav på information ställs, introduktionsvis och fortlöpande, kan riskkapitalplacerare erhålla ett bedömningsunderlag för köp och säljbeslut. Då underlaget för lånefinansiering vidgas genom starkt egenkapitalbas kan investeringsnivån påverkas positivt. Den under senare år svaga investeringsviljan kan många gånger förklaras genom minskad riskbenägenhet p. g. a. lån eller försämrad soliditet. De goda erfarenheter som föreligger utomlands, främst i USA, betr. dylik riskkapitalförsörjning talar även för att möjligheterna härvidlag bör prövas även här.

3.29 Utvecklingsfonden i Stockholms län

Fonden stödjer utredningens förslag om tillkomsten av en Onoterad Värdepappershandel (OVP-marknad). Med OVP-marknad avses organiserad handel över banker och fondhandlare av aktier och andra värdepapper som ej är inregistrerade eller noterade på Stockholms fondbörs.

En OVP-marknad

- möjliggör tillkomst av ett större och mer organiserat riskkapitalutbud till gagn för fondens målgrupp
- möjliggör kanalisering av kapital från aktiefonder och aktiesparfonder till småföretag samt innebär en möjlighet för löntagarägda företag att göra arbetstagares aktieandel i dessa företag likvida
- kan bidra till en förändring i attityd och handlande hos såväl kapitalplacere som företagen (kapitalsökarna), t. ex. i syn på finansiering av tillväxt (skuldsättningsgrad kontra eget kapital) och benägenhet att släppa in nya ägare i företagen
- kan skapa ett positivt företagsklimat och incitament för tillväxt
- innebär ägarspridning och fokusering på småföretag.

Fonden vill härvid understryka att

- en OVP-handel bör utformas så att dess existens och budskap ges ett innehåll som berör en bredare grupp företag och ej blir en exklusiv isolerad företeelse
- de incitament och främjande åtgärder som måste införas för de som har att ansvara för OVP-handelns uppkomst ges sådan styrka och varaktighet att handeln blir attraktiv även på lång sikt. En olycklig utveckling av OVP-marknaden kan här orsaka förtroendebrist och skador för lång tid framöver
- den lösning med "market-makers" som föreslås är sannolikt den enda möjliga för en OVP-handels uppkomst och att härav följer en ökad ansvarsroll för mäklarna
- man noga måste överväga gängse styrande etiska regler för aktiehandel och som komplement till allmänt skrivna regler bör nya former för ansvarsfördelning prövas mellan företag, mäklare och aktieköpande allmänhet.

— — —

En betydligt större del av fondens målgrupp torde beröras av införande av en OVP-marknad än av A III-listan.

För fondens del torde en OVP-marknad ej innebära några förändringar i fondens kreditroll. Medellåneföretaget har 10 anställda och mycket begränsat egenkapital.

Generellt torde i övrigt gälla att ett målgruppsföretag som noteras på en OVP-marknad ej är utesluten från fondens service och kreditgivning, t. ex. större PU-lån. Möjligen medger detta att fonden kan ställa krav på en mer normal soliditet för beviljande av lån. Fonden kan i övrigt få en informationsroll och attitydpåverkansroll. Vidare kan enskilda projekt t. ex. "Löntagarägda företag" perifert beröras.

Fonden ger idag service i samband med bildandet av löntagarägda företag. I den mån löntagarna ej är att betrakta som bolagsmän utan anställda – vilket är fallet i flertalet projekt – synes det både rimligt och lämpligt om, åtminstone på överskådlig tid, möjlighet erbjöds de anställda att kunna likvidera andelar. Dessa är ju som regel annars totalt låsta om inte huvudägaren eller företaget ikläder sig införesförpliktelser.

En organiserad form av värdepappershandel kan tänkas få vissa allmänt

fördelaktiga spin-off-effekter för företagandet vid sidan om kanalisering av riskvilligt kapital. Fonden vill här framhålla möjligheten av följande.

Notering på en OVP-lista betyder ju att man kvalificerat sig för allmänheten, dvs. företaget är bedömt seriöst och dugligt och är betrott.

Detta skulle i sig kunna betyda att

- företagets och företagarens status höjs
- kreditvärdigheten höjs
- borgenskrav bör bortfalla eller minska
- företagaren får möjlighet att efter eget privat behov lösgöra del av kapital utan att tappa kontroll eller tvingas överväga totalförsäljning eller uppgående i annat bolag, dvs. företagsintegriteten ökar
- att ägandet sprids
- att större intresse för företagande skapas och att detta överflyttas till en större potentiell grupp företag än bara storföretag.

Ett företag med t. ex. 40 anställda med goda utsikter kan aldrig identifiera sig med dagens börsnoterade företag eller se Stockholms fondbörs som ett överskådligt identifierbart mål. Som utredningen framhåller styrks detta också av AB Företagskapitals erfarenheter. Däremot kan företaget väl identifiera sig med en "större" kollega med t. ex. 100 anställda och som är OVP-noterat. Den målsättningsprocess som härvid skulle kunna uppstå skulle kunna vara mycket positiv för företagandet och öppnar därmed på sikt nya möjligheter. En OVP-marknad som mål kan också omfattas av inte bara företagaren utan av de anställda och samhället och skulle alltså kunna bidra till en attitydsförbättring till företagandet. En börs skulle också med lämpliga incitament på ett positivt sätt – som gärna uppstår i regionala former – fånga upp och fästa allmänhetens intresse på mindre företagandet, dess villkor och vårt beroende av företagandet.

Utredningen behandlar endast ytligt integritetsaspekter för den placerande allmänheten. Exempelvis torde etiska regler behöva en översyn med hänsyn till att man i förslaget arbetar med mindre företag och nya värdepappersformer än som nu gällande regler för Stockholms fondbörs avser.

Jämför man regler och lagar för den amerikanska OTC-handeln så är denna oerhört mycket mer reglerad genom Security Exchange Commission än motsvarande i Sverige. Dessa regler har dock sina rötter i 30-talets börskrascher.

Utredningen föreslår inrättandet av s. k. market-makers enligt anglosachsisk förebild. Sannolikt är detta enda möjligheten att få till stånd en fungerande OVP-handel. Market-makers främsta uppgift är att ständigt aktivt marknadsföra värdepappret. Market-makers kommer alltså att få en central roll som i hög grad också rör prissättningen av värdepappren. Utredningen framhåller också nödvändigheten av att dessa mäklare får utökade befogenheter att handla i egen räkning. Härav följer också ett allmänhetens beroende av mäklarna som innebär ökat ansvar för dessa.

Enligt Utvecklingsfonden bör frågan om ansvarsfördelning mellan företag och market-makers behandlas djupare än vad utredningen gjort.

4 Möjligheter att placera icke börsnoterade värdepapper i aktiefonder och aktiesparfonder

4.1 Bankinspektionen

Som utredningen framhåller är den grundläggande tanken i aktiefondsverksamhet att därigenom skall erbjudas möjlighet till placering i värdepapper i betryggande former. Reglerna i aktiefondslagen om verksamhetens organisation, riskspridning, begränsningen till värdepapper, som är lätt omsättningsbara, etc. är avsedda att minimera riskerna för andelsägarna. I lagen är vidare uttalat att fondbolag vid förvaltning av aktiefond skall handla uteslutande i fondandelsägarnas gemensamma intresse. Denna grundsyn på aktiefondsverksamheten har frångåtts i fråga om de företagsanknutna aktiesparfonderna, vilka kan sägas mer bygga på samhörigheten med det företag i vilket man är anställd och intresset av att stödja detta än på de trygghetskriterier som kännetecknar aktiefonder och allmänna aktiesparfonder. Först kan konstateras att utredningens förslag om införande av en A III-lista vidgar placeringsmöjligheterna för aktiefonderna på sätt som kan vara till gagn för verksamheten och andelsköparna. Den sakkunskap som fondbolagen är avsedda att garantera andelsköparna när det gäller val av placeringsalternativ gör att det inte torde behöva befaras någon kvalitetsförsämring i fondernas portföljer, även om villkoren för börsintroduktion mjukas upp.

Liknande synpunkter kan läggas på utredningens förslag i fråga om viss rätt för aktiefonder att placera i värdepapper som inte är börsnoterade. Inspektionen delar utredningens uppfattning att sådana placeringar skall få ske intill högst 10 % av fonden exklusive sådana introduktionspapper som avses i 19 § andra stycket 3. aktiefondslagen. Begränsningen intill 10 % överensstämmer med Europarådets rekommendationer. Inspektionen anser också att förvärvat introduktionspapper, som ryms inom nyssnämnda 10 %, inte skall behöva avyttras, även om fristen enligt 19 § tredje stycket gått ut, förutsatt givetvis att det bedöms förenligt med andelsägarnas intresse att värdepapperet behålles. Inte heller har inspektionen någon crinran mot de av utredningen angivna slagen av värdepapper i vilka placering skall kunna ifrågakomma. Enligt förslaget skall också andelar i kommanditbolag kunna förvärfas. Det kan ifrågasättas om det finns något praktiskt behov av en sådan möjlighet. Vad i övrigt gäller aktiefonds placering i värdepapper som inte är börsnoterade vill bankinspektionen framhålla följande.

Förvärv av särskilt onoterade aktier kommer att ställa särskilda krav på fondbolagen när det gäller att bedöma om visst värdepapper kan godtas med hänsyn till möjligheten att fastställa dess rätta värde och omsättningsbarhet. Bedömningen måste också innefatta överväganden om huruvida ett sådant placeringsalternativ sett utifrån vad som bäst gagnar fondandelsägarna är att föredra framför andra till buds stående alternativ. I en aktiv portföljförvaltning måste förvaltaren fortlöpande bevaka utvecklingen i fråga om alternativa placeringsmöjligheter. Leder denna bevakning till att omplacering anses lämplig är det naturligtvis viktigt att värdepapper som bör bytas ut fortfarande är omsättningsbart. Det får därför förutsättas att placering i onoterade värdepapper sker med stor försiktighet. Bl. a. bör tillses att inte innehavet av papper med samma utfärdare blir för stort inom 10-procentsramen. I de största fonderna ryms inom denna ram absolut sett

betydande belopp. I den mån inte redan begränsningen till 5% av röstvärdet i ett mindre företag sätter en spärr i fråga om innehavets storlek, bör därför tillses att engagemanget i ett och samma företag hålls på en efter omständigheterna rimlig nivå. Det bör observeras att förekomsten i aktiefond av icke börsnoterade papper medför osäkerhet marginellt sett betr. värdet av andel i fonden, ett värde som eljest låter sig lätt fastställa dag för dag på basis av börsens noteringar.

Utifrån det nu anförda om alternativa placeringsval med sikte på fondandelsägarnas bästa vid varje tidpunkt, är det enligt inspektionens uppfattning tveksamt om aktiefonders placeringar i bolag som inte är börsnoterade kommer att få nämnvärd omfattning.

Enligt utredningen skall andra aktiesparfonder än företagsanknutna få placera i värdepapper, som inte är börsnoterade, i samma omfattning som aktiefonder. Dock anges att 10%-spärren betr. sådana värdepapper får överskridas vid förvärv av värdepapper med samme utfärdare. Denna regel har inte närmare motiverats och kan därför inte tillstyrkas. Bortsett från oklarheten i sistnämnt avseende har inspektionen ej något att erinra mot förslaget beträffande dessa aktiesparfonder.

Utredningen diskuterar vad den kallar för "företagsanknutna" aktiesparfonder med riskspridning. I själva verket är det här fråga om aktiesparfond i allmänhet, som i princip kan startas av var och en efter bildande av fondbolag som förvaltar fonden. Ett antal företag – börsnoterade aktiebolag – har startat sådan fond vilken i princip står öppen för allmänheten men faktiskt vänder sig endast till de anställda i företaget i fråga. Utmärkande är att tyngdpunkten i placeringarna ligger på det ifrågasvarande bolagets egna aktier, i vilka på grund av dispens enligt 21 § andra stycket aktiefondslagen placering får ske intill 20–25 § av fondförmögenheten. Utredningen tänker sig detta som en lämplig form betr. anställda i bolag som inte är börsnoterat. Bolaget skulle därvid ta initiativ till bildande av fondbolag för ändamålet. Detta låter sig väl göra på grund av vad som gäller för aktiesparfonder i allmänhet. Utan särskilda åtgärder kan om utredningens förslag genomförs placering ske i företagets egna aktier intill 10 % av fondförmögenheten. I sakens natur ligger att bankinspektionen normalt med sitt tillstånd medger att aktiefondsverksamhet av ifrågasvarande slag startas, om det finns rimlig anledning antaga att sådan volym av verksamheten uppnås att den kan bära administrationskostnaderna utan alltför kraftig belastning på ett fåtal andelsägare. Däremot kan det knappast ankomma på inspektionen att vid prövning av tillståndsärenden göra bedömningar med avseende på bolagets ekonomiska status eller utvecklingsförutsättningar. Stor tveksamhet hyser inspektionen vidare inför möjligheten att ge dispens för vidgad placering i "egna" aktier på sätt som skett i några aktiesparfonder, som startats av stora börsnoterade bolag.

För att hålla administrationskostnaderna nere anser inspektionen att ett och samma fondbolag bör kunna förvalta ett flertal aktiesparfonder av det nyss angivna slaget. De praktiska hinder häremot som kravet på andelsägarrepresentation i fondbolagets styrelse tidigare utgjort är delvis undanröjda genom lagen (1980:1001) om ändring i lagen om aktiesparfonder. Ändringen innebär att envar fond skall vara representerad med minst en ledamot och att vid tillämpningen av 17 § tredje stycket sista punkten beslut om hur rösträtt skall utövas för någon viss av fonderna är giltigt om det biträts av mer än hälften av samtliga andelsägarrepresentanter i styrelsen. Inspektionen är vidare positiv till dispenser i fråga om krav på aktiekapitalets storlek i fondbolag som förvaltar aktiesparfonder med relativt liten fondförmögenhet.

Slutligen vill inspektionen fästa uppmärksamheten på det förslag från Sparbankernas Aktiefonder Administrations AB om ändring av aktiefondslagen, över vilket inspektionen på remiss av ekonomidepartementet yttrade sig 1980-11-07 (remiss 1980-10-16). Förslaget avsåg rätt att till aktiefond förvärva icke noterade skuldebrev såsom kapitalmarknadsreserver och liknande. Det synes lämpligt att denna fråga prövas i samband med förslagen i det nu remitterade betänkandet.

4.2 Kammarrätten i Sundsvall

Utifrån de synpunkter som kammarrätten har att beakta föreligger ej anledning till erinran mot utredningens förslag.

4.3 Kommerskollegium

Utredningen föreslår att aktiefonder skall få rätt att placera högst tio procent av sitt värdepappersinnehav i icke börsnoterade svenska aktier, obligationer, förlagsbevis, liknande skuldebrev och andra bevis om delaktighet i svenskt bolag. Kollegiet kan i huvudsak tillstyrka detta men finner att frågan om förvärv av andelar i handelsbolag/kommanditbolag fordrar ytterligare överväganden inte minst av skattemässig natur.

Även beträffande aktiesparfonder föreslår utredningen att dessa till högst tio procent skall få förvärva värdepapper av här nämnt slag. Detta skulle innebära att aktiesparfonder skulle få förvärva exempelvis obligationer utgivna av och andelar i icke börsnoterade företag men icke motsvarande värdepapper i börsnoterade företag. Detta är inte rimligt.

Enligt kollegiets mening ligger det närmast till hands att i stället utforma reglerna så att aktiesparfonder visserligen får rätt att placera högst tio procent av sitt innehav i icke börsnoterade värdepapper men endast av det slag (aktier och vissa skuldebrev) som anges i 3 § första stycket lagen om aktiesparfonder.

Vad så gäller förslaget att företagsanknutna aktiesparfonder skall få startas även i icke börsnoterade företag delar kollegiet i och för sig utredningens uppfattning att ett sparande av detta slag bör få ske också i sådana företag. Däremot är kollegiet mera tveksamt till om en anknytning till aktiesparfondsystemet är lämpligt i dessa fall. Likaså kan ifrågasättas varför de anställdas placeringar till endast 20–25 % skulle få ske i det egna företaget.

Anställda som bidrar med kapital till det egna företaget torde ha delvis andra motiv härför jämfört med annat sparande. Även om ett syfte självfallet kan var att erhålla en rimlig avkastning torde ofta vikt läggas också vid sådana motiv som att främja företagets utveckling och därmed undanröja eller mildra framtidsrisker för egen del samt att erhålla ett visst ökat inflytande över och insyn i det egna företagets verksamhet.

Reglerna för aktiesparfonder är utformade bl. a. för att genom en oberoende förvaltning medverka till att uppfylla de avkastnings- och riskspridningskrav som är utmärkande för ett traditionellt aktiesparande. Även föreskrifterna om särskilt fondbolag m. m. har sin bakgrund i det traditionella aktiesparandet.

Dessa förutsättningar gör sig inte gällande på samma sätt i de fall som nu är aktuella. Här bör istället, med skattelättnader som är likvärdiga de inom aktiesparfondsystemet, eftersträvas enklare mera direkta organisatoriska former för de anställdas medverkan i det egna företagets kapitalförsörj-

ning. Det bör prövas om detta kan ske i den ekonomiska föreningens form varvid viss erfarenhet skulle kunna sökas i den försöksverksamhet med löntagarägda företag som för närvarande pågår (prop 1980/81: 130).

Mot bakgrund av att det här inte är fråga om ett traditionellt aktiesparande framstår förslaget att begränsa placeringarna i det egna företaget till högst 20–25 % av de totala som omotiverat. Det förefaller egendomligt att anställda som vill bidra till det egna företagens kapitalförsörjning skulle behöva avsätta 75–80 % av medlen till placeringar i andra företag.

4.4 Länsstyrelsen i Malmöhus län

Utredaren föreslår att aktie- och aktiesparfonder skall få köpa aktier i icke börsnoterade bolag. De privatpersoner, som innehar andelar i sådana fonder, torde i regel utgöra sådana småsparare som inte anser sig ha sådan kännedom om aktiemarknaden att de själva kan avgöra i vilka börsnoterade aktier de skall placera sina sparmedel. Därför köper de andelar i olika slags aktiefonder och överlåter därmed besluten om aktieförvärven åt de sakkunniga aktieplaceringarna vid fondbolagen. Andelsägarna torde inte vara intresserade av kortsiktiga spekulationsaffärer utan söker inflationsskyddad placering av sina sparmedel. De torde förvänta sig att fonderna placerar sina medel i relativt säkra värdepapper. Utredningens förslag att tio procent av fondens medel skall få placeras i icke börsnoterade aktier kan medföra ökade risker för fondernas kapitalplaceringar. Därför bör andelsägarna enligt länsstyrelsens mening ges möjlighet att välja om de vill delta i dessa mera riskfyllda aktieplaceringar. Detta kan ske genom att man bildar särskilda aktiefonder, som enligt stadgarna skall få förvärva icke börsnoterade aktier, medan de nu existerande aktiefonderna inte skulle ha denna rätt. Analogt finns redan nu aktiefonder som specialiserat sig på visst slags värdepapper, exempelvis utländska aktier, konvertibla skuldebrev eller obligationer.

Utredaren föreslår att icke börsnoterade företags aktier och andelar ska få ingå i företagsanknutna aktiesparfonder. Utredaren anser sig dock inte kunna föreslå att sådana företagsanknutna aktiesparfonder skall få bildas som till 100 procent skulle placera sina tillgångar i mindre och medelstora företag vars andelar eller aktier inte är börsnoterade. Vidare föreslås att företagsanknutna aktiesparfond med riskspridning skall ha rätt att inneha aktier i eget icke börsnoterat företag med högst 20 till 25 procent av innehavet medan övriga tillgångar i fonden skall vara placerade i börsregistrerade värdepapper.

De anställda, som aktiesparar i de egna företagen, torde ha goda möjligheter att skaffa sig kännedom om företagets ekonomi och därmed vara väl medvetna om vilka risker aktiesparandet kan innebära. Länsstyrelsen har därför inga invändningar mot utredarens förslag vad avser företagsanknutna aktiesparfonder.

4.5 Länsstyrelsen i Värmlands län

Länsstyrelsen har inget att erinra mot utredningens förslag om fonders möjligheter till placeringar i icke börsnoterade värdepapper. När det gäller aktiesparfonder anser länsstyrelsen det rimligt att i den mån denna konstruktion kommer att bibehållas också låta den till viss del omfatta placeringar i små och medelstora företag.

4.6 Riksskatteverket

RSV vill påtala att det av utredningen myntade begreppet "företagsanknutna" aktiesparfonder med riskspridning kan vara vilseledande. Enligt lagen om aktiesparfonder får nämligen företagsanknutna aktiesparfonder anskaffa aktier enbart i det egna bolaget. Begreppet företagsanknutna bör även i framtiden få tillämpas enbart på nu nämnda aktiesparfonder. Det av utredningen föreslagna fondsystemet avser ju en vanlig aktiesparfond vilken medgett dispens från 21 § aktiefondslagen. Något vägande skäl att "döpa" dessa vanliga aktiesparfonder till "företagsanknutna" aktiesparfonder med riskspridning föreligger inte enligt RSVs mening.

I sammanhanget vill RSV understryka vikten av att om föreslagna aktiesparfonder införs bör förvaltningen ske genom förvaringsbank så att det kontrolleras bl. a. att endast anställda sparar i fonden m. m.

4.7 Aktiefrämjandet

Utredningen föreslår att aktiefonder och aktiesparfonder skall få rätt att förvärva icke-börsnoterade aktier och andra värdepapper upp till högst 10 procent av innehavet. Aktiefrämjandet anser en sådan regel värdefull, inte minst mot bakgrund av att aktiefonderna under den senaste snabba uppgångsperioden haft svårt att finna material och ett behov av ökad riskspridning också utanför börserna.

Det är också rimligt att företagsanknutna aktiesparfonder tillåts på mindre och medelstora företag. Dessa bör dock – som utredningen föreslår – normalt inte få placera mer än 20-25 procent i det egna företagets aktier, medan resterande del skall vara i andra börsnoterade värdepapper. På så sätt garanteras en tillräcklig riskspridning och likviditet för den företagsanknutna aktiesparfonden.

Det är då också rimligt att ett fondbolag skall kunna förvalta fler aktiefonder än de tre som i dag är normalt. Utredningen menar att ett fondbolag bör kunna förvalta fem aktiesparfonder. Vi har svårt att se att inte antalet skulle kunna sättas ännu högre.

Utredningen föreslår, på goda grunder, att aktiefonder i det egna företaget skall följa reglerna för aktiesparfonder med riskspridning. Dessa regler är dock anpassade till stora fonder och stora företag. I reglerna för aktiesparfonder med riskspridning ingår att staten skall tillsätta en styrelserepresentant i fondbolaget, att Bankinspektionen skall utse revisor samt att fonderna skall avge kvartalsrapport. Detta är regler som torde vara avskräckande – och också onödiga – i fonder med den omfattning det här rör sig om. Vi föreslår därför att undantag från dessa regler görs vad gäller aktiesparfonder i små och medelstora företag.

4.8 Allmänna pensionsfondens fjärde fondstyrelse

Fondstyrelsen vill inte motsätta sig att aktiefonder i viss utsträckning får förvärva icke börsnoterade aktier. Fondstyrelsen vill emellertid peka på några rent praktiska problem. Det ena avser värderingen av dessa aktier. Utredningen tänker sig – med hänvisning till fjärde AP-fonden – att aktierna vid beräkningen av fondandelsvärdet skulle tas upp till anskaffningsvärdet (eller det s. k. länsstyrelsevärdet). Jämförelsen med fjärde AP-fonden är emellertid inte adekvat eftersom det i en aktiefond gäller att skapa rättvisa mellan utträdande och inträdande andelsägare. I realiteten

torde därför aktiefonden komma att kunna förvärva endast sådana onoterade aktier, som blir föremål för handel genom market maker. Det andra problemet uppstår vid nettoinlösen av fondandelar. För att iaktta procentgränserna för innehav av onoterade aktier kan det – särskilt i företagsanknutna fonder, där procentandelen skulle bli högst – bli nödvändigt att sälja onoterade aktier. Även av detta skäl kan rimligen endast sådana aktier för vilka det finns en market maker komma i fråga för köp.

4.9 Landsorganisationen i Sverige (LO)

LO anser att förslaget att ge aktiefonderna rätt att placera 10 procent av sina tillgångar i icke börsnoterade aktier är till sina syften vällovligt och att det dessutom tycks sakna allvarigare komplikationer.

Däremot vill LO bestämt avvisa tanken på att skapa möjligheter till företagsanknutna "aktiesparfonder med riskspridning" vid icke-börsnoterade företag. Förutom alla invändningar mot dessa aktiesparfonder som LO redovisat i tidigare remissyttranden kan mot denna form riktas ytterligare sådana. Den allvarligaste invändningen rör de svårigheter som uppstår vid värderingen av företagets aktier och det informationsunderläge som köparna – de anställda – kan förväntas ha i dessa transaktioner.

4.10 Styrelsen för Stockholms fondbörs

Utredningens förslag till förändrade placeringsregler för aktiefonder och olika slag av aktiesparfonder öppnar möjlighet för nya finansärer med betydande resurser att ställa kapital till dessa företags förfogande. Börsstyrelsen tillstyrker från de synpunkter styrelsen har att beakta de framlagda förslagen.

4.11 Svenska arbetsgivareföreningen

Utredningen konstaterar att aktiefonderna har aktier och kan skaffa sig god kompetens för bedömning av placeringar. Mot denna bakgrund föreslår utredningen en uppluckring av placeringsbestämmelserna, vilka skulle möjliggöra för aktiefonderna att placera 10 procent av sitt kapital i icke börsnoterade värdepapper. Någon egentlig motivering för denna begränsning diskuteras inte av utredningen.

Vi delar utredningens uppfattning att aktiefonderna är kompetenta att göra kvalificerade bedömningar. Detta bör självklart även gälla icke börsnoterade företags aktier. Om fondens styrelse anser att en större del av behållningen än 10 procent på ett lönsamt sätt kan placeras i icke börsnoterade värdepapper bör lagstiftningen enligt vår mening inte lägga hinder i vägen därför. Det vore i och för sig tänkbart att bilda aktiefonder specialiserade på mindre företags aktier. Sådana skulle måhända önska att placera 100 procent av sina tillgångar i sådana värdepapper. Vi tillstyrker att nuvarande utbud mot förvärv av icke börsnoterade värdepapper upphävs, ser helst att inga begränsningar alls införs vad gäller placeringsrätten, men att om en sådan införs, den bör ligga på en betydligt högre nivå än 10 procent.

Utredningen menar vidare att aktiefonder inte bör ha rätt att förvärva aktier med ett högre sammanlagt röstvärde än 5 procent, dvs. att inga ändringar vidtas i nuvarande regler. Motivet bakom nu gällande regler är att aktiefonderna skall ha en funktion som kapitalplacering, inte kunna

spela en styrande roll i enskilda företag. Vi har förståelse för att det kan finnas skäl för begränsningar, med tanke på aktiefondernas funktion och de skattefördelar som är förenade med dem jämfört med investmentbolag. När det gäller stora börsnoterade företag är 5 procent en väl avvägd nivå; med ett innehav över 5 procent blir inflytandet i många företag med ett spritt aktieäggande betydande. I mindre företag med ett koncentrerat ägande är situationen dock annorlunda. Även betydligt större aktieinnehav bör primärt uppfattas som kapitalplaceringar.

Det bör vidare beaktas att 5 procents röstvärde i ett mindre företag ofta utgör ett förhållandevis begränsat belopp. För att ett mindre företag via aktiefonder skall få ett nämnvärt tillskott till det egna kapitalet skulle därför ett flertal aktiefonder behöva engageras. Eftersom det är små belopp skulle utrednings- och transaktionskostnaderna snart nå en nivå som skulle göra placeringen ekonomiskt mindre intressant. Vi menar därför att det finns goda skäl för att tillåta aktiefonder att förvärva aktier med ett högre sammanlagt röstvärde än 5 procent i mindre aktiebolag.

Bland reglerna uppsätts en gräns på 25 procents ägande för att utdelningen inte skall beskattas. I skattelagstiftningen finns således en vedertagen procentsats. Denna bör kunna tillämpas även för aktiefonders placering i mindre företags aktier. En lämplig definition av mindre företags aktier skulle i detta sammanhang kunna vara aktier som är börsnoterade eller noterade på den av utredningen föreslagna A3-listan.

4.12 Svenska bankföreningen

Aktiefonder och aktiesparfonder föreslås få placera upp till tio procent av sina medel i icke börsnoterade värdepapper. Bankföreningen tillstyrker detta förslag eftersom det kan öka tillgången på riskkapital för mindre och medelstora företag. Bankerna anser däremot inte att en på förslaget sätt organiserad handel med icke börsnoterade papper är en förutsättning för att kunna värdera sådana värdepapper på ett godtagbart sätt; för detta finns andra beprövade metoder.

4.13 Svenska fondhandlareföreningen

Fondhandlareföreningen tillstyrker utredningens förslag till ändrade placeringsregler för aktiefonder och olika slag av aktiesparfonder.

Utredningen har beträffande värdering av värdepapper som ingår i aktiefonder uttalat att denna i vissa fall skulle kunna ombesörjas av fondhandlareföreningens styrelse (9.2.5). Föreningen är inte nu beredd att ta ställning i denna fråga.

4.14 Svenska företagares riksförbund

Företagareförbundet kan — — — inte dela utredningens bedömning att olika omständigheter på ett avgörande sätt talar mot inrättande av företagsanknutna aktiesparfonder utan riskspridning för icke börsnoterade företag, dvs. fonder där enbart ett visst företags anställda till 100% investerar sina sparmedel i aktier i det egna företaget.

För en sådan utvidgning av aktiefondsparandet talar starka skäl. Inom åtskilliga familjeföretag finns hos ägaren ett uttalat intresse att få de anställda som delägare för att på detta sätt ytterligare markera den intressegemenskap mellan ägare och anställda som ofta präglar mindre företag.

Motsvarande intresse torde finnas hos många anställda samtidigt som sådana åtgärder stöter på såväl skatteproblem som civilrättsliga svårigheter. Samma sak gäller delvis införande av vinstandelssystem.

Obestriddligen finns för placeringar av denna typ speciella problem som bl. a. gäller värderingen av aktier och utträdesmöjligheterna. Svårigheterna bör dock inte överdrivas och genom skattestimulanser finns unika möjligheter att stimulera en från samhällets utgångspunkter positiv ägarspridning i familjeföretagen.

Här krävs dock även andra åtgärder för att ersätta den kontinuerliga och kritiska granskning av företagen som en fungerande marknad med ett stort antal köpare och säljare automatiskt erbjuder.

Mot denna bakgrund har förbundet övervägt olika möjligheter till förenkling av aktiesparfondsystemet så att ett större antal familjeföretag kan nås. Efter samråd med vissa andra näringslivsorganisationer har förbundet därvid stannat för att rekommendera den i bifogade PM¹ med bilaga skisserade lösningen.

Företagareförbundet hemställer därför om åtgärder från statsmakterna som möjliggör en sådan lösning alternativt uttalanden i denna riktning så att förbundet tillsammans med andra krafter i näringslivet kan fortsätta arbetet för att förverkliga det angivna systemet.

Svenska företagares riksförbunds promemoria

Anställdas deläggande i fåmansbolag

I börsnoterade bolag finns idag möjlighet till aktiesparande i det egna företaget utan riskspridning genom aktiesparfonder. Denna lagstiftning gäller dock inte fåmansbolag.

De anställda i fåmansbolag är sannolikt mer motiverade att bli delägare i det företag man är anställd än vad fallet är i större företag. I det mindre företaget känner man en större motivation. Därtill är det mindre företaget överblickbart.

Någon möjlighet att låta de anställda teckna aktier till förmånskurs finns inte enligt svensk skattelagstiftning. Förmånen är att se som skattepliktig inkomst.

Med anledning av ovanstående föreslås följande:

Förslag

Aktiesparande i eget företag utan riskspridning utvidgas att omfatta även anställda i fåmansbolag. Därigenom skall anställda i fåmansbolag kunna spara maximalt 600 kr. per månad och få göra avdrag på skatten med 30 procent av sparat belopp.

Förenklat förfarande

Möjligheten att bilda en företagsanknuten aktiesparfond utan riskspridning i varje berört fåmansbolag bör finnas på samma sätt som nu gäller för börsbolag. Dock vore det en fördel om ett förenklat förfarande kunde användas i fåmansbolag.

I stället för att låta aktiesparandet i det egna fåmansbolaget omvandlas till aktiefondsandelar föreslås att den anställde direkt får äga aktierna. Under spärrtiden skall dock aktierna förvaltas av en bl. a. för detta ändamål särskilt bildad förening.

¹ Se nedan.

Försäljning av aktierna

Den anställda som i fåmansbolag förvärvar aktier med rätt till 30 procentigt skatteavdrag skall vara skyldig att behålla aktierna under spärrtiden. Så skall ske genom att den särskilda förening som ovan angivits förvärvar dessa aktier. Efter spärrtiden återlämnas aktierna till ägaren, som är fri att sälja dem.

Skulle ägaren före spärrtidens utgång vilja avbryta sitt sparande och erhålla kontanter äger han sälja aktierna. Om aktierna utlämnas från föreningen till aktieägaren i förtid meddelas skattemyndigheterna och ägaren om att detta anses innebära att avyttring skett. Ägaren blir då skyldig att inbetala 35 procent av sparat belopp på samma sätt som gäller skattefondsparandet i övrigt.

Föreningen kan dock inte göra avdrag å 35 procent eftersom aktierna inte försäljs å ägarens vägnar. Det får därför ankomma på skattemyndigheterna att infordra detta belopp.

Berörda företag

Vissa kriterier måste uppställas för att företag skall få erbjudna aktier till de anställda enligt ovan. En särskild förening med stadgar som regeringen skall godkänna erfordras, och i denna skall samtliga företag som utnyttjar denna aktiesparplan vara medlemmar. Ett viktigt kriterium är att bolaget inte är för litet, exempelvis 50 anställda i tillverkningsföretag¹.

I övrigt gäller kriterier för deltagande företag den ekonomiska stabiliteten, ekonomisk styrning, revision, information etc. i enlighet med de stadgar som föreningen antager.

Förening

En ideell förening bildas med uppgift att främja de anställdas deläggande i fåmansbolag.

Som föreningens grundare skall näringslivsorganisationer och staten ingå.

Varje fåmansbolag som avser låta de anställda bli delägare enligt ovan är skyldiga att vara medlem i föreningen. En medlemsavgift och därutöver serviceavgift inklusive försäkringspremie betalas ut av de anslutna företagen.

Föreningen tecknar försäkring mot förmögenhetsförlust som motsvarar 30 procent av aktiernas inköpsvärde, vilket utgör en tredelning av förlustrisken (1/3 bärs av staten genom skatterabatten). Denna försäkring utfaller i samband med konkurs eller annan ofrivillig likvidation.

Föreningen är skyldig att ge offentlighet åt de anslutna företagens redovisningar och resultatutveckling.

De anställdas inflytande

De anställda äger sina aktier direkt, även om förvaltning sker genom föreningens försorg. Det betyder att varje aktieägare har rösträtt i bolaget på basis av sitt aktieinnehav.

Aktieägarförening kan bildas i varje berört fåmansbolag om de anställda som blivit aktieägare härom överenskommer. Föreningen skall genom standardstadgar underlätta ett sådant bildande.

De anställda kan gemensamt eller genom bildad aktieägarförening begära att få utse styrelseledamot i bolaget vid sidan om gällande rätt för de

¹ Se vidare förslaget till riktlinjer nedan.

anställda att bli representerade, när de anställda har minst 10 procent av aktiekapitalet. Denna bestämmelse skall inskrivas i avtal mellan förening och företag så att skyldigheten blir bindande.

Svenska företagares riksförbunds förslag till riktlinjer för anställdas delägande i fåmansbolag

Till medlem i föreningen kan antas företag som uppfyller följande krav och förbinder sig att följa nedan angivna föreskrifter.

A. Krav

1. Antalet anställda skall överstiga 50.

2. Företagets soliditet beräknad från senaste fastställda balansräkning efter "Se om ditt företags"-mallen skall vara minst 30%. Fastigheters bokförda värde kan dock utbytas mot senast gällande taxeringsvärde utan avräkning för latent skatteskuld.

B. Föreskrifter

1. Årsredovisningen skall utformas i minst samma kvalitet, som beskrives och exemplifieras i SAFs häfte "Bättre årsredovisningar".

2. Årsredovisningen skall finnas tillämplig för aktieägarna senast 3,5 månad efter räkenskapsårets utgång.

3. Delårsrapport i enlighet med aktiebolagslagens föreskrifter skall lämnas för sex eller åtta månaders verksamhet.

4. Styrelsen sammanträder minst fyra gånger per räkenskapsår.

5. Till styrelseledamöterna utsändes handlingarna minst en vecka före sammanträdet.

6. Bland handlingarna skall ingå en kortperiodisk rapport omfattande balansräkning och resultaträkning t. o. m. närmast föregående månad, kvartal eller tertial i enlighet med styrelsens beslut.

7. Årsredovisningar och delårsrapporter skall tillställas föreningen.

8. En av bolagets revisorer skall vara auktoriserad eller godkänd revisor.

9. Föreningen äger utse en auktoriserad eller godkänd revisor. Arvodet för denna bekostas av bolaget.

10. Företagsledning och styrelse skall snarast informera föreningen om händelse(r) inträffar, som väsentligt påverkar resultatet.

11. Företaget utfäster sig att i vissa avseenden ge minoritetsdelägare förstärkt ställning (styrelserepresentation, utvidgad information m. m.). Vidare bör ev. föreningen ges rätt att påyrka fondemission alt. s. k. split för att behålla värdet på varje enskild aktie på rimlig nivå.

4.15 Svenska försäkringsbolags riksförbund

Riksförbundet har inga erinringar mot förslaget.

4.16 Svenska sparbanksföreningen

Beträffande utredningens förslag om finansiärer (kapitel 9) finner föreningen förslaget, att aktiefonderna skall få möjlighet att placera i icke börsnoterade bolags papper, vara värdefullt. Begränsningen till högst 10 procent av totalt värdepappersinnehav är väl avvägd. Däremot utgör begränsningen att aktiefond får inneha högst fem procent av röstvärdet i ett och samma bolag ett problem. Aktieinnehaven kommer ofta att bli mycket små i det enskilda fallet. Hanteringskostnaderna riskerar härigenom att bli relativt sett höga.

Föreningen tillstyrker utredningens förslag att aktiesparfond med riskspridning får samma rätt som aktiefond att placera i icke börsnoterade företags papper, dvs. 10 procent av totalt värdepappersinnehav. Föreningen instämmer också med förslaget att företagsanknutna aktiesparfonder ska kunna inrättas i icke börsnoterade företag. Begränsningen till placering av högst 20–25 procent av fondens tillgångar i det egna företaget förefaller rimlig. Resterande del av placeringarna bör, som föreslås, göras i börsnoterade värdepapper där aktiefonder kan ses som ett mycket attraktivt alternativ med hänsyn till den riskspridning som härigenom erhålls.

Föreningen vill slutligen kommentera svårigheten att kontinuerligt få fram rättvisande marknadsvärden på aktier som omsätts på "over the counter"-marknaden. Utredningen föreslår att problemet löses genom att anskaffningsvärdet alternativt länsstyrelsens föreslagna värde accepteras eller genom att värderingsfrågorna överlämnas till fondhandlareföreningens styrelse. Föreningen anser att utredningens förslag på denna punkt bör utvecklas.

Kursen på fondandelar skall dagligen kunna uträknas. Alltför försiktig värdering missgynnar befintliga andelsägare till förmån för nytillkomna. Samtidigt bör värderingen av aktier inte medföra nackdelar ur förmögenhetsskattesynpunkt för ursprunglig ägare.

En framkomlig väg att lösa värderingsproblemet, kan kanske vara att tillämpa skilda principer vid värdering av å ena sidan majoritetsägarens innehav och å andra sidan minoritetsposter, som med större lätthet kan bli föremål för omsättning.

4.17 Sveriges aktiesparares riksförbund

Aktiespararna har inget att invända emot utredningens förslag om att låta aktiefonder få köpa aktier och andelar i icke-börsföretag. Vår principiella uppfattning i detta avseende är att aktiefonderna själva är mest kompetenta att besluta om sin placeringspolitik och att så få inskränkningar som möjligt av placeringsrätten bör göras. Det bör också ankomma på aktiefonderna själva att utarbeta metoder för värdering av aktier i icke-börsnoterade företag. Utredningens förslag i detta hänseende är fullständigt verklighetsfrämmande.

4.18 Sveriges finansanalytikers förening

Föreningen bejakar utredningens förslag att aktiefonder skall få placera viss andel av fondförmögenheten i icke börsnoterade aktier. Ett väsentligt problem är emellertid värderingen av sådana aktier. Utredningen anser att värderingsfrågan skulle kunna betraktas på ett likartat sätt för aktiefonderna som för fjärde AP-fondstyrelsen. Men man bortser då från att syftet med värderingarna är helt olika. En öppen aktiefond måste fortlöpande beräkna fondförmögenhetens värde för att med denna som utgångspunkt ange utgivnings- resp. inlösningskurser. En rimlig kursättning är ett rättvisekrav mellan fondens andelsägare. Därtill kommer att det mellan olika aktiefonder råder konkurrens och att därvid ett rättvisande prestationsmått är av betydelse. Om därför värdering skall ske till anskaffningsvärde eller till det värde som resp. länsstyrelse utarbetar i deklara-tions-sammanhang är det troligt att aktiefonderna i mycket liten utsträckning kommer att använda sig av en ev. vidgning av placeringsmöjligheterna.

Föreningen har ingen direkt lösning på detta värderingsproblem. I den

mån som det finns någorlunda aktuella betalkurser är givetvis detta den naturliga utgångspunkten för en värdering. I övriga fall förefaller det nödvändigt att tillåta en relativt fri värdering till ett bedömt marknadspris. Samråd bör därvid kunna ske med inspektionsmyndigheten.

Fondplaceringar i icke börsnoterade aktier skapar dels de angivna värderingsproblemen dels ställer de krav på en annan informationsinsamling och bearbetning än börsplaceringar. Även i marknadsföringen av fonder torde ett stort inslag av icke börsnoterade aktier kräva speciella hänsyn. Detta talar för ett system där vissa speciella aktiefonder har en relativt stor andel av sådana värdepapper snarare än att många aktiefonder har 5–10 % av sina placeringar i form av icke börsnoterade värdepapper. Föreningen anser därför att den föreslagna gränsen på 10 % bör höjas till 25 % så att en sådan specialisering möjliggöres.

Företagsanknutna aktiesparfonder som placerar i icke-börsnoterade aktier aktualiserar speciella problem eftersom en sådan fond kan komma att placera upp till 25 % i ett enda icke-börsregistrerat företags aktier. Detta accentuerar värderingsproblem som ytterligare ställs på sin spets genom att man efter femårsperioden kan vänta sig en viss inlösen. Detta kan framtvinga försäljning av aktier som dessförinnan kanske endast ägts av aktiesparfonden och tidigare ägare-ägaregrupp. Det är väsentligt att förut-sättningarna vad gäller framtida marknad eller eventuella inlösenvillkor klart redovisas i samband med inbjudan till deltagande i sådan aktiesparfond.

4.19 Sveriges föreningsbankers förbund

Sveriges föreningsbankers förbund tillstyrker förslaget att aktiefonder och aktiesparfonder föreslås kunna placera upp till 10 % av sina medel i icke börsnoterade värdepapper.

När det gäller placering av fondförmögenheten för företagsanknutna aktiesparfonder i små och medelstora företag, bör särskilt konvertibla skuldebrev komma ifråga med hänsyn till att detta i regel bör vara förmånligare för aktiefondspararna. Förslag om företagsanknutna aktiesparfonder behöver dock inte kopplas ihop med förslaget att organisera handeln av icke börsnoterade värdepapper.

Man torde kunna räkna med att intresse och lämplig organisation för det föreslagna systemet finns hos föreningsbankerna med sin decentraliserade organisation och sitt rikstäckande kontorsnät.

4.20 Sveriges hantverks- och industriorganisation/familjeföretagen

Organisationen tillstyrker förslaget.

4.21 Sveriges industriförbund

Utredningen konstaterar att aktiefonderna har – och kan skaffa sig – god kompetens för bedömning av placeringar. Mot denna bakgrund föreslår utredningen en uppluckring av placeringsbestämmelserna, vilket skulle möjliggöra för aktiefonderna att placera 10 procent av sitt kapital i icke börsnoterade värdepapper. Någon egentlig motivering för att behålla en begränsning diskuteras inte av utredningen.

Förbundet delar utredningens uppfattning att aktiefonderna är kompetenta att göra kvalificerade bedömningar. Detta gäller självklart även icke

börsnoterade företags aktier. Om fondens styrelse anser att en större del av behållningen än 10 procent på ett lönsamt sätt kan placeras i icke börsnoterade värdepapper bör lagstiftningen enligt Förbundets mening inte lägga hinder i vägen därför. Det vore tomt tänkbart att bilda aktiefonder specialiserade på mindre, icke noterade, företags aktier. Sådana skulle måhända önska placera tomt 100 procent av sina tillgångar i onoterade värdepapper. Förbundet tillstyrker att nuvarande förbud mot förvärv av icke börsnoterade värdepapper upphävs; men ser helst att inga nya begränsningar införs vad gäller placeringsrätten. Om en begränsning införs bör den ligga på en betydligt högre nivå än 10 procent.

Utredningen menar vidare att aktiefonder inte bör ha rätt att förvärva aktier med ett högre sammanlagt röstvärde än 5 procent i ett visst företag, dvs att inga ändringar vidtas i nuvarande regler. Motivet bakom nu gällande regler är att aktiefondernas funktion skall begränsas till kapitalplacering. De skall inte kunna spela en styrande roll i enskilda företag. Förbundet har förståelse för begränsningarna, med tanke på aktiefondernas funktion och de skattefördelar som är förenade med dem jämfört med invest-mentbolag. När det gäller stora börsnoterade företag är 5 procent en väl avvägd nivå; med ett innehav över 5 procent blir inflytandet i många företag med ett spritt aktieäggande betydande. I mindre företag med ett koncentrerat ägande är situationen dock annorlunda. Även betydligt större aktieinnehav än 5 procent kan primärt uppfattas som kapitalplaceringar.

Det bör vidare beaktas att 5 procents röstvärde i ett mindre företag ofta motsvarar ett förhållandevis begränsat belopp. För att ett mindre företag via aktiefonder skall få ett nämnvärt tillskott till det egna kapitalet skulle därför ett flertal aktiefonder behöva engageras. Eftersom det är små belopp skulle utrednings- och transaktionskostnaderna snart nå en nivå som skulle göra placeringen ekonomiskt mindre intressant. Förbundet menar därför att det finns goda skäl för att tillåta aktiefonder att förvärva aktier med ett högre sammanlagt röstvärde än 5 procent i mindre aktiebolag.

I Annell-reglerna uppsätts en gräns på 25 procents ägande, för att utdelningen inte skall beskattas. I skattelagstiftningen finns således en vedertagen procentsats. Denna bör kunna tillämpas även för aktiefonders placering i mindre företags aktier. En lämplig definition av mindre företags aktier skulle i detta sammanhang kunna vara aktier som inte är börsnoterade eller noterade på den av utredningen föreslagna AIII-listan.

Samma placeringsregler som för aktiefonderna bör enligt Förbundets mening gälla även aktiesparfonderna.

Utredningen föreslår ett antal förändringar för att möjliggöra även för mindre företag att inrätta sk företagsanknutna aktiesparfonder. Förbundet uppfattar detta som utomordentligt angelägna och värdefulla förändringsförslag. Genom förslagen likställs mindre och större företags möjligheter att generera kapital på denna växande marknad.

Reglerna kring aktiesparfonder gör dem praktiskt svårhanterliga. Det krävs en omfattande administration. Det är därför önskvärt att i ökad utsträckning öppna möjligheter för administrativ samordning av flera aktiesparfonder. Detta blir inte minst intressant när mindre företag inrättar företagsanknutna aktiesparfonder, aktiesparfonder som med nödvändighet får en förhållandevis begränsad omfattning. Utredningen föreslår att ett fondbolag skall kunna förvalta upp till fem aktiesparfonder. Förbundet ser däremot inget skäl att överhuvudtaget begränsa det antal aktiesparfonder som ett fondbolag kan förvalta.

Enligt gällande lagstiftning om aktiesparfonder skall minimikapitalet

vara på 250 000 kronor. Bankinspektionen kan medge dispens från detta minsta aktiekapital, om det rör sig om fonder med små tillgångar. Utredningen uppger att bankinspektionen är beredd att ge dispens för ett aktiekapital på minst 100 000 kronor om fondbolaget förvaltar en eller flera fonder om högst 5 miljoner kronor.

Då bankinspektionen förefaller vara beredd att normalt ge dispens ned till 100 000 kronor, ser vi det som en onödig omväg att bibehålla kravet på minimikapital. Med tanke på att höjningen av det minsta aktiekapital till 500 000 kronor tillämpas för alla, även äldre, aktiebolag fram om årsskiftet 1981–1982 menar vi att det inte finns några skäl att ha krav på minsta aktiekapital i fondbolag. Denna bestämmelse kan upphävas.

Utredningen konstaterar att aktiesparfonder av den föreslagna typen inte lämpligen kan inrättas i de allra minsta företagen. Förbundet delar denna uppfattning. Utredningen föreslår efter detta konstaterande att bankinspektionen vid tillståndsgivningen skall pröva lämpligheten av att företag av mindre omfattning inrättar företagsanknutna aktiesparfonder. Aktiesparfondernas administrationskostnader är förhållandevis höga och det får därför förutsättas att aktiesparfonderna måste ha förhållandevis stor volym innan de kan motivera administrationskostnaderna. Anslutningen till aktiesparfonderna är frivillig. Mot den bakgrunden kan vi inte se det motiverat att bankinspektionen speciellt skall pröva lämpligheten av att ett företag av mindre omfattning inrättar en företagsanknutna aktiesparfond. Denna lämplighetsbedömning bör företaget och dess anställda ha möjlighet att klara själva.

I den mån beslut skulle fattas om en sådan prövning från bankinspektionen är det enligt Förbundets mening önskvärt att klara direktiv om denna prövnings principer fastställs.

Utredningen har prövat möjligheterna att inrätta företagsanknutna aktiesparfonder i icke börsnoterade företag. Mot bakgrund av konstaterandet att dessa företags aktier endast i begränsad omfattning kan förväntas bli föremål för omsättning menar utredningen att det kan innebära onödiga risker att inrätta företagsanknutna aktiesparfonder som till hundra procent satsar i det egna företags aktier.

Förbundet kan ha förståelse för dessa synpunkter, men vill framhålla att det även finns starka argument som talar för att även dessa företag skulle kunna inrätta företagsanknutna aktiesparfonder utan riskspridning. Främst gäller det likställigheten mellan olika företag vad beträffar kapitalgenereringsmöjligheter och villkor för detta, men också önskemålet att aktiesparfonderna inte förhindras att placera sina medel där de ger bäst avkastning. Vidare bör framhållas de ökade möjligheter som ges genom en ökad rörlighet på aktiemarknaden, om utredningens övriga förslag genomförs.

Förbundet vill vidare peka på möjligheten att flera mindre företag samverkar om en gemensam företagsanknutna aktiesparfond, som placerar medel i samtliga de berörda företagen. Detta blir intressant inte minst för att minska administrationskostnaderna och att möjliggöra aktiesparfonder i företag som är för små för att kunna utnyttja de ordinarie reglerna.

Beträffande företagsanknutna aktiesparfonder utan riskspridning menar vi att flera mindre företag som förenar sig kring en aktiesparfond skall ha möjlighet att placera hela beloppet i de berörda företagens aktier.

Utredningen har som alternativ till företagsanknutna aktiesparfonder utan riskspridning föreslagit att icke börsnoterade företag skall kunna starta fonder som till 20 eller högst 25 procent skall ha rätt att förvärva aktier i det egna företaget. Övriga tillgångar skall vara börsregistrerade

värdepapper. Detta skulle bli en tredje form av aktiesparfond, vid sidan av de företagsanknutna aktiesparfonderna utan riskspridning och de vanliga aktiesparfonderna, företagsanknutna eller ej. Dagens företagsanknutna aktiesparfonder med riskspridning behöver bankinspektionens tillstånd för att placera mer än 10 procent av fondens värde i värdepapper från samme utfärdare. Sådant tillstånd ges normalt med upp till 20–25 procent av fondens värde.

4.22 Sveriges Investeringsbank Aktiebolag

Banken har inte något att erinra mot utredningens förslag att bereda ökade möjligheter för de institutionella placerarna att investera i de små och medelstora företagen.

4.23 Sveriges värdepappersfonders förening

Föreningen ansluter sig till utredningens förslag om utvidgad placeringsrätt för aktiefonder och aktiesparfonder. Ett problem som inte har lösts tillfredsställande är emellertid frågan om de icke börsnoterade företag vars aktier inte är föremål för någon handel.

För dessa aktier finns ingen marknad. Skulle den situation inträffa att en aktiefond eller aktiesparfond önskar sälja sådana aktier är det därmed högst osäkert om det finns några köpare. Detta utgör ett betydande riskmoment. Vidare innebär frånvaron av en marknad att värderingen av sådana aktier blir mycket osäker. De vägar som utredningen anvisar för att lösa värderingsproblemet är knappast acceptabla.

Dessa problem blir naturligtvis särskilt allvarliga i företagsanknutna aktiesparfonder som ges möjlighet att placera 20–25 procent av tillgångarna i egna aktier.

För aktier som är föremål för handel genom en market maker gäller inte dessa invändningar. Inte heller för onoterade räntebärande papper, t.ex. förlagsbevis, är dessa problem särskilt stora. Det allmänna ränteläget utgör här en objektiv värderingsnorm som indikerar ett minimivärde.

En möjlig väg för de företag som önskar utnyttja det institutionella utbudet av riskkapital men vars aktier inte är föremål för handel vore därför att emittera konvertibla förlagsbevis. Köpare till sådana torde alltid stå att uppbringa. Värderingen utgör också ett mindre problem.

En aktiefond får idag inte äga mer än fem procent av rösterna i ett och samma bolag. Utredningen föreslår ingen ändring härvidlag. För de stora aktiefonderna och aktiesparfonderna på marknaden innebär detta att förvärv av aktier i mindre företag kommer att väga mycket lätt i portföljerna. Det kan ifrågasättas om det är motiverat att använda de analysresurser som finns till potentiella placeringar som kanske är maximerade till ett par hundra tusen kronor.

En uppdelning av aktierna på serier med olika rösträtt är ett sätt att öka det möjliga innehavet. Ett annat är att ge ut konvertibla förlagsbevis. Men också en högre rösträttsgräns, t.ex. tio procent skulle vidga placeringsmöjligheterna.

Utredningen anser sig inte kunna föreslå att företagsanknutna aktiesparfonder med rätt att enbart placera i det egna företagets aktier skall få bildas i icke börsnoterade företag. I dessa fall förordas att "företagsanknutna" aktiesparfonder med riskspridning bildas. Det bör uppmärksammas att sparande i sådan fond under ett och samma sparår inte får kombineras med

sparande i tex en bankanknuten aktiesparfond. Detta innebär att en stor mängd potentiella sparare inte kan börja sitt sparande i en nybildad "företagsanknuten" aktiesparfond vid det kommande halvårsskiftet utan måste vänta tills ett nytt sparår inträder.

4.24 Tjänstemännens centralorganisation (TCO)

TCO kan inte tillstyrka förslaget om inrättande av företagsanknutna aktiesparfonder i icke börsnoterade företag. Följande skäl har därvid beaktats: Det blir svårt att avyttra andelar då omsättningen kan förväntas vara ytterst liten. Värderingen av andelarna kommer därför att möta stora svårigheter. Kapitaltillförseln till dessa företag kommer inte att prövas på den öppna kapitalmarknaden.

4.25 Utvecklingsfonden i Kronobergs län

Utvecklingsfonden ser positivt på att tillgängligt placeringsutrymme för aktiefonder och aktiesparfonder vidgas och det ligger även i linje med utredningens förslag i övrigt om vidgad handel med icke börsnoterade papper.

Utredningen tar upp möjligheten att bilda företagsanknutna aktiesparfonder med möjlighet att placera 100% eller viss lägre procentuell del av egna medel i det egna icke börsnoterade företagens aktier.

Utredningen anser sig av bla riskhänsyn ej kunna föreslå aktiesparfonder med rätt att placera 100% av tillgängliga medel i det egna företaget. Härför talar hänsyn till spararna pga den ofta höga och svårbedömbara risknivån och svårigheter för tillståndsgivande myndighet (bankinspektionen) att på ett rättvist sätt bedöma den heterogena gruppen av mindre och medelstora företag.

Utvecklingsfonden delar härvidlag utredningens uppfattning med avseende på anförda avgörande motiveringar.

Utredningen föreslår däremot att aktiesparfonder må kunna tillskapas med rätt att placera viss del, 20–25%, av tillgängliga medel i det egna företaget varefter resterande del då skulle placeras i börsföretag.

Utredningen anför dock viss tvekan och menar det ytterst må ankomma på bankinspektionen att vid tillståndsgivningen pröva lämpligheten av att visst företag inrättar en dylik företagsanknuten aktiesparfond. Kostnads-skäl säges också tala för att det i praktiken blir ett begränsat antal företag som utnyttjar denna möjlighet.

Enligt utredningen kan dock risker och kostnader reduceras genom att särskilda härför inrättade fondbolag åtager sig förvaltning av ett flertal dylika fonder. Tex kan ett dylikt fondbolag förvalta ca 5 aktiesparfonder av här angivet slag.

Betr de föreslagna utvidgade möjligheter till aktiefondsparande konstaterar Utvecklingsfonden att risknivån, många gånger är hög, att hantlingsrutinerna fn är något omständliga, att begränsade möjligheter ofta föreligger att värdera och omsätta mindre företags aktier, att konfliktrisker kan föreligga mellan parterna. Men samtidigt konstaterar vi att detta kan förbättra ett företags möjligheter att frambringa riskvilligt eget kapital och att de anställdas engagemang i det egna företaget kan stärkas.

Till viss del reduceras fö flera påtalade olägenheter om särskilda fondbolag åtager sig dylik förvaltning.

4.26 Utvecklingsfonden i Stockholms län

Utredningen tar upp frågan om institutionellt kapital från aktiefonder respektive aktiesparfonder.

Utvecklingsfonden berörs ej direkt av dessa frågor. Fonden vill emellertid framhålla att dylikt kapital kan ha vissa fördelar och nackdelar. Ur företagets synpunkt kan dylikt kapital vara attraktivt därför att

- det förhöjer företagets status och kreditvärde
- det representerar ej potentiella intressekonflikter med företaget, företaget kan känna större trygghet med denna form av ägare.

Nackdelar skulle kunna vara att med den placeringsfilosofi som nu är gängse för aktiefonder, kapitalplaceringarna blir mer av kortsiktig karaktär. OVP-företag torde rimligen vara mer betjänta av långsiktigt institutionellt kapital, som kanske kan förväntas från pensionsfonder, försäkringsbolag, AP-fonder m fl institutioner.

Den kompetenstillförsel som portföljföretagen skulle kunna få del av genom dessa aktiefonder och som utredningen anför har Utvecklingsfonden lite svårt att förstå. Enligt vår mening kan knappast dessa förvaltningsorgan tillföra några större mängder kompetens av det slag dessa företag synes mest betjänta av, bortsett från kontakt- och samarbetsuppdrag med andra företag.

I övrigt delar fonden utredningens förslag att företagsanknutna aktiesparfonder utsträcker till att gälla alla företag även småföretag. Fonden har däremot inte gjort någon bedömning av aktiefondsparande kontra andra typer av sparande.