

Innehåll

Sammanfattning	19
Författningsförslag	31
1 Förslaget till lag om investeringsfonder	31
2 Förslag till lag om ikraftträdande av lagen (0000:00) om investeringsfonder	73
3 Förslag till lag om ändring i lagen (1941:416) om arvsskatt och gåvoskatt	74
4 Förslag till lag om ändring i föräldrabalken (1949:381)	76
5 Förslag till lag om ändring i kupongskattelagen (1970:624)	78
6 Förslag till lag om ändring i lagen (1972:262) om understödsföreningar	81
7 Förslag till lag om ändring i aktiebolagslagen (1975:1385)	84
8 Förslag till lag om ändring i försäkringsrörelselagen (1982:713)	85
9 Förslag till lag om ändring i bankrörelselagen (1987:617)	92
10 Förslag till lag om ändring i lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument	94
11 Förslag till lag om ändring i lagen (1991:981) om värdepappersrörelse	96

12	Förslag till lag om ändring i lagen (1992:160) om utländska filialer	98
13	Förslag till lag om ändring i lagen (1992:1610) om finansieringsverksamhet	99
14	Förslag till lag om ändring i lagen (1993:931) om individuellt pensionssparande	100
15	Förslag till lag om ändring i mervärdesskattelagen (1994:200)	102
16	Förslag till lag om ändring i lagen (1997:323) om statlig förmögenhetsskatt	103
17	Förslag till lag om ändring i skattebetalningslagen (1997:483)	104
18	Förslag till lag om ändring i lagen (1998:674) om inkomstgrundad ålderspension	105
19	Förslag till lag om ändring i inkomstskattelagen (1999:1229)	107
20	Förslag till lag om ändring i lagen (2000:35) om byte av redovisningsvaluta i finansiella företag	115
21	Förslag till lag om ändring i lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder)	117
22	Förslag till lag om ändring i insiderstrafflagen (2000:1086)	120
23	Förslag till lag om ändring i lagen (2000:1087) om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument	121
24	Förslag till lag om ändring i lagen (2001:1227) om självdeklarationer och kontrolluppgifter	122

1	Beskrivning av fondsparandet	127
1.1	Fond som sparform.....	128
1.2	Fondsparandets organisation.....	129
1.3	Två huvudkategorier av fonder.....	131
1.3.1	Ucitsfonder	131
1.3.2	Nationella fonder	132
1.4	Fondsparandet, avkastning och risk.....	134
1.4.1	Fondsparandets avkastning	135
1.4.2	Olika index avkastning	136
1.4.3	Finansiell risk i fondsparandet	137
1.4.4	Hedgefonder	144
1.5	Riskhantering i sparandet	145
2	Den svenska fondmarknaden	147
2.1	Fondsparandet i siffror	147
2.2	Nationella fonder	152
2.3	Fondförvaltarna.....	153
2.4	Distributionskanaler	155
2.5	Fondernas ägande.....	156
2.6	Premiepensionssystemet.....	157
2.7	Fondmarknadens funktion	161
3	Gällande rätt.....	165
3.1	Inledning.....	165
3.2	EG:s ucitsdirektiv.....	166
3.3	Den legala konstruktionen	166
3.4	Nationella fonder	169

3.5	Förhållandet mellan ucitsfonder och nationella fonder	171
3.5.1	Ombildning från ucitsfond till nationell fond.....	171
3.5.2	Får ett fondbolag förvalta såväl ucitsfonder som nationella fonder?	171
3.5.3	Får en ucitsfond investera sina tillgångar i en nationell fond?	172
3.6	Fondandelsägarnas äganderätt	173
3.7	Förvaltningen av fonden	174
3.8	Fondbolagets organisation	175
3.9	Placeringsbestämmelser.....	176
3.9.1	I vilka tillgångar får en värdepappersfond investera sitt kapital?	176
3.9.2	En värdepappersfond måste sprida sina risker.....	177
3.9.3	En värdepappersfond får inte äga för mycket av investeringsobjektet	178
3.10	Konsumentskydd i allmänhet	179
3.10.1	Allmänna sundhetskrav och etiska riktlinjer	179
3.10.2	Interna rutiner för klagomål	180
3.10.3	Allmänna reklamationsnämnden	180
3.10.4	Konsumentombudsmannen som juridiskt ombud... ..	181
3.10.5	Rådgivning till konsumenter	181
3.10.6	Oskäligen avtalsvillkor	182
3.11	Informationskrav	182
3.12	Förvaringsinstitut	184
3.12.1	Banker kan vara förvaringsinstitut	186
3.12.2	Andra kreditinstitut kan vara förvaringsinstitut	186
3.12.3	Förvaringsinstitutets uppgifter och ansvar	188
3.13	Utländska fonder	189
3.14	Skatteregler	189
3.14.1	Beskattning av värdepappersfond.....	189
3.14.2	Beskattning av andel i värdepappersfond.....	191
3.14.3	Kontrolluppgifter	193

4	Utländska förhållanden	195
4.1	Sammanfattning.....	195
4.1.1	Fondsparandets utbredning i andra länder.....	196
4.1.2	Organisationsform och fondandelsägarnas inflytande.....	196
4.1.3	Fondprodukter	199
4.1.4	Sanktionsmöjligheter	200
4.1.5	Vissa andra utländska regler som skiljer sig från de svenska.....	201
4.2	USA	202
4.3	Den europeiska fondmarknaden	205
4.4	Storbritannien.....	208
4.4.1	Öppna investeringsfonder (unit trusts och OEIC)	210
4.4.2	Slutna investeringsfonder (Investment Trusts)	213
4.4.3	Fondföretag utan tillstånd.....	213
4.4.4	Placeringsbestämmelser	214
4.4.5	Avgifter och försäljning.....	216
4.5	Frankrike.....	216
4.5.1	Öppna värdepappersfonder (FCP och SICAV)	217
4.5.2	Placeringsbestämmelser och särskilda fondtyper.....	218
4.6	Luxemburg.....	219
4.6.1	Öppna värdepappersfonder	220
4.6.2	Andra särskilda fondtyper	221
4.7	Tyskland.....	222
4.7.1	Öppna värdepappersfonder	223
4.7.2	Placeringsbestämmelser	224
4.7.3	Fastighetsfonder	225
4.7.4	Spezialfonds (riktade till institutionella investerare)	227
4.8	Norge	227
4.8.1	Öppna värdepappersfonder	228
4.8.2	Placeringsbestämmelser	230
4.8.3	Andra nationella fonder (slutna fonder, fonder till vissa investerare).....	231

4.9	Finland.....	232
4.10	Danmark.....	234
5	Utgångspunkter för en fondlagstiftning.....	237
5.1	Kort bakgrund till reglering av finansiella marknader.....	237
5.2	Varför reglera fondsparandet?	238
5.2.1	Fondsparandet och systemrisker.....	240
5.2.2	Fondsparandet och konsumentskydd.....	244
5.3	Konsumentens risker med fondsparandet	246
5.3.1	Konsumentens finansiella risk.....	247
5.3.2	Risken för dålig rådgivning.....	249
5.3.3	Konsumentens administrativa risk.....	250
5.3.4	Risken för intressekonflikter.....	251
5.4	En flexibel lagstiftning med grund i EG-rätten och konsumentskyddet	253
5.5	Särskilda bestämmelser för nationella fonder	255
5.6	Placeringsregler och riskspridning	257
5.7	Information till andelsägarna.....	258
6	I andelsägarnas intresse	261
6.1	Exempel på intressekonflikter	262
6.2	Vad är andelsägarnas intresse?	263
6.3	Faktorer som motverkar intressekonflikter.....	266
6.4	Andelsägarnas inflytande i fondbolaget	269
6.5	Intresset för ett större andelsägarinflytande.....	271
6.6	Förutsättningar för att visa sitt missnöje	275

7	Nya regler för fondbolagen.....	279
7.1	Bakgrund till de nya reglerna.....	279
7.2	Tillstånd att driva fondbolag	280
7.2.1	Fondförvaltning	280
7.2.2	Individuell portföljförvaltning	283
7.3	Kapitalkrav	292
7.3.1	Startkapital.....	293
7.3.2	Kapital beräknat på den förvaltade fondförmögenheten	296
7.3.3	Kapital beräknat efter bolagets fasta omkostnader...	298
7.3.4	Egna medel	300
7.4	Krav på fondbolagets ledning och organisation	301
7.5	Förhinderande av att ett fondbolag ingår i en svåröverskådlig företagsgrupp	304
7.6	Krav på fondbolagets ägare	306
7.6.1	Ägarprövning vid tillståndsgivningen	306
7.6.2	Ägarprövning under verksamheten.....	308
7.7	Sundhets- och uppföranderegler	311
7.8	Delegering av vissa funktioner	315
7.9	Beslut om tillstånd, tillsyn m.m.....	322
7.10	Ingripanden mot fondbolag.....	323
7.10.1	Återkallelse av tillstånd m.m.	324
7.10.2	Varning	326
7.10.3	Förbud mot viss åtgärd, föreläggande om rättelse....	327
7.10.4	Vite.....	327
7.10.5	Skadestånd m.m.	328
7.11	Informationsbroschyrer och informationsblad m.m.	330
7.11.1	Informationsbroschyren.....	331
7.11.2	Informationsblad (förenklade prospekt).....	332
7.11.3	De närmare formerna för informationen	334

7.12	Svenska fondbolags verksamhet utomlands.....	337
7.12.1	Svenska fondbolag får bedriva verksamhet från filial i ett annat EES-land	339
7.12.2	Gränsöverskridande verksamhet	343
7.12.3	Ingripanden.....	344
7.12.4	Om tillståndet har återkallats	345
7.12.5	Verksamhet i ett land utanför EES.....	346
7.13	Förvaltningsbolag med säte inom EES.....	346
7.13.1	Verksamhet här från filial.....	347
7.13.2	Gränsöverskridande verksamhet	349
7.13.3	Ingripanden mot utländska förvaltningsbolag.....	350
8	Nya placeringsbestämmelser	353
8.1	Bakgrund till de nya bestämmelserna.....	353
8.2	Värdepappersfonder får investera i flera tillgångsslag	354
8.3	Överlåtbara värdepapper och penningmarknadsinstrument	356
8.3.1	Noterade värdepapper och penningmarknadsinstrument	357
8.3.2	Vissa onoterade penningmarknadsinstrument	359
8.3.3	Andra överlåtbara värdepapper och penningmarknadsinstrument	360
8.3.4	Riskspridning.....	362
8.4	Indexfonder.....	365
8.5	Insättningar hos kreditinstitut m.m.	369
8.6	Finansiella derivatinstrument.....	371
8.6.1	Noterade finansiella derivatinstrument	371
8.6.2	OTC-derivat	372
8.6.3	Riskspridning.....	374
8.6.4	Förfarande för riskhantering	376

8.7	Andelar i andra fonder	377
8.7.1	Värdepappersfonder får investera i andelar i andra fonder.....	379
8.7.2	Begränsningsregler	381
8.7.3	Den andra fondens innehav påverkar inte värdepappersfonden	382
8.7.4	Förbud mot vissa avgifter vid investeringar i närstående fonder.....	383
8.7.5	Särskild information om förvaltningsavgifterna	385
8.8	Begränsningar för olika kombinerade investeringar	386
8.9	Åtgärder för att effektivisera förvaltningen.....	387
8.10	Om belåning och blankning	389
8.11	Information om fondens placeringsinriktning m.m.	390
8.12	Maktbegränsningsregler m.m.	391
8.12.1	Regler för aktier utan rösträtt m.fl. finansiella instrument	391
8.12.2	Regler för aktier med rösträtt	392
8.13	Ansaret för förpliktelser i samband med placeringen av fondens tillgångar	398
9	Specialfonder.....	405
9.1	Inledande kommentarer.....	405
9.2	Nuvarande nationella fonder	407
9.3	De nationella fonderna föreslås benämnas specialfonder	409
9.4	En gemensam plattform för investeringsfonder	412
9.5	Placeringsregler för specialfonder	416
9.5.1	Invändningar mot ucitsdirektivets placeringsregler	417
9.5.2	Krav på riskspridning.....	418
9.5.3	Precisering av andra undantag från placeringsbestämmelserna	422
9.5.4	Specialfonder skall ange i fondbestämmelserna vilken risknivå de eftersträvar i förvaltningen	424
9.5.5	Särskild lagstiftning om hedgefonder	428

9.6	Alternativa placeringstillgångar	437
9.6.1	Fastigheter som placeringstillgång	437
9.6.2	Utreddningens syn på fastighetsfonder	446
9.6.3	Råvaror och råvaruderivat som tillgångsslag.....	447
9.7	Möjligheten att begränsa inträde till fonden.....	450
9.7.1	Idag måste en fond rikta sig till allmänheten.....	450
9.7.2	Skäl för fonden att begränsa sin kundkrets	451
9.7.3	Specialfonder får begränsa sin kundkrets	453
9.7.4	Möjligheten att i vissa fall vägra försäljning.....	456
9.8	Slutna fonder och möjligheten att begränsa utträde.....	459
9.8.1	Investmentföretag	459
9.8.2	Kommanditbolagslösningar	462
9.8.3	Specialfonder som investerar i små och medelstora företag.....	463
9.8.4	Delvis slutna specialfonder	464
9.8.5	Risikkapitalfonder (entreprenörsfonder)	466
9.8.6	Risikkapitalförsörjning och skatteregler	470
9.9	Regleringen av specialfonder	471
9.9.1	En ny lag om investeringsfonder	472
9.9.2	Ytterligare informationskrav	472
9.9.3	Specialfonder för investerare som placerar minst 500 000 kronor.....	473
9.9.4	Specialfonder och värdepappersfonder i annan lagstiftning	480
9.10	Utländska nationella fondföretags etablering i Sverige.....	492
9.10.1	Utländska fondföretag på den svenska fondmarknaden.....	492
9.10.2	Finansinspektionens tillämpning av gällande regler.....	495
9.10.3	Utreddningens syn på utländska nationella fondföretags verksamhet i Sverige.....	495
9.10.4	Förvaltningsbolag med hemvist i ett land utanför EES	496
9.11	Förenklade regler för mindre fondföretag	498

10	Associationsrättsliga fonder	501
10.1	Vad menas med associationsrättsliga fonder?	502
10.2	Ucitsdirektivets reglering	504
10.2.1	Allmänna bestämmelser.....	504
10.2.2	Självförvaltande investeringsbolag	506
10.2.3	Investeringsbolag som har utsett ett förvaltningsbolag.....	507
10.2.4	Börsnoterade investeringsbolag	507
10.3	Varför har vi inte associationsrättsliga fonder i Sverige?	508
10.3.1	Aktiebolag	509
10.3.2	Ekonomiska föreningar	510
10.4	Skäl för och emot associationsrättsliga fondföretag	511
10.4.1	En tydligare reglering.....	511
10.4.2	Intressekonflikter mellan fondandelsägarna och ägarna till fondbolaget	511
10.4.3	Intressekonflikter mellan olika fondandelsägare	513
10.4.4	Andelsägarnas inflytande.....	515
10.4.5	Ucitsdirektivets utformning.....	517
10.4.6	Bättre förutsättningar för internationell verksamhet.....	517
10.4.7	Börsnoterade fonder	518
10.5	En reglering för associationsrättsliga fonder?	519
11	Övergångsbestämmelser	523
11.1	Genomförande av ucitsdirektivets nya regler.....	523
11.2	Fortsatt verksamhet utan nytt tillstånd	523
11.3	De svenska fondbolagen	524
11.4	Andra fondförvaltare.....	525
11.5	Värdepappersfonder	526
11.6	Specialfonder	527
11.7	Hedgefonder.....	528

12	Konsekvenser av förslagen	531
12.1	Ekonomiska konsekvenser.....	531
12.2	Konsekvenser för de mindre fondbolagen	532
12.3	Övriga konsekvensanalyser.....	533
13	Författningskommentar.....	535
13.1	Förslaget till lag om investeringsfonder.....	535
13.2	Förslaget till lag om ändring i lagen (1941:416) om arvsskatt och gåvoskatt	567
13.3	Förslaget till lag om ändring i föräldrabalken (1949:381)...	567
13.4	Förslaget till lag om ändring i kupongskattelagen (1970:624)	568
13.5	Förslaget till lag om ändring i lagen (1972:262) om understödsföreningar	568
13.6	Förslaget till lag om ändring i aktiebolagslagen (1975:1385)	568
13.7	Förslaget till lag om ändring i försäkringsrörelselagen (1982:713)	569
13.8	Förslaget till lag om ändring i bankrörelselagen (1987:617)	569
13.9	Förslaget till lag om ändring i lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument.....	569
13.10	Förslaget till lag om ändring i lagen (1991:981) om värdepappersrörelse	569
13.11	Förslaget till lag om ändring i lagen (1992:160) om utländska filialer.....	570
13.12	Förslaget till lag om ändring i lagen (1992:1610) om finansieringsverksamhet	570
13.13	Förslaget till lag om ändring i lagen (1993:931) om individuellt pensionssparande.....	570

13.14Förslaget till lag om ändring i mervärdesskattelagen (1994:200)	570
13.15Förslaget till lag om ändring i lagen (1997:323) om statlig förmögenhetsskatt	571
13.16Förslaget till lag om ändring i skattebetalningslagen (1997:483)	571
13.17Förslaget till lag om ändring i lagen (1998:674) om inkomstgrundad ålderspension.....	571
13.18Förslaget till lag om ändring i inkomstskattelagen (1999:1229)	572
13.19Förslaget till lag om ändring i lagen (2000:35) om byte av redovisningsvaluta i finansiella företag.....	572
13.20Förslaget till lag om ändring i lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder).....	572
13.21Förslaget till lag om ändring i insiderstrafflagen (2000:1086)	573
13.22Förslaget till lag om ändring i lagen (2000:1087) om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument.....	574
13.23Förslaget till lag om ändring i lagen (2001:1227) om självdeklarationer och kontrolluppgifter	574
Särskilda yttranden	575

Bilagor:

1	Kommittédirektiv.....	599
2	EUROPAPARLAMENTETS OCH RÅDETS DIREKTIV 2001/107/EG	619
3	EUROPAPARLAMENTETS OCH RÅDETS DIREKTIV 2001/108/EG	655
4	Individuell portföljförvaltning	675

7 Nya regler för fondbolagen

7.1 Bakgrund till de nya reglerna

Fondförvaltarna (förvaltningsbolag, fondbolag) intar en central roll i ett fondföretags struktur. Fonder kan, som tidigare har redovisats, organiseras på olika sätt. I Sverige har vi kontraktsrättsliga fonder, dvs. värdepappersfonder som förvaltas av ett fondbolag. I de länder där fonderna är aktiebolag med rörligt aktiekapital (t.ex. SICAV:er), kan fondförvaltningen skötas av aktiebolaget självt eller av ett externt förvaltningsbolag. Ucitsdirektivets regler omfattar dessa två modeller och även fonder utformade enligt trustformen.

I detta kapitel redovisar utredningen sin syn på regelverket för fondbolagen. Grunden är ucitsdirektivets reglering, men även andra överväganden görs. Nya, mer omfattande bestämmelser för fondbolagen har införts genom Europaparlamentets och rådets direktiv 2001/107/EG av den 21 januari 2002 om ändring av rådets direktiv 85/611/EEG om samordning av lagar och andra författningar som avser företag för kollektiva investeringar i överlåtbara värdepapper (fondföretag) i syfte att införa regler för förvaltningsbolag och förenklade prospekt.¹ Dessa nya bestämmelser är dock avsedda att ange en viss minimistandard och medlemsstaterna kan i de flesta delar införa strängare regler än de som anges i ucitsdirektivet.² I vissa fall får medlemsstaterna välja om de alls skall införa den nya regeln.

De nya bestämmelserna, som bl.a. omfattar krav på auktorisation och villkor för verksamheten, syftar till att förverkliga den inre marknaden för finansiella tjänster. Nya, harmoniserade regler för fondförvaltarna avser att stärka grundprincipen om ömsesidigt erkännande av auktorisation. En viktig del av de nya ucitsreglerna

¹ EGT L 41, 13.2.2002, s. 20 (Celex 32001L0107).

² Se punkterna 11 och 16 i ingressen till direktivet med ändring av ucitsdirektivet avseende regler för förvaltningsbolag och förenklade prospekt (2001/107/EG).

är således fondbolagens fria tillgång till fondmarknaden i andra medlemsstater än hemlandet. Fondbolag får verka utanför sitt lands gränser antingen genom att etablera filial i det andra landet eller genom gränsöverskridande handel; genom de harmoniserade bestämmelserna kan de behöriga myndigheterna i fondbolagets hemland lämna en, i hela EU gällande, auktorisation där hemlandsmyndigheten också ansvarar för tillsynen.

I detta kapitel redovisar utredningen även de nya bestämmelserna i ucitsdirektivet om s.k. förenklade prospekt.

De fondförvaltare som erkänns av ucitsdirektivet benämns förvaltningsbolag. De svenska förvaltningsbolagen kallas för fondbolag. I fortsättningen används termen förvaltningsbolag i de fall bestämmelserna träffar *endast* de utländska bolagen (t.ex. dessa bolags möjlighet att verka här i landet) och i övrigt används termen fondbolag.

7.2 Tillstånd att driva fondbolag

7.2.1 Fondförvaltning

Utredningens förslag: För att driva fondbolag krävs att Finansinspektionen gett sitt tillstånd, vilket skall omfatta den verksamhet fondbolaget får driva. Tillstånd får ges för kollektiv portföljförvaltning, dvs. förvaltning av värdepappersfonder och specialfonder.

Särskilt tillstånd skall också ges fondbolag att på uppdrag av ett annat fondbolag, utländskt förvaltningsbolag eller utländskt fondföretag ta emot uppdrag att utföra visst arbete eller vissa funktioner.

Skälen för förslaget: För att driva fondbolag fordras enligt gällande svenska regler inte någon uttrycklig auktorisation enligt lagen om värdepappersfonder. Tillståndskravet avser i stället själva verksamheten, dvs. att förvalta värdepappersfonder. För att få ett sådant tillstånd måste emellertid fondbolaget godkännas av Finansinspektionen.³ Vid sidan av fondbolagen får även andra svenska företag som står under inspektionens tillsyn efter särskilt tillstånd förvalta

³ Se definitionen i 1 § tillsammans med bestämmelserna i 6 och 11 §§ lagen om värdepappersfonder.

s.k. nationella fonder. Vidare kan Finansinspektionen i vissa fall ge tillstånd för fondverksamhet till utländska fondföretag. Utredningen har redogjort närmare för de gällande reglerna i avsnitten 3.8 och 3.13.

I nya artikel 5.1 i ucitsdirektivet återfinns ett uttryckligt krav på auktorisation för att driva fondbolag. Under vilka förutsättningar auktorisation får lämnas, behandlas i de följande avsnitten; i stora delar motsvarar dessa nya regler de som gäller för andra finansiella företag.

Tillståndet skall omfatta den verksamhet som ett fondbolag får utöva. Enligt de äldre bestämmelserna i ucitsdirektivet och den nuvarande lagen om värdepappersfonder består fondverksamhet av förvaltning av en värdepappersfond och försäljning och inlösen av andelar i fonden. Finansinspektionen tillåter utöver förvaltning av värdepappersfonder också att fondbolag förvaltar nationella fonder med stöd av 3 § lagen om värdepappersfonder.

Enligt nya artikel 5.2 i ucitsdirektivet får ett fondbolag ägna sig åt förvaltning av sådana kollektiva fondföretag som följer bestämmelserna i ucitsdirektivet; dessa ucitsfonder motsvarar de svenska värdepappersfonderna. Vidare får ett fondbolag, enligt samma artikel, ägna sig åt förvaltning av andra företag för kollektiva investeringar som står under tillsyn. Dessa motsvarar svenska nationella fonder, vilka i fortsättningen benämns specialfonder (se vidare i avsnitt 9.3). Utredningen föreslår ett genomförande av dessa bestämmelser.

Ett fondbolag föreslås alltså få förvalta *svenska* värdepappersfonder och *svenska* nationella fonder (specialfonder). Enligt bestämmelsen i artikel 3 i ucitsdirektivet, vilken inte har ändrats, skall nämligen en fond anses hemmahörande i den medlemsstat där fondbolaget har sitt stadgeenliga säte. Denna bestämmelse tolkas så att ett hemlands auktorisation för ett fondbolag endast avser förvaltningen av fonder *hemmahörande i samma land*. Följaktligen kan ett svenskt fondbolag inte få tillstånd att starta och driva t.ex. en tysk värdepappersfond, ens om avsikten är att marknadsföra och sälja fonden enbart i Tyskland. Däremot kan det svenska fondbolaget sälja andelar i en svensk värdepappersfond i Tyskland.

Det bör också finnas en möjlighet för svenska fondbolag att utföra vissa tjänster på uppdrag av ett annat svenskt fondbolag eller t.ex. ett franskt förvaltningsbolag. I artikel 5g i ucitsdirektivet införs nämligen en möjlighet för fondbolag att delegera en eller flera av sina funktioner i syfte att effektivisera bolagets verksamhet.

Den bestämmelsen behandlas nedan i avsnitt 7.8. Ett sådant uppdrag kan t.ex. avse förvaltningen av vissa värdepapper, administrationen eller försäljning av fondandelar. Uppdraget innebär dock inte att det ansvariga fondbolaget frångår något ansvar som följer av ucitsdirektivet och fondlagstiftningen. Om ett svenskt fondbolag tar emot ett uppdrag från ett franskt förvaltningsbolag, t.ex. att förvalta en fransk fonds svenska aktieinnehav, kvarstår således ansvaret på det franska förvaltningsbolaget. Det är den franska lagstiftningen som skall tillämpas på den franska fonden. Inom ESS skall detta inte vara något problem eftersom ucitsdirektivets skyddsregler tillämpas. Det bör heller inte vara några problem med sådana uppdrag som kommer från ett land utanför EES-området. Sannolikt varierar säkerhetsnivåerna och skyddsreglerna från land till land, men det svenska fondbolagets verksamhet medför inte några risker för svenska fondandelsägare. Rätten att på uppdrag från annan förvalta en fond innebär nämligen inte att andelar i den utländska fonden automatiskt kan säljas här i landet. Som tidigare kvarstår ett krav på tillstånd (alternativt anmälan om det är en ucitsfond) för att få sälja fondandelar här.⁴

Ett uppdrag från ett annat fondbolag att förvalta hela eller delar av en värdepappersfond kan i strikt bemärkelse ses som individuell portföljförvaltning (se följande avsnitt). Det finns dock skäl att särbehandla förvaltningsuppdrag som rör värdepappersfonder eftersom det i grunden rör sig om kollektiv förvaltning. Utredningen föreslår därför att ett fondbolag skall få möjligheten att ta emot uppdrag från andra fondbolag och även från utländska förvaltningsbolag. Sådana uppdrag får också tas emot från andra förvaltare än de som erkänns av ucitsdirektivet, t.ex. amerikanska fondförvaltare. Detta bör framgå av Finansinspektionens tillstånd.

I ucitsdirektivet görs vissa förtydliganden av vad som ingår i fondbolagens verksamhet. Den exemplifiering som görs i ucitsdirektivet är emellertid inte uttömmande.⁵ I fondverksamheten ingår enligt de nya bestämmelserna således i huvudsak förvaltning av investeringar, administrativa åtgärder och saluföring. En motsvarande uppräknings bör för tydlighets skull införas i den föreslagna lagen.

⁴ Se närmare i avsnitt 7.13 och avsnitt 9.10.

⁵ Se artikel 5.2 med hänvisning till bilaga II i ucitsdirektivet.

7.2.2 Individuell portföljförvaltning

Utredningens bedömning: Det är inte förenligt med konsumentintresset att tillåta fondbolag att tillhandahålla även individuell portföljförvaltning. De intressekonflikter som kan uppkomma skulle sätta fondandelsägarna i en sårbar situation med små möjligheter att bevaka sin rätt.

Skälen för bedömningen: En nyhet i ucitsdirektivet är att medlemsstaterna ges rätt att auktorisera fondbolag att, vid sidan av fondverksamheten, även förvalta värdepappersportföljer enligt särskilt uppdrag från enskilda investerare.⁶ Denna typ av verksamhet brukar benämnas individuell portföljförvaltning eller diskretionär förvaltning. Ett sådant tillstånd gäller enligt direktivet även förvaltning av portföljer som ägs av pensionsfonder. Enligt ucitsdirektivet får fondbolagen i så fall också tillhandahålla vissa sidotjänster.

Det tidigare förbudet i ucitsdirektivet för fondbolag att ägna sig åt annan verksamhet än fondförvaltning är således borttaget.⁷

Ucitsdirektivet ger dock medlemsstaterna en valfrihet i om fondbolagen skall tillåtas tillhandahålla även diskretionär förvaltning. Det finns både för- och nackdelar med att tillåta sådan verksamhet i fondbolaget. Här redovisas utredningens överväganden avseende frågan om de nya bestämmelserna skall genomföras i svensk rätt. Utredningen föreslår att motsvarande bestämmelser inte införs i svensk rätt.

Vad omfattas av individuell portföljförvaltning?

Förvaltning av någon annans finansiella instrument regleras bl.a. i direktivet om investeringstjänster (93/22/EEG)⁸ och lagen (1991:981) om värdepappersrörelse. Sådan förvaltning är tillståndspliktig, åtminstone om det är fråga om yrkesmässig verksamhet som riktar sig till allmänheten. Finansinspektionen utövar tillsyn över sådan verksamhet.

⁶ Artikel 5.3 och 5.4 i ucitsdirektivet.

⁷ Jfr äldre lydelsen av artikel 6 i ucitsdirektivet.

⁸ Rådets direktiv 93/22/EEG av den 10 maj 1993 om investeringstjänster inom värdepappersområdet, EGT L 141, 11.6.1993, s. 27 (Celex 393L0022), senast ändrat genom rådets direktiv 2000/64/EG (EGT L 290, 17.11.2000, Celex 32000L0064).

Ett individuellt förvaltningsuppdrag innebär att fondbolaget mot betalning och efter vissa riktlinjer förvaltar annans värdepapper. Uppdraget kan vara allmänt hållet och kan t.ex. innefatta uppgiften att göra de investeringar som marknadsförhållandena kan motivera. Uppdraget kan också vara inskränkt till att endast omfatta de köp och försäljningar som uppdragsgivaren särskilt anger. I denna förvaltning agerar således fondbolaget som ombud för investeraren.⁹

Medan fondförvaltning således avser förvaltning av värdepapper m.m. för ett kollektiv av investerare, innebär den individuella portföljförvaltningen att fondbolaget tar emot ett förvaltaruppdrag från en enskild investerare. Dessa enskilda investerare har oftast ett större kapital att investera än vad den genomsnittlige fondandelsägaren satsar i en fond. Å andra sidan blir det samlade kapitalet i en fond regelmässigt större än det den enskilde har att förvalta.

Individuell portföljförvaltning i fondbolag

Tanken bakom de nya bestämmelserna i ucitsdirektivet är att fondbolag med sin förvaltarcompetens är bra skickade att även ta hand om förvaltningen vid individuella uppdrag. Den kollektiva och den individuella förvaltningen har stora likheter med varandra och ger stordriftsfördelar. Fondbolagens infrastruktur kan sägas vara anpassad till denna typ av verksamhet. Genom att möjliggöra för dessa verksamheter i ett och samma bolag behöver inte t.ex. en finansiell koncern bilda flera olika bolag. Vinsterna syns särskilt i de fall fondbolagen tillåts ta emot större individuella uppdrag från institutionella investerare. Det skulle i så fall bli möjligt för större pensionsstiftelser att anlita fondbolag för förvaltaruppdrag.

Ett genomförande av de nya bestämmelserna i ucitsdirektivet skulle innebära att företag i fortsättningen kan tillhandahålla individuell portföljförvaltning antingen genom auktorisation enligt lagen om värdepappersrörelse eller genom tillstånd enligt fondlagstiftningen. På detta sätt kommer gränserna mellan dessa två typer av finansiella bolag att bli mer oklara. Till detta kommer att värdepappersbolag idag får förvalta s.k. nationella fonder enligt 3 § lagen om värdepappersfonder.

⁹ Om man agerar ombud för någon stöder man sig på en fullmakt. För motparten står det (oftast) klart att fullmäktigen agerar som ombud. Annorlunda är det om man handlar i kommission för någon. Det är en dold fullmakt och motparten vet inte nödvändigtvis vem som är den bakomliggande uppdragsgivaren.

Förutsättningarna för tillstånd och kraven på den fortsatta verksamheten i ett fondbolag kommer emellertid att närma sig de som gäller för värdepappersbolag. I de följande avsnitten kommer att behandlas t.ex. krav på verksamhetsplan, ägarprövning och krav på fondbolagets ledning.¹⁰

Ett fondbolag kommer inte, med auktorisation enligt ucitsdirektivet, att få tillhandahålla alla de finansiella tjänster som ett värdepappersbolag får. Således tillåts inte ett fondbolag enligt ucitsdirektivet att utföra kommissionsverksamhet, förmedlingsverksamhet, handel för egen räkning eller medverka i emissioner m.m.¹¹ På samma sätt får ett värdepappersbolag enligt ucitsdirektivet inte heller i fortsättningen förvalta värdepappersfonder.

Det kan ses som en fördel att fondbolagen får tillhandahålla olika former av förvaltning, men inte t.ex. mäklartjänster eller medverka till emissioner. Härigenom blir uppdelningen mellan olika former av verksamhet tydligare och vissa intressekonflikter kan undvikas.¹²

Ett fondbolag får vidare enligt ucitsdirektivet tillhandahålla individuell portföljförvaltning endast vid sidan av fondförvaltningen. Ett fondbolag kan således inte få ett tillstånd som omfattar *endast* sådan individuell förvaltning. Det synes dock inte finnas något hinder i ucitsdirektivet mot att den individuella portföljförvaltningen blir den dominerande delen av fondbolagets verksamhet, medan fondförvaltandet uppgår endast till en mindre del.

Intressekonflikter

Det är dock inte oproblemiskt att tillåta fondbolag bedriva individuell portföljförvaltning vid sidan av fondförvaltningen. En tidigare viktig skillnad mellan fondbolag och värdepappersbolag tas bort med denna ändring i ucitsdirektivet.

Fondbolag som hittills enbart sysslat med fondverksamhet har varit fria från en typ av intressekonflikter som finns i vanliga värdepappersbolag. Det kan nämligen uppstå en konflikt mellan olika uppdragsgivares intressen, närmare mellan fondandelsägarnas

¹⁰ I artikel 2 i direktivet om ändring av ucitsdirektivet avseende regler för förvaltningsbolag och förenklade prospekt (2001/107/EG) finns en bestämmelse som möjliggör för värdepappersbolag att ändra auktorisation och bli fondbolag.

¹¹ Jfr 1 kap. 3 § första stycket 1–3 och 5 lagen (1991:981) om värdepappersrörelse.

¹² Ett exempel: Om en avdelning i ett värdepappersbolag medverkar till att föra ut aktier i en nyemission kan förvaltningsavdelningen i samma bolag riskera att hamna under press att delta i emissionen.

gemensamma intresse och den individuella uppdragsgivarens intresse. Fondbolaget kan då hamna i en situation där förvaltaren kanske känner sig nödd att favorisera den ene investeraren framför den andre. Det kan t.ex. vara fråga om en situation där en affär avslutats utan att den ännu har hänförts till någon investerare.

I samband med att affärer sker i värdepapper kan utfallet bli varierande beroende på när affären görs och i vilka volymer. Både priset på aktier och räntor kan röra sig mycket under en dag eller under några dagar. Om ett värdepapper köps in av en fond, vilket ibland kan ta flera dagar för att nå önskad exponering, så kan priset på samma värdepapper vara olika för olika tidpunkter under inköpsperioden. Så kan t.ex. vara fallet när en fond vill köpa en aktie som omsätts i relativt små handelsvolymer eller när en större fond behöver många aktier för att uppnå en meningsfull exponering i förhållande till fondkapitalet. Samma sak kan inträffa på räntemarknaden och problemet är detsamma både vid köp och vid försäljningar. Orsaken till prisförändringarna under inköpsperioden behöver inte enbart bero på förhållandevis låga omsättningsvolymer i det aktuella värdepapperet utan kan också bero på yttre störningar i ekonomin som genast får genomslag på tillgångspriserna.

Så länge fonden köper det aktuella värdepapperet till fonden innebär inte detta något problem eftersom när fonden uppnått önskad volym blir anskaffningskostnaden genomsnittspriset för de affärer som skett. Om däremot ett fondbolag som dessutom tillhandahåller individuell portföljförvaltning gör affärer i ett värdepapper som skall fördelas till både fonder och individuella kunder kan ett problem uppstå, särskilt om värdepapperna köps in och fördelas i efterhand av fondbolaget. Det är ofrånkomligen så att värdepapperna kommer att ha olika anskaffningsvärden beroende på när de köptes. Det kommer alltså att vara möjligt att gynna den ena parten på bekostnad av den andra. Det ligger då nära till hands att tänka sig att den svagare parten missgynnas på bekostnad av den starkare.

En fond med många fondandelsägare kan ha svårare att bevaka sina intressen i detta fall medan en kund i den individuella portföljförvaltningen sannolikt är mer uppmärksam. Fondandelsägare får information om hur fonden har gått från fondbolaget, via massmedias bevakning och från oberoende fondanalytiker, men kan ha svårare att bedöma orsakerna till fondens utveckling. En kund i den individuella portföljförvaltningen har oftast helt andra

förutsättningar att följa upp och bevaka sin portfölj. Detta gäller särskilt större institutionella uppdragsgivare. För fondandelsägarna uppstår en situation där fondbolaget skall ta tillvara andelsägarnas gemensamma intresse, samtidigt som fondbolaget även har andra uppdrag. Fondbolaget kan alltså med dessa nya regler komma att gynna den individuella portföljförvaltningen på bekostnad av fonderna.

Det finns goda incitament till att fondbolagen och andra finansiella företag inte agerar på det sätt som här beskrivits. Det är givetvis viktigt för fondbolagen att ha nöjda fondandelsägare och fondbolagen agerar säkerligen i de allra flesta fallen neutralt och utan att otillbörligen gynna någon uppdragsgivare framför någon annan. Den beskrivna problematiken introduceras likväl i fondlagstiftningen med det nya ucitsdirektivet. Visserligen hanterar redan idag många fondbolag den problematik som uppstår med flera uppdragsgivare. Alla de fondbolag som förvaltar flera fonder kan sägas hamna i en snarlik intressekonflikt. Det är dock inte lika tydligt hur en fond kan gynnas på bekostnad av en annan fond i jämförelse med hur en individuell kund kan gynnas. En individuell kund är på ett sätt viktigare för ett fondbolag än vad en enskild fondandelsägare är. Att förlora en stor individuell kund är i ett slag mycket mer kännbart för ett fondbolag än missnöjda fondandelsägare. Detta beror på att det inte är sannolikt att alla eller ens flertalet fondandelsägare byter fond. Fondsparare flyttar inte gärna sitt sparade kapital.

Det kan givetvis även vara så att den motsatta situationen uppstår, att fondbolaget gynnar en fond på bekostnad av en individuell kund. Oftast är marginalerna för fondförvaltningen högre än vid diskretionär förvaltning och en bra avkastning i en fond lockar till sig sparare. Denna situation är förstås lika ovälkommen.

I värdepappersbolagen finns idag denna typ av intressekonflikter. Till stor del är dessa konflikter självreglerande såtillvida att ett värdepappersbolag riskerar att förlora sina kunder om någon kommer på bolaget med otillbörlig favorisering. Branschen i stort och dess intresseorganisationer är givetvis också intresserade av att allmänhetens förtroende upprätthålls. Det finns dock alltså ett utrymme för att intressekonflikter ändå uppstår. För att motverka dessa finns såväl interna som externa etiska regler. Dessa sundhets- och uppföranderegler är oftast allmänt hållna (se avsnitt 7.7) och kompletteras av Finansinspektionens föreskrifter och allmänna råd.

Av inspektionens Föreskrifter (FFFS 1998:21) om handel och tjänster på värdepappersmarknaden framgår bl.a. att värdepappersbolagen måste i sin organisation se till att det inte uppstår intressekonflikter och alltid ha en regelansvarig person (en s.k. compliance officer). Varje order skall tidsregistreras av värdepappersbolaget när den lämnas och när den genomförs. När ett avslut har skett skall, så snart förutsättningar finns, affären noteras på kundens depå eller motsvarande. Om värdepappersbolaget köper eller säljer värdepapper för flera kunders räkning behöver notering dock inte ske förrän senast vid affärsdagens slut. En förutsättning för det är dock att kunderna behandlas enligt av bolaget fastlagda och för kunden kända fördelningsprinciper. Finansinspektionen utövar sedan tillsyn över värdepappersbolagen. I ett förslag till ändringar i direktivet om investeringstjänster (93/22/EEG) sägs också att värdepappersbolag skall rapportera uppgifter till myndigheten om alla de transaktioner som de deltagit i, oavsett på vilken reglerad marknad inom EU affären ägt rum i. Rapporteringen skall göras så snabbt som möjligt.¹³

Branschorganisationen Svenska Fondhandlareföreningen har som supplement utfärdat bl.a. Riktlinjer vid handläggning av affärsuppdrag avseende aktier och aktierelaterade finansiella instrument (2000).

Motsvarande kompletterande föreskrifter från Finansinspektionen och branschen skulle således vara nödvändiga för det fall ucitsdirektivets bestämmelser i denna del genomförs. Troligtvis skulle dessa föreskrifter behöva anpassas till den speciella situation som uppstår när fondbolaget själv agerar som "kund" avseende den förvaltade fondförmögenheten. Eftersom det inte finns någon extern uppdragsgivare avseende fondförvaltningen måste således särskilda redovisningsrutiner skapas. För detta fordras i sin tur en tydlig uppdelning i ansvarsområde inom fondbolaget.

I Finansinspektionens rapport *Fondbolagens information och interna kontroll* redogörs bl.a. för fondbolagens interna kontroll avseende intressekonflikter.¹⁴ Inspektionen kom i sin undersökning fram till att några fondbolag som ingår i koncerner inte har tillhandahållit en godtagbar analys av problemen kring eventuella intressekonflikter. Inspektionens intresse var visserligen främst

¹³ Se Finansinspektionens rapport den 21 februari 2002 *Agenda för en ny marknadstillsyn* (2002:2), s. 20.

¹⁴ Finansinspektionens rapport den 20 december 2001 *Fondbolagens information och interna kontroll* (2001:7), s. 16 ff.

inriktat på om andelsägarnas intressen får vika för koncernens övergripande intressen, vilket är delvis en annan fråga. Inspektionen påpekade dock också att det inom bank- och försäkringskoncerner är vanligt att kapitalförvaltningen sköts av ett annat bolag inom koncernen och att det i dessa situationer kan uppstå intressekonflikter.

De större finansiella koncernerna tillhandahåller idag alla typer av finansiella tjänster inom koncernen. Olika verksamhet läggs i olika bolag och sedan samordnas funktionerna inom koncernen. Ett fondbolag kan överlämna t.ex. sin förvaltning av en fondportfölj till ett annat koncernbolag som dessutom tar emot individuella förvaltaruppdrag från ett annat bolag inom koncernen. Om ett fondbolag uppdrar åt någon annan att utföra förvaltningen kvarstår dock fondbolagets ansvar och därmed uppstår ett behov av att kontrollera uppdragstagaren. Fondbolaget blir då en kontrollerande buffert mellan fondandelsägarna och den som slutligen förvaltar fondförmögenheten. Enligt Finansinspektionen är det dock tveksamt om en operativ chef eller styrelseledamot kan handha såväl en funktion som beställare och som kontrollant. Sådana frågor är därför viktiga att fortlöpande analysera och diskutera, särskilt med beaktande av att fondandelsägarna har begränsade möjligheter att bevaka sina intressen i dessa situationer.¹⁵ Denna problematik blir ännu tydligare om fondbolag tillåts tillhandahålla individuell portföljförvaltning.

I utredningens uppdrag ingår att beakta konsumentskyddet och föreslå en reglering som tillgodoser det skyddet. Med hänsyn till de nya intressekonflikter som kan uppstå är det en försvagning av konsumentskyddet att införa möjligheten för fondbolag att tillhandahålla individuell portföljförvaltning. I delar kan denna försvagning balanseras av kompletterande bestämmelser i författningar och av ett fortsatt självreglerande branscharbete.

En närbesläktad fråga är om möjligheten för fondbolagen att bedriva annan verksamhet än fondverksamhet är förenlig med (de nuvarande) fondandelsägarnas gemensamma intresse. Dessa äger andelar i fonder som förvaltas av fondbolag och har ett intresse av att fondbolaget även i fortsättningen i första hand tar tillvara deras intresse. Det är tveksamt om ett genomförande är förenligt med andelsägarnas intresse med hänsyn till de intressekonflikter som i så fall introduceras i fondlagstiftningen.

¹⁵ Finansinspektionens rapport den 20 december 2001 Fondbolagens information och interna kontroll (2001:7), s. 18 f.

Genomförandet av ucitsdirektivet i Sverige och i övriga Europa

Samtliga medlemsländer inom EES har en skyldighet att genomföra ucitsdirektivet. Hur snabbt detta arbete går varierar givetvis från land till land. Det är därför svårt att nu ha en uppfattning om hur övriga medlemsländer ser på möjligheten för fondbolag att tillhandahålla individuell portföljförvaltning. En preliminär bedömning är dock att de flesta medlemsstater kommer att införa motsvarande regler. Frågan är då om Sverige kan ställa sig utanför denna harmonisering.

Enligt tanken i ucitsdirektivet får ett fondbolag som fått auktorisation i sitt hemland rätt att tillhandahålla sina tjänster i övriga medlemsstater. Detta innebär att utländska förvaltningsbolag, med säte i ett land inom EES, kan komma att erbjuda diskretionär förvaltning i Sverige. De problem som är förknippade med flera typer av förvaltning kan således inte "motas vid gränsen". Risken är således överhängande att den svenska lagstiftaren i så fall inte uppnår sitt mål och syfte med ett förbud.

Samtidigt som utländska förvaltningsbolag har tillgång till den svenska marknaden skulle ett förbud i den svenska fondlagstiftningen inte ge de svenska fondbolagen en motsvarande möjlighet. De svenska fondbolagen skulle i så fall drabbas av en konkurrensnackdel. Effekten kan också bli att svenska fondbolag väljer att etablera sig utomlands; genom europapasset kan ju bolaget verka fritt här ändå.

Möjligtvis kan ett svenskt förbud uppmärksamma fondspararna på de intressekonflikter som kan uppstå. Om allmänheten därvid ser allvarligt på problemet skulle tvärtom de svenska "rena" fondbolagen få en konkurrensfördel. Det är dock svårt att se en sådan genomslagskraft.

En fördel med enhetliga regler inom EES är att medlemslänternas tillsynsmyndigheter lättare kan samarbeta i frågor om tillsyn men även om ytterligare föreskrifter för verksamheten där det anses nödvändigt. Det pågår inom EU ett arbete för att skapa en enda marknad inom värdepappersområdet och Finansinspektionens tillsynsansvar kommer troligtvis att utökas. Inspektionen kommer då att tillsammans med övriga tillsynsmyndigheter inom EES få en tydligare roll och därmed ökas behoven av ett samarbete över gränserna.¹⁶ Denna utveckling påverkar också fondmarknaden.

¹⁶ Se Finansinspektionens rapport den 21 februari 2002 Agenda för en ny marknadstillsyn (2002:1).

I ucitsdirektivet finns en rad bestämmelser som fordrar ytterligare överväganden av tillsynsmyndigheterna och där en enhetlig tillämpning inom EES gynnar fondmarknaden. Det är t.ex. reglerna om kapitalkrav (avsnitt 7.3), om förenklade prospekt (avsnitt 7.11) samt all gränsöverskridande verksamhet.

Att införa en möjlighet för svenska fondbolag att tillhandahålla diskretionär förvaltning skulle därför kunna ge Finansinspektionen en möjlighet att utöva tillsyn i den frågan och se över behovet av ytterligare föreskrifter om t.ex. sundhets- och uppföranderegler. På det sättet skulle inspektionen också få möjlighet att bidra till en enhetlig tillämpning och reglering i samarbetet med övriga tillsynsmyndigheter.

Utredningens överväganden

De intressekonflikter som introduceras i fondbolagen vid ett genomförande är inte förenliga med ett gott konsumentskydd och är inte heller förenliga med andelsägarnas gemensamma intresse. Ucitsdirektivets bestämmelser bör därför genomföras endast om det finns starka skäl för detta.

Det kan ifrågasättas om möjligheten att i fondbolag få bedriva individuell portföljförvaltning skulle få någon större praktisk betydelse. Möjligheten att genom t.ex. värdepappersbolag tillhandahålla sådana tjänster kvarstår allt jämt. Det finns idag exempel på finansiella koncerner som har olika bolag för olika verksamheter. Dessa koncerner skapar stordriftsfördelar genom att delegera delar av verksamheten till ett fristående och specialiserat förvaltningsbolag. Härigenom uppnås de fördelar som eftersträvas med de nya bestämmelserna i ucitsdirektivet. Samtidigt bibehålls en ordning där olika juridiska personer har det juridiska ansvaret gentemot kunden och därför får en kontrollerande funktion mot det förvaltande bolaget. Det är således värdefullt att även i fortsättningen ha en viss uppdelning mellan olika verksamheter.

Det går att argumentera för att utvecklingen går mot finansiella företag som med tillsynsmyndighetens tillstånd får tillhandahålla alla de finansiella tjänster som finns på marknaden. Vi är inte där än, även om de olika regelverken närmar sig. Det finns fördelar med att upprätthålla klara gränser mellan olika former av finansiella företag och verksamheter. Detta är särskilt viktigt avseende formerna för kollektiv kapitalförvaltning. Fondlagstiftningen

grundar sig huvudsakligen på behovet av att skapa ett gott konsumentskydd för en typ av investerare som normalt inte har någon större kunskap om de finansiella marknaderna eller är särskilt kapitalstarka.

Det är möjligt att fondbolagen kommer att finna att individuell portföljförvaltning är nödvändig för att kunna konkurrera på de finansiella marknaderna och att detta påverkar fondbolagen att flytta utomlands. Det kan också vara så att det härigenom uppstår en situation där nyetableringen av fondbolag i Sverige avstannar. Det är dock svårt att se en sådan utveckling med tanke på de troligtvis begränsade praktiska fördelarna. Det finns redan idag en viss möjlighet att kombinera fondförvaltning med individuell portföljförvaltning. Ett värdepappersbolag kan således få tillstånd att bedriva förvaltning av nationella fonder enligt 3 § lagen om värdepappersfonder. Intresset för detta synes dock ha varit begränsat och idag har 6 värdepappersbolag tillstånd att marknadsföra och sälja sammanlagt 10 fonder.

Utredningen finner därför att det idag saknas skäl att utnyttja den möjlighet som erbjuds i ucitsdirektivet att tillåta fondbolag att även tillhandahålla individuell portföljförvaltning.¹⁷

7.3 Kapitalkrav

I nya artikel 5a i ucitsdirektivet finns bestämmelser om vilka kapitalkrav som ställs på ett fondbolag. Kapitalkraven kan delas in i tre delar. För det första måste ett fondbolag ha ett minsta *startkapital* om 125 000 euro. Detta startkapital får aldrig understigas under den löpande verksamheten (artikel 5d). För det andra måste fondbolaget ha ett (ytterligare) *kapital beräknat på den fondförvägenhet som står under fondbolagets förvaltning*. Ju högre förvaltat kapital desto högre kapitalkrav ställs. Ett fondbolag behöver dock enligt dessa två delar inte ha mer än tio miljoner euro i egna medel. Som en tredje del finns dock ett *kapitalkrav som beräknas på fondbolagets omkostnader*. Kravet motsvarar en fjärdedel av omkostnaderna under ett år och något tak finns inte. Detta innebär att ett fondbolag med höga omkostnader kan komma att tvingas ha egna medel som överstiger tio miljoner euro.

¹⁷ Som ett komplement till här redovisade överväganden kan det dock vara av intresse att diskutera hur en reglering bör utformas för att genomföra ucitsdirektivets bestämmelser. Utredningen för en sådan diskussion i bilaga 4 till delbetänkandet.

7.3.1 Startkapital

Utredningens förslag: Ett fondbolag skall ha ett startkapital på minst 125 000 euro. Regeringen eller, efter regeringens bemyndigande, Finansinspektionen, skall meddela närmare föreskrifter om vad som får ingå i startkapitalet. Fondbolagets egna medel får aldrig, under verksamhetens gång, understiga det minsta startkapital som krävdes när verksamheten påbörjades.

Skälen för förslaget: Fondbolag måste idag, som alla aktiebolag, ha ett visst minsta aktiekapital. Enligt 1 kap. 3 § aktiebolagslagen (1975:1385) skall ett aktiebolag ha ett minsta aktiekapital på 100 000 kronor respektive 500 000 kronor (privat respektive publikt aktiebolag). I 6 § lagen om värdepappersfonder anges som komplement här till att ett fondbolag skall ha ett aktiekapital som med hänsyn till verksamhetens omfattning är tillräckligt stort. Vidare ges regeringen, eller Finansinspektionen, bemyndigande att närmare ange storleken på aktiekapitalet. Finansinspektionen anger i sina föreskrifter att fondbolag skall ha ett aktiekapital på minst en miljon kronor.

Den svenska lagregeln grundar sig på den tidigare bestämmelsen i ucitsdirektivet, äldre artikel 5, vilken angav att fondbolag skulle ha tillräckliga finansiella resurser. Det uppnåddes dock inte någon enhetlig tillämpning i Europa. I en strävan att harmonisera kravet på visst kapital infördes därför den nu gällande bestämmelsen i artikel 5a.1 som anger att ett fondbolag måste ha ett startkapital om minst 125 000 euro. Vidare får, enligt artikel 5d i ucitsdirektivet ett fondbolags *egna medel* aldrig understiga startkapitalet (innebörden av uttrycket *egna medel* diskuteras i avsnitt 7.3.4).

Vad skall då läggas i begreppet startkapital? Enligt artikel 1a.15 i ucitsdirektivet menas med startkapital det kapital som avses i artikel 34.2.1 och 34.2.2 i direktivet om rätten att starta och driva verksamhet i kreditinstitut (2000/12/EG).¹⁸ Det direktivet är en kodifiering av ett antal äldre direktiv avseende kreditinstitut. I nämnda artiklar hänvisas vidare till artiklarna 22 och 23 i direktivet

¹⁸ Europaparlamentets och rådets direktiv 2000/12/EG av den 20 mars 2000 om rätten att starta och driva verksamhet i kreditinstitut, LGT L 126, 26.5.2000, s. 1 (Celex 32000L0012), senast ändrat genom Europaparlamentets och rådets direktiv 2000/28/EG (EGT L 275, 27.10.2000, s. 37, Celex 32000L0028).

om årsbokslut och sammanställd redovisning för banker och andra finansiella institut (86/635/EEG).¹⁹

Krav på ett visst minsta startkapital förekommer för de flesta finansiella företag. Så är t.ex. fallet för värdepappersbolag, bankaktiebolag och kreditmarknadsföretag.²⁰ För dessa företag fordras enligt den svenska regleringen att de har ett visst angivet *bundet eget kapital* när rörelsen påbörjas. För att veta vad som ingår i det bundna egna kapitalet måste man gå till årsredovisningslagen (1995:1554) och lagen (1995:1559) om årsredovisning i kreditinstitut och värdepappersbolag.²¹ Den sistnämnda lagen instiftades bl.a. för att genomföra direktivet om årsbokslut och sammanställd redovisning för banker och andra finansiella institut (86/635/EEG).

Definitionen av bundet eget kapital har kritiserats i olika sammanhang för att inte stämma överens med gemenskapslagstiftningen. I några lagförslag föreslås nu att begreppet startkapital används i stället för bundet eget kapital. I t.ex. prop. 2001/02:85 föreslås att begreppet startkapital införs i den föreslagna lagen om utgivning av elektroniska pengar. Regeringen eller, efter regeringens bemyndigande, Finansinspektionen föreslås få i uppdrag att närmare förordna om vad som avses med startkapital.²² I linje härmed föreslås i en departementsskrivelse att motsvarande ändring skall göras i annan finansiell lagstiftning.²³

Ett krav på ett minsta startkapital syftar till att stärka fondandelsägarnas skydd, men också till att bidra till det finansiella systemets stabilitet.²⁴ Bestämmelsen i ucitsdirektivet om ett minsta startkapital är en minimireglering och det är därför möjligt att i svensk lagstiftning införa strängare regler för de svenska fondbolagen. En möjlig lösning är därför att som startkapital fordra ett visst aktiekapital. En rad bestämmelser i aktiebolagslagen syftar till att skydda aktiekapitalet som i delar är mer omfattande än skydds-

¹⁹ Rådets direktiv 86/635/EEG av den 8 december 1986 om årsbokslut och sammanställd redovisning för banker och andra finansiella institut, LGT L 372, 31.12.1986, s.1 (Celex 31986L0635).

²⁰ 9 kap. 4 § bankrörelselagen (1987:617); 2 kap. 5 § lagen (1991:981) om värdepappersrörelse, se också uttalanden i prop. 1994/95:50, s. 111 f.; 2 kap. 4 § lagen (1992:1610) om finansieringsverksamhet.

²¹ Se 5 kap. 14 § årsredovisningslagen (1995:1554) och 5 kap. 4 § 3 lagen (1995:1559) om årsredovisning i kreditinstitut och värdepappersbolag.

²² Se 2 kap. 5 § och 8 kap. 1 § i föreslagna lag om utgivning av elektroniska pengar, prop. 2001/02:85.

²³ Ds 2002:5, s. 327 f.

²⁴ Jfr punkterna 3 och 5 i ingressen till direktivet med ändring av ucitsdirektivet avseende regler för förvaltningsbolag och förenklade prospekt (2001/107/EG).

reglerna för övrigt bundet eget kapital. Är det fråga om ett nybildat aktiebolag torde inte heller något annat startkapital än aktiekapitalet finnas (möjligtvis undantaget överkursfond). Däremot kan det givetvis förhålla sig på annat sätt om ett redan existerande aktiebolag bestämmer sig för att söka tillstånd som fondbolag.

Krav på ett minsta startkapital utgör dock en komponent bland flera i skyddet för fondandelsägarna och kompletteras bl.a. med krav på att fondtillgångarna skall hållas åtskilda från fondbolagets tillgångar. Med hänsyn härtill saknas skäl att bryta harmoniseringen och den enhetliga regleringen för andra finansiella företag.

Utredningen föreslår därför att bestämmelserna i ucitsdirektivet genomförs i svensk rätt och ansluter sig till det förslag som lagts fram bl.a. i prop. 2001/02:85. I lagtexten bör alltså införas ett krav på "startkapital" där regeringen, eller Finansinspektionen, genom föreskrifter närmare anger vad som skall ingå i starkapitalet.

7.3.2 Kapital beräknat på den förvaltade fondförmögenheten

Utredningens förslag: Om fondbolaget förvaltar värdepappersfonder och nationella fonder och portföljernas samlade värde överstiger 250 miljoner euro, måste fondbolaget ha ytterligare egna medel. Detta ytterligare kapital skall minst uppgå till 0,02 procent av den fondförmögenhet som överstiger 250 miljoner euro.

Med förvaltat fondförmögenhet avses även sådana portföljer där fondbolaget ansvarar för förvaltningen, men där bolaget har *uppdragit* åt annan att helt eller delvis ta hand om förvaltningen för fondbolagets räkning. Å andra sidan ingår inte i den förvaltade fondförmögenheten sådana portföljer där ansvaret för förvaltningen ligger hos ett annat förvaltningsbolag, men där fondbolaget enligt ett uppdragsavtal helt eller delvis har hand om förvaltningen för förvaltningsbolagets räkning.

Fondbolagets egna medel beräknat på den förvaltade fondförmögenheten behöver dock inte, inberäknat startkapitalet, vara högre än 10 miljoner euro.

Ett fondbolag får ersätta hälften av det ytterligare kapital, som behövs med hänsyn till den förvaltade fondförmögenheten, med en garanti för motsvarande belopp. En förutsättning är att garantin lämnats av ett kreditinstitut eller försäkringsföretag med säte inom EES, eller ett kreditinstitut eller försäkringsföretag med säte utanför EES och som står under likvärdig tillsyn.

Skälen för förslaget: Fondbolagets egna medel får som utgångspunkt aldrig understiga startkapitalet på 125 000 euro. Vid sidan av startkapitalet ställer ucitsdirektivet upp ett antal kompletterande kapitalkrav. Dessa krav är, som kravet på ett minsta startkapital, en förutsättning för tillstånd, men fondbolaget får inte heller enligt artikel 5d.1 i ucitsdirektivet under den pågående verksamheten ha ett mindre kapital.

Grunden för dessa ytterligare kapitalkrav är, som för kravet på startkapital, att säkerställa fondbolagets åtaganden. Det är dock inte lämpligt att likställa dessa ytterligare kapitalkrav med kravet på kapitaltäckning för andra finansiella företag. Den kapitaltäckningen skall motsvara specifika risker i verksamheten såsom kreditrisker och olika marknadsrisker. Tanken bakom ucitsdirektivets skydds-

regler torde snarare vara att se till att fondandelsägarna hålls opåverkade av fondbolagets situation. Att fondförmögenheten skall hållas skild från fondbolagets medel är ett exempel. De ytterligare kapitalkrav som ställs i ucitsdirektivet får ses som ett komplement till dessa skyddsregler och kan kanske sägas avse de operationella riskerna med fondverksamhet.

Fondbolagets egna medel får enligt ucitsdirektivet inte understiga det ytterligare kapital som motsvarar 0,02 procent av den förvaltade fondförmögenheten. Detta ytterligare kapital skall emellertid beräknas endast på den del av den förvaltade fondförmögenheten som överstiger 250 miljoner euro.

Med förvaltat fondförmögenhet menas de värdepappersfonder och nationella fonder som förvaltas av fondbolaget. Fondbolaget är ansvarigt enligt fondlagstiftningen och skall företräda fondandelsägarna i alla frågor som rör fonden. Detta ansvar kvarstår även om fondbolaget genom ett uppdragsavtal låter någon annan ta hand om hela eller delar av förvaltningen för fondbolagets räkning (se nedan i avsnitt 7.8). Kapitalkravet skall därför räknas även på sådana portföljer som någon annan enligt uppdrag förvaltar för fondbolagets räkning. Motsatsvis räknas inte in sådan förvaltning som fondbolaget utför på uppdrag från ett annat fondbolag eller fondförvaltare.

Startkapitalet tillsammans med det ytterligare kapital som erfordras med hänsyn till den förvaltade fondförmögenheten behöver dock som mest uppgå till 10 miljoner euro (ett fondbolags kapitalkrav kan dock komma att överstiga detta belopp enligt bestämmelserna som redovisas i nästa avsnitt).

Utredningen föreslår att ucitsdirektivet i denna del genomförs i svensk rätt.

Medlemsstaterna får vidare enligt ucitsdirektivet tillåta att en del av kapitalkravet ersätts med en garanti. Den del av kapitalkravet som är beroende av den förvaltade fondförmögenheten får således till hälften ersättas med en garanti utställd antingen av ett kreditinstitut eller av ett försäkringsföretag. För kreditinstitut och försäkringsföretag som har sitt säte utanför EES gäller dock att de skall vara underkastade en tillsyn som Finansinspektionen finner vara likvärdig med den som gäller i gemenslagslagstiftningen.

Utredningen är av den uppfattningen att fondandelsägarnas behov av ett stabilt fondbolag med en god ekonomi tillfredställs även om fondbolaget i stället för egna medel har en garanti till motsvarande belopp. En sådan möjlighet bör därför införas.

Det är oklart om det i begreppet garanti kan inordnas även olika försäkringslösningar. Enligt direktivtexten får dock garantin utställas av ett försäkringsföretag. Utredningen ser därför inte något hinder mot att fondbolaget tecknar en försäkring i syfte att uppfylla de nu diskuterade kapitalkraven. En förutsättning är dock att försäkringens villkor är sådana att försäkringen kan tas i anspråk på här avsett sätt, nämligen att ersätta fondbolagets egna medel.

De nya kapitalkraven innebär att fondbolag som förvaltar större fondförmögenheter kommer att få ett kapitalkrav som klart överstiger det nuvarande. Ett räkneexempel kan förtydliga konsekvenserna.

Alla fondbolag måste ha ett startkapital på motsvarande 125 000 euro, vilket motsvarar 1 125 000 kronor med en kurs på 9 kronor per euro. Samtliga svenska fondbolag kommer alltså att omfattas av ökade kapitalkrav.

För fondbolag med förvaltade fondförmögenheter mellan 250 miljoner euro (2,25 miljarder kronor) och 50,25 miljarder euro (452,25 miljarder kronor) växer kapitalkravet successivt. Det innebär att ett femtontal fondbolag omfattas av ytterligare kapitalkrav. Inget svenskt fondbolag skulle dock slå i taket på maximalt 90 miljoner kronor i egna medel enligt denna bestämmelse.

7.3.3 Kapital beräknat efter bolagets fasta omkostnader

Utredningens förslag: Ett fondbolag skall ha egna medel som motsvarar en fjärdedel av bolagets fasta omkostnader under föregående år, eller om fondbolaget inte har avslutat ett års verksamhet, en fjärdedel av det belopp för fasta omkostnader som anges i verksamhetsplanen. Har Finansinspektionen krävt att verksamhetsplanen skall justeras, skall kapitalkravet beräknas enligt den justerade verksamhetsplanen.

Finansinspektionen får medge undantag från detta kapitalkrav, om det har inträffat en väsentlig förändring i verksamheten. Regeringen eller, efter bemyndigande, Finansinspektionen får meddela närmare föreskrifter om beräkningen av kapitalkravet.

Skälen för förslaget: Ett fondbolag måste vidare enligt ucitsdirektivet alltid ha egna medel som motsvarar en fjärdedel av de

fasta omkostnaderna för fondbolaget under föregående år.²⁵ Om ett företag inte har avslutat ett års verksamhet, inräknat den dag då verksamheten inleddes, skall fondbolaget i stället ha egna medel som motsvarar en fjärdedel av det belopp för fasta omkostnader som anges i verksamhetsplanen (se avsnitt 7.4 nedan), såvida inte Finansinspektionen kräver att planen justeras.

De behöriga myndigheterna (i Sverige Finansinspektionen) får också medge undantag från detta kapitalkrav, om det har inträffat en väsentlig förändring i verksamheten.

Utredningen föreslår att dessa bestämmelser genomförs.

Det finns ett behov av att tolka vad som menas med fasta omkostnader. Denna tolkning bör vara enhetlig inom EES, men kan komma att falla ut olika. Det kan också vara så att detta kapitalkrav i praktiken blir det mest betungande för fondbolagen.

Det finns en motsvarande bestämmelse intagen i 2 kap. 5 § lagen (1994:2004) om kapitaltäckning och stora exponeringar för kreditinstitut och värdepappersbolag. I förarbetena till den paragrafen angavs att fasta omkostnader är sådana kostnader som inom redovisningsområdet utgör allmänna administrativa kostnader, exempelvis lokalkostnader i form av hyra m.m.²⁶ Remissinstanserna påpekade svårigheterna med att närmare avgöra vad som är fasta kostnader och svaret blev att Finansinspektionen fick utveckla begreppet närmare i föreskrifter om det behövdes.

Finansinspektionen har utvecklat begreppet närmare i 12 kap. Föreskrifter och allmänna råd (FFFS 2000:6) om kapitaltäckning och stora exponeringar. Där anges att fasta omkostnader avser personalkostnader som löner, sociala avgifter och pensionsåtaganden, fastighets- och lokalkostnader, övriga kontraktsbundna kostnader för utrustning m.m. samt avskrivningar.

Utredningen förordar en enhetlig tillämpning av kapitalkravet oavsett om det är fråga om värdepappersbolag eller fondbolag och det är därför lämpligt att ge regeringen eller, efter regeringens bemyndigande, Finansinspektionen bemyndigande att meddela de föreskrifter som behövs. Därigenom kan inspektionen övervaka utvecklingen på den europeiska fondmarknaden.

²⁵ Artikel 5a.1 (a) tredje strecksatsen läst tillsammans med bilaga IV till direktivet om kapitalkrav för värdepappersföretag och kreditinstitut (93/6/EEG) och artikel 5d.1 i UCITS-direktivet.

²⁶ Prop. 1994/95:50, s. 298.

7.3.4 Egna medel

Utredningens förslag: Regeringen eller, efter bemyndigande från regeringen, Finansinspektionen skall meddela närmare föreskrifter om vad som skall omfattas av egna medel.

Skälen för förslaget: I avsnitt 7.3.1 diskuteras vilken typ av kapital som kan ingå i startkapitalet. För det ytterligare kapital som krävs beroende av fondbolagets fasta omkostnader och den förvaltade fondförmögenheten används dock uttrycket "egna medel". Vad menas då med detta? Enligt artikel 1a.15 i ucitsdirektivet skall samma definition användas som den som anges i avdelning V kapitel 2 avsnitt 1 i direktivet om rätten att starta och driva verksamhet i kreditinstitut (2000/12/EG). I det avsnittet återfinns artiklarna 34–39 som anger vad som ingår i "kapitalbasen". Definitionen av egna medel kan dock komma att ändras under de omständigheter som beskrivs i bilaga V till direktivet om kapitalkrav för värdepappersföretag och kreditinstitut (93/6/EEG).

Egna medel omfattar i huvudsak aktiekapitalet och annat bundet eget kapital. Definitionen av egna medel sammanfaller delvis med vad som menas med startkapital. För att tillämpningen skall bli enhetlig och för att få en inhemsk reglering som är mer följsam för ändringar i gemenskapslagstiftningen föreslår utredningen att regeringen eller, efter regeringens bemyndigande, Finansinspektionen skall ange vilket kapital som får ingå i "egna medel".

7.4 Krav på fondbolagets ledning och organisation

Utredningens förslag: Tillstånd att driva fondbolag får meddelas ett svenskt aktiebolag som har sitt huvudkontor i Sverige och under förutsättning att

- de som i praktiken leder verksamheten i fondbolaget har erforderligt gott anseende och tillräcklig erfarenhet, även i fråga om den typ av fonder som bolaget förvaltar,
- fondbolagets styrelse består av minst två ledamöter,
- fondbolaget har en verkställande direktör, och
- fondbolaget till ansökan om tillstånd bifogar en verksamhetsplan, vars innehåll bestäms av regeringen eller, efter bemyndigande, Finansinspektionen.

Fondbolaget skall under sin verksamhet alltid uppfylla villkoren för tillstånd.

Skälen för förslaget: Det finns idag få regler i fondbolagstiftningen som tar sikte på fondbolagets ledning och organisation. För fondbolag gäller i stället vad som är föreskrivet för aktiebolag i allmänhet. I lagen om värdepappersfonder finns det särskilda bestämmelser om fondbolagets revisorer och om vissa jävsituationer. Vidare finns en allmän bestämmelse om att tillstånd för fondverksamhet får ges endast om fondbolaget inte är olämpligt att utöva verksamheten. Ett krav som dock ställts och allt jämt ställs i ucitsdirektivet är att fondbolaget skall ha sitt huvudkontor och sitt säte i samma medlemsstat.²⁷ Detta innebär att tillstånd kan ges endast till svenska aktiebolag med huvudkontor här i landet.

I artikel 5a.1 (b) uppställs nu krav på fondbolagets styrelse och övriga ledning. De personer som i praktiken leder verksamheten skall ha erforderligt gott anseende och tillräcklig erfarenhet, även i fråga om den typ av fonder som bolaget förvaltar. Utredningen föreslår att en motsvarande bestämmelse införs i fondbolagstiftningen. Den bör utformas som i annan finansiell lagstiftning.²⁸

Enligt ucitsdirektivet skall fondbolaget utan dröjsmål underrätta Finansinspektionen om namnen på dessa personer samt namnen på

²⁷ Artikel 5a.1 (d) i ucitsdirektivet, vilken motsvarar den äldre lydelsen av artikel 3 i direktivet.

²⁸ Jfr 9 kap. 3 § tredje stycket 3 bankrörelselagen (1987:617); 2 kap. 1 § första stycket 4 lagen (1991:981) om värdepappersrörelse; 2 kap. 1 § första stycket 4 lagen (1992:1610) om finansieringsverksamhet.

var och en som efterträder dem. En motsvarande skyldighet finns redan idag. Finansinspektionen har i sina föreskrifter angett att i en ansökan om tillstånd skall finnas uppgifter om styrelseledamöter, verkställande direktören, dennes ställföreträdare och andra ledande befattningshavare. För styrelseledamöterna och bolagets ledning skall uppges övriga uppdrag och ägarintressen i annat finansiellt institut eller i aktiemarknadsbolag.²⁹ För fondbolagets ledning skall därtill anges utbildning samt tidigare och aktuell erfarenhet av finansiell verksamhet.

Dessa uppgifter använder inspektionen i bedömningen om ett fondbolag är lämpligt eller inte för fondverksamhet, men också för att fullgöra sitt åtagande att främja en sund utveckling av verksamheten. Det sistnämnda är en av huvuduppgifterna i inspektionens tillsyn. Finansinspektionens föreskrifter i dessa delar synes väl motsvara ucitsdirektivets krav. Detsamma gäller regeln om att ett fondbolag skall lämna inspektionen de upplysningar om sin verksamhet som inspektionen begär.

Enligt ucitsdirektivet skall vidare fondbolagets *verksamhetsinriktning* beslutas av minst två personer som uppfyller de villkor som nyss angivits. Styrelsen i ett svenskt aktiebolag svarar för bolagets organisation och förvaltningen av bolagets angelägenheter.³⁰ Detta torde täcka ucitsdirektivets krav. Detta innebär då i princip ett krav på att styrelsen i ett fondbolag skall bestå av minst två styrelseledamöter. Enligt aktiebolagslagen skall ett privat aktiebolag ha en styrelse med minst en styrelseledamot, om det finns minst en suppleant.³¹ Följaktligen bör frågan regleras särskilt i fondlagstiftningen. Enligt annan finansiell lagstiftning fordras en styrelse med minst fem ledamöter.³² Utredningen finner dock inte skäl att frångå EG-regleringen i denna del. Däremot föreslår utredningen i linje med övrig finansiell lagstiftning att fondbolag, utöver ucitsdirektivets grundkrav, skall ha en verkställande direktör.³³

Enligt artikel 5a.1 (c) i ucitsdirektivet skall vidare fondbolaget i sin ansökan om tillstånd bifoga en verksamhetsplan, som bland annat skall omfatta fondbolagets organisationsstruktur. Enligt nuvarande föreskrifter kräver Finansinspektionen in uppgifter på

²⁹ Det finns också en särskild bestämmelse för vissa allemansfonder i enlighet med 21 § lagen (1983:890) om allemanssparande.

³⁰ 8 kap. 3 § aktiebolagslagen (1975:1385).

³¹ 8 kap. 1 § aktiebolagslagen (1975:1385).

³² Se t.ex. 2 kap. 4 § lagen (1991:981) om värdepappersrörelse, 2 kap. 6 § lagen (1992:543) om börs- och clearingverksamhet och 2 kap. 5 § lagen (1992:1610) om finansieringsverksamhet.

³³ Se föregående not.

hur många anställda som fondbolaget har, fördelade på olika funktioner, samt hur ansvaret fördelas när det gäller förvaltning och redovisning samt hur den interna kontrollen och den interna revisionen är organiserad inom fondbolaget.³⁴ Det finns dock skäl att i lagstiftningen ha ett uttryckligt krav på en verksamhetsplan.³⁵

Finansinspektionen har i 7 kap. Föreskrifter (FFFS 1998:21) om handel och tjänster på värdepappersmarknaden angett vad en verksamhetsplan skall innehålla. De bestämmelserna gäller för aktiebolag som ansöker om tillstånd att bedriva värdepappersrörelse och kan inte i alla delar överföras till aktiebolag som ansöker om tillstånd att driva fondbolag. Det är vanskligt att här låsa fast sig vid ett visst innehåll, men en verksamhetsplan bör åtminstone innehålla en beskrivning av den verksamhet bolaget avser att bedriva och om bolaget avser att etablera filialer utomlands samt om bolaget avser att uppdra åt annan att utföra tjänster. Vidare bör planen innehålla en schematisk plan över hur bolaget avser att organisera verksamheten. Verksamhetsplanens närmare innehåll får beskrivas i Finansinspektionens föreskrifter. Verksamhetsplanens innehåll bör därvid anpassas till syftet att ge inspektionen ett underlag för sin bedömning vid tillståndsgivningen och att främja den löpande tillsynen. Kraven på ledningen och att en verksamhetsplan skall upprättas ställs primärt vid tillståndsgivningen, men skall enligt artikel 5d.1 alltid vara uppfyllda. Det åligger därför Finansinspektionen att i sin tillsyn bevaka detta. Är dessa krav inte uppfyllda kan inspektionen – som framgår av avsnitt 7.10 nedan – därvid komma att återkalla tillståndet.

³⁴ Därtill kommer en särskild redovisning av fondbolagets kompetens vad gäller derivat-instrument, om bolaget har för avsikt att för en värdepappersfonds räkning handla med sådana instrument.

³⁵ Jfr 9 kap. 2 § bankrörelselagen (1987:617); 2 kap. 8 § lagen (1991:981) om värdepappersrörelse; 2 kap. 2 § andra stycket lagen (1992:1610) om finansieringsverksamhet.

7.5 Förhindrande av att ett fondbolag ingår i en svåröverskådlig företagsgrupp

Utredningens förslag: Om det bolag som söker tillstånd kommer att ha nära förbindelser med något annat företag eller en fysisk person, får tillstånd meddelas endast om förbindelsen inte hindrar en effektiv tillsyn av fondbolaget.

Ett fondbolag och ett annat företag skall anses ha nära förbindelser, om

1. det ena företaget direkt eller indirekt genom dotterbolag äger 20 procent eller mer av kapitalet eller disponerar över 20 procent eller mer av samtliga röster i det andra företaget,
2. det ena företaget direkt eller indirekt utgör moderföretag till det andra eller det finns en annan likartad förbindelse mellan företagen, eller
3. båda företagen är dotterföretag till eller har en likartad förbindelse med en och samma juridiska person eller står i ett motsvarande förhållande till en och samma fysiska person.

Nära förbindelser föreligger även mellan en fysisk person och ett fondbolag, om den fysiska personen

1. äger mer än 20 procent av kapitalet eller disponerar över mer än 20 procent av samtliga röster i fondbolaget, eller
2. på annat sätt har sådant inflytande över fondbolaget att personens ställning motsvarar den som ett moderföretag har i förhållande till ett dotterföretag eller det finns annan likartad förbindelse mellan honom och fondbolaget.

Fondbolaget skall underrätta Finansinspektionen om bolaget får kännedom om att aktier i bolaget har blivit föremål för förvärv om förvärvet skulle leda till nära förbindelser mellan bolaget och någon annan. Inspektionen får därvid förelägga innehavaren av aktier att avyttra så stor del av aktierna att fondbolaget inte längre har nära förbindelser med någon annan. Inspektionen får förbjuda innehavaren av sådana aktier att företräda aktierna vid bolagsstämma och därvid, om särskilda skäl finns, begära att tingsrätten utser en lämplig förvaltare att i stället företräda aktierna.

Skälen för förslaget: I artikel 5a.2 i ucitsdirektivet finns, som i andra direktiv för finansiella företag, en bestämmelse om förstärkt tillsyn över fondbolag som ingår i en grupp av företag. Om ett bolag har "nära förbindelser" med någon annan får tillstånd lämnas endast om de nära förbindelserna inte hindrar en effektiv tillsyn av fondbolaget. Motsvarande bestämmelser finns för banker, värdepappersbolag och kreditmarknadsföretag.³⁶ Definitionen av nära förbindelser är också densamma.³⁷ Dessa bestämmelser infördes år 1996 och utredningen kan hänvisa till förarbetena.³⁸ Utredningen föreslår ett genomförande av denna bestämmelse.

Bestämmelsen har också ett nära samband med den ägarprövning som de behöriga myndigheterna skall göra enligt artikel 5e i ucitsdirektivet (se nedan under avsnitt 7.6). Fondbolaget bör åläggas att underrätta Finansinspektionen om bolaget får kännedom om att aktier i bolaget har blivit föremål för förvärv om förvärvet skulle leda till nära förbindelser mellan bolaget och någon annan (se kravet på underrättelse i artikel 5a.2 tredje stycket). Inspektionen bör därvid ha möjlighet att i sådant fall förelägga innehavaren av aktier att avyttra så stor del av aktierna att fondbolaget inte längre har nära förbindelser med någon annan. Det kan också finnas skäl att förbjuda denne att företräda aktierna vid bolagsstämma och, om särskilda skäl finns, begära att tingsrätten utser en lämplig förvaltare att i stället företräda aktierna. Detta bör dock ske endast om de företag som berörs av de nära förbindelserna inte ändrar sin ägarstruktur, så att den inte längre kan anses svåröverskådlig.³⁹

Det kan diskuteras om ett tillstånd skall kunna återkallas om fondbolaget har kommit att ingå i en svåröversiktlig företagsgrupp. Bankkrajter anses t.ex. inte kunna återkallas av detta skäl.⁴⁰ En förutsättning för återkallelse enligt bankrörelselagen är nämligen att banken överträder någon bestämmelse eller på annat sätt visat sig vara olämplig genom någon handling eller annat förhållningssätt från bankens sida. Vad gäller nära förbindelser är det dock fråga om en annan situation som framkallats genom åtgärder från utomstående intressenter. Förutsättningarna för återkallelse av tillstånd

³⁶ Jfr 9 kap. 3 § femte stycket bankrörelselagen (1987:617); 2 kap. 1 § tredje stycket lagen (1991:981) om värdepappersrörelse; 2 kap. 1 § tredje stycket lagen (1992:1610) om finansieringsverksamhet.

³⁷ Artikel 1a.9 i ucitsdirektivet; 1 kap. 3 § andra och tredje stycket bankrörelselagen (1987:617); 1 kap. 2 § andra och tredje stycket lagen (1991:981) om värdepappersrörelse; 1 kap. 1 § andra och tredje stycket lagen (1992:1610) om finansieringsverksamhet.

³⁸ SFS 1996:752, prop. 1995/96:173, s. 86 ff.

³⁹ Jfr prop. 1995/96:173, s. 88.

⁴⁰ Prop. 1995/96:173, s. 89.

för fondbolag är emellertid något annorlunda. Utredningen behandlar dessa frågor under avsnitt 7.10.

Skrivningen ”nära förbindelser mellan fondbolaget och någon annan som hindrar en effektiv tillsyn” omfattar också bestämmelsen i 5a.2 andra stycket i ucitsdirektivet. Där anges att tillstånd inte heller får beviljas om en effektiv tillsyn förhindras genom lagar och andra författningar i ett tredje land, som gäller för en eller flera fysiska eller juridiska personer med vilka fondbolaget har nära förbindelser, eller på grund av svårigheter vid tillämpningen av dessa bestämmelser.⁴¹

7.6 Krav på fondbolagets ägare

7.6.1 Ägarprövning vid tillståndsgivningen

Utredningens förslag: Finansinspektionen skall vägra tillstånd om inspektionen, med hänsyn till behovet av att säkerställa en sund och ansvarsfull ledning av ett fondbolag, bedömer att lämpligheten hos de aktieägare som direkt eller indirekt har ett kvalificerat innehav inte är tillfredsställande. Med ett kvalificerat innehav menas varje direkt eller indirekt ägarandel i ett fondbolag som motsvarar 10 procent eller mer av kapitalet eller av rösträtterna eller som på något annat sätt gör det möjligt att utöva ett väsentligt inflytande över ledningen i fondbolaget.

Samråd med berörda utländska behöriga myndigheter skall ske i vissa fall.

Skälen för förslaget: Det saknas idag uttryckliga bestämmelser i fondbolagstiftningen som tar sikte på en ägarprövning. I likhet med vad som gäller för fondbolagets ledning kan emellertid en sådan prövning ske indirekt genom den allmänna bestämmelsen om en sund verksamhet i 40 § lagen om värdepappersfonder. Finansinspektionen anger också i sina föreskrifter att till en ansökan om tillstånd skall lämnas uppgifter om fondbolagets ägarförhållanden. Av dessa uppgifter skall framgå namn och ägarandel för varje ägare som innehar 10 procent eller mer av totala röstetalet eller totala antalet aktier i fondbolaget. Sådan ägares engagemang i annat fondbolag eller i annat institut under Finansinspektionens tillsyn skall

⁴¹ Jfr prop. 1995/96:173, s. 89.

också anges. Finansinspektionens krav på upplysningar om ägarförhållandena tar följaktligen sikte på sådana ägare som kan anses ha ett visst inflytande över verksamheten.

I artikel 5b i ucitsdirektivet finns emellertid numera en bestämmelse som uttryckligen föreskriver en ägarprövning. De behöriga myndigheterna skall vägra tillstånd om de, med hänsyn till behovet av att säkerställa en sund och ansvarsfull ledning av ett fondbolag, bedömer att lämpligheten hos de aktieägare som direkt eller indirekt har ett kvalificerat innehav inte är tillfredsställande. Med ett kvalificerat innehav menas varje direkt eller indirekt ägarandel i ett fondbolag som motsvarar 10 procent eller mer av kapitalet eller av röstätterna eller som på något annat sätt gör det möjligt att utöva ett väsentligt inflytande över ledningen i fondbolaget.⁴² En sådan regel föreslås införas också i fondlagstiftningen, i enlighet med vad som gäller enligt den finansiella lagstiftningen i övrigt.⁴³

I ucitsdirektivet finns vidare, i syfte att säkerställa ägarprövningen, en uttrycklig regel om att tillstånd inte får meddelas ett fondbolag förrän de behöriga myndigheterna fått de upplysningar som krävs avseende ägarförhållandena. Denna regel överensstämmer med vad som följer av Finansinspektionens föreskrifter och någon uttrycklig lagregel erfordras därför inte i den delen.

Om ett fondbolag är dotterbolag till ett annat förvaltningsbolag, ett värdepappersföretag, ett kreditinstitut eller ett försäkringsinstitut med auktorisation i en annan medlemsstat skall de behöriga myndigheterna, enligt artikel 5b.3 i ucitsdirektivet, samråda med behöriga myndigheter i den medlemsstaten. Samråd skall ske innan tillstånd ges. Detsamma gäller om fondbolaget är dotterföretag till moderföretaget till ett annat förvaltningsbolag, ett värdepappersföretag, ett kreditinstitut eller ett försäkringsinstitut med auktorisation i en annan medlemsstat. Samma gäller även om fondbolaget kontrolleras av samma fysiska eller juridiska personer som har ägarkontroll över ett annat förvaltningsbolag, ett värdepappersföretag, ett kreditinstitut eller ett försäkringsinstitut med auktorisation i en annan medlemsstat. Utredningen föreslår att även dessa bestämmelser genomförs i fondlagstiftningen.

⁴² Artikel 1a punkten 10 i ucitsdirektivet.

⁴³ Jfr t.ex. 9 kap. 3 § tredje stycket 2 bankrörelselagen (1987:617); 2 kap. 1 § första stycket 3 lagen (1991:981) om värdepappersrörelse; 2 kap. 1 § första stycket 3 lagen (1992:1610) om finansieringsverksamhet.

7.6.2 Ägarprövning under verksamheten

Utredningens förslag: Regler motsvarande de som finns i lagen (1991:981) om värdepappersrörelse införs avseende ägarprövning i de fall någon, direkt eller indirekt, förvärvar aktier i ett fondbolag som medför att denne får ett kvalificerat innehav.

Finansinspektionens tillstånd fordras i sådana fall. Finansinspektionen har också möjlighet att besluta att ägare till kvalificerade innehav inte får företräda fler aktier än som motsvarar ett innehav som inte är kvalificerat. Inspektionen kan också förelägga ägare till ett kvalificerat innehav att avyttra så stor del av aktierna att innehavet därefter inte är kvalificerat. Om det finns skäl får inspektionen också begära att tingsrätten förordnar en lämplig person att som förvaltare företräda sådana aktier som här avses och som inte får företrädas av ägaren.

Skälen för förslaget: Enligt nya bestämmelser i ucitsdirektivet skall en prövning av ägarna till fondbolaget ske under verksamhetens gång. I artikel 5e anges således att för kvalificerade innehav i fondbolag skall samma regler gälla som de som fastställs i artikel 9 i direktivet om investeringstjänster (93/22/EEG). Den artikeln genomfördes i 6 kap. 3a – 3h §§ lagen (1991:981) om värdepappersrörelse år 1994.⁴⁴ Motsvarande bestämmelser finns t.ex. för banker och kreditmarknadsföretag.⁴⁵ Ägarprövning under verksamhetens gång är en del av Finansinspektionens tillsyn.

Genom hänvisningen till direktivet om investeringstjänster (93/22/EEG) skall således samma regler för ägarprövning gälla för fondbolag som för värdepappersbolag. Det är med hänsyn till en enhetlig reglering därför lämpligt att genomföra de nya bestämmelserna i ucitsdirektivet genom att överföra motsvarande bestämmelser i lagen om värdepappersrörelse till fondlagstiftningen. Utredningen kan härvid också hänvisa till uttalanden i förarbetena.⁴⁶ Utformningen av regleringen i lagen om värdepappersrörelse avsåg att ge bestämmelserna om ägarprövning ett tydligt innehåll, dels för att stärka rättssäkerheten, dels för att underlätta för Finansinspektionen. Det påpekades dock i förarbetena, vilket

⁴⁴ SFS 1994:2015, prop. 1994/95:50, s. 136 ff.

⁴⁵ Se t.ex. 7 kap. 10–14 b §§ bankrörelselagen (1987:617); 5 kap. 11–15 b §§ lagen (1992:1610) om finansieringsverksamhet; se också uttalanden i prop. 1995/96:173, s. 73 ff.

⁴⁶ Se framför allt prop. 1994/95:50, s. 138 ff.

förtjänar att upprepas, att det inte är möjligt att ge en uttömmande reglering och att ägarprövningen i sista hand måste få en diskretionär karaktär.

Bestämmelserna om ägarprövning innebär att förvärv, såväl direkta som indirekta, där någon genom förvärvet får ett kvalificerat innehav i fondbolaget, inte får ske om Finansinspektionen inte *först* har lämnat sitt tillstånd. Detta innebär ett renodlat ansöknings- och tillståndsförfarande.

Med kvalificerat innehav menas enligt artikel 1a.10 i ucits-direktivet varje direkt eller indirekt ägarandel i ett fondbolag som motsvarar 10 procent eller mer av kapitalet eller av rösterna, eller som på annat sätt gör det möjligt att utöva ett väsentligt inflytande över ledningen av fondbolaget. Vad som närmare menas med direkta och indirekta ägarandelar får besvaras med utgångspunkt i de bedömningar inspektionen gjort tidigare. De uttalanden som gjorts i tidigare förarbeten kan också ge viss vägledning.⁴⁷

Tillstånd före förvärvet krävs också om någon genom förvärv ökar sitt kvalificerade innehav till 20, 33 eller 50 procent av aktiekapitalet eller rösterna i fondbolaget, eller så att fondbolaget blir ett dotterbolag.

Tillstånd skall ges om det kan antas att förvärvaren inte kommer att motverka en sund utveckling av fondbolagets verksamhet och om förvärvaren i övrigt är lämplig att utöva ett väsentligt inflytande över fondbolagets ledning. Tillstånd får dock inte ges om förvärvaren i väsentlig mån har åsidosatt skyldigheter i näringsverksamhet eller i andra ekonomiska angelägenheter eller gjort sig skyldig till allvarlig brottslighet. Även här kan utredningen hänvisa till tidigare motivuttalanden.⁴⁸

Som för värdepappersbolag är det lämpligt att inspektionen ger ett explicit beslut. Beslut om tillstånd skall lämnas inom tre månader från det att ansökan gjordes. Om Finansinspektionen inte motsätter sig förvärvet, får inspektionen föreskriva viss tid inom vilket förvärvet skall vara genomfört.

I vissa fall skall ägarprövningen föregås av samråd med de behöriga myndigheterna i andra berörda länder. Så är fallet om förvärvaren av ett kvalificerat innehav är ett förvaltningsbolag auktoriserat i ett annat land inom EES eller moderföretag till ett förvaltningsbolag i ett annat land inom EES. Samma gäller om förvärvaren är en person som har ägarkontroll över ett förvaltnings-

⁴⁷ Prop. 1994/95:50, s. 139 f.

⁴⁸ Prop. 1994/95:50, s. 139 f. som i sin tur hänvisar till prop. 1992/93:89, s. 195 ff.

bolag auktoriserat i ett annat land inom EES om det fondbolag i vilket förvärvet avses ske till följd därav skulle få ställning av dotterföretag eller komma under förvaltarens ägarkontroll.

För att underlätta inspektionens kontroll skall den som avser att avyttra ett kvalificerat innehav eller en så stor del av ett kvalificerat innehav att säljarens innehav kommer att understiga 20, 33 eller 50 procent av aktiekapitalet eller rösterna i fondbolaget underrätta inspektionen om detta. En skyldighet att underrätta inspektionen åligger också fondbolag som fått kännedom om sådana förvärv och avyttringar. De juridiska personer som har ett kvalificerat innehav skall anmäla ändringar i sin bolagsledning till inspektionen. Varje fondbolag skall också, minst en gång om året, underrätta Finansinspektionen om namnen på aktieägare med kvalificerade innehav samt om storleken på sådana innehav.

Finansinspektionen har en rad olika åtgärder att tillgripa om någon underlåter att söka tillstånd eller om någon nekas tillstånd eller om någon med ett kvalificerat innehav utövar eller kan antas komma att utöva sitt inflytande på ett sätt som motverkar en sund utveckling av verksamheten. Inspektionen kan då besluta att ägare till kvalificerade innehav inte får företräda fler aktier än som motsvarar ett innehav som inte är kvalificerat. Inspektionen kan också förelägga ägare till ett kvalificerat innehav att avyttra så stor del av aktierna att innehavet därefter inte är kvalificerat. Om det finns skäl får inspektionen också begära att tingsrätten förordnar en lämplig person att som förvaltare företräda sådana aktier som här avses och som inte får företrädas av ägaren.

7.7 Sundhets- och uppföranderegler

Utredningens förslag: Fondbolag skall bedrivas så att allmänhetens förtroende för fondmarknaden upprätthålls och enskildas kapitalinsats inte otillbörligen äventyras samt i övrigt så att rörelsen kan anses sund.

Ett fondbolag skall

- i sin verksamhet handla på ett ärligt och rättvist sätt,
- handla med erforderlig skicklighet, omsorg och skyndsamhet,
- inneha och effektivt använda sådana resurser och rutiner som behövs för att rörelsen skall kunna bedrivas på ett riktigt sätt
- undvika intressekonflikter och, om sådana inträffar, se till att kunderna behandlas rättvist, och
- i övrigt följa alla regler som gäller för verksamheten och därvid särskilt säkerställa att tillgångarna i de värdepappersfonder respektive utländska fondföretag som fondbolaget förvaltar investeras i enlighet med fondbestämmelserna eller bolagsordningen samt gällande lagstiftning.

Regeringen eller, efter bemyndigande, Finansinspektionen får meddela närmare föreskrifter om vad fondbolag skall iaktta i dessa avseenden.

Skälen för förslaget: Ovan redovisade bestämmelser om fondbolagets ledning, organisation och ägande syftar bl.a. till att skapa förutsättningar för en sund fondverksamhet. Det går givetvis att diskutera vad som menas med detta, men tanken är att i förlängningen stärka konsumentskyddet. Finansinspektionen skall som tidigare nämnts redan idag i sin tillsyn av fondbolagen se till att en sund utveckling av verksamheten främjas.

I annan finansiell lagstiftning återfinns härutöver mer allmänna sundhets- och uppföranderegler. Sundhetsreglerna syftar till att säkerställa en sund verksamhet genom goda interna rutiner. Uppföranderegler omföfattar företagets förhållande till kunderna. Dessa regler är relativt generellt hållna och fordrar förtydliganden i t.ex. föreskrifter från Finansinspektionen för att få en reell betydelse för företagets verksamhet och organisation.

Motsvarande sundhets- och uppföranderegler återfinns inte i lagen om värdepappersfonder. Finansinspektionen har dock utfärdat Allmänna råd (FFFS 1998:22) om riktlinjer för hantering av etiska frågor hos institut som står under inspektionens tillsyn. I rådets 1 § finns en allmän bestämmelse som har betydelse även för fondbolagen. Där anges bl.a. att de institut som står under Finansinspektionens tillsyn skall bedriva verksamheten på sådant sätt att allmänhetens förtroende för företaget och den finansiella marknaden upprätthålls och så att verksamheten kan anses sund.

Ucitsdirektivets nya bestämmelser innebär att motsvarande sundhets- och uppföranderegler som gäller för andra finansiella företag också införs för fondbolag. Utredningen föreslår att dessa nya bestämmelser genomförs i svensk rätt.

I artikel 5 f.1 anges således att varje hemland skall upprätta sundhetsregler som fondbolaget alltid skall följa vid förvaltningen av värdepappersfonder eller utländska fonder. Reglernas utformning kan variera beroende på den typ av värdepappersfond eller utländsk fond som fondbolaget förvaltar, men i artikeln finns uppräknat ett antal krav som de behöriga myndigheterna skall ställa på fondbolaget. Det är bl.a. fråga om sunda förvaltnings- och redovisningsförfaranden och interna kontrollmekanismer. De behöriga myndigheterna skall också kräva att fondbolaget säkerställer att tillgångarna i de värdepappersfonder och utländska fonder som fondbolaget förvaltar investeras i enlighet med fondbestämmelserna eller bolagsordningen samt gällande lagstiftning.

Vidare skall fondbolaget enligt samma artikel ha en sådan struktur och organisation att risken minimeras för att fondens och kundernas intressen skall skadas av intressekonflikter mellan bolaget och dess kunder, mellan en av kunderna och en annan kund, mellan en av kunderna och en fond eller mellan två fonder. Om en filial inrättas får dock inte de organisatoriska arrangemangen strida mot de uppföranderegler som värdlandet föreskrivit för att lösa intressekonflikter.

Enligt artikel 5h i ucitsdirektivet skall medlemsländerna utforma uppföranderegler som fondbolag vid varje tillfälle skall iaktta. I artikeln anges ett antal principer som åtminstone måste omfattas av uppförandereglerna. Fondbolag skall följaktligen agera med beaktande av de förvaltade fondernas intressen och marknadens integritet och därvid bedriva sin verksamhet på ett hederligt och rättvist sätt samt handla med vederbörlig skicklighet, omsorg och försiktighet. Vidare skall fondbolaget ha och effektivt utnyttja de

resurser och förfaranden som är nödvändiga för att den egna verksamheten skall fungera väl samt försöka undvika intressekonflikter och, när sådana är oundvikliga, se till att de fonder som bolaget förvaltar får en rättvis behandling.

Följaktligen skall fondbolag driva en verksamhet som kan antas uppfylla kraven på en sund fondförvaltning.

Bestämmelserna i ucitsdirektivet motsvarar i huvudsak artiklarna 10 och 11 i direktivet om investeringstjänster (93/22/EEG), med några undantag. Den stora skillnaden är att värdepappersbolag, men inte fondbolag som driver fondverksamhet, behöver informera sig om sina kunders ekonomiska situation, erfarenhet av finansmarknaden och målsättningen med de tjänster som efterfrågas eller vid sina kontakter med kunder lämna tillräcklig information om sådana omständigheter som är väsentliga i sammanhanget.⁴⁹ Detta torde hänga ihop med att fondbolaget i sin fondverksamhet tillhandahåller en kollektiv tjänst och det därför skulle vara i praktiken ogörligt att inhämta sådana uppgifter från varje enskild fondandelsägare. För fondverksamheten gäller i övrigt särskilda informationskrav.

En annan skillnad mellan reglerna i de två direktiven är att ett värdepappersbolag enligt direktivet om investeringstjänster (93/22/EEG) skall vidta lämpliga åtgärder i fråga om instrument och penningmedel som tillhör investerare för att skydda deras rättigheter och för att förebygga eller hindra att värdepappersbolaget använder investerarens medel för egen räkning.⁵⁰ Ett fondbolag kommer ju i fondverksamheten inte att ta hand om annans medel på det sättet. Fondförmögenheten är åtskild från fondbolagets egna medel genom förvaringsinstitutet och fondbolaget är i övrigt uttryckligen förbjudet att ha hand om egendom som ingår i värdepappersfonder (se nuvarande 13 § första stycket 3 lagen om värdepappersfonder).

I övrigt är sundhets- och uppförandereglerna de samma i de två direktiven. Det är därför lämpligt att vid genomförandet ansluta sig till den befintliga lagstiftningen.

I 1 kap. 7 § lagen (1991:981) om värdepappersrörelse finns en bestämmelse som omfattar sundhets- och uppförandereglerna. Bestämmelsen är inte lika detaljerad som gemenslagslagstiftningen

⁴⁹ Motsvarande fjärde och femte strecksatserna i artikel 11.1 i direktivet om investeringstjänster (93/22/EEG) och fjärde och femte strecksatserna i 1 kap. 7 § lagen (1991:981) om värdepappersrörelse. Dessa strecksatser återfinns nämligen inte i artikel 5h i ucitsdirektivet.

⁵⁰ Motsvarande andra och tredje strecksatserna i artikel 10 i direktivet om investeringstjänster (93/22/EEG).

och Finansinspektionen har fått i uppdrag att närmare ange innehållet. Vad som menas med en sund verksamhet är nämligen inte statistiskt, utan kan variera beroende på hur den finansiella marknaden utvecklas och det torde inte vara ändamålsenligt att ta in mer detaljerade regler i lagen.⁵¹ Följaktligen omfattar bestämmelsen och inspektionens föreskriftsrätt såväl sundhetsreglerna i artikel 10 som uppföranderegler i artikel 11 i direktivet om investeringstjänster (93/22/EEG).⁵²

Finansinspektionen har utfärdat ett antal allmänna råd och föreskrifter som reglerar bl.a. värdepappersbolags interna rutiner och agerande mot sina kunder. Bland dessa kan nämnas främst Föreskrifter (FFFS 1998:21) om handel och tjänster på värdepappersmarknaden som innehåller sundhets- och uppföranderegler motsvarande de som återfinns i gemenskapslagstiftningen och särskilt om intressekonflikter. Därutöver kan nämnas inspektionens Allmänna råd (FFFS 1996:25) om klagomålshantering avseende finansiella tjänster till konsument, Allmänna råd (FFFS 1998:34) om ansökan om tillstånd att driva värdepappersrörelse, samt Allmänna råd (FFFS 1999:12) om styrning, intern information och intern kontroll inom kredit- och värdepappersinstitut samt i fondbolag.

Utredningen föreslår att det i fondlagstiftningen intas en bestämmelse motsvarande den i 1 kap. 7 § lagen om värdepappersrörelse, med den modifieringen som följer av ovan beskrivna skillnader. Regeringen eller, efter regeringens bemyndigande, Finansinspektionen får meddela närmare föreskrifter om vad fondbolag skall iaktta i detta avseende. Inspektionen bör således anpassa sina föreskrifter till att avse även fondbolag.

⁵¹ Prop. 1990/91:142, s. 156 och prop. 1994/95:50, s. 113.

⁵² Jfr specialmotiveringen i prop. 1994/95:50, s. 343 f.

7.8 Delegering av vissa funktioner

Utredningens förslag: Ett fondbolag får uppdra åt annan att utföra någon del av verksamheten. Uppdraget får emellertid inte vara av sådan omfattning eller karaktär att fondbolaget avhänder sig all verksamhet eller så stor del av verksamheten att fondbolaget inte längre har möjlighet att ta tillvara andelsägarnas gemensamma intressen eller i övrigt kan uppfylla de juridiska skyldigheter som följer av denna lag. Ett sådant uppdrag fråntar aldrig fondbolaget dess ansvar enligt lagen.

Uppdragstagaren måste besitta tillfredsställande sakkunskap och kompetens med hänsyn till uppdragets innehåll. Fondbolaget skall i uppdragsavtalet tillförsäkra sig rätten att övervaka den anförtrödda verksamheten, att meddela de anvisningar som behövs för en sund förvaltning samt att med omedelbar verkan kunna säga upp avtalet, om det skulle ligga i andelsägarnas gemensamma intresse.

Omfattar uppdraget även förmögenhetsförvaltning skall avtalet innehålla fastställda fördelningskriterier för investeringarna. Fondbolaget skall tillförsäkra sig en rätt att regelbundet se över och vid behov ändra dessa kriterier. Uppdrag som omfattar förmögenhetsförvaltning får ges endast till sådana företag som står under Finansinspektionens tillsyn och som har fått tillstånd att driva förmögenhetsförvaltning. Sådant uppdrag får också ges till utländska företag. Om företaget har sitt säte inom EES skall det stå under tillsyn av behöriga myndigheter i hemlandet och ha tillstånd att driva förmögenhetsförvaltning. Uppdrag kan också ges till andra utländska företag under förutsättning att företaget står under tillsyn av behöriga myndigheter i hemlandet, har tillstånd att driva förmögenhetsförvaltning och att samarbetet mellan Finansinspektionen och de berörda tillsynsmyndigheterna i hemlandet säkerställs.

Ett uppdrag avseende förmögenhetsförvaltningen får inte ges till förvaringsinstitutet eller något annat företag vars intressen kan komma i konflikt med fondbolagets eller andelsägarnas intressen.

Fondbolaget skall till Finansinspektionen anmäla sina planer på att ge någon annan ett uppdrag. Till anmälan skall uppdragsavtalet bifogas. Om Finansinspektionen finner att uppdragsavtalet strider mot denna lag, eller att avtalet hindrar en effektiv tillsyn av fondbolaget, skall inspektionen förelägga fondbolaget

att vidta de ändringar som behövs för att avtalet skall uppfylla lagens krav. Regeringen eller, efter bemyndigande från regeringen, Finansinspektionen får meddela närmare föreskrifter om anmälningförfarandet.

Fondbolaget skall i informationsbroschyren för fonden lämna uppgifter om det arbete eller de funktioner som fondbolaget får uppdra åt annan att utföra.

Skälen för förslaget: Utgångspunkten för lagstiftningen är att det finns en särskild koppling mellan ett fondbolag och de fonder som fondbolaget förvaltar. Fondbolaget äger inte dessa fonder, men har ett kontraktsrättsligt ansvar för att tillgångarna i fonderna förvaltas på bästa sätt. Att så sker gynnar givetvis fondandelsägarna, men också fondbolagen som därigenom får ökade intäkter; arvudet beräknas nämligen oftast på den förvaltade fondförmögenheten. Till fondverksamheten hör också försäljning (och inlösen) av fondandelar. Detta är givetvis nödvändigt samtidigt som fondbolaget får en ökad klientbas. Vid sidan härav måste fondbolaget vidta diverse administrativa åtgärder.

En ny fond bildas av det fondbolag som avser att sköta förvaltningen (fondbestämmelser skrivs etc.). Det är möjligt att fondbolaget överlåter förvaltningen av en fond till ett annat fondbolag (dvs. säljer verksamheten), men oftast kvarstår den kontraktsrättsliga gemenskapen som uppkommit genom bildandet.

Även om ett fondbolag inte har intresse av att överlåta förvaltningen till ett annat fondbolag, kan det uppkomma behov av att uppdra åt någon annan att utföra vissa tjänster eller funktioner som annars åvilar fondbolaget. Det kan t.ex. vara fråga om att låta en förvaltare i ett annat land förvalta de värdepapper som är noterade där eller om att utnyttja någon annans säljorganisation.

Möjligheten eller rätten för fondbolaget att lämna över t.ex. förvaltningen till någon annan är inte självklar. En fondandelsägare som förvärvar andelar i en fond ingår ju därmed ett avtal med fondbolaget om att det skall förvalta fonden. Det kan till och med vara så att fondandelsägarens förtroende för en viss förvaltare är det avgörande skälet till varför en viss fond väljs. Detta gäller särskilt sådana fonder som fordrar en särskild förvaltarkompetens. Vissa fondbolag marknadsför också i olika omfattning sin förvaltarkompetens. Det går därför att argumentera för att ett fond-

bolag inte ensidigt kan ändra denna relevanta del av (det tänkta) kontraktet mellan fondbolaget och andelsägarna.

Det finns idag inte någon uttrycklig bestämmelse i lagen om värdepappersfonder som tar sikte på fondbolagets möjligheter att låta en uppdragstagare ta hand om hela eller en del av fondverksamheten. Rättstillämpningen varierar också från land till land.

Finansinspektionen medger i sin tillämpning att ett fondbolag får uppdra åt annan att utföra vissa funktioner i fondverksamheten. I inspektionens föreskrifter finns en skyldighet för fondbolaget att lämna information om sådana uppdrag.⁵³ Om ett fondbolag har uppdragit eller avser att uppdra åt ett annat företag att utföra någon del av verksamheten skall fondbolaget således lämna en noggrann redogörelse för uppdragets art och omfattning och de omständigheter som ligger till grund för uppdraget. Fondbolaget skall dessutom lämna en uppgift om företagets andra verksamheter av betydelse och tillsammans med ansökan om tillstånd ge in en kopia av uppdragsavtalet.

Fondbolaget skall också informera fondandelsägarna till viss del. I informationsbroschyren skall följaktligen lämnas uppgift om namn och adress på företag eller externa rådgivare med vilka fondbolaget ingått avtal med angivande av väsentliga bestämmelser i avtalet som kan vara av intresse för andelsägarna.⁵⁴ Fondbolaget behöver dock inte avslöja vilka ersättningar som utgår eller uppdragstagarens eventuella andra verksamheter.

Enligt den nya artikel 5g i ucitsdirektivet får nu medlemsstaterna en uttrycklig möjlighet att tillåta att fondbolag delegerar vissa funktioner till en uppdragstagare. Det understryks dock att ett sådant uppdrag inte fräntar fondbolaget dess ansvar gentemot fonden och fondandelsägarna. Det ansvaret kan inte delegeras bort.

Ucitsdirektivet förbjuder också sådana situationer där fondbolaget delegerar sina funktioner ”i så stor utsträckning” att det blir ett ”brevlådeföretag”. Det är inte alldeles självklart när ett fondbolag skall anses ha lämnat ifrån sig allt för mycket av sin verksamhet. Avsikten med reglerna måste vara att betona det faktum att det är fråga om uppdragsavtal i syfte att effektivisera en del av verksamheten. Meningen är att det inte skall uppstå fondbolag som verkar endast på pappret, men som i själva verket inte gör någonting. Den närmare gränsdragningen får överlämnas till rättstillämpningen. Enligt tidigare redovisade bestämmelser skall

⁵³ 2 kap. 9 § i Finansinspektionens föreskrifter (FFFS 1997:11) om värdepappersfonder.

⁵⁴ 7 kap. 1 § 7 i Finansinspektionens föreskrifter (FFFS 1997:11) om värdepappersfonder.

dock ett fondbolag ha en styrelse med minst två ledamöter och en verkställande direktör. Vilken organisation ett fondbolag därutöver måste ha beror på verksamhetens omfattning och utformning. Ett grundläggande krav måste dock vara att fondbolaget har reella möjligheter att övervaka och kontrollera uppdragstagaren. I vissa fall kan det därför vara tillräckligt med att den verkställande direktören har den dagliga kontrollen över verksamheten. Klart är dock att ett fondbolag inte får uppdra åt annan att ta hand om hela verksamheten, inklusive den övervakande och kontrollerande funktionen.

Ucitsdirektivet anger i övrigt relativt detaljerade bestämmelser som måste vara uppfyllda för att ett fondbolag skall få lämna en del av sina åtaganden till någon annan. Syftet är bl.a. att säkerställa andelsägarnas intressen. Det skall finnas krav på hur uppdragsavtalet skall utformas, vem som får ta emot sådana uppdrag, krav på information samt att ett sådant uppdrag inte hindrar en effektiv tillsyn över fondbolaget.

Det kan finnas goda skäl till varför ett fondbolag vill anförtro någon annan att t.ex. ta hand om förvaltningen av en fond. Det kan vara fråga om särskilt dyrbar expertis som fondbolaget inte har möjlighet att tillhandahålla själv. Man kan också tänka sig att det etableras företag som med storskalighetsfördelar kan erbjuda ett billigare alternativ. En effektivare fondförvaltning stärker fondbolagen och gynnar fondandelsägarna. Andelsägare som har valt en viss fond med hänsyn till förvaltaren har ett intresse av att förvaltningen inte utan vidare läggs över på någon annan. Samma situation uppstår dock i de fall personalförändringar sker i fondbolaget. En andelsägare kan därför inte garanteras samma förvaltare under fondens fortlevnad. Det är däremot viktigt att god information ges och att andelsägarna kan agera på en sådan förändring.⁵⁵ Utredningen finner därför att det bör införas en uttrycklig möjlighet för fondbolag att ge annan i uppdrag att utföra någon del av verksamheten. Fondbolaget skall dock underrätta Finansinspektionen om detta inom en sådan tid som gör det möjligt för inspektionen att granska uppdraget.

Uppdragsavtalet måste ha ett visst innehåll. Det är av särskild vikt att uppdragsavtalet inte hindrar fondbolaget från att agera, eller fonden från att förvaltas, till investerarnas bästa. Som ett led i detta måste fondbolaget, vid utformningen av uppdragsavtalet,

⁵⁵ Jfr utredningens överväganden avseende den s.k. flyttskatten i avsnitt 6.6.

tillförsäkra sig en möjlighet att övervaka verksamheten i det företag som har fått uppdraget. Uppdraget får inte hindra fondbolagets ledning från att när som helst ge ytterligare anvisningar till uppdragstagaren eller att när som helst återkalla uppdraget med omedelbar verkan, om detta ligger i investerarnas intresse.

Vidare måste uppdragsavtal som omfattar förmögenhetsförvaltning innehålla fastställda fördelningskriterier för investeringar och fondbolaget skall tillförsäkra sig en rätt att regelbundet få se över och, vid behov, ändra dessa. Det är således inte tillåtet att lämna ett blankt uppdrag till en utomstående förvaltare.

Det ställs även krav på uppdragstagaren. Det företag som har tagit emot uppdraget måste besitta tillfredsställande sakkunskap och kompetens med hänsyn till de delegerade funktionernas art. Det ställs i denna del inga uttryckliga krav på kompetens hos uppdragsgivaren, dvs. fondbolaget. Fondbolaget träffas dock av de allmänna bestämmelserna om krav på bolagets ledning, sundhets- och uppföranderegler etc. (se avsnitt 7.4 och framåt).

Ingår det i uppdraget att uppdragstagaren skall ha hand om förmögenhetsförvaltning, måste uppdragstagaren stå under tillsyn av Finansinspektionen. Uppdragstagaren måste vidare ha särskilt tillstånd av inspektionen, eller vara registrerad, att förvalta tillgångar. Ett sådant tillstånd kan t.ex. ha getts till ett värdepappersbolag enligt lagen (1991:981) om värdepappersrörelse, men kan också ha getts till ett fondbolag med stöd i fondlagstiftningen (avsnitt 7.2.1). Det kan också vara fråga om utländska finansiella företag med motsvarande tillstånd. En förutsättning torde därvid vara att de är underkastade en tillsyn som motsvarar den som anges i svensk lag och i gemenskapslagstiftningen. Om uppdraget gäller förmögenhetsförvaltning och ges till ett företag i tredje land, skall samarbetet mellan de berörda tillsynsmyndigheterna säkerställas.

Ett uppdrag avseende ”kärnverksamheten” i förmögenhetsförvaltningen får inte heller, enligt artikel 5g.1 (e) i ucitsdirektivet, ges till förvaringsinstitutet eller något annat företag vars intressen kan komma i konflikt med fondbolaget eller andelsägarnas intressen.

Vad som menas med förmögenhetsförvaltning torde inte vara något problem. Däremot framgår det inte vad som menas med ”kärnverksamhet”. En tanke är att se till uppdragets omfattning. Avser uppdraget hela eller en större del av portföljen skulle i så fall detta omfattas av ”kärnverksamheten”. En annan möjlig tolkning är att till ”kärnverksamheten” hör de åtgärder som omfattas av en fonds investeringsinriktning. Det kan givetvis finnas fler möjliga

tolkningar. Principen att uppdragsavtal inte får komma i konflikt med andelsägarnas intressen stämmer därtill väl överens med den allmänna principen vid intressekonflikter. Det är dock i detta avseende ändå mindre lämpligt att införa termen "kärnverksamhet" i lagstiftningen. Ucitsdirektivet är ett minimidirektiv och medger därför för strängare regler i de enskilda medlemsländerna. Det är förvisso oklart om området som avses i punkten (e) verkligen utvidgas om begreppet "kärnverksamhet" inte tas in i den svenska lagstiftningen. Under alla omständigheter är det till fördel för andelsägarna att regeln i punkten (e) utvidgas till att omfatta all förmögenhetsförvaltning och inte enbart "kärnverksamheten". Utredningen föreslår därför, till undvikande av en icke fullt enhetlig terminologi, att den avsedda regeln skall omfatta samtliga uppdragsavtal som omfattar förmögenhetsförvaltning. Vissa administrativa åtgärder, såsom förande av andelsägarregister, omfattas inte av förmögenhetsförvaltningen och får därför lämnas till t.ex. förvaringsinstitutet.

Det anses inte finnas något hinder enligt ucitsdirektivet mot att ett förvaringsinstitut och ett fondbolag ingår i samma koncern (se avsnitt 3.12). Någon annan uttrycklig begränsningsregel om att uppdrag inte får ges till förvaringsinstitutet än den nu diskuterade finns inte heller. Enligt Finansinspektionens praxis får förvaltningen av en fond och förvaringsinstitutet ligga i samma juridiska person, om det finns tillräckliga garantier för att undvika sammanblandning. Denna praxis torde inte kunna överföras till den nu diskuterade regeln. Om förvaringsinstitutet är en bank måste förbudet att uppdra åt förvaringsinstitutet att ta hand om förmögenhetsförvaltningen omfatta hela banken oavsett om förvaltningen tas omhand av en annan avdelning. Förbudet torde dock inte sträcka sig till andra bolag i samma koncern.⁵⁶

Det åligger fondbolaget, men inte nödvändigtvis uppdragstagaren, att i sin verksamhet alltid ta tillvara andelsägarnas intressen. Uppdragstagaren har i stället ett ansvar gentemot fondbolaget i dess egenskap av uppdragsgivare.

Avslutningsvis skall de funktioner som fondbolaget får delegera anges i fondbolagets prospekt (dvs. i informationsbroschyren, se vidare nedan under avsnitt 7.11). Denna information talar således om för nuvarande och kommande andelsägare i vilken omfattning fondbolaget avser att delegera bort sin verksamhet.

⁵⁶ Förvaringsinstitutets roll och näraliggande frågor behandlas närmare i utredningens slutbetänkande.

Det åligger Finansinspektionen att granska uppdragsavtalet och se till att det inte förhindrar en effektiv tillsyn. Fondbolagen skall anmäla sina uppdragsavtal till inspektionen som givetvis bör granska avtalet med utgångspunkt i lagens krav. Det är fråga om ett anmälningsförfarande och fondbolaget behöver alltså inte Finansinspektionens tillstånd eller godkännande. Det är upp till inspektionen att reagera och vidta lämpliga åtgärder om inspektionen finner att uppdragsavtalet inte uppfyller de lagstadgade kraven. Ucitsdirektivet anger inte någon särskild tidsfrist inom vilken de behöriga myndigheterna skall reagera. Möjligtvis skulle en sådan tidsfrist ge fondbolagen en viss trygghet med argumentet att om tiden gått ut och inspektionen inte har agerat så är uppdragsavtalet därmed godkänt. Det står dock inspektionen fritt att när som helst under den löpande tillsynen reagera på förhållanden som är oförenliga med lagstiftningen eller inspektionens föreskrifter. Inspektionen har t.o.m. en skyldighet att reagera. Ett fondbolag kan därför inte ens med en i lag angiven tidsfrist utgå från att uppdragsavtalet är godkänt. Utredningen finner därför inte skäl att föreslå en tidsfrist i denna del.

Att ett uppdragsavtal som ingåtts mellan två parter kan komma att bli föremål för ändringar efter Finansinspektionens synpunkter torde därtill vara förutsebart för avtalsparterna. Inspektionens åtgärder riktar sig dock i första hand mot fondbolaget och inte mot avtalsparten eller avtalet i sig. Det är fondbolaget som skall vidta åtgärder i avtalsförhållandet, vilket inte bör medföra några större problem. Fondbolaget skall ju t.ex. i avtalet tillförsäkra sig rätten att med omedelbar verkan kunna säga upp avtalet om det skulle ligga i andelsägarnas intresse. En konsekvens av att ett fondbolag inte följer inspektionens beslut kan också slutligen bli att fondbolagets tillstånd återkallas. Den situationen gynnar knappast motparten. Denna typ av avtal kommer därför till sin natur att vara avhängig fondbolagstiftningen.

Utgångspunkten är att fondbolagen får ingå uppdragsavtal. Finansinspektionen bör därför i första hand ge fondbolaget en möjlighet att rätta till de fel och brister som inspektionen funnit. Inspektionen bör därför kunna förelägga fondbolaget att vidta lämpliga åtgärder. För det fall uppdragsavtalet ändå inte kan godkännas, får inspektionen förbjuda förvaltaren att lämna uppdraget eller, om avtalet har ingåtts, vidta rättelse genom att t.ex. häva avtalet.

Fondbolaget bör också, som tidigare, lämna information om uppdragsavtalet i informationsbroschyren.

Det är lämpligt att bemyndiga regeringen eller, efter regeringens bemyndigande, Finansinspektionen att meddela närmare föreskrifter om hur och när inspektionen skall underrättas samt vilken information som skall lämnas.

7.9 Beslut om tillstånd, tillsyn m.m.

Utredningens förslag: Finansinspektionen skall inom sex månader från det att en fullständig ansökan om tillstånd lämnats in till inspektionen underrätta bolaget om det fått tillstånd eller inte samt, för det fall tillstånd inte beviljas, grunderna för detta. Ett fondbolag får inleda sin verksamhet när tillstånd har lämnats av Finansinspektionen.

Skälen för förslaget: I artikel 5a.3 i ucitsdirektivet finns en bestämmelse som ger sökanden av tillstånd enligt fondlagstiftningen en uttrycklig rätt att få besked inom sex månader från det att en fullständig ansökan har lämnats in. En motsvarande regel bör införas i svensk rätt. När tillstånd har lämnats av Finansinspektionen får sedan ett fondbolag enligt artikel 5a.4 i ucitsdirektivet inleda sin verksamhet.

Det åligger Finansinspektionen att utöva tillsynen över svenska fondbolag, oavsett om det etablerar en filial eller tillhandahåller tjänster i en annan medlemsstat. Denna tillsyn skall dock inte påverka vad tillsynsmyndigheten i värdlandet är skyldig att göra enligt ucitsdirektivet (artikel 5d.2).

Det kan särskilt påpekas att inspektionen har tillsynsansvar över både de sundhetsregler och de uppföranderegler som gäller för fondbolag. Enligt direktivet om investeringstjänster (93/22/EEG) har tillsynsmyndigheten i hemlandet tillsynsansvaret över att värdepappersbolaget följer sundhetsreglerna medan ansvaret för tillsynen över uppförandereglerna åvilar de behöriga myndigheterna i värdlandet. Detta hör ihop med möjligheten för myndigheterna i värdlandet att meddela ytterligare uppföranderegler. Någon motsvarande möjlighet finns dock inte enligt ucitsdirektivet.

7.10 Ingripanden mot fondbolag

Finansinspektionen skall i sin tillsyn bevaka att fondbolagen under verksamhetens gång alltid uppfyller kraven för tillstånd (jfr artikel 5d.1 i ucitsdirektivet). Den följande frågan blir då på vilket sätt inspektionen kan ingripa mot fondbolag som t.ex. överträtt lagens bestämmelser eller på annat sätt visat sig vara olämplig att utöva verksamheten. Idag kan inspektionen antingen återkalla ett tillstånd eller meddela varning (43 § lagen om värdepappersfonder). Dessa ingripandemöjligheter kan kritiseras för att vara för kategoriska och i utredningens direktiv finns frågan om Finansinspektionens möjligheter att ingripa särskilt upptagen. I och med de nya bestämmelserna i ucitsdirektivet harmoniseras möjligheterna att återkalla ett tillstånd. I övrigt anger ucitsdirektivet en miniminivå och utredningen är därför obehindrad att överväga andra möjligheter för inspektionen att ingripa mot fondbolag.

Finansinspektionen (och i viss mån förvaringsinstituten) har det primära ansvaret att agera mot fondbolag som på något sätt avviker från vad som gäller i lagen eller enligt fondbestämmelserna. Fondandelsägarna kan dock också själva väcka talan mot fondbolaget.

Allmän åklagare kan också ha skäl att ingripa mot ett fondbolag.

7.10.1 Återkallelse av tillstånd m.m.

Utredningens förslag: Tillstånd som enligt denna lag har lämnats ett svenskt fondbolag skall återkallas av Finansinspektionen om:

- fondbolaget inte inom ett år från beviljande av tillstånd har börjat driva sådan verksamhet som tillståndet avser,
- fondbolaget har förklarat sig avstå från tillståndet,
- fondbolaget under en sammanhängande tid av sex månader inte har drivit sådan verksamhet tillståndet avser,
- fondbolaget fått tillståndet genom att lämna falska uppgifter eller på något annat otillbörligt sätt,
- fondbolaget inte längre uppfyller förutsättningarna för tillstånd, eller
- fondbolaget allvarligt eller systematiskt har brutit mot fondbolagen.

Ett fondbolags egna medel får inte understiga kravet på minsta startkapital eller de ytterligare egna medel som fordras med hänsyn till den förvaltade fondförmögenheten eller fondbolagets fasta omkostnader. Om fondbolagets egna medel understiger dessa nivåer får Finansinspektionen, om omständigheterna motiverar detta, förelägga fondbolaget att inom tre månader täcka bristen eller upphöra med verksamheten.

Skälen för förslaget: I lagen om värdepappersfonder anges att Finansinspektionen får återkalla ett tillstånd att driva fondverksamhet i vissa fall. Detta kan ske om fondbolaget har förlorat en tredjedel av sitt aktiekapital och bristen inte täcks inom tre månader efter det att den blev känd eller om fondbolaget genom att överträda lagen om värdepappersfonder eller på annat sätt visat sig vara olämpligt att utöva fondverksamhet.

Förutsättningarna för återkallelse av tillstånd ändras genom de nya bestämmelserna i artikel 5a.5 i ucitsdirektivet. Följaktligen får de behöriga myndigheterna, i Sveriges fall Finansinspektionen, återkalla ett tillstånd endast i vissa särskilt angivna fall. Det är fråga om passivitet, otillbörligt agerande, ändrade förutsättningar eller på grund av någon annan lagbestämmelse. Utredningen föreslår att dessa bestämmelser genomförs i svensk fondlagstiftning.

För det första får inspektionen återkalla ett tillstånd om fondbolaget inte utnyttjar tillståndet inom tolv månader, om fond-

bolaget uttryckligen avstår från tillståndet eller om fondbolaget i mer än sex månader har upphört med den verksamhet som omfattas av tillståndet. Det finns en möjlighet för medlemsländerna att i lag ange att tillståndet förfaller i stället för ett uttryckligt krav på återkallelse. Det kan dock tänkas finnas fall där fondbolaget och inspektionen är oense i frågan och fondbolaget driver sin verksamhet vidare utan behörighet. Utredningen anser att tillståndet bör återkallas genom ett uttryckligt beslut.

För det andra får återkallelse av tillståndet ske om fondbolaget fått tillståndet genom att lämna falska uppgifter eller på något annat otillbörligt sätt. Detsamma gäller om fondbolaget allvarligt och systematiskt har brutit mot de bestämmelser som har antagits i enlighet med ucitsdirektivet.

För det tredje får inspektionen återkalla ett tillstånd om fondbolaget inte längre uppfyller de villkor på vilka tillståndet har lämnats. Det kan t.ex. vara fråga om kapitalkraven, kraven på bolagets ledning och organisation, sundhets- och uppföranderegler m.m.

Det finns dock i artikel 5d.1 en särskild bestämmelse som tar sikte på de fall då ett fondbolags egna medel understiger de nivåer som fordras. Det kan nämligen vara en allt för ingripande åtgärd att i sådana fall återkalla tillståndet. I sådana fall kan Finansinspektionen i stället förelägga fondbolaget att vidta rättelse.

Enligt ucitsdirektivet får de behöriga myndigheterna bevilja fondbolaget en begränsad tidsperiod, under vilken bolaget kan rätta till situationen eller upphöra med sin verksamhet. Vad som menas med begränsad tidsperiod framgår dock inte. I annan finansiell lagstiftning ges i motsvarande situation en frist på tre månader.⁵⁷ Utredningen finner lämpligt att använda en lika lång frist för fondbolag.

Finansinspektionen skall ge fondbolaget möjlighet till rättelse om omständigheterna motiverar detta. Om inspektionen däremot gör den bedömningen att fondbolaget är på obestånd eller i övrigt inte kan förväntas vidta rättelse, bör således ytterligare anstånd inte medges. Då torde en återkallelse av tillståndet vara det som återstår.

En särskild fråga som förtjänar ytterligare överväganden är om ett tillstånd skall kunna återkallas om fondbolaget har kommit att

^{57 57} Se t.ex. 7 kap. 16 § första stycket 6 bankrörelselagen (1987:617); 6 kap. 9 § tredje stycket lagen (1991:981) om värdepappersrörelse; 5 kap. 17 § första stycket 4 lagen (1992:1610) om finansieringsverksamhet.

ingå i en svåröverskådlig företagsgrupp (se ovan i avsnitt 7.5). En förutsättning för tillstånd är nämligen att Finansinspektionen kan bedriva en effektiv tillsyn över fondbolaget. Om fondbolaget ingår i en svåröverskådlig företagsgrupp kan tillsynen komma att äventyras. Det kan dock ifrågasättas om detta är ett villkor för tillståndet som skall belasta fondbolaget. Det kan möjligtvis uppstå en situation där en konkurrent lyckas få ett sådant ägarinflytande att det uppstår en nära förbindelse. Syftet skulle kunna vara att försvåra tillsynen för att på så sätt bli av med en konkurrent. I sådant fall står emellertid den konkurrenten troligtvis redan under tillsyn och inspektionen kan därvid komma att nödgas vidta andra åtgärder mot denne. Samtidigt är behovet av en effektiv tillsyn en nödvändig komponent i konsumentskyddet. Dessa omständigheter talar således för en tolkning som möjliggör en återkallelse för det fall ett fondbolag, även utan egen förskyllan, hamnar i en svåröverskådlig företagsgrupp.

För det fjärde får inspektionen återkalla ett tillstånd om detta följer av en föreskrift i annan lagstiftning.

7.10.2 Varning

Utredningens förslag: Om fondbolaget överträder någon bestämmelse i lagen eller på annat sätt agerat olämpligt får Finansinspektionen meddela varning.

Skälen för förslaget: Som idag bör det finnas en möjlighet för Finansinspektionen att i vissa fall meddela varning. Hur inspektionen skall agera i fall där fondbolagets kapital understiger de i lagen angivna nivåerna framgår av det föregående avsnittet. Vid allvarliga eller systematiska överträdelser av lagen återstår inget annat än en återkallelse av tillståndet. I ringa fall av överträdelser kan det dock finnas skäl att meddela varning.

7.10.3 Förbud mot viss åtgärd, föreläggande om rättelse

Utredningens förslag: Om ett fondbolag har fattat beslut som strider mot lagen eller någon annan författning som reglerar bolagets verksamhet, mot föreskrift som meddelats med stöd av sådan författning, mot fondbestämmelserna eller mot fondbolagets bolagsordning, får Finansinspektionen förbjuda verkställighet av beslutet. Har beslutet redan verkställts får inspektionen förelägga fondbolaget att göra rättelse om det är möjligt.

Skälen för förslaget: Den möjlighet som Finansinspektionen har idag att meddela varning, uppbackad med möjligheten att slutligen återkalla ett tillstånd kan i många fall vara tillräcklig för att fondbolag skall låta bli att utföra en viss åtgärd eller vidta rättelse. Inspektionen kan genom informella kontakter med fondbolagen i samband den löpande tillsynen säkerligen förmå fondbolag att vidta rättelse eller låta bli att verkställa ett beslut. Det förefaller dock lämpligt att införa en motsvarande möjlighet i lagen.

I 6 kap. 7 § lagen (1991:981) om värdepappersrörelse finns en bestämmelse som ger inspektionen möjligheter att förbjuda ett värdepappersinstitut att verkställa ett beslut och, om det är möjligt, vidta rättelse av redan verkställda beslut. Bestämmelsen hade sin motsvarighet i t.ex. banklagstiftningen, och gav inspektionen möjlighet att på ett tidigt stadium ingripa mot felaktiga beslut.⁵⁸ Utredningen föreslår att en motsvarande bestämmelse införs i fondlagstiftningen.

7.10.4 Vite

Utredningens förslag: Meddelar Finansinspektionen föreläggande eller förbud enligt den föreslagna lagen får inspektionen förelägga vite.

Skälen för förslaget: Enligt nu gällande 45 § lagen om värdepappersfonder får Finansinspektionen förena vissa förelägganden och

⁵⁸ Prop. 1990/91:142, s. 173. Jfr också t.ex. 7 kap. 15 § bankrörelselagen (1987:617) och 5 kap. 16 § lagen (1992:1610) om finansieringsverksamhet.

beslut med vite. Det är fråga om beslut om återkallelse av tillstånd, föreläggande att upphöra med tillståndspliktig verksamhet samt beslut om förbud för utländskt fondföretag att göra nya åtaganden här i landet.

Regeln i 45 § lagen om värdepappersfonder infördes för att ersätta tidigare straffstadganden.⁵⁹ Ett vitesföreläggande torde innebära ett mer effektivt förfarande än en att inleda en brottsutredning. I samband med införandet angavs att reglerna för vilka sanktioner som inspektionen bör ha till sitt förfogande borde överensstämma med motsvarande bestämmelser i annan lagstiftning inom den finansiella sektorn. Den frågan ansågs dock böra behandlas i ett senare sammanhang.⁶⁰

Det finns skäl att utvidga möjligheten för Finansinspektionen att förena ett beslut med ett föreläggande om vite. Den föreslagna möjligheten för Finansinspektionen att förbjuda fondbolag att utföra viss åtgärd eller förelägga fondbolag att vidta rättelse, innebär att inspektionens sanktionsmöjligheter utökas i överensstämmelse med annan finansiell lagstiftning. För att skapa bättre samklang föreslås sålunda inspektionen kunna förena ett föreläggande eller ett beslut om förbud med ett föreläggande om vite.

Frågor om utdömande av vite prövas av länsrätten i Stockholms län på ansökan av Finansinspektionen. Förfarandet regleras i lagen (1985:206) om viten.

7.10.5 Skadestånd m.m.

Utredningens förslag: De nuvarande skadestandsreglerna förs över oförändrade till den nya lagen.

Skälen för förslaget: Vid sidan av Finansinspektionens möjligheter att ingripa mot ett fondbolag finns möjligheten att väcka en skadeståndstalan mot bolaget. Enligt 47 § lagen om värdepappersfonder är fondbolaget ansvarigt för skada som tillfogats andelsägare genom att bolaget överträtt fondlagen eller fondbestämmelserna.

⁵⁹ Prop. 1989/90:153, s. 43.

⁶⁰ Finansinspektionen har enligt 6 kap. 12 § lagen (1991:981) om värdepappersrörelse en möjlighet att förena förelägganden och förbud med vite. När den bestämmelsen infördes hänvisades till lagen om värdepappersfonder och till en i senare sammanhang kommande översyn av inspektionens sanktionssystem, se prop. 1990/91:142, s. 135.

Det är fråga om ett ansvar som utgår oberoende av om fondbolaget agerat felaktigt eller försumligt.⁶¹

Det är således skadedrabbade fondandelsägare som får kräva skadestånd. Den kritik som kan framföras mot denna ordning är att fondandelsägare oftast har liten möjlighet att föra en juridisk process mot ett fondbolag. Regeln påverkar dock säkerligen fondbolagets vilja att göra upp i godo med andelsägare. Det framställs ibland krav på att lagstiftaren skall underlätta för fondandelsägarna att föra en process mot fondbolaget. I finsk rätt finns en särskild bestämmelse som ger andelsägarna möjlighet att som ett kollektiv väcka talan mot fondbolaget. Frågan behandlas på andelsägarstämman som också utser ett ombud som skall företräda andelsägarna. Kostnaderna för processen betalas av fonden och eventuellt skadestånd tillfaller fonden. Det finns också en möjlighet för en minoritet av andelsägarna att väcka talan. Även finansinspektionen har en sådan möjlighet, om andelsägarnas intresse kräver det.⁶²

Den finska modellen förutsätter för det första att andelsägarna organiseras i andelsägarstämmor. Så är inte fallet i Sverige. För det andra saknas för närvarande i svensk rätt möjligheten att väcka grupptalan.

Frågan om möjligheten att väcka grupptalan har emellertid diskuterats under lång tid och i mars 2002 lade justitiedepartementet fram en proposition med förslag till lag om grupprättegång.⁶³ Förslaget har sin bakgrund i ett modernt samhälle där händelser inträffar som ger upphov till att många personer kan rikta likadana eller likartade anspråk mot någon annan. Sådana anspråk är svåra att göra gällande vid domstol eller på annat sätt, inte minst när varje enskilt anspråk har ett mindre ekonomiskt värde.

En grupptalan skall enligt förslaget kunna väckas av enskilda personer, organisationer eller myndigheter. Den som väcker talan måste vara medlem i den grupp han eller hon vill företräda. Den personen för talan för övriga medlemmar i gruppen utan att dessa är parter i rättegången och inte behöver medverka aktivt. En dom i processen gäller för och mot alla som ingår i gruppen. En grupprättegång skall dock tillåtas endast under vissa förutsättningar. Bland dessa kan nämnas att det måste finnas gemensamma tviste-

⁶¹ Även förvaringsinstitutet är skadeståndsansvarigt om det orsakat skada genom att överträda fondlagstiftningen eller fondbestämmelserna. Utredningen avser att i sitt slutbetänkande behandla förvaringsinstitutets roll och därtill näraliggande frågor.

⁶² Se 139 – 143 §§ lagen om placeringsfonder (Nr 48/1999).

⁶³ Prop. 2001/02:107.

frågor och att grupptalan är det bästa tillgängliga processalternativet. Den nya lagen föreslås träda i kraft den 1 januari 2003.

Grupprättegång bör kunna användas för tvister mellan fondandelsägare och fondbolag avseende skadestånd för överträdelser av lagen eller fondbestämmelserna. Sådana överträdelser torde omfatta alla andelsägare på samma sätt. För den enskilde andelsägaren kan tvistebeloppet vara lågt, men för kollektivet av andelsägare kan beloppen vara avsevärda. Om ingen andelsägare träder fram och väcker talan kan en intresseorganisation väcka talan i andelsägarnas ställe. I vissa fall kan även lämpliga myndigheter väcka talan. Det är dock, enligt lagförslaget, regeringen som bestämmer vilka myndigheter som får väcka offentlig grupptalan.

Med hänsyn till det framlagda förslaget finner utredningen inte skäl att föreslå någon ändring i skadestandsreglerna. Den tidigare bestämmelsen bör därför införas även i den nya lagstiftningen.

Avslutningsvis kan utredningen också referera till bestämmelserna om företagsbot i 36 kap. 7–10 §§ brottsbalken. Allmän åklagare kan väcka talan mot ett fondbolag som begått brott i utövningen av näringsverksamheten. Fondbolaget kan därvid komma att åläggas företagsbot på lägst 10 000 kronor och högst 3 miljoner kronor.

7.11 Informationsbroschyrer och informationsblad m.m.

En viktig del av regleringen för fondbolag och värdepappersfonder är bestämmelser om vilken information som skall lämnas, dels till andelsägarna, dels till Finansinspektionen. Information skall lämnas till andelsägarna i en särskild informationsbroschyr (i ucitsdirektivet benämnd prospekt eller, efter de nu införda artiklarna, fullständigt prospekt). I ucitsdirektivet har nu också införts särskilda bestämmelser om s.k. förenklade prospekt (informationsblad).

7.11.1 Informationsbroschyren

Utredningens förslag: Fondbolaget skall för varje värdepappersfond upprätta och offentliggöra en aktuell informationsbroschyr. Broschyren skall innefatta fondbestämmelserna och de ytterligare uppgifter som behövs för att man skall kunna bedöma fondens verksamhet och den risk som är förenad med investeringen. Broschyren skall också innehålla en tydlig och lättbegriplig förklaring av fondens riskprofil, oberoende av vilka finansiella instrument som investeringen avser.

Skälen för förslaget: Ett fondbolag skall för varje värdepappersfond upprätta och offentliggöra en aktuell informationsbroschyr. Enligt den äldre lydelsen av artikel 28 i ucitsdirektivet skulle broschyren innehålla den information som krävdes för att investeraren skulle kunna göra en välgrundad bedömning av den erbjudna investeringen (jfr också nuvarande 26 § lagen om värdepappersfonder). Broschyren skulle därtill närmare innehålla den information som angavs i lista A i bilagan till ucitsdirektivet. En motsvarande detaljreglering återfinns dock inte i lagen om värdepappersfonder utan i Finansinspektionens föreskrifter.⁶⁴

Inspektionens föreskrifter har meddelats med stöd av 3 § förordningen (1990:1123) om värdepappersfonder. Regeringens bemyndigande synes inte grunda sig i ett bemyndigande i fondlagstiftningen utan torde i stället grunda sig i dess restkompetens avseende verkställigheten av lagar (Regeringsformen 8 kap. 13 §). I förarbetena till lagen om värdepappersfonder angavs att det närmare innehållet i en informationsbroschyr lämpligen borde överlåtas till bankinspektionen att bestämma och att regeringen borde bemyndiga bankinspektionen att utfärda de föreskrifter som behövdes beträffande vilka uppgifter som broschyren skulle innehålla för att bl.a. uppfylla EG-direktivens krav.⁶⁵

Enligt nya artikel 28.1 och 28.2 i ucitsdirektivet i förening med de ytterligare punkter som lagts till i lista A i bilaga 1 till ucitsdirektivet (punkterna 5 och 6 om fondens tidigare resultat, den typiska investeraren samt kostnadsinformation) skall informationsbroschyren se något annorlunda ut än idag. Som en ram anges att broschyren skall innehålla den information som krävs för att

⁶⁴ 7 kap. i Finansinspektionens föreskrifter (FFFS 1997:11) om värdepappersfonder.

⁶⁵ Prop. 1989/90:153, s. 68.

investerare skall kunna göra en välgrundad bedömning av den föreslagna investeringen och särskilt av den risk som är förenad med investeringen. Därtill skall broschyren innehålla en tydlig och lättbegriplig förklaring av fondens riskprofil, oberoende av vilka finansiella instrument som investeringen avser.

Utredningen föreslår att de nya bestämmelserna i ucitsdirektivet genomförs och ansluter sig till tidigare förarbetsuttalanden; endast de yttre ramarna för informationsbroshyren bör anges i lag. Det är lämpligare att Finansinspektionen som idag i sina föreskrifter närmare anger innehållet. Inspektionen bör härvid få ett uttryckligt bemyndigande.

7.11.2 Informationsblad (förenklade prospekt)

Utredningens förslag: Fondbolag skall för varje värdepappersfond upprätta och offentliggöra ett informationsblad. Bladet skall på ett lättbegripligt sätt och i sammanfattning innehålla den grundläggande information som behövs för att man skall kunna bedöma fondens verksamhet och den risk som är förenad med investeringen. Informationsbladet får bifogas informationsbroshyren som en löstagbar del.

Skälen för förslaget: En nyhet i ucitsdirektivet är bestämmelsen om förenklade prospekt. Innehållet i informationsbroshyren kan ibland vara omfattande och det kan te sig svårt för en andelsägare att snabbt få en bild av värdepappersfonden. Vad som skall ingå i en informationsbroshyr varierar också från land till land eftersom broshyren skall innehålla *minst* den information som anges i direktivet. Detta medför att en andelsägare eller någon som funderar på att förvärva andelar kan få svårt att jämföra olika fonder med varandra.

Samtidigt som det kan vara svårt för en andelsägare att tillgodogöra sig all den information som lämnas finns det goda skäl att ändå ge andelsägaren möjligheten att få denna information. I stället för att sänka kraven på vad som skall ingå i en informationsbroshyr lanseras i ucitsdirektivet en för hela Europa enhetlig presentation av vissa grundläggande fakta. Dessa så kallade förenklade prospekt har ett standardiserat innehåll, vilket underlättar för en jämförelse mellan fonder i olika länder. Det är inte heller

fråga om lika omfattande information som i informationsbroschyren. Meningen är att endast den information som är absolut nödvändig skall finnas med och den informationen skall presenteras på ett lättfattligt sätt.

Utredningen föreslår att de nya bestämmelserna om förenklade prospekt genomförs i svensk rätt.

Ett förenklat prospekt kan sägas vara en kortare sammanfattning av den erbjudna produkten (fonden och fondbolaget) och kan därför lämpligen benämnas som ett informationsblad.⁶⁶ En annan möjlighet är att i den svenska lagstiftningen ha samma terminologi som i ucitsdirektivet (fullständiga och förenklade prospekt). Prospekt används dock bl.a. i lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument för den information som lämnas i samband med emissioner av fondpapper och erbjudanden om köp eller försäljning av finansiella instrument. Däremot skall sådana prospekt inte upprättas avseende emissioner eller erbjudanden som avser fondandelar.⁶⁷ För att undvika begreppsförvirring bör därför terminologin i fondbolagslagstiftningen vara annorlunda.

Fondbolag skall, jämsides med informationsbroschyren, för varje värdepappersfond upprätta och offentliggöra ett aktuellt informationsblad (artikel 27.1 och 30 i ucitsdirektivet). I artikel 28.1 och 28.3 tillsammans med lista C i bilaga 1 till ucitsdirektivet anges närmare vilket innehåll det förenklade prospektet skall ha.

Utgångspunkten är att informationsbladet, liksom informationsbroschyren, skall innehålla den information som krävs för att investerare skall kunna göra en välgrundad bedömning av den föreslagna investeringen och särskilt av den risk som är förenad med investeringen. Därutöver skall bladet ge en lättbegripligt och sammanfattande information som preciseras i lista C i bilaga 1 till direktivet. Det är fråga om en kort presentation av fondbolaget, värdepappersfonden och förvaringsinstitutet, information om fondens investeringar, viss ekonomisk och kommersiell information samt viss ytterligare information.

Informationsbladet skall, precis som informationsbroschyren, översändas till Finansinspektionen (jfr artikel 32).

Informationsbladet skall kunna användas som ett marknadsföringsverktyg i samtliga medlemsstater utan ändringar förutom översättning. Av den anledningen får inte något medlemsland kräva

⁶⁶ Dessa standardiserade informationsblad får följaktligen inte förväxlas med de s.k. fondfaktablad som PPM tillhandahåller.

⁶⁷ Se 2 kap. 1 § första stycket 2 lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument.

att ytterligare handlingar eller uppgifter skall ingå i bladet. Ucits-direktivet anger dock inte exakt hur informationsbladet skall se ut. Det skall ju vara fråga om en "sammanfattning" som är upplagd och skriven på ett lättbegripligt sätt. Tanken synes vara, och målsättningen bör vara, att bladen för värdepappersfonder skall få en enhetlig utformning gemensam för hela den europeiska fondmarknaden. Lagstiftaren bör därför endast ange ramarna för vad som skall ingå i informationsbladet och därefter överlåta åt Finansinspektionen att närmare bestämma hur bladet skall se ut och vilken information som skall ingå. Inspektionen bör härvid få ett uttryckligt bemyndigande att meddela föreskrifter.

Informationsbladet får bifogas informationsbroschyren som en löstagbar del.

7.11.3 De närmare formerna för informationen

Utredningens förslag: De handlingar som ett fondbolag skall upprätta för en värdepappersfond, dvs. informationsbroschyren, informationsblad, årsberättelser och halvårsredogörelser, skall på begäran lämnas eller skickas kostnadsfritt till den som avser att köpa andelar i en värdepappersfond. Informationsbladet skall därtill erbjudas fondandelstecknare.

Årsberättelsen och halvårsredogörelsen skall på begäran lämnas eller skickas kostnadsfritt till fondandelsägarna.

Informationsbroschyren och informationsbladet behöver inte nödvändigtvis tillhandahållas som ett skriftligt dokument. Fondbolaget kan i stället, efter Finansinspektionens godkännande, tillhandahålla informationen t.ex. genom en datafil över Internet. Ett fondbolag måste dock alltid kunna tillhandahålla skriftliga broschyrer, inklusive fondbestämmelserna, och blad för de andelsägare och eventuella investerare som så önskar.

Skälen för förslaget: Den information som fondbolaget producerar måste på något sätt komma till de befintliga andelsägarnas och de intresserade investerarnas kännedom. Ucitsdirektivet anger att informationsbroschyren, årsberättelser och halvårsrapporter skall skickas till den som är intresserad av att köpa andelar och som *begär det*. På samma sätt skall årsrapporter och halvårsrapporter skickas till de andelsägare som *begär det* (artikel 33). Vidare skall

dessa hållas tillgängliga för allmänheten på ett sätt som godkänts av Finansinspektionen och som anges i informationsbroschyren och informationsbladet (jfr artikel 33.3).

Informationsbladet skall alltid uttryckligen *erbjudas* den som är intresserad av att förvärva fondandelar.

De nuvarande svenska bestämmelserna går längre än ucits-direktivets. I 27 § lagen om värdepappersfonder anges således att årsberättelsen och halvårsrapporten skall skickas till de andelsägare som *inte avsagt sig detta*. Denna ordning har kritiserats vid flera tillfällen och Fondbolagens Förening har i en skrivelse som gavs in till utredningen den 15 december 2000 argumenterat för dess borttagande. Regeln medför nämligen, enligt föreningen, ett pappersflöde som inte står i proportion till det intresse andelsägarna visar för informationen. Föreningen menar vidare att kostnaderna är betungande och drabbar samtliga andelsägare.

Föreningen har vidare anfört att det är väsentligt att ge relevant information till den som vill och behöver det, men att det med gällande regler inte blir så; exempelvis får en familj med minderåriga barn ett exemplar för varje barn om man inte avböjt det. Enligt föreningen visar erfarenheten att den som inte önskar information oftare kasserar den än gör sig besväret att avböja att få den.

När lagen om värdepappersfonder infördes gick den motsvarande bestämmelsen i 27 § ännu längre än idag; då skulle årsberättelsen och halvårsredogörelserna *tillställas samtliga andelsägare*. Fondbolagens Förening föreslog i stället i sitt remissyttrande att bestämmelsen skulle lindras så att endast de fondandelsägare som begärde informationen skulle få den.⁶⁸ Det förslaget vann dock inte gehör då.

Bestämmelsen ändrades till den nuvarande genom 1992 års ändringar på initiativ av Fondbolagens Förening.⁶⁹ Föreningens förslag gick ut på att information skulle skickas endast till den som begärt det, eller åtminstone endast till andelsägare som inte avböjt att få handlingarna. Föreningens argument då var ungefär desamma som framförts i denna utredning.

I motiven medgavs att det låg ett visst resursslöseri i att skicka årsberättelser och halvårsredogörelser till andelsägare som inte är intresserade. Samtidigt konstaterades att det är av vikt för att andelsägarna skall kunna bevaka sina intressen att de får del av

⁶⁸ Prop. 1989/90:153, s. 69.

⁶⁹ Prop. 1992/93:90, s. 46 f.

grundläggande och regelbunden information om fondens verksamhet; därför vore det att gå för långt att inskränka skyldigheten att skicka ut handlingar till enbart sådana andelsägare som begärt att få dem.

Utredningen finner i likhet med Fondbolagens Förening och i linje med tidigare motivuttalanden att informationsplikten måste vägas mot de kostnader denna är förknippad med. Det är ju till slut andelsägarna som får stå för dessa kostnader. Många andelsägare är troligtvis mindre intresserade av dylik information, vilket ligger i fondsparandets långsiktiga karaktär. Samtidigt ser nog många det som naturligt att se över sitt finansiella sparande åtminstone en eller ett par gånger per år.

I samma takt som Internet blir tillgängligt kommer dock andelsägarna att på ett lättare sätt få tillgång till samma information. I informationsbladet, som uttryckligen skall erbjudas nya investerare, skall också bl.a. anges att års- och halvårsrapporter på begäran kan erhållas kostnadsfritt innan avtalet ingås och därefter. Härigenom får existerande och framtida andelsägare information om var ytterligare information kan hämtas.

Års- och halvårsrapporter används i många fall idag som ett led i marknadsföringen av en värdepappersfond eller ett fondbolags verksamhet. Det finns skäl att tro att fondbolagen även i fortsättningen har ett intresse av att skicka ut ett sådant material. Om en lättnad i den nuvarande regeln medför att hushållen får färre rapporter är det en vinst som tillkommer kollektivet av andelsägare. Utredningen föreslår därför att bestämmelsen ändras till att överensstämma med ucitsdirektivets motsvarande regel.

Internet är i dagsläget främst en kanal för information, men får också allt större betydelse för försäljningen av fondandelar. Den information som skall lämnas före och i samband med ett köp borde därför lämpligen kunna lämnas på samma sätt. I artikel 28.4 i ucitsdirektivet anges att både informationsbroschyren, vilken innefattar fondbestämmelserna, och informationsbladet får ingå i ett skriftligt dokument *eller* lagras på ett hållbart medium som av behöriga myndigheter tillerkänns samma rättsliga ställning. Utredningen föreslår att Finansinspektionen får en möjlighet att göra en sådan bedömning och tillerkänna andra hållbara medium samma rättsliga ställning som ett skriftligt dokument. Det kan dock inte komma ifråga att fondbolagen lämnar sådan information *endast* via Internet.

7.12 Svenska fondbolags verksamhet utomlands

De harmoniserade bestämmelserna för fondbolag som redovisats i detta kapitel avser, som nämnts inledningsvis, att skapa en auktorisation som erkänns av alla EU:s medlemsstater. Detta möjliggör för svenska fondbolag att verka inom EU och, tack vare EES-avtalet, inom EES. Utländska förvaltningsbolag, med säte inom EES, får samtidigt verka här (se vidare avsnitt 7.13). Enligt de nya bestämmelserna kommer ett system med ”dubbla auktorisationer” att tillämpas för EES-fondföretag. Möjligheten att med stöd av sitt hemlands auktorisation bedriva verksamhet i ett värdland inom EES avser nämligen inte automatiskt rätten att sälja fondandelar i värdlandet. För det fordras, som tidigare, att varje värdepappersfond anmäls till värdlandets behöriga myndigheter. Detta kan givetvis ske samtidigt.

I avsnitt 7.2 ovan har utredningen närmare redogjort för vilken verksamhet ett svenskt fondbolag kan bedriva i Sverige. I motsvarande mån gäller tillståndet även inom EES (ett s.k. *service provider-pass*). I artikel 6 i ucitsdirektivet fastställs nämligen principen att en auktorisation i ett medlemsland gäller i alla medlemsländer. Följaktligen får ett svenskt fondbolag tillhandahålla sina tjänster i ett annat EES-land. Detta kan ske antingen genom etablering av en filial eller enligt friheten att tillhandahålla tjänster (s.k. gränsöverskridande verksamhet). Några ytterligare krav på sådana fondbolag får inte ställas av de behöriga myndigheterna i värdlandet. I ucitsdirektivet uppställs dock särskilda procedurregler för de förvaltningsbolag som vill verka utomlands. Dessa procedurregler motsvarar i huvudsak de som anges i artiklarna 17 och 18 i direktivet om investeringstjänster (93/22/EEG), vilka återfinns i 1 kap. 3 c–6 b §§ lagen (1991:981) om värdepappersrörelse.

Genom de nya bestämmelserna får ett svenskt fondbolag tillhandahålla fondförvaltning enligt det tillstånd som Finansinspektionen har gett. Däremot får fondbolaget inte utan vidare sälja andelar i sina värdepappersfonder i ett annat EES-land. Den bestämmelse som återfinns i artiklarna 44–48 i ucitsdirektivet⁷⁰ kvarstår nämligen (vilket närmast kan beskrivas som ett produkt-pass). I den nuvarande svenska regleringen tillåts utländska fondföretag med säte inom EES att ”driva verksamhet” här. I ucits-

⁷⁰ Se 7 b § lagen om värdepappersfonder och föreslagna 1 kap. 5 § lagen om investeringsfonder.

direktivet används begreppen "utbjuder" (market) och "marknadsföra" (advertise).

De två anmälningförfarandena har emellertid anpassats till varandra, vilket har särskild betydelse för de tidsfrister som gäller för fondbolag som vill inleda sin verksamhet. Följden blir att ett svenskt fondbolag som vill sälja andelar i sin värdepappersfond i t.ex. Frankrike kan välja flera olika sätt. Fondbolaget kan göra som idag och anmäla in värdepappersfonden till de behöriga myndigheterna. Om fondbolaget vidtagit åtgärder för att i Frankrike kunna göra utbetalningar till andelsägare, lösa in andelar och lämna den information som behövs, får verksamheten påbörjas *två månader* efter det att anmälan gjorts, om inte de behöriga myndigheterna i Frankrike dessförinnan har nekat fondbolaget tillträde (jfr artikel 46 i ucitsdirektivet).

Det andra alternativet är att fondbolaget använder sig av den procedur som gäller för filialverksamhet eller gränsöverskridande verksamhet och därvid samtidigt anmäler in värdepappersfonden. Då skall de frister som anges i de bestämmelserna tillämpas (se vidare nedan).

Ett svenskt fondbolag får enligt de nya bestämmelserna tillhandahålla förvaltningstjänster m.m. åt andra förvaltningsbolag (genom uppdragsavtal). Även denna tjänst får tillhandahållas inom EES-området. Det kan diskuteras om detta inte går redan enligt de nuvarande bestämmelserna. Om ett svenskt fondbolag får i uppdrag av ett utländskt förvaltningsbolag att förvalta utländska fonders svenska aktier, torde detta snarare vara ett avtal mellan två avtalsparter än en gränsöverskridande verksamhet.

7.12.1 Svenska fondbolag får bedriva verksamhet från filial i ett annat EES-land

Utreddningens förslag: Ett fondbolag som avser att inrätta filial i ett annat land inom EES skall underrätta Finansinspektionen innan verksamheten påbörjas. Underrättelsen skall innehålla en plan för den tilltänkta filialverksamheten, med uppgift om filialens organisation, och uppgift om i vilket land filialen skall inrättas samt om filialens adress och ansvariga ledning.

Om det inte finns skäl att ifrågasätta fondbolagets administrativa struktur eller finansiella situation, skall Finansinspektionen inom tre månader från det att underrättelsen mottogs vidarebefordra den till den behöriga myndigheten i det land där filialen skall inrättas. När Finansinspektionen vidarebefordrar underrättelsen skall inspektionen underrätta fondbolaget om detta.

Om Finansinspektionen finner att det inte finns förutsättningar för att vidarebefordra underrättelsen skall inspektionen meddela beslut om det inom två månader från det att underrättelsen mottogs. Ett sådant beslut, eller underlåtenhet att meddela beslut, får överklagas till länsrätt.

Verksamheten vid filial får påbörjas två månader efter det att den behöriga myndigheten i det andra landet mottog uppgifterna eller dessförinnan, om myndigheten medger att verksamheten får påbörjas. Fondbolaget får då också börja sälja andelar i värdepappersfonder som anmälts, om inte den behöriga myndigheten i det andra landet i ett beslut dessförinnan har förbjudit detta därför att förutsättningarna för sådan försäljning inte är uppfyllda.

Om något av de förhållanden som angetts i fondbolagets underrättelse till Finansinspektionen skall ändras efter det att filialen inrättats, skall fondbolaget underrätta inspektionen och den behöriga myndigheten i det andra landet minst en månad innan ändringen genomförs. Om Finansinspektionen finner att ändringen inte får göras, skall inspektionen meddela beslut om det inom en månad från det att underrättelsen kom in till inspektionen. Den behöriga myndigheten i det andra landet skall genast underrättas om beslutet.

Skälen för förslaget: Ett svenskt fondbolag kan välja att etablera en filial i ett annat land inom EES. Procedurreglerna för detta anges i nya artikel 6a i ucitsdirektivet. Utredningen föreslår att dessa bestämmelser genomförs i tillämpliga delar.

Fondbolaget skall anmäla sin avsikt att etablera filial till Finansinspektionen. Anmälan skall innehålla uppgifter och handlingar om den medlemsstat i vilken fondbolaget avser att etablera filial, en verksamhetsplan som beskriver den planerade verksamheten och de planerade tjänsterna samt filialens organisationsstruktur, den adress i värdlandet där handlingar kan erhållas, och namnen på dem som leder filialens verksamhet.

Om Finansinspektionen inte har anledning att ifrågasätta fondbolagets administrativa struktur eller finansiella situation med tanke på den planerade verksamheten, skall inspektionen *inom tre månader* från en fullständig anmälan vidarebefordra uppgifterna till de behöriga myndigheterna i värdlandet.

Enligt ucitsdirektivet skall de behöriga myndigheterna lämna uppgifter om alla ersättningssystem avsedda att skydda investerare. En motsvarande bestämmelse återfinns i artikel 17.3 i direktivet om investeringstjänster (93/22/EEG) och som återfinns i lagen (1991:981) om värdepappersrörelse.⁷¹ Bestämmelsen i ucitsdirektivet avser främst det s.k. investerarskyddet enligt lagen (1999:158) om investerarskydd. Det skyddet gäller dock inte i fondverksamheten, utan tillämpas vid individuell portföljförvaltning. Enligt utredningens förslag (se avsnitt 7.2.2) får fondbolag dock inte tillhandahålla sådana tjänster. Inte heller lagen (1995:1571) om insättningsgaranti är tillämplig på fondandelsägarnas investeringar i en fond. Av denna anledning saknas skäl att införa en uttrycklig bestämmelse motsvarande den i ucitsdirektivet. Finansinspektionen bör dock till underrättelsen i så fall foga en uppgift om att något sådant ersättningssystem som avses inte finns.

Inspektionen skall underrätta fondbolaget om att uppgifterna vidarebefordrats.

Om Finansinspektionen vägrar att översända de uppgifter som skall finnas med i anmälan, skall inspektionen underrätta fondbolaget om skälen för detta *inom två månader* från det att alla uppgifter inkommit.⁷²

⁷¹ Prop. 1994/95:50, s. 342.

⁷² Denna tvåmånadsfrist skiljer sig från motsvarande tidsfrist i artikel 17.3 i direktivet om investeringstjänster (93/22/EEG) och 1 kap. 5 § lagen (1991:981) om värdepappersrörelse där en tremånadersfrist anges.

En sådan vägran eller underlåtenhet att lämna besked skall kunna överklagas. Huvudregeln är att beslut överklagas till länsrätt. När bestämmelserna om instansordningen infördes år 1995 diskuterades vilka beslut som skulle kunna överklagas till kammarrätt som första instans.⁷³ I förarbetena angavs att beslut som huvudregel skulle överklagas till länsrätt som första instans, men att det undantagsvis fanns skäl att låta vissa beslut överklagas till kammarrätt som första instans. Det hänvisades till att Finansinspektionen fattar beslut som rör viktiga ekonomiska intressen, såsom beviljande och återkallelse av tillstånd att driva värdepappersrörelse, finansieringsverksamhet samt auktorisation av börs, marknadsplats eller clearingorganisation. Dessa typer av beslut kan vara av central betydelse för Sveriges finansiella system. Detta system utmärks bl.a. av en mycket stor rörlighet och snabbhet och en tids osäkerhet om ett finansiellt instituts rätt att driva verksamhet kan påverka hela det finansiella systemet. Det är därför, enligt motivuttalandena, av samhällsekonomiska skäl nödvändigt att slutliga beslut i dessa frågor meddelas så fort som möjligt. Den normala instansordningen med länsrätt, kammarrätt och Regeringsrätten i dessa fall bedömdes inte uppfylla de särskilda krav på snabbhet som måste ställas i dessa mål, och detta även om det skulle krävas prövningstillstånd i kammarrätt. Dessa måltyper borde därför (som tidigare) prövas av kammarrätt i första instans. Detsamma borde enligt motiven gälla vissa med tillståndsgivning näraliggande frågor samt beslut om varning inom ramen för Finansinspektionens tillsynsverksamhet.

Att neka ett fondbolag möjligheten att inrätta filial i ett annat land kan anses vara ett sådant beslut som bör få överklagas direkt till kammarrätt. Finansinspektionens beslut skall dock meddelas inom två månader från anmälan, vilket möjliggör för en snabb procedur. Det saknas därför skäl att frånga huvudregeln. Sådana beslut – och underlåtenhet att meddela beslut – får därför, i likhet med motsvarande beslut enligt lagen om värdepappersrörelse, överklagas till länsrätt som första instans.⁷⁴

Finansinspektionen skall underrätta kommissionen om antalet och arten av de fall där vägran har förekommit.

Innan ett fondbolags filial inleder sin verksamhet skall de behöriga myndigheterna i värdlandet inom två månader från att de

⁷³ Prop. 1994/95:27.

⁷⁴ Beslut enligt 1 kap. 5 § lagen (1991:981) om värdepappersrörelsen kan, enligt 7 kap. 1 § samma lag, överklagas hos länsrätt, och inte direkt hos kammarrätt.

tagit emot uppgifterna från Finansinspektionen förbereda tillsynen över fondbolaget. De skall vid behov upplysa fondbolaget om de villkor som gäller i värdlandet för utbudande och marknadsföring av fondandelar.

Filialen får etableras och inleda sin verksamhet så snart fondbolaget fått ett meddelande från värdlandets behöriga myndigheter eller, i avsaknad av ett sådant meddelande, sedan tvåmånadersfristen gått ut.

Från och med denna tidpunkt får fondbolaget också börja sprida andelar i de värdepappersfonder som omfattas av anmälan, om inte värdlandets behöriga myndigheter genom att motivera sitt beslut före utgången av tvåmånadersperioden fastställer att arrangemangen för att saluföra andelar inte överensstämmer med bestämmelserna härför. Det kan t.ex. vara fråga om att fondbolaget inte vidtagit åtgärder för att göra utbetalningar eller lösa in andelar i värdlandet eller inte kan lämna den information som erfordras. I så fall skall den behöriga myndigheten även meddela Finansinspektionen. Denna tidsfrist kan sägas motsvara den tvåmånadersfrist som gäller vid inämälning av värdepappersfonder utan att därtill anmäla en filial.

Om uppgifterna om verksamhetsplan, adress och namn ändras, skall fondbolaget skriftligen underrätta Finansinspektionen och värdlandets behöriga myndigheter om detta senast en månad innan ändringen genomförs. De behöriga myndigheterna i hem- och värdlandet skall därefter bedöma den administrativa strukturen etc.

Ucitsdirektivet anger inte uttryckligen inom vilken tid Finansinspektionen skall meddela beslut om att ändringen inte får göras. Eftersom anmälan om ändrade förhållanden skall göras med en månads varsel, förefaller det dock lämpligt att inspektionen har en månad på sig att fatta sitt beslut. Så är också fallet enligt 1 kap. 5 § lagen om värdepappersrörelse.

7.12.2 Gränsöverskridande verksamhet

Utredningens förslag: Ett fondbolag som avser att driva verksamhet i ett annat land inom EES, genom att erbjuda och tillhandahålla tjänster utan att inrätta filial där, skall innan verksamheten påbörjas underrätta Finansinspektionen. Underrättelsen skall innehålla uppgift om i vilket land verksamheten skall drivas. Till underrättelsen skall fogas en plan för den planerade verksamheten med uppgift om vilka tjänster som skall erbjudas.

Finansinspektionen skall inom en månad från det att underrättelsen mottogs vidarebefordra den och verksamhetsplanen till behörig myndighet i det land där verksamheten skall drivas. Fondbolaget får därefter påbörja verksamheten i det andra EES-landet, och därvid även börja sälja andelar i värdepappersfonder.

Om fondbolaget avser att ändra verksamhet skall bolaget skriftligen anmäla detta till Finansinspektionen och behörig myndighet i det land där verksamheten utövas. Anmälan skall göras innan ändringen genomförs.

En underrättelse med det innehåll som här angivits skall också lämnas av fondbolaget till Finansinspektionen, om fondbolaget avser att överlåta försäljningen av andelar i värdepappersfonder som står under bolagets förvaltning till någon annan i ett annat land inom EES.

Skälen för förslaget: Procedurreglerna för ett fondbolag som för första gången önskar bedriva verksamhet inom en annan medlemsstats territorium enligt friheten att tillhandahålla tjänster återfinns i artikel 6b i ucitsdirektivet. Utredningen föreslår att dessa bestämmelser genomförs i tillämpliga delar. Fondbolaget skall till Finansinspektionen lämna uppgifter om den medlemsstat fondbolaget avser att bedriva verksamhet i och ge in en verksamhetsplan med uppgift om den planerade verksamheten.

Finansinspektionen skall inom en månad från anmälan vidarebefordra uppgifterna till värdlandets behöriga myndigheter. Enligt ucitsdirektivet skall de behöriga myndigheterna också översända uppgifter om alla tillämpliga ersättningssystem avsedda att skydda investerare. Den bestämmelsen är dock inte aktuell för de svenska fondbolagen (se föregående avsnitt). Inspektionen bör dock informera de behöriga myndigheterna i det andra landet att några

sådana ersättningssystem inte finns. Om så har skett kan fondbolaget inleda sin verksamhet utan fondbolaget därutöver behöver underrätta de behöriga myndigheterna om att det avser att utbjuda och marknadsföra fondandelar. Den tvåmånadsfrist som normalt gäller för försäljning av fondandelar skall följaktligen inte tillämpas i dessa fall. Enligt artikel 6b.3 i ucitsdirektivet får nämligen verksamheten inledas utan hinder av bestämmelserna i artikel 46. I sistnämnda artikel anges förutsättningarna för försäljning av fondandelar i ett annat land inom EES samt att sådan försäljning får ske två månader från det att nödvändiga uppgifter lämnats till de behöriga myndigheterna.

Om det sker några förändringar avseende uppgifterna i verksamhetsplanen om den planerade verksamheten och de planerade tjänsterna skall fondbolaget skriftligen underrätta Finansinspektionen och de behöriga myndigheterna i värdlandet om detta. Sådan underrättelse skall ske innan ändringen genomförs så att värdlandets behöriga myndigheter vid behov kan upplysa bolaget om huruvida det krävs ändringar eller tillägg av de uppgifter som lämnats.

Ett fondbolag skall lämna de upplysningar som avses här även i de fall då det överlåter försäljningen av andelar i värdlandet åt tredje part.

7.12.3 Ingripanden

Utredningens förslag: Har Finansinspektionen av en behörig myndighet i ett annat land inom EES underrättats om att ett svenskt fondbolag överträtt föreskrifter som i det landet gäller för fondbolaget, får inspektionen vidta lämpliga åtgärder mot bolaget. Inspektionen får därvid i samma omfattning som för fondbolags verksamhet i Sverige, och under samma förutsättningar, förbjuda verkställighet av beslutet, förelägga fondbolaget att vidta rättelse, meddela varning eller återkalla tillståndet. Inspektionen skall underrätta den behöriga myndigheten i det andra landet om vilka åtgärder som vidtas.

Skälen för förslaget: Det ligger primärt på de behöriga myndigheterna i värdlandet att agera mot fondbolag som bedriver verksamhet där, vare sig det är fråga om verksamhet från filial eller

gränsöverskridande verksamhet, och som i värdlandet överträder föreskrifter som gäller där (jfr artikel 6c.3 i ucitsdirektivet). Värderlandets behöriga myndigheter får dock endast, åtminstone som utgångspunkt, förelägga fondbolaget att upphöra med överträdelser. Om fondbolaget inte följer ett sådant föreläggande får de behöriga myndigheterna i värdlandet underrätta Finansinspektionen om detta. Dessa bestämmelser bör införas i den svenska fondlagstiftningen.

Får Finansinspektionen en sådan underrättelse får inspektionen, enligt artikel 6c.4, vidta lämpliga åtgärder mot fondbolaget. Direktivet anger dock inte vad som menas med lämpliga åtgärder och i princip bör samma möjligheter till sanktioner finnas som vid överträdelser i Sverige. Det kan således vara fråga om att inspektionen förbjuder verkställighet av beslutet, förelägger fondbolaget att vidta rättelse, meddelar varning eller återkallar tillståndet (se avsnitt 7.10).

Inspektionen skall underrätta den behöriga myndigheten i det andra landet om vilka åtgärder som vidtas.

7.12.4 Om tillståndet har återkallats

Utredningens förslag: Om ett tillstånd för ett svenskt fondbolag återkallas skall Finansinspektionen underrätta värdlandets behöriga myndigheter om detta.

Skälen för förslaget: För de fall Finansinspektionen återkallar ett tillstånd (se avsnitt 7.10.1) bör givetvis värdlandets behöriga myndigheter få kännedom om detta. En sådan regel finns också intagen i artikel 6c.9 i ucitsdirektivet. Denna bör därför genomföras. Eftersom fondbolagets verksamhet i värdlandet, vare sig det är via filial eller gränsöverskridande, förutsätter ett giltigt tillstånd, får fondbolaget inte fortsätta sin verksamhet i värdlandet. Genom underrättelsen från inspektionen får således de behöriga myndigheterna i värdlandet möjlighet att vidta de åtgärder som erfordras för att hindra fondbolaget att inleda fler transaktioner där och för att skydda andelsägarnas intressen.

7.12.5 Verksamhet i ett land utanför EES

Utredningens förslag: Ett svenskt fondbolag får efter tillstånd av Finansinspektionen inrätta filial i ett land utanför EES. Ansökan om tillstånd skall innehålla en plan för den tilltänkta filialverksamheten, med uppgift om filialens organisation och uppgift om i vilket land filialen skall inrättas samt om filialens adress och ansvariga ledning.

Skälen för förslaget: I linje med fondbolagens möjlighet att verka inom EES bör det finnas en möjlighet för dem att bedriva sin verksamhet även från filial i ett land utanför EES. Ur svensk synvinkel bör det inte vara någon skillnad. Däremot kan det givetvis finnas begränsade möjligheter för fondbolagen att verka utanför EES beroende på värdlandets regler.

En förutsättning bör dock vara att Finansinspektionen lämnar sitt tillstånd. För detta fordras att inspektionen får en verksamhetsplan med uppgifter om ansvarig ledning m.m.

7.13 Förvaltningsbolag med säte inom EES

Ucitsdirektivets bestämmelser skapar som redan nämnts en auktorisation för förvaltningsbolag att verka inom EES. Detta innebär att förvaltningsbolag som har tillstånd enligt ucitsdirektivet i sitt hemland i motsvarande omfattning får driva verksamhet i andra medlemsstater. I likhet med svenska fondbolags verksamhet utomlands får de utländska förvaltningsbolagen driva verksamhet här från filial eller verka gränsöverskridande. Utredningen föreslår att dessa bestämmelser i ucitsdirektivet genomförs i svensk rätt.

Möjligheten för utländska fondföretag, med säte i ett annat land inom EES att efter anmälan sälja fondandelar kvarstår dock (nuvarande 7 b § lagen om värdepappersfonder). Detta hänger delvis ihop med att utländska fondföretag kan vara organiserade som aktiebolag med rörligt aktiekapital (benämnda investeringsbolag i ucitsdirektivet). Dessa fondföretag kan förvaltas av ett extent förvaltningsbolag, men kan också vara självförvaltande (se vidare i kapitel 10). Dessa investeringsbolag får nämligen inte, med stöd av de bestämmelser som diskuteras i det följande, bedriva

verksamhet i ett annat medlemsland utan måste använda sig av det nu nämnda anmälningsförfarandet.

Möjligheten att anmäla in värdepappersfonder för försäljning kvarstår även för övriga fondföretag oavsett juridisk konstruktion.

7.13.1 Verksamhet här från filial

Utredningens förslag: Ett utländskt förvaltningsbolag som har sitt säte i ett annat land inom EES och som i det landet (hemlandet) har tillstånd att driva förvaltningsbolag får driva verksamhet från filial i Sverige. Sådan verksamhet får drivas här i landet endast om verksamheten omfattas av förvaltningsbolagets verksamhetstillstånd i hemlandet.

Verksamhet från filial här får påbörjas två månader efter det att Finansinspektionen från en behörig myndighet i förvaltningsbolagets hemland mottagit en underrättelse eller dessförinnan, om Finansinspektionen medger att verksamheten får påbörjas. Underrättelsen skall innehålla en plan för den tilltänkta filialverksamheten, med uppgift om filialens organisation, och uppgift om i vilket land filialen skall inrättas samt om filialens adress och ansvariga ledning.

Finner Finansinspektionen att förvaltningsbolagets åtgärder för att kunna göra utbetalningar till andelsägarna, lösa in andelar och lämna information, inte är tillräckliga får inspektionen inom två månader från det att inspektionen tog emot underrättelsen från de behöriga myndigheterna i hemlandet, förbjuda förvaltningsbolaget att driva verksamhet här. Inspektionen skall underrätta de behöriga myndigheterna i hemlandet om sitt beslut.

För utländska förvaltningsbolags filialverksamhet i Sverige gäller bestämmelserna i denna lag i tillämpliga delar och i övrigt lagen (1992:160) om utländska filialer m.m.

Skälen för förslaget: I enlighet med en i hela EES gällande auktorisation får utländskt förvaltningsbolag, som har sitt säte i ett annat land inom EES driva verksamhet här från filial. En förutsättning är att förvaltningsbolaget i sitt hemland har tillstånd att driva förvaltningsbolag i enlighet med ucitsdirektivets bestämmelser. Sådan verksamhet får drivas här i landet endast i den mån verk-

samheten omfattas av förvaltningsbolagets verksamhetstillstånd i hemlandet. Verksamheten kan bestå både av fondförvaltning och av individuell portföljförvaltning.

Verksamhet från filial här får påbörjas två månader efter det att Finansinspektionen från en behörig myndighet i förvaltningsbolagets hemland mottagit en underrättelse eller dessförinnan, om Finansinspektionen medger att verksamheten får påbörjas. Underrättelsen skall innehålla en plan för den tilltänkta filialverksamheten, med uppgift om filialens organisation, och uppgift om i vilket land filialen skall inrättas samt om filialens adress och ansvariga ledning.

Vid behov skall Finansinspektionen, när anmälan har tagits emot, till förvaltningsbolaget lämna de upplysningar som erfordras för att förvaltningsbolaget skall kunna driva sin verksamhet här. Inspektionen skall lämna upplysningar om vad som erfordras avseende åtgärder för att i Sverige göra utbetalningar till andelsägare, lösa in andelar och lämna den information som förvaltningsbolaget är skyldig att lämna enligt reglerna i hemlandet. Vidare skall inspektionen lämna upplysningar om uppföranderegler vid tillhandahållande av individuell portföljförvaltning jämte sidotjänster.⁷⁵ Dessa uppföranderegler återfinns i lagen (1991:981) om värdepappersrörelse.

Finner Finansinspektionen att förvaltningsbolagets åtgärder och arrangemang för att kunna göra utbetalningar till andelsägarna, lösa in andelar och lämna information, inte är tillräckliga får inspektionen inom två månader från det att inspektionen tog emot underrättelsen från de behöriga myndigheterna i hemlandet, besluta att förvaltningsbolaget inte får sälja fondandelar här. Inspektionen skall i sådana fall också underrätta de behöriga myndigheterna i hemlandet.⁷⁶

Finansinspektionen skall underrätta kommissionen om antalet och arten av de fall där inspektionen har vägrat filialetablering.

Finansinspektionen får också för statistiska ändamål kräva att förvaltningsbolag som bedriver verksamhet i Sverige från filial, skall lämna periodiska rapporter om sin verksamhet i Sverige till inspektionen. Vid fullgörande av sina skyldigheter får Sverige kräva att förvaltningsbolags filialer lämnar samma uppgifter som för detta ändamål krävs av svenska fondbolag.⁷⁷ Dessa åtgärder omfattas av

⁷⁵ Se artikel 6a.4 i ucitsdirektivet.

⁷⁶ Se artikel 6a.5 i ucitsdirektivet.

⁷⁷ Se artikel 6c.1 och 6c.2 i ucitsdirektivet.

inspektionens allmänna befogenhet att i sin tillsyn kräva in uppgifter.

Kompletterande bestämmelser om verksamhet från filial här i landet finns i lagen (1992:160) om utländska filialer m.m.

7.13.2 Gränsöverskridande verksamhet

Utredningens förslag: Ett utländskt förvaltningsbolag som har sitt säte i ett annat land inom EES och som i det landet (hemlandet) har tillstånd att driva förvaltningsbolag får från sitt hemland erbjuda och tillhandahålla tjänster i Sverige. Sådan verksamhet får drivas här i landet endast om verksamheten omfattas av förvaltningsbolagets verksamhetstillstånd i hemlandet.

Förvaltningsbolaget får börja erbjuda och tillhandahålla tjänster från hemlandet så snart Finansinspektionen från en behörig myndighet i förvaltningsbolagets hemland mottagit en underrättelse med uppgift om i vilket land verksamheten skall drivas och med en plan för den planerade verksamheten med uppgift om vilka tjänster som skall erjudas.

Finansinspektionen får i sin tillsynsverksamhet kräva in de uppgifter som behövs för att kontrollera att förvaltningsbolaget följer tillämpliga normer i Sverige.

Skälen för förslaget: Ett utländskt förvaltningsbolag, med säte inom EES, får också erbjuda och tillhandahålla tjänster i Sverige från hemlandet. Sådan gränsöverskridande verksamhet får ske så snart Finansinspektionen från en behörig myndighet i förvaltningsbolagets hemland mottagit en underrättelse med uppgift om i vilket land verksamheten skall drivas och med en plan för den planerade verksamheten med uppgift om vilka tjänster som skall erjudas.

När sådan underrättelse har lämnats över till Finansinspektionen får det utländska förvaltningsbolaget erbjuda och tillhandahålla sina tjänster här utan iakttagande av den tvåmånadersfrist som annars gäller för inamälan av fondandelar.

Det uppställs inga krav på att förvaltningsbolaget här skall vidta åtgärder för utbetalningar till andelsägare, inlösen av andelar eller för att kunna lämna den information som erfordras. Däremot får Finansinspektionen kräva in de uppgifter som behövs för att kontrollera att förvaltningsbolaget följer tillämpliga normer i Sverige.

Inspektionen får i så fall använda sig av de allmänna befogenheter som följer av inspektionens tillsyn.⁷⁸

7.13.3 Ingripanden mot utländska förvaltningsbolag

Utredningens förslag: Om ett förvaltningsbolag, som är hemmahörande i ett annat land inom EES, driver verksamhet här i landet från filial eller genom direkt tillhandahållande av tjänster och därvid överträder lagen eller föreskrift som meddelats med stöd av lagen eller på annat sätt visat sig vara olämpligt att utöva sådan verksamhet, får Finansinspektionen förelägga förvaltningsbolaget att vidta rättelse.

Om förvaltningsbolaget inte följer föreläggandet, skall inspektionen underrätta behörig myndighet i bolagets hemland.

Om rättelse ändå inte sker, får inspektionen förbjuda bolaget att göra nya åtaganden här i landet. Innan förbud meddelas skall inspektionen underrätta behörig myndighet i bolagets hemland. I brådskande fall får inspektionen meddela förbud utan föregående underrättelse till hemlandsmyndigheten. Denna skall då underrättas så snart det kan ske.

Om förvaltningsbolaget har fått sitt verksamhetstillstånd återkallat i hemlandet skall inspektionen genast förbjuda bolaget att göra nya åtaganden i Sverige.

Skälen för förslaget: I linje med att förvaltningsbolag med hemlandsauktorisering får verka inom EES anger ucitsdirektivet de förutsättningar under vilka värdlandets tillsynsmyndighet kan ingripa.⁷⁹ Modellen bygger på att värdlandets behöriga myndigheter får förelägga ett utländskt förvaltningsbolag att vidta rättelse. Mer ingripande åtgärder överläts åt hemlandets behöriga myndigheter. I vissa fall är de åtgärder som hemlandets myndigheter vidtar inte tillräckliga. I så fall får värdlandet agera. Även i brådskande fall kan värdlandets myndigheter få ingripa utan att först ha underrättat hemlandsmyndigheterna.

Finner Finansinspektionen att ett förvaltningsbolag, med säte i ett annat land inom EES och som driver verksamhet här i landet från filial eller som tillhandahåller tjänster i Sverige från hemlandet,

⁷⁸ Jfr artikel 6c.2 i ucitsdirektivet.

⁷⁹ Artikel 6c.3-9 i ucitsdirektivet.

överträder den svenska fondlagstiftningen eller de föreskrifter som meddelats med stöd av den eller på annat sätt visat sig vara olämpligt att utöva verksamheten, skall inspektionen kräva att förvaltningsbolaget upphör med överträdelsen.

Om det berörda förvaltningsbolaget inte vidtar erforderliga åtgärder skall Finansinspektionen underrätta hemlandets behöriga myndigheter. De senare skall snarast vidta alla lämpliga åtgärder för att se till att förvaltningsbolaget upphör med överträdelsen. Finansinspektionen skall underrättas om vilka åtgärder som vidtas.

Om förvaltningsbolaget fortsätter att bryta mot de lagar och författningar som gäller i Sverige, trots de åtgärder som hemlandet vidtagit eller på grund av att dessa åtgärder visat sig vara otillräckliga, får Finansinspektionen vidta lämpliga åtgärder efter att ha underrättat hemlandets behöriga myndigheter. I brådskande fall kan den underrättelsen anstå till efter det att åtgärder vidtagits. Enligt ucitsdirektivet skulle det kunna vara åtgärder för att hindra eller bestraffa ytterligare överträdelser och i den mån det är nödvändigt hindra förvaltningsbolaget från att inleda fler transaktioner. Den återstående sanktionen torde dock vara, med tanke på att Finansinspektionens föreläggande om rättelse och hemlandets åtgärder inte föreslagit, att förbjuda förvaltningsbolaget att verka här. Inspektionen skall se till att de rättsliga dokument som krävs för dessa åtgärder kan delges förvaltningsbolaget i Sverige.

I ucitsdirektivet anges också, antagligen mest för tydlighetens skull, att de behöriga myndigheterna i värdlandet får vidta lämpliga åtgärder för att hindra eller bestraffa sådana överträdelser som strider mot lag eller andra författningar till skydd för det allmännas bästa.

Varje åtgärd som omfattar påföljder för eller begränsningar av ett förvaltningsbolags verksamhet skall givetvis motiveras på vederbörligt sätt och meddelas det berörda förvaltningsbolaget. Finansinspektionens åtgärder får överklagas till kammarrätt.⁸⁰

Om Finansinspektionen får en underrättelse om att ett utländskt förvaltningsbolag har fått sitt tillstånd i hemlandet återkallat, skall inspektionen vidta lämpliga åtgärder för att hindra förvaltningsbolaget från att inleda fler transaktioner i Sverige och för att skydda investerarnas intressen.⁸¹

Finansinspektionen skall underrätta kommissionen om antalet och arten av de fall där inspektionen enligt nu angivna bestäm-

⁸⁰ Jfr utredningens överväganden i avsnitt 7.12.1.

⁸¹ Artikel 6 c.9 i ucitsdirektivet.

melser har förbjudit ett utländskt förvaltningsbolag att driva verksamhet här.

8 Nya placeringsbestämmelser

8.1 Bakgrund till de nya bestämmelserna

Bestämmelser som behandlar värdepappersfondernas placeringar i olika tillgångar är centrala för fondlagstiftningen. Regleringen för värdepappersfonder är harmoniserade genom bestämmelserna i ucitsdirektivet, medan de icke harmoniserade nationella fonderna oftast medgetts undantag från denna reglering.¹ Genom Europaparlamentets och rådets direktiv 2001/108/EG av den 21 januari 2002 om ändring av rådets direktiv 85/611/EEG om samordning av lagar och andra författningar som avser företag för kollektiva investeringar i överlåtbara värdepapper (fondföretag), vad gäller fondföretags investeringar² har nya placeringsbestämmelser införts för värdepappersfonder.

Bakgrunden till de nya bestämmelserna är den finansiella marknadens och fondmarknadens snabba utveckling sedan ucitsdirektivets tillkomst och genomförandet av den ekonomiska och monetära unionen. På grund härav har det skapats ett behov av att utöka fondernas investeringsmöjligheter till att omfatta andra, tillräckligt likvida, finansiella instrument än överlåtbara värdepapper. Det är bl.a. fråga om penningmarknadsinstrument, derivatinstrument och andelar i andra fonder, men även placeringar i olika banktillgodo-havanden. Inom ramen för ucitsdirektivet accepteras också att fonderna avviker från de grundläggande riskspridningsreglerna om detta behövs för att fonden skall kunna följa ett visst index.

Utredningen redogör i detta kapitel för sina överväganden kring genomförandet av de nya bestämmelserna. I vissa fall ger de nya bestämmelserna utrymme för flera alternativ, där medlemsstaterna har möjlighet att välja. I andra fall uppstår behov av att tolka direktivet. Avsikten är att bedöma de nya bestämmelserna efter sitt sammanhang och mot bakgrund av gemenskapsrätten som helhet.

¹ Regelverket för de nationella fonderna behandlas i kapitel 9.

² EGT L 41, 13.2.2002, s. 35 (Celex 32001L0108).

De angivna bestämmelserna i ucitsdirektivet är s.k. miniminormer som syftar till att skapa en enhetlig miniminivå till skydd för investerare.³ Utredningen är därför inte förhindrad att förslå kompletterande regler i syfte att förstärka konsumentskyddet där det behövs.

8.2 Värdepappersfonder får investera i flera tillgångsslag

Utredningens förslag: De olika tillgångsslag som en värdepappersfond får placera sina medel i anges särskilt och med den terminologi som används i ucitsdirektivet. Därmed definieras inte längre en värdepappersfond som bestående av "fondpapper och andra finansiella instrument". En värdepappersfond får placera i överlåtbara värdepapper, penningmarknadsinstrument, inlåning hos vissa kreditinstitut, finansiella derivatinstrument och fondandelar.

Skälen till förslaget: En värdepappersfond får inte placera sina medel hur som helst. En central del av fondlagstiftningen och ucitsdirektivet är bestämmelser som reglerar produkten, dvs. i vilken typ av tillgångar en fond får investera och under vilka förutsättningar. Det kan vara fråga om olika begränsningsregler som syftar till att skapa en riskspridning eller förhindra allt för stor maktkoncentration. Dessa begränsningsregler varierar beroende på tillgångsslag. De nya bestämmelserna i ucitsdirektivet möjliggör nu placeringar i fler olika tillgångsslag än vad som var möjligt tidigare. De flesta av dessa tillgångsslag kan hänföras till en vid definition av begreppet finansiella instrument.⁴

Den terminologi som används i lagen om värdepappersfonder och i ucitsdirektivet överensstämmer inte riktigt med varandra. Enligt 1 § första stycket 1 lagen om värdepappersfonder får en fond investera i "fondpapper och andra finansiella instrument" medan de tidigare bestämmelserna i ucitsdirektivet tillät investeringar i "överlåtbara värdepapper". Någon egentlig praktisk skillnad synes

³ Punkten 16 i ingressen till direktivet med ändring av ucitsdirektivet vad gäller fondföretags investeringar (2001/108/EG).

⁴ Att investera i enlighet med ett visst index betraktas inte som ett tillgångsslag utan som en placeringsmetod.

emellertid inte ha åsyftats. I tidigare förarbeten ansågs nämligen "fondpapper" ha samma betydelse som i annan lagstiftning på den finansiella sektorn och begreppet "andra finansiella instrument" fick omfatta alla övriga på marknaden förekommande instrument. Dessa definitioner var dock mindre betydelsefulla eftersom lagen hänvisade till de begränsningar som följde av placeringsbestämmelserna.⁵

För ytterligare vägledning finns definitionerna i 1 § lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument. Där anges att "finansiellt instrument" är fondpapper och annan rättighet eller förpliktelse avsedd för handel på värdepappersmarknaden. Med "fondpapper" menas aktie och obligation samt sådana andra delägarätter eller fordringsrätter som är utgivna för allmän omsättning, andel i värdepappersfond och depåbevis.⁶

I och med de nya bestämmelserna i ucitsdirektivet kompliceras dock bilden. Direktivet räknar nämligen upp de typer av likvida finansiella tillgångar som en värdepappersfond tillåts placera i.⁷ Dessa är överlåtbara värdepapper, penningmarknadsinstrument, insättningar hos vissa kreditinstitut, finansiella derivatinstrument av viss karaktär och vissa fondandelar. I direktivet intas också särskilda definitioner som avser att närmare förklara vad som avses ingå i respektive tillgångsslag.

Samtliga dessa tillgångsslag i ucitsdirektivet, förutom insättningar hos vissa kreditinstitut, synes falla inom den nyss angivna definitionen av finansiella instrument. Samtidigt ger direktivet begränsningar som gör att den svenska definitionen i vissa fall blir allt för vid. I ucitsdirektivet anges därtill särskilda begränsningsregler som varierar mellan de nyss nämnda tillgångsslagen. Mot denna bakgrund är det lämpligare att använda sig av de begrepp som anges i ucitsdirektivet i stället för att, som nu är fallet, tillämpa en egen, svensk terminologi.

⁵ Prop. 1989/90:153, s. 47 f.

⁶ Se också prop. 1990/91:142, s. 85 ff.

⁷ Artikel 1 (2) med hänvisning till artikel 19 (1) i ucitsdirektivet.

8.3 Överlåtbara värdepapper och penningmarknadsinstrument

Utredningens förslag: I lagen definieras särskilt vad som i lagen menas med begreppen ”överlåtbara värdepapper” och ”penningmarknadsinstrument”.

Skälen för förslaget: De nuvarande värdepappersfonderna är sådana som investerar i överlåtbara värdepapper. Med överlåtbara värdepapper menas i det nya ucitsdirektivet aktier och andra motsvarande värdepapper, obligationer eller andra skuldförbindelser samt försäljningsbara värdepapper av annat slag som ger rätt att förvärva sådana överlåtbara värdepapper genom teckning eller utbyte. Däremot undantas uttryckligen derivatinstrument.⁸ Med den beskrivningen omfattas såväl aktiefonder som räntefonder och blandfonder.

Från begreppet överlåtbara värdepapper skiljs i ucitsdirektivet numera termen penningmarknadsinstrument, med vilken avses instrument som normalt omsätts på penningmarknaden och som är likvida och har ett värde som vid varje tidpunkt exakt kan fastställas.⁹ Anledningen till detta är att penningmarknadsinstrument omfattar de kategorier av överlåtbara instrument som normalt inte handlas på reglerade marknader utan som omsätts på penningmarknaden, t.ex. statsskuldväxlar, kommunala skuldväxlar, bankcertifikat, företagscertifikat, omsättningsbara medelfristiga skuldväxlar och bankaccepter.¹⁰ Oftast beskrivs penningmarknadsinstrument som fordringsrätter med en löptid som understiger 12 månader.

För överlåtbara värdepapper och penningmarknadsinstrument gäller nu i huvudsak samma placeringsbestämmelser, vilka behandlas i de följande avsnitten.

Som tidigare har nämnts används i den nuvarande lagstiftningen skrivningen ”fondpapper och andra finansiella instrument”. I den skrivningen inkluderas såväl överlåtbara värdepapper som penningmarknadsinstrument och därmed skulle ändringarna i ucitsdirektivet inte fordra någon direkt åtgärd. Som angetts i föregående avsnitt kommer emellertid denna uppdelning ändå att användas

⁸ Artikel 1 (8) i ucitsdirektivet.

⁹ Artikel 1 (9) i ucitsdirektivet.

¹⁰ Punkten 4 i ingressen till direktivet med ändring av ucitsdirektivet vad gäller fondföretags investeringar (2001/108/EG).

genomgående i lagstiftningen. De två begreppen riskerar dock enligt en svensk tolkning att gå in i varandra. Utredningen föreslår därför att särskilda definitioner införs i lagen.

8.3.1 Noterade värdepapper och penningmarknadsinstrument

Utredningens förslag: Medel som ingår i en värdepappersfond får placeras i överlåtbara värdepapper och penningmarknadsinstrument som är noterade eller föremål för handel på en reglerad marknadsplats. Vad som menas med en reglerad marknad preciseras i lagtexten.

Skälen för förslaget: En värdepappersfond får enligt ucitsdirektivet investera i sådana överlåtbara värdepapper och penningmarknadsinstrument som är noterade på en reglerad marknad.¹¹ Det kan ses som en grundläggande förutsättning, en huvudregel, att det finansiella instrumentet är noterat på en reglerad marknad. Härigenom förstärks likviditeten i fonden, vilket i sin tur är en förutsättning för att andelsägare skall kunna få sina andelar inlösta på begäran. Därtill underlättas värderingen av fondandelarna.

Dessa bestämmelser är i stort sett oförändrade i det nya ucitsdirektivet, dock med ett undantag. I syfte att skapa samstämmighet knyts definitionen av vad som menas med en reglerad marknad till den som anges i direktivet om investeringstjänster (93/22/EEG).¹² I stället för ”fondbörs” hänvisas således till ”en sådan reglerad marknadsplats som avses i artikel 1.13 i direktivet om investeringstjänster”.¹³

En reglerad marknad anges där som en marknad för överlåtbara värdepapper, andelar i företag för kollektiva investeringar, penningmarknadsinstrument, finansiella terminskontrakt och motsvarande instrument med kontantavräkning, ränteterminskontrakt, ränte- och valutaswaps samt swaps på aktier och aktieindex, köp- och säljoptioner avseende alla instrument som angetts ovan, däri inbegripet motsvarande instrument med kontantavräkning.

¹¹ Artikel 19.1 (a), (b) och (c) i ucitsdirektivet.

¹² Rådets direktiv 93/22/EEG av den 10 maj 1993 om investeringstjänster inom värdepappersområdet, EGT L 141, 11.6.1993, s. 27 (Celex 393L0022), senast ändrat genom rådets direktiv 2000/64/EG (EGT L 290, 17.11.2000, Celex 32000L0064).

¹³ Artikel 19.1 (a) i ucitsdirektivet.

Som ytterligare krav skall den reglerade marknaden förekomma i den förteckning som avses i artikel 16 i direktivet om investerings-tjänster (93/22/EEG) och som har upprättats av den medlemsstat som är hemland enligt definitionen i artikel 1.6 (c), samma direktiv.

Därtill skall den reglerade marknaden verka regelbundet och kännetecknas av att regler, som har utfärdats av eller godkänts av de behöriga myndigheterna, bestämmer marknadens arbetssätt, villkoren för tillträde till marknaden och, då direktiv 79/279/EEG¹⁴ är tillämpligt, villkoren för upptagande till notering såsom föreskrivits i det direktivet och, då det direktivet inte är tillämpligt, de villkor som ett finansiellt instrument måste uppfylla innan det i praktiken kan omsättas på marknaden. Som ett sista krav anges att den reglerade marknaden skall kräva efterlevnad av alla regler om rapporter och insyn som har fastställts till följd av artiklarna 20 och 21 i direktivet om investeringstjänster (93/22/EEG).¹⁵

Utredningen föreslår att de nya bestämmelserna i ucitsdirektivet genomförs i svensk rätt. I den nuvarande bestämmelsen i 18 § första stycket lagen om värdepappersfonder räknas upp svensk eller utländsk börs, auktoriserade marknadsplatser och andra reglerade marknader som är öppna för allmänheten. Denna uppräkningslista motsvarar ucitsdirektivets krav, även efter den nu redovisade ändringen. Bestämmelserna om reglerade marknader är nämligen införlivade i svensk rätt bl.a. genom lagen (1992:543) om börs- och clearingverksamhet. Utfasningen av begreppet "fondbörs" i ucitsdirektivet bör därför inte medföra en ändring i lagtexten. Utredningen föreslår därför att den äldre lydelsen förs över till den föreslagna lagen, med förtydligandet att även penningmarknadsinstrument omfattas.

¹⁴ Rådets direktiv 79/279/EEG av den 5 mars 1979 om samordning av villkoren för upptagande av värdepapper till officiell notering vid fondbörs, upphävd (och kodifierad) genom Europaparlamentets och Rådets direktiv 2001/34/EG av den 28 maj 2001 om upptagande av värdepapper till officiell notering och om uppgifter som skall offentliggöras beträffande sådana värdepapper, EGT L 184, 6.7.2001, s. 1 (Celex 32001L0034).

¹⁵ Artikel 1.13 i direktivet om investeringstjänster (93/22/EEG) läst tillsammans med avsnitt B i bilagan till direktivet.

8.3.2 Vissa onoterade penningmarknadsinstrument

Utredningens förslag: Medel som ingår i en värdepappersfond får placeras i onoterade penningmarknadsinstrument under förutsättning att emissionen eller utgivaren är reglerade i syfte att skydda investerare och sparmedel och om instrumenten utgetts eller garanterats av i lagen uppräknade emittenter och garanter.

Skälen för förslaget: I det nya ucitsdirektivet finns en bestämmelse som tar sikte på vissa typer av onoterade penningmarknadsinstrument.¹⁶ Dessa instrument kan sägas vara privilegierade och likställs med noterade innehav. En förutsättning är dock att det finns ett tillräckligt grundskydd för dem som investerar i instrumenten och de medel som investeras. Vidare erhålls denna förmånliga särställning endast om penningmarknadsinstrumenten är utgivna eller garanterade av någon av de i direktivet uppräknade emittenterna respektive garanterna. Det är huvudsakligen fråga om stater eller myndigheter samt vissa företag och institutioner.

Utredningen föreslår att det i svensk lagstiftning införs en motsvarande bestämmelse. I artikeltexten (artikel 19.1 (h) sista strecksatsen) hänvisas till direktivet 78/660/EEG¹⁷. Det är det s.k. fjärde bolagsdirektivet, vilket införlivats i svensk rätt bl.a. genom årsredovisningslagen (1995:1554). Det fordras emellertid en hänvisning till direktivet och inte till den svenska lagen eftersom en svensk värdepappersfond får investera även i penningmarknadsinstrument som emitterats av andra än svenska företag.

¹⁶ Artikel 19.1 (h) i ucitsdirektivet.

¹⁷ Rådets fjärde direktiv 78/660/EEG av den 25 juli 1978 grundat på artikel 54.3 g i fördraget om årsbokslut i vissa typer av bolag, EGT L 222, 14.8.1978, s. 11 (Celex 31978L0660), senast ändrat genom direktiv 1999/60/EG (EGT L 162, 26.6.1999, s. 65).

8.3.3 Andra överlåtbara värdepapper och penningmarknadsinstrument

Utredningens förslag: En värdepappersfond får, som tidigare, placera upp till 10 procent av sina tillgångar i andra överlåtbara värdepapper än de som är noterade på en reglerad marknad och därtill inneha onoterade värdepapper som förväntas noteras inom ett år. En värdepappersfond får också placera upp till 10 procent av sina tillgångar i andra penningmarknadsinstrument än de som behandlats tidigare. Om värdet på onoterade värdepapper överstiger 10 procent av fondens värde skall dock fondbolaget informera Finansinspektionen om detta.

Fondbolaget skall i fondbestämmelserna ange grunderna för hur de onoterade innehaven värderas.

Utredningens förslag: Enligt de nuvarande bestämmelserna i lagen om värdepappersfonder och i ucitsdirektivet får en värdepappersfond placera medel även i andra överlåtbara värdepapper än de som är noterade på en reglerad marknad, dvs. enkelt uttryckt i onoterade värdepapper.

En värdepappersfond får för det första investera i onoterade innehav med maximalt 10 procent av fondens tillgångar.¹⁸ Den bestämmelsen i ucitsdirektivet är ändrad bara på så sätt att den även omfattar onoterade penningmarknadsinstrument (andra än de privilegierade som diskuterats i föregående avsnitt). Utredningen föreslår att den svenska regleringen ändras så att detta framgår.

En värdepappersfond får, enligt ucitsdirektivet, för det andra investera i onoterade innehav om det kan förväntas att värdepappren kommer att noteras inom ett år från det att pappret emitterats. Det finns inte någon gräns för hur stor del av en värdepappersfonds tillgångar som får investeras i sådana fall.¹⁹ Däremot gäller de riskspridningsregler som finns för innehav i allmänhet. Om dessa papper inte noteras inom ett år måste fonden sälja värdepapper, om innehavet annars skulle överstiga 10 procent av fondens tillgångar. Utredningen föreslår inte någon ändring. Värt att notera är dock att denna bestämmelse i ucitsdirektivet inte får

¹⁸ Artikel 19.2 i ucitsdirektivet (jfr också 18 § tredje stycket lagen om värdepappersfonder).

¹⁹ Artikel 19.1 (d) i ucitsdirektivet (jfr också 18 § första stycket lagen om värdepappersfonder).

tillämpas på penningmarknadsinstrument.²⁰ Denna skillnad bör framgå av lagtexten.

En värdepappersfond kan, med tillämpning av en kombination av de två nyss nämnda bestämmelserna, från tid till annan innehålla onoterade värdepapper som överstiger 10 procent av fondens värde. Även om detta således är tillåtet kan det i vissa fall vara olämpligt. Det kan tänkas uppkomma fall där en värdepappersfond regelmässigt ligger över 10 procent i onoterade papper. Detta kan skapa värderingsproblem och rubbar värdepappersfondens karaktär. Därtill är det svårt att bedöma om en fond bör avyttra ett innehav eller inte. I syfte att ge Finansinspektionen större möjligheter att vidta lämpliga åtgärder föreslås en bestämmelse som ålägger fondbolaget att informera inspektionen i de fall en fond, med stöd av ovan angivna bestämmelser, har placerat mer än 10 procent av sina tillgångar i onoterade värdepapper. Det är således fråga om ett flaggningsförfarande som ger inspektionen möjlighet att agera. Idag ger fondbolagen in en allmän information om sina innehav till Finansinspektionen, se t.ex. inspektionens Föreskrifter (FFFS 1998:10) om kvartalsrapporter för fondbolag och värdepappersfonder. Information om onoterade innehav över 10 procent av fondens tillgångar bör därför inordnas i detta system. Inspektionen bör därför inom ramen för sin tillsyn lämna kompletterande föreskrifter om hur och i vilka intervall sådan information skall lämnas (jfr 3 § 9 förordningen (1990:1123) om värdepappersfonder).

Fondbolaget bör också i fondbestämmelserna ange de värderingsprinciper som används vid värderingen av onoterade innehav.

²⁰ I artikel 19.1 (d) talas nämligen endast om överlåtbara värdepapper och inte om penningmarknadsinstrument. Detta innebär en inskränkning från vad som gäller idag enligt lagen om värdepappersfonder eftersom det i den svenska lagen hänvisas inte till överlåtbara värdepapper utan "fondpapper och andra finansiella instrument" och som således omfattar även penningmarknadsinstrument.

8.3.4 Riskspridning

Utredningens förslag: I en värdepappersfond får ingå överlåtbara värdepapper eller penningmarknadsinstrument som utfärdats av samma emittent till högst

1. 5 procent av fondens värde, eller
2. 10 procent av fondens värde, om det sammanlagda innehavet av sådana tillgångar uppgår till högst 40 procent av fondens värde, eller
3. 25 procent av fondens värde, om de består av obligationer utfärdade av ett kreditinstitut som har säte i ett land inom EES och som enligt lag är underkastat särskild offentlig tillsyn avsedd att skydda innehavare av institutets obligationer, under förutsättning att det sammanlagda värdet av dessa tillgångar uppgår till högst 80 procent av fondens värde, eller
4. 35 procent av fondens värde, om de är utfärdade eller garanterade av en stat, en kommun eller en statlig eller kommunal myndighet i ett land inom EES eller av något allmänt internationellt organ i vilket ett eller flera länder inom EES är medlemmar.

En värdepappersfond får dock investera högst 20 procent av fondens värde i överlåtbara värdepapper och penningmarknadsinstrument som utfärdats av samma bolag eller annat bolag i samma koncern.

Skälen för förslaget: De riskspridningsregler som tidigare fanns i ucitsdirektivet och som har sina motsvarigheter i lagen om värdepappersfonder, återfinns även i det nya ucitsdirektivet. Således får en värdepappersfond inte exponera sig mer än upp till 5 procent (respektive 10, 25 eller 35 procent) av fondens tillgångar (se närmare förslagsrutan). Vidare finns kvar bestämmelsen om vissa obligationer och andra skuldförbindelser (20 § lagen om värdepappersfonder). De nya bestämmelserna innehåller dock två nyheter.

Tidigare fick en värdepappersfond inte investera mer än 5 procent (etc.) av sina tillgångar i värdepapper med samme *utgivare*. Nu anges att en värdepappersfond inte får investera mer än 5 procent av sina tillgångar i värdepapper *eller penningmarknadsinstrument* som emitterats av samma *organ*.²¹ Dessa ändringar bör genomföras.

²¹ Artikel 22 i ucitsdirektivet.

För det första bör därför "penningmarknadsinstrument" införas i lagtexten. Innebörden bör bli att samtliga innehav med samma utgivare bör tas med vid beräkningen om en fond håller sig inom de procentuella begränsningarna. En värdepappersfond som exempelvis äger såväl aktier i Nordea som penningmarknadsinstrument utfärdade av samma bank, måste således räkna samman dessa olika innehav.

För det andra måste lagen anpassas till ucitsdirektivets hänvisning till att värdepappren och penningmarknadsinstrumenten utfärdats av "samma organ". Denna terminologi är något otydlig. I den engelska versionen står t.ex. "*body*". Ucitsdirektivet ger dock en definition av begreppet som i princip överensstämmer med koncernbegreppet.²² Hänvisning görs nämligen till det s.k. sjunde bolagsdirektivet²³. Med samma organ skulle i så fall menas alla de bolag som ingår i samma grupp för sammanställd redovisning enligt det direktivet eller i enlighet med erkända internationella redovisningsregler. Den sistnämnda hänvisningen har betydelse för investeringar utanför EES-området. Det sjunde bolagsdirektivet är genomfört bl.a. i årsredovisningslagen (1995:1554). I artikel 1 i sjunde bolagsdirektivet och i 1 kap. 4 § årsredovisningslagen definieras så koncernföretag. Definitionen motsvarar i huvudsak den som återfinns i 1 kap. 5 § aktiebolagslagen (1975:1385).

Utredningen föreslår att det i den svenska lagen hänvisas till koncernbegreppet och att detta definieras särskilt. Den definitionen bör omfatta det sjunde bolagsdirektivet och erkända internationella redovisningsprinciper. På så sätt träffas inte bara svenska koncernförhållanden, utan även liknande förhållanden oavsett vilken marknad en fond riktar in sig på.

Den nya bestämmelsen i ucitsdirektivet innebär således att begränsningsreglerna träffar värdepapper m.m. utgivna av ett eller flera bolag i samma koncern. Regeln har införts av försiktighets-skäl. Det är nödvändigt att en fond, när det gäller investeringar som utsätter dem för en motpartsrisk, undviker en orimlig koncentration.²⁴ Fondbolaget måste följaktligen i fortsättningen t.ex. kont-

²² Artikel 22.5 tredje stycket i ucitsdirektivet.

²³ Rådets sjunde direktiv 83/349/EEG av den 13 juni 1983 grundat på artikel 54.3 g i fördraget om sammanställd redovisning, EGT L 193, 18.7.1983, s. 1 (Celex 31983L0349), senast ändrat genom rådets direktiv 2001/65/EG (EGT L 283, 27.10.2001, s. 28, Celex 32001L0065).

²⁴ Punkten 10 i ingressen till direktivet med ändring av ucitsdirektivet vad gäller fondföretags investeringar (2001/108/EG).

rollera att de bolag i vilka fonden äger aktier eller andra värdepapper inte ingår i samma koncern.

Den nya bestämmelsen träffar investeringar i överlåtbara värdepapper, penningmarknadsinstrument, inlåning i kreditinstitut och i derivatinstrument. Enligt artikel 22.5 fjärde stycket i ucitsdirektivet får emellertid medlemsstaterna tillåta investeringar upp till en gräns på 20 procent i överlåtbara värdepapper och penningmarknadsinstrument inom samma koncern.²⁵

Det kan finnas skäl för att inte koncentrera en fonds investeringar till en och samma koncern; koncerninterna transaktioner kan vara svåra att följa. De motpartsrisker som ligger i sådana investeringar motverkas emellertid även av de bestämmelser som gäller för de reglerade marknaderna, genom börsregler etc. Genomlysningen av sådana bolag torde också ge ett visst skydd. Samtidigt bör en fonds investeringsmöjligheter inte begränsas i onödan. Det är utredningens uppfattning att syftet, att undvika orimlig koncentration, uppnås även om fonder tillåts investera upp till 20 procent av sina tillgångar i bolag inom samma koncern.

²⁵ I direktivtexten anges egentligen "inom samma grupp". I ordet grupp torde dock läggas samma betydelse som koncern, dvs. en grupp av företag med sammanställd redovisning.

8.4 Indexfonder

Utredningens förslag: Värdepappersfonder som enligt fondbestämmelserna investerar i aktier eller skuldförbindelser i syfte att efterbilda sammansättningen av ett visst aktieindex eller index för skuldförbindelser får göra avsteg från de placeringsbestämmelser som annars gäller för aktier och skuldförbindelser om detta behövs för att spegla ett index som godkänts för detta ändamål av Finansinspektionen. Inspektionen får godkänna index som har en tillräckligt diversifierad sammansättning, utgör en lämplig referens för den marknad det hänför sig till och offentliggörs på lämpligt vis.

Indexfonder får placera upp till 20 procent av fondens värde i aktier eller skuldförbindelser som utfärdats av samma bolag eller annat bolag i samma koncern.

Med Finansinspektionens tillstånd får en indexfond placera upp till 35 procent av fondens värde i värdepapper som utfärdats av samma bolag eller annat bolag i samma koncern. Investeringar upp till denna gräns är bara tillåtna för en enda emittent. Tillstånd får lämnas om inspektionen finner att detta är nödvändigt med hänsyn till de exceptionella marknadsvillkor som råder på den marknad som indexet refererar till.

Skälen för förslaget: De allmänna begränsningsregler som gäller för aktier och räntepapper har tidigare förhindrat s.k. indexfonder där något enskilt värdepapper haft för stor vikt i indexet. Som exempel kan tas Stockholmsbörsens aktieindex OMX Index per den 1 februari 2002 där Ericsson B har en vikt på 17,43 procent och AstraZeneca PLC har en vikt på 10,48 procent.²⁶ Den allmänna begränsningsregeln om högst 10 procent i aktier med samme emittent som återfinns i artikel 22.2 i ucitsdirektivet förhindrar således för en värdepappersfond att replikera det indexet.²⁷

I syfte att möjliggöra för indexfonder även i sådana fall tillåter numera ucitsdirektivet för medlemsstaterna att ge särskilt undantag

²⁶ Indexet, som består av 30 aktieslag, omviktas kontinuerligt. Se www.stockholmsborsen.se.

²⁷ Därtill inryms inte heller alla de aktier med en vikt över 5 procent inom den stadgade 40 procent-gränsen i artikel 22.2 i ucitsdirektivet. Ericsson B, AstraZeneca PLC, Nordea AB, Hennes & Mauritz B, Telia AB och Svenska Handelsbanken A har alla en vikt på över 5 procent och har tillsammans en vikt på 54,39 procent (per den 1 februari 2002).

från de allmänna begränsningsreglerna.²⁸ Utredningen föreslår att dessa bestämmelser införs i den föreslagna lagen.

Indexfonder, dvs. sådana värdepappersfonder som enligt sina fondbestämmelser åsyftar att efterbilda sammansättningen av ett visst index, får investera upp till 20 procent av fondens tillgångar i en aktie eller skuldförbindelse som utfärdats av samma bolag eller annat bolag i samma koncern.²⁹ Detta innebär att om en indexfond väljer att investera i ett index där ett flertal koncernbolag ingår, får fondbolaget investera maximalt 20 procent av fondens tillgångar i sådana koncernbolag.

Fonden skall ”syfta till att efterbilda” sammansättningen av ett visst index. Detta innebär inte nödvändigtvis att fonden måste äga exakt de aktier eller räntepapper som omfattas av indexet. Genom andra åtgärder, t.ex. innehav av derivatinstrument, kan en motsvarande sammansättning uppnås. Däremot bör inte Finansinspektionen tillåta fondbestämmelser där en fond säger sig syfta till att efterbilda sammansättningen av ett visst index med en del av fondförmögenheten (t.ex. att 80 procent skall placeras i enlighet med OMX-index och resterande 20 procent i enskilda aktier). I sådana fall skulle de grundläggande placeringsreglerna kunna kringgå.

I vissa fall kan marknadsförhållandena vara sådana att inte ens en möjlighet att investera upp till 20 procent i ett värdepapper förslår till att följa ett index. I Finland t.ex. har Nokiaaktien en högre viktning. I artikel 22a.2 i ucitsdirektivet finns en bestämmelse som gör det möjligt för medlemsstaterna att, om det föreligger ”exceptionella marknadsvillkor”, låta indexfonder placera upp till 35 procent av sina tillgångar i finansiella instrument som utfärdats av ett bolag eller av ett annat koncernbolag. En indexfond får i så fall ha endast ett sådant innehav.

Bestämmelsen är något svårtolkad. Det förefaller mindre lämpligt att lagstiftaren gör en bedömning om det föreligger exceptionella marknadsvillkor. I så fall skulle den bedömningen bli

²⁸ Artikel 22a i ucitsdirektivet.

²⁹ I artikel 22a används skrivningen ”emitterade av samma organ”. Den definition av ”organ” som redovisas i avsnitt 8.3.4 återfinns i artikel 22 och skall användas ”vid beräkningen av gränserna i [artikel 22]”. Det är därför inte alldeles självklart att begränsningsreglerna i artikel 22a skall avse emissioner av samma bolag eller annat bolag i samma koncern. Regeln i artikel 22a är dock formulerad som ett undantag från bestämmelserna i artikel 22 och medlemsstaterna får ”höja de gränser som anges i artikel 22...”. Någon annan bedömning än att ”organ” skall tolkas likadant i artikel 22 och i artikel 22a bör därför inte göras. Detta lär dock inte få någon större praktisk betydelse eftersom det nog tillhör ovanligheten att flera koncernbolag ingår i samma index.

statisk och svår att justera. Vidare är det oklart om den svenska lagstiftningen i så fall skall bedöma endast den svenska marknaden eller alla tänkbara marknader som svenska indexfonder må tänkas vilja kopplas till.

Det kan även diskuteras om det i Sverige föreligger sådana exceptionella förhållanden som nu avses. Ericssonaktien har för närvarande inte en så hög viktning på marknaden, men har vid tidigare värderingar utgjort en större del av index. Den svenska aktiemarknaden är också relativt liten och kan därför lättare komma att domineras av större bolag. Regeln i ucitsdirektivet synes emellertid inte ha tillkommit med de svenska förhållandena i åtanke.

Den lämpligaste ordningen synes vara att i lag medge att Finansinspektionen kan tillåta en indexfond att för ett enda innehav exponera sig upp till 35 procent mot ett och samma bolag/koncern. Förutsättningen för detta skulle i så fall vara att inspektionen finner detta nödvändigt med hänsyn till att förhållandena på den marknad som indexet refererar till är exceptionella. Med denna ordning skulle inspektionen kunna godkänna svenska indexfonder som t.ex. avser att replikera ett finskt index, om inspektionen finner de finska marknadsvillkoren vara exceptionella. Regelns svaghet visar sig om den finska finansinspektionen gjort en motsatt bedömning. Effekten skulle därvid kunna bli att de finska fondspararna fick vända sig till svenska fonder för att skaffa sig en indexfond som replikerar den finska börsen.

Utredningen ifrågasätter lämpligheten att tillåta indexfonder där ett innehav uppgår till över en tredjedel av fondens värde. Sådana indexfonder skulle möjligtvis kunna tillåtas som specialfonder (kapitel 9), där fondspararna får en särskild fingervisning om att det är fråga om en fond med hög exponering mot ett enskilt innehav.

Det är dock svårt, för att inte säga omöjligt, att hindra att sådana typer av indexfonder säljs i Sverige. Bestämmelsen i ucitsdirektivet kan bli föremål för olika tolkning i olika medlemsstater och utländska ucitsfonder får som bekant säljas här. Efterfrågar svenska fondsparare sådana indexfonder som har en viktning på upp till 35 procent lär de också vända sig till sådana utländska indexfonder. Om Finansinspektionen får en möjlighet att godkänna sådana svenska indexfonder har inspektionen en större möjlighet att i det internationella samarbetet verka för en enhetlig rättstillämpning inom EES.

Det är inte alla index som kan användas för indexfonder. Finansinspektionen skall kontrollera och godkänna de index som en värdepappersfond vill efterbilda. En grundläggande förutsättning är att indexet är tillräckligt diversifierat.³⁰ Det är givetvis inte fråga om att kräva att alla värdepapper som ingår i ett index har en vikt som följer de allmänna begränsningsreglerna. Däremot kan värdepapper med hög viktning ha betydelse om indexet består av ett färre antal värdepapper. Ett index som består av fem värdepapper med vardera 20 procents vikt kan därför komma att anses ha en otillräcklig diversifiering. På samma sätt bör ett index där ett värdepapper har en vikt på 35 procent bedömas som tillräckligt diversifierat endast om indexets sammansättning i övrigt väger upp det dominerande värdepappret på ett fullgott sätt.

Vidare skall indexet utgöra en lämplig referens för den marknad det hänför sig till samt offentliggöras på lämpligt vis. Det är med andra ord endast välkända och erkända index som kan komma ifråga för värdepappersfonder.³¹ Härigenom underlättas för andelsägare och andra som vill jämföra olika fonder med varandra.

Det förefaller lämpligt att Finansinspektionen vid sin bedömning av fondbestämmelserna i samband med ett tillståndsärende (eller ärende om ändring av fondbestämmelserna) även gör sina överväganden om det index som fonden vill efterspegla.

De mer generösa placeringsbestämmelserna som medges för indexfonder innebär emellertid inte någon lättnad i den maktbegränsningsregel som avser att begränsa en fonds ägande av en enskild emittent (se avsnitt 8.12). Följaktligen måste även en indexfond följa t.ex. röstbegränsningsregeln för aktier.

³⁰ Jfr utredningens diskussion i avsnitten 5.2, 5.6 och 9.5.2.

³¹ Jfr punkten 14 i ingressen till direktivet med ändring av ucitsdirektivet vad gäller fondföretags investeringar (2001/108/EG).

8.5 Insättningar hos kreditinstitut m.m.

Utredningens förslag: Medel som ingår i en värdepappersfond får sättas in på konton med rätt till omedelbar återbetalning eller konton med högst 12 månaders uppsägningstid hos svenska kreditinstitut, utländska kreditinstitut med säte inom EES-området samt andra utländska kreditinstitut om dessa omfattas av tillsynsregler som av Finansinspektionen anses motsvara dem som fastställs i gemenskapslagstiftningen. En fond får investera högst 20 procent av sina tillgångar i inlåning i samma kreditinstitut eller, om kreditinstitutet ingår i en koncern, i en och samma koncern.

En värdepappersfond får därutöver ha de likvida medel som behövs för verksamheten.

Skälen för förslaget: Det har hittills förutsatts att värdepappersfonder investerar i finansiella instrument och att fonden därutöver håller andra likvida medel i syfte att underlätta inlösen av andelar och betalningen av de löpande kostnaderna. En nyhet i det nya ucitsdirektivet är att vissa insättningar hos kreditinstitut likställs med investeringar i finansiella instrument.³²

Idag får en värdepappersfond ha de likvida medel som behövs för verksamheten.³³ En förutsättning är att dessa medel placeras så att de förräntas, antingen genom insättning på bankräkning eller genom placering i likvida instrument på penningmarknaden och liknande.³⁴ Det finns inte någon gräns för hur mycket likvida medel en fond högst får ha, men enligt tidigare förarbetsuttalanden är inte avsikten att en fond har en likviditetshantering som till omfattning och inriktning kan jämföras med den vanliga placeringsverksamheten.³⁵

Enligt nya bestämmelser i ucitsdirektivet får nu värdepappersfonder, som ett led i sin placeringsinriktning, investera i insättningar hos vissa kreditinstitut, dock med den begränsningen att fonden inte får investera mer än 20 procent av sina tillgångar i inlåning i samma koncern.³⁶ Denna nya bestämmelse är en naturlig

³² Artikel 19.1 (f) i ucitsdirektivet.

³³ 18 § femte stycket lagen om värdepappersfonder och artikel 19.4 i ucitsdirektivet.

³⁴ Prop. 1989/90:153, s. 64.

³⁵ Prop. 1989/90:153, s. 64.

³⁶ Artikel 22.1 och 22.5 tredje stycket. Om koncernbegreppet, se utredningens överväganden i avsnitt 8.3.4.

följd av genomförandet av den ekonomiska och monetära unionen.³⁷ Utredningen föreslår att ucitsdirektivets bestämmelser införs i den föreslagna lagen.

En grundläggande förutsättning för sådana investeringar är att fonden kan avsluta sitt engagemang inom 12 månader. Investeringen får inte låsas in på längre period. På så sätt säkerställs att investeringen är tillräckligt likvid.

Vidare omfattas endast insättningar hos kreditinstitut. Någon närmare beskrivning av vad som menas med kreditinstitut återfinns dock inte i ucitsdirektivet. Vad som avses med kreditinstitut behandlas dock på annat håll inom gemenskapslagstiftningen³⁸ och i annan finansiell lagstiftning. I lagen (1994:2004) om kapitaltäckning och stora exponeringar för kreditinstitut och värdepappersbolag definieras kreditinstitut som bank, kreditmarknadsföretag och Svenska Skeppshypotekskassan. Kreditmarknadsföretag är, enligt lagen (1992:1610) om finansieringsverksamhet, svenskt aktiebolag eller en svensk ekonomisk förening som har fått tillstånd att driva finansieringsverksamhet enligt lagen. Det saknas skäl att i fondlagstiftningen införa någon särskild bestämmelse som avviker från den allmänna.

Insättningar får göras hos kreditinstitutet som har sitt säte i en medlemsstat. I och med EES-avtalet innebär detta att kreditinstitut med säte i ett land inom EES kan vara föremål för investering. En värdepappersfond får även i vissa fall investera i insättningar i kreditinstitut med säte utanför EES. Förutsättningen är dock att sådana kreditinstitut omfattas av tillsynsregler som av Finansinspektionen anses motsvara dem som fastställs i gemenskapslagstiftningen.

Det finns givetvis även i fortsättningen behov av likvida medel i fondverksamheten, utan att fonden enligt sina fondbestämmelser får investera i inlåning enligt ovan. Behov av att hålla bankmedel kan t.ex. uppstå för löpande och särskilda betalningar, vid försäljning av investeringstillgångar till dess fonden återinvesterat medlen samt när det är absolut nödvändigt att uppskjuta investeringar.³⁹

³⁷ Punkten 8 i ingressen till direktivet med ändring av ucitsdirektivet vad gäller fondföretags investeringar (2001/108/EG).

³⁸ Se t.ex. Europaparlamentets och Rådets direktiv 2000/12/EG av den 20 mars 2000 om rätten att starta och driva verksamhet i kreditinstitut, LGT L 126, 26.5.2000, s. 1 (Celex 32000L0012), senast ändrat genom Europaparlamentets och Rådets direktiv 2000/28/EG (EGT L 275, 27.10.2000, s. 37, Celex 32000L0028).

³⁹ Punkten 9 i ingressen till direktivet med ändring av ucitsdirektivet vad gäller fondföretags investeringar (2001/108/EG).

8.6 Finansiella derivatinstrument

Värdepappersfonder får idag handla med olika derivatinstrument endast i viss begränsad omfattning. Enligt 25 § lagen om värdepappersfonder får följaktligen sådan handel ske endast i syfte att effektivisera förvaltningen av fondens tillgångar eller att skydda fondens tillgångar mot valutakursförluster eller andra risker. Med derivatinstrument avses främst optioner och terminer, men även andra liknande finansiella instrument som grundar sig på en underliggande finansiell tillgång. Däremot omfattas inte derivatinstrument som grundar sig på andra tillgångar såsom råvaror eller liknande av regleringen. Valutaderivat godtas dock uttryckligen.

Vid införandet av nuvarande fondlagstiftning noterades att optioner och terminer var relativt nya finansiella instrument på den svenska marknaden vilka – rätt hanterade – var utmärkta s.k. risk-avläggningsinstrument.⁴⁰ Uttrycket effektivisera förvaltningen, hämtat från ucitsdirektivet (artikel 21), omfattade emellertid, enligt förarbetsuttalanden, inte endast situationer där ett innehav garderas. Även en åtgärd som syftar till att öka avkastningen på en fonds tillgångar borde omfattas av uttrycket. Finansinspektionen har också i sina föreskrifter särskilt reglerat handeln med derivatinstrument.⁴¹

8.6.1 Noterade finansiella derivatinstrument

Utredningens förslag: Medel som ingår i en värdepappersfond får placeras i finansiella derivatinstrument, inklusive motsvarande kontantavräknande instrument, som omsätts på en sådan reglerad marknad som avses i avsnitt 8.3.1, om de underliggande tillgångarna utgörs av överlåtbara värdepapper och penningmarknadsinstrument, finansiella index, räntesatser, växelkurser eller utländska valutor.

Skälen för förslaget: I nya ucitsdirektivet finns numera möjligheten för värdepappersfonder att handla med olika finansiella derivatinstrument som ett led i deras investeringsstrategi. Det är först fråga om sådana finansiella derivatinstrument som handlas på en

⁴⁰ Prop. 1989/90:153 s.35 f.

⁴¹ Kapitel 6 i Finansinspektionens föreskrifter (FFFS 1997:11) om värdepappersfonder.

reglerad marknad.⁴² Med reglerad marknad avses detsamma som för noterade överlåtbara värdepapper och penningmarknadsinstrument i avsnitt 8.3.1.

Vilka typer av derivatinstrument som en värdepappersfond får investera i bestäms genom en uppräkningslista av de underliggande tillgångar som kan komma ifråga. I strikt hänseende skulle finansiella derivatinstrument endast kunna vara sådana instrument som har underliggande finansiella tillgångar. I uppräkningslistan finns emellertid även andra typer av tillgångar som inte alltid räknas till de finansiella, t.ex. räntesatser, växelkurser och utländska valutor. I begreppet finansiella derivatinstrument inkluderas emellertid enligt artikeltexten "motsvarande kontantavräknade instrument". Det är således den angivna uppräkningslistan som är av betydelse. Utredningen föreslår att dessa bestämmelser genomförs.

En naturlig förutsättning för investeringar i derivatinstrument är att värdepappersfonden kan investera i dessa underliggande tillgångar utifrån de investeringsmål som angetts i fondbestämmelserna.

8.6.2 OTC-derivat

Utredningens förslag: En värdepappersfonds tillgångar får placeras i finansiella derivatinstrument som handlas direkt mellan parterna (s.k. OTC-derivat) om de underliggande tillgångarna utgörs av överlåtbara värdepapper och penningmarknadsinstrument, finansiella index, räntesatser, växelkurser eller utländska valutor, allt under förutsättning att sådana investeringar ingår i fondens placeringsinriktning enligt fondbestämmelserna, samt om

- motparten vid affären är en institution som omfattas av tillsyn och tillhör de kategorier som godkänts av Finansinspektionen, och
- derivatinstrumenten är föremål för tillförlitlig och verifierbar värdering från dag till dag samt att de vid varje tidpunkt, på fondens/fondbolagets initiativ, kan säljas, lösas in eller avslutas genom en utjämnande transaktion till ett rimligt värde.

⁴² Artikel 19.1 (g) med hänvisning till artikel 19.1 (a)-(c) i ucitsdirektivet.

Skälen för förslaget: Vid sidan av noterade finansiella derivat får värdepappersfonder enligt ucitsdirektivet även investera i s.k. OTC-derivat. Begreppet härstammar från uttrycket *over-the-counter* och avser sådana derivat som handlas direkt mellan parterna och inte över en reglerad marknad. Att derivatet skall handlas "direkt mellan parterna" skall dock inte tas allt för bokstavligt. Oftast genomförs sådana affärer via en mellanhand på den finansiella marknaden och som framgår nedan är detta t.o.m. en förutsättning. OTC-derivat kan vara skräddarsydda för en viss affär, men kan också följa en fastställd standard. Utredningen föreslår ett genomförande av bestämmelserna.

En värdepappersfond får inte investera i alla typer av OTC-derivat. En grundläggande förutsättning är, som för noterade derivat, att derivatets underliggande tillgångar utgörs av överlåtbara värdepapper, penningmarknadsinstrument, finansiella index, räntesatser, växelkurser eller utländska valutor. En ytterligare förutsättning är att värdepappersfonden kan investera i dessa underliggande tillgångar utifrån de investeringsmål som angetts i fondbestämmelserna.

Vidare uppställs krav på en lämplighetsbedömning av motparterna, likviditet och fortlöpande värdering av positionen. Genom dessa ytterligare krav säkerställs ett tillräckligt investerarskydd, liknande det som investerarna får vid förvärv av noterade derivat.⁴³

Följaktligen fordras att motparten är institutioner som omfattas av tillsyn och tillhör de kategorier som godkänts av Finansinspektionen. Det torde vara sådana finansiella företag som fått tillstånd av inspektionen att bedriva sådan verksamhet i vilken handel med derivatinstrument ingår. Om företagets tillstånd omfattar sådan handel bör dessa företag därigenom anses ha godkänts av inspektionen även i de avseenden som avses här. Vidare krävs att OTC-derivaten är föremål för tillförlitlig och verifierbar värdering från dag till dag samt att de vid varje tidpunkt, på fondbolagets initiativ, kan säljas, lösas in eller avslutas genom en utjämnande transaktion till ett rimligt värde.

⁴³ Punkten 12 i ingressen till direktivet med ändring av ucitsdirektivet vad gäller fondföretags investeringar (2001/108/EG).

8.6.3 Riskspridning

Utredningens förslag: Investeringar i derivatinstrument får göras endast om fondens exponering mot de underliggande tillgångarna inte sammanlagt överstiger de begränsningar som finns i lagen för placeringar i sådana tillgångar. Detta gäller dock inte om det är fråga om ett indexbaserat derivatinstrument som en indexfond innehar i syfte att efterbilda sammansättningen av ett index.

Fondbolag som för en fonds räkning investerar i derivatinstrument skall därutöver alltid säkerställa att fondens totala exponering som hänför sig till derivatinstrument inte överskrider fondportföljens totala nettovärde.

Exponeringen skall beräknas med hänsyn till det aktuella värdet av de underliggande tillgångarna, motpartsrisken, kommande marknadsrörelser och den tid som finns tillgänglig för att lösa in positionerna. Innefattar ett överlåtbart värdepapper eller ett penningmarknadsinstrument ett derivat, måste även detta beaktas.

Riskexponeringen mot en fonds motpart vid en transaktion med OTC-derivat får vidare inte överstiga 10 procent av fondens tillgångar, när motparten är ett kreditinstitut som har sitt säte i en medlemsstat eller är ett kreditinstitut med säte i tredje land, förutsatt att det omfattas av tillsynsregler som av Finansinspektionen anses motsvara dem som fastställs i gemenskapslagstiftningen. I andra fall får denna riskexponering inte överstiga 5 procent av fondens tillgångar.

Skälen för förslaget: Värdepappersfonder som investerar i derivatinstrument är enligt ucitsdirektivet underkastade flera olika riskspridningsregler. Dessa bör även införas i den föreslagna lagen. En första förutsättning för investeringar i derivatinstrument är att dessa måste tas med i beräkningen när fonden bedömer sin totala riskexponering mot en enskild emittent.⁴⁴ De positioner som en fond tar gentemot ett enskilt finansiellt instrument genom att förvärva ett derivatinstrument skall således läggas samman med de direkta innehaven i det finansiella instrumentet. Denna regel avser även de begränsningar som gäller för olika kombinationer av

⁴⁴ Artikel 21.3 tredje stycket i ucitsdirektivet.

investeringar och som behandlas närmare i avsnitt 8.8 nedan. En fond som placerat 10 procent av sina tillgångar i t.ex. Volvoaktier, är förhindrad att förvärva t.ex. köpoptioner med rätt att köpa Volvoaktier. Däremot förhindrar det inte att fonden investerar i säljoptioner, med rätt att sälja Volvoaktier. Om fonden i exemplet har 8 procent av sina tillgångar i Volvoaktier finns det ett utrymme för fonden att innehå även köpoptioner. Hur stor det innehavet kan vara beror på den framräknade exponeringen.

Vid bedömningen om en investering i ett derivatinstrument faller inom ramarna skall också noteras att det är fråga om exponeringar mot alla bolag som ingår i en och samma koncern.⁴⁵

Enligt ucitsdirektivet får medlemsstaterna medge undantag från de allmänna begränsningsreglerna om fonden avser att efterbilda sammansättningen av ett visst index (avsnitt 8.4). På samma sätt får Finansinspektionen medge att en fond investerar i derivatinstrument trots att begränsningsreglerna överstigs om det är fråga om indexbaserade derivatinstrument.⁴⁶ Bestämmelserna om indexfonder i avsnitt 8.4 innehåller dock särskilda krav på det efterbildade indexet. Detta index måste vara tillräckligt diversifierat och utgöra en lämplig referens för den marknad indexet hänför sig till. Undantagsbestämmelsen för indexbaserade derivat synes dock inte vara kopplad till bestämmelserna för indexfonder. En möjlig tolkning skulle då vara att värdepappersfonder får innehå indexbaserade derivatinstrument även om det underliggande indexet t.ex. inte är tillräckligt diversifierat eller inte utgör en lämplig referens. Utredningen kan dock inte se att det skulle finnas några fördelar med att ge större möjligheter till användandet av indexbaserade derivatinstrument än vad som skulle vara möjligt med tillämpning av bestämmelserna för indexfonder. Denna koppling bör därför framgå av lagtexten.

Vid sidan av angivna begränsningar måste fondbolaget även säkerställa att en värdepappersfonds totala exponering som hänför sig till derivatinstrument inte överskrider fondportföljens totala nettovärde.⁴⁷

Vid beräkningen av exponeringen skall hänsyn tas till det aktuella värdet av de underliggande tillgångarna, motpartsrisken, kommande marknadsrörelser och den tid som finns tillgänglig för att lösa in positionerna. Innefattar ett överlåtbart värdepapper eller

⁴⁵ Se utredningens överväganden i avsnitt 8.3.4.

⁴⁶ Artikel 21.3 tredje stycket i ucitsdirektivet.

⁴⁷ Artikel 21.3 första stycket i ucitsdirektivet.

ett penningmarknadsinstrument ett derivat, måste även detta beaktas.⁴⁸ Den beskrivna modellen motsvarar i huvudsak den vedertagna derivatvärderingen som används på marknaden i syfte att räkna fram det s.k. deltavärdet. Att i denna uträkning beakta motpartsrisken synes dock avvika från vad som normalt görs.

Riskexponeringen mot en fonds motpart vid en transaktion med OTC-derivat får vidare inte överstiga 10 procent av fondens tillgångar, när motparten är ett kreditinstitut som har sitt säte i en medlemsstat eller är ett kreditinstitut med säte i tredje land, förutsatt att det omfattas av tillsynsregler som av Finansinspektionen anses motsvara dem som fastställs i gemenskapslagstiftningen. I andra fall får denna riskexponering inte överstiga 5 procent av fondens tillgångar.⁴⁹

8.6.4 Förfarande för riskhantering

Utredningens förslag: Fondbolag som för en fonds räkning investerar i derivatinstrument skall använda sig av ett förfarande för riskhantering som gör det möjligt för bolaget att vid varje tidpunkt kontrollera och bedöma den risk som är knuten till de positioner som tas och deras bidrag till fondportföljens allmänna riskprofil. Är det fråga om investeringar i s.k. OTC-derivat skall detta förfarande möjliggöra en exakt och oberoende bedömning av värdet på OTC-derivaten.

Fondbolag skall hålla Finansinspektionen informerad om sitt riskhanteringssystem och bl.a. uppge de typer av derivatinstrument som fonden kan investera i, underliggande risker, kvantitativa begränsningar liksom de metoder som valts för att beräkna de risker som åtföljer transaktioner med derivatinstrument för varje fond som fondbolaget förvaltar. Regeringen eller, efter regeringens bemyndigande, Finansinspektionen skall meddela närmare föreskrifter om hur fondbolaget skall fullgöra sin informationsskyldighet.

Utredningens förslag: Som ett komplement till de riskspridningsregler som behandlats i föregående avsnitt skall fondbolag som investerar i derivatinstrument också enligt ucitsdirektivet använda

⁴⁸ Artikel 21.3 andra och fjärde stycket i ucitsdirektivet.

⁴⁹ Artikel 22.1 andra stycket i ucitsdirektivet.

sig av ett förfarande för riskhantering som gör det möjligt för bolaget att vid varje tidpunkt kontrollera och bedöma den risk som är knuten till positionerna och deras bidrag till fondportföljens allmänna riskprofil.⁵⁰ Detta krav synes stämma väl överens med hur förvaltare arbetar idag och utredningen föreslår att bestämmelserna införs i den föreslagna lagen.

Syftet bakom kravet på särskild riskhantering är att därigenom säkerställa en ständig medvetenhet om riskerna och åtagandena vid derivattransaktioner.⁵¹ Fondbolaget måste använda sig av ett förfarande som möjliggör en exakt och oberoende bedömning av värdet på OTC-derivat.

Notera att det i direktivtexten anges att det är positionerna som skall kontrolleras och bedömas (i den engelska lydelsen: *positions*). Det kan vara s.k. långa positioner eller korta positioner. Här talas således inte om innehav som närmast avser långa positioner.

Vidare är det givetvis viktigt att Finansinspektionen har möjlighet att kontrollera fondbolagens riskhanteringssystem. Det är lämpligt att låta Finansinspektionen närmare ange vilken information inspektionen vill ha och under vilka former. Fondbolaget skall bl.a. informera inspektionen om vilka typer av derivatinstrument som kan bli föremål för investeringar, underliggande risker, kvantitativa begränsningar liksom de metoder som valts för att beräkna de risker som åtföljer transaktioner med derivatinstrument för varje fond som fondbolaget förvaltar.

8.7 Andelar i andra fonder

Enligt nuvarande bestämmelser får en värdepappersfond investera upp till 5 procent av sina tillgångar i andelar i andra värdepappersfonder eller i utländska fondföretag. Denna bestämmelse har effektivt förhindrat s.k. fond-i-fond-lösningar eller fondandelsfonder. De nya bestämmelserna i ucitsdirektivet avser emellertid att ändra detta; nu får en värdepappersfond placera alla sina tillgångar i andelar i andra fonder.⁵²

Det finns många fördelar med investeringar i andra fonder. Ett fondbolag kan på det sättet för hela eller en del av en fonds förmögenhet plocka ut de fonder och fondförvaltare som fond-

⁵⁰ Artikel 21.1 i ucitsdirektivet.

⁵¹ Punkten 11 i ingressen till direktivet med ändring av ucitsdirektivet vad gäller fondföretags investeringar (2001/108/EG).

⁵² Artikel 19.1 (e) och artikel 24 i ucitsdirektivet.

bolaget anser är bra. Detta kan rationalisera förvaltningen, men kan också ses som en tjänst gentemot fondspararna; förvaltaren tar på sig ansvaret att kontrollera och följa upp andra fonder. Härigenom kan också en god riskspridning uppnås, inte bara mot olika tillgångsslag, utan också mot olika förvaltare och marknader. Fondbolaget behöver inte anlita förvaltare eller experter på främmande marknader, utan kan i stället investera i en fond där. Genom fondandelsfonder kan också svenska fondsparare få tillgång till fonder som annars inte finns på den svenska marknaden eller som egentligen inte är avsedda för det stora flertalet småsparare på grund av krav på en stor första insättning eller liknande.

Fonder som investerar i andra fonder kan emellertid ge upphov till en del problem.⁵³ Allmänt sett är fondandelsfonder dyrare än andra värdepappersfonder. Andelsägaren betalar ju inte enbart för förvaltningen av fondandelsfonden, utan indirekt också för förvaltningen av de underliggande fonderna. Vidare anses fondandelsfonder vara mindre genomlysta, vilket försvårar såväl tillsyn som andelsägarnas möjligheter att bedöma utfallet. Därutöver finns det risk för mindre nogräknade förvaltare som kan lockas att kringgå de placeringsregler som gäller för ursprungsfonden genom att investera i andra fonder som har andra placeringsbestämmelser. Sådana förvaltare kan också frestas till att sinsemellan debitera onödiga avgifter som slutligen bärs av andelsägarna.

I syfte att motverka de nackdelar som kan finnas med investeringar i fondandelar ställer ucitsdirektivet upp en rad villkor. De fonder i vilka en värdepappersfond investerar måste uppfylla vissa grundkrav. Värdepappersfonden får inte ta allt för stora exponeringar mot enskilda fonder. Särskilda informationskrav ställs och avgiftssättningen regleras särskilt. Utredningen föreslår att dessa bestämmelser genomförs.

⁵³ Jfr punkterna 6 och 7 i ingressen till direktivet med ändring av ucitsdirektivet vad gäller fondföretags investeringar (2001/108/EG).

8.7.1 Värdepappersfonder får investera i andelar i andra fonder

Utredningens förslag: Medel som ingår i en värdepappersfond får placeras i andelar i andra fonder. Dessa andra fonder är svenska värdepappersfonder och utländska fondföretag som följer ucitsdirektivet samt, under förutsättning att de uppfyller de lagstadgade villkoren, svenska nationella fonder och andra utländska fondföretag. En värdepappersfond får investera endast i fonder som i sin tur inte investerar mer än högst 10 procent av sina tillgångar i andra fonder

Skälen för förslaget: I syfte att bibehålla ett gott grundskydd för en värdepappersfonds investerare anges i ucitsdirektivet som huvudregel att fonden får investera i andra likvärdiga fonder, dvs. i andra värdepappersfonder som således är underkastade ucitsdirektivets bestämmelser. På detta sätt kommer riskspridningsregler, bestämmelser om tillstånd och tillsyn, krav på förvaringsinstitut och information etc. att gälla även de fonder i vilka en värdepappersfond investerar. Dessa bestämmelser är på grund av ucitsdirektivet lika för alla värdepappersfonder, vare sig de är svenska eller utländska. Utomlands förekommer också andra typer av fondföretag än de kontraktsrättsliga värdepappersfonderna, t.ex. aktiebolag med rörligt aktiekapital. Någon skillnad mellan dessa görs dock inte så länge de utländska fondföretagen följer ucitsdirektivets regelverk.

En värdepappersfond får investera även i andelar i andra fonder och fondföretag än värdepappersfonder (nationella fonder). Det kan vara sådana fonder som av någon anledning inte är underkastade ucitsdirektivets regler. I Europa finns sådana nationella fonder eller fondföretag i de flesta länder och Sverige är inget undantag. Som framgår av utredningens fortsatta överväganden i nästföljande kapitel föreslår utredningen att dessa svenska nationella fonder i fortsättningen skall benämnas specialfonder. Därtill kommer givetvis alla de fonder och fondföretag som är registrerade utanför Europa och EES-området. För att en fond skall få investera i dessa icke-ucitsfonder fordras dock att de uppfyller vissa grundkrav som liknar dem som återfinns i ucitsdirektivet.

En första förutsättning är att den nationella fonden företar kollektiva investeringar i sådana likvida finansiella tillgångar som en värdepappersfond får investera i och med kapital från allmänheten. Fonden måste vidare tillämpa principen om riskspridning och vara öppen för utträde.⁵⁴ Detta innebär att en värdepappersfond inte får placera sina medel i andelar hos t.ex. tyska eller brittiska fastighetsfonder, i riskkapitalfonder där andelsägarna inte kan få sina andelar inlösta eller återköpta eller i fonder som riktar sig till en särskilt angiven krets investerare.

För det andra måste sådana nationella fonder som har sitt säte i en icke-medlemsstat vara auktoriserade under ett regelverk som underställer dem sådan tillsyn som ucitsfondens tillsynsmyndighet finner *likvärdig* med den som anges i EG-rätten samt att samarbetet mellan tillsynsmyndigheterna är godtagbart. Det är således upp till Finansinspektionen att i sin tillsyn bedöma om de fonder i vilka en värdepappersfond investerar är underkastade en godtagbar tillsyn. Idag gör inspektionen en liknande prövning när ett utländskt fondföretag med säte utanför EES-området ansöker om tillstånd att driva verksamhet i Sverige enligt 7 a § lagen om värdepappersfonder och som överförs i den föreslagna 1 kap. 5 §. Finansinspektionen skall då bl.a. bedöma om det finns en *betryggande* tillsyn i hemlandet och att det går att etablera ett tillfredsställande informationsutbyte mellan inspektionen och den utländska tillsynsmyndigheten.⁵⁵ Grundtanken är att det vid tillståndsprövningen skall ställas krav som i princip är likvärdiga med dem som gäller för svenska fondbolag.⁵⁶ Se vidare i avsnitt 9.10.

Finansinspektionens bedömning av den tillsyn som utövas över en utländsk nationell fond skall enligt utredningens bedömning vara densamma oavsett om det är fråga om ett tillståndsärende enligt föreslagna 1 kap. 5 § eller en prövning av en värdepappersfonds investeringar. I båda fallen blir nämligen de utländska fonderna tillgängliga för de svenska fondspararna och i båda fallen avser regleringen att tillgodose andelsägarnas behov av ett grundläggande skydd. På det sättet sammanfaller ucitsdirektivets krav på en tillsyn som är likvärdig EG-rättens och Finansinspektions rådande praxis att säkerställa en betryggande tillsyn.⁵⁷

⁵⁴ Se första och andra strecksatsen i artikel 1 (2) i ucitsdirektivet.

⁵⁵ Prop. 1992/93:90, s. 69.

⁵⁶ Prop. 1992/93:90, s. 69.

⁵⁷ Jfr också punkten 6 i ingressen till direktivet med ändring av ucitsdirektivet vad gäller fondföretags investeringar (2001/108/EG).

En tredje förutsättning är att dessa nationella fonder är underkastade regler som ger andelsägarna ett skydd som är likvärdigt med det som ges andelsägare i en värdepappersfond. Ucitsdirektivet anger särskilt att krav bör ställas på att tillgångarna i den nationella fonden hålls avskilda och att reglerna för ut- och inlåning och försäljning av värdepapper utan täckning är likvärdiga de som återfinns i ucitsdirektivet. Denna bestämmelse synes rikta sig mot såväl svenska specialfonder som europeiska nationella fonder och utomeuropeiska fonder. Regelverket för dessa måste alltså vara likvärdigt med ucitsdirektivets regler.

För de flesta svenska specialfonder utgör troligtvis detta krav inte något problem eftersom grundskyddet för investerare i sådana fonder motsvarar det som gäller för värdepappersfonder. Tillgångarna i en specialfond skall t.ex. som för en värdepappersfond hållas åtskilda från fondförvaltarens tillgångar genom förvaringsinstitut. Däremot kan en specialfonds placeringsbestämmelser innehålla sådana undantag från vad som gäller för en värdepappersfond att Finansinspektionen kan finna förutsättningarna inte vara uppfyllda. För utländska fondföretag kan inspektionen emellertid tvingas till en mer fristående bedömning.

För det fjärde måste fondens verksamhet redovisas i halvårliga och årliga rapporter på ett sätt som möjliggör att bedöma tillgångarna och ansvarsfrågor, avkastning och händelser under den aktuella perioden. Även denna regel riktar sig mot alla nationella fonder oavsett var i världen de är registrerade. Det är fråga om krav på en tillräcklig information.

För det femte får den fond som en värdepappersfond vill köpa andelar i, i sin tur inte investera mer än 10 procent av sina tillgångar i andra fonder. Denna bestämmelse avser att förbjuda fondandelsfonder som investerar i andra fondandelsfonder.

8.7.2 Begränsningsregler

Utredningens förslag: En värdepappersfond får inte investera mer än 20 procent av fondens värde i en och samma fond eller fondföretag. En värdepappersfond får vidare inte investera mer än 30 procent av fondens värde i specialfonder och utländska nationella fonder och fondföretag.

Skälen för förslaget: Som för andra tillgångsslag ställer ucitsdirektivet upp vissa riskspridningsregler för investeringar i andra fonder.⁵⁸ I ucitsdirektivet anges att en värdepappersfond inte får investera mer än 10 procent av sina tillgångar i andelar i en och samma fond. Direktivet möjliggör dock för varje medlemsstat att höja denna gräns till 20 procent. Utredningen föreslår att dessa regler genomförs.

De fonder som kan komma ifråga för värdepappersfonders placeringar är, som angetts i förra avsnittet, underkastade regler som avser att tillförsäkra andelsägarna ett grundskydd. Därtill kommer att även dessa fonder måste tillämpa principen om riskspridning. Mot den bakgrunden saknas därför skäl att ha allt för stränga riskspridningsregler. Utredningen förordar därför 20 procentgränsen.

Det finns därtill en bestämmelse i ucitsdirektivet som ytterligare förstärker skyddet för andelsägarna; nämligen begränsningen att investera i andra fonder än värdepappersfonder och som innebär att en värdepappersfond inte får ha mer än 30 procent av sina tillgångar i andelar i nationella fonder.⁵⁹

8.7.3 Den andra fondens innehav påverkar inte värdepappersfonden

Utredningens förslag: En värdepappersfond får förvärva andelar i en annan fond även om den fondens innehav tillsammans med värdepappersfondens innehav skulle överstiga de allmänna begränsningsregler som gäller för exponeringar mot en enskild emittent eller koncernbolag.

Utredningens förslag: En fråga som behandlas särskilt i ucitsdirektivet är om man skall slå ihop värdepappersfondens innehav mot en enskild emittent med de innehav som en annan fond har mot samme emittent. Direktivet ger därvid medlemsstaterna rätten att medge att värdet av fondernas tillgångar inte behöver rymmas inom de gränser som anges i artikel 22.⁶⁰

⁵⁸ Artikel 24.1 i ucitsdirektivet.

⁵⁹ Artikel 24.2 första stycket i ucitsdirektivet.

⁶⁰ Artikel 24.2 andra stycket i ucitsdirektivet.

För fondandelsfonder som investerar endast i andra värdepappersfonder torde det sammanlagda innehavet med automatik alltid hålla sig inom dessa ramar (med undantag för indexfonder). Men om fondandelsfonden utnyttjar möjligheten att investera upp till 30 procent av fondens tillgångar i nationella fonder kan dessa gränser komma att överskridas. Detsamma gäller sådana fonder som väljer att investera i såväl enskilda värdepapper som i andra fonder. Då kan fondens sammanlagda innehav av enskilda värdepapper tillsammans med andra fonders innehav av samma värdepapper komma att överstiga de allmänna begränsningarna. En värdepappersfond som t.ex. har placerat 10 procent av sitt värde i en enskild aktie skulle därmed vara förhindrad att förvärva andelar i fonder som har ett även så litet innehav av samma aktie.

Om andra fonders innehav skall beaktas vid bedömningen om en värdepappersfond håller sig inom ramarna för t.ex. 5 procentsregeln, måste fondförvaltaren vid varje tidpunkt ha uppgifter om den andra fondens innehav. Sådan information lämnas oftast inte ut förrän i efterhand och i samband med de periodiska redovisningarna. Utredningen finner det därför rimligt att tillåta värdepappersfonder att förvärva andelar i andra fonder även om det sammanlagda innehavet av ett enskilt värdepapper därmed skulle gå över de begränsningsregler som annars gäller.

8.7.4 Förbud mot vissa avgifter vid investeringar i närstående fonder

Utredningens förslag: Om en värdepappersfond investerar i andelar i andra fonder eller fondföretag som förvaltas, direkt eller genom uppdrag, av samma fondförvaltare eller någon annan förvaltare som direkt eller indirekt har samma ledning eller ägare, får inte förvaltaren ta ut någon avgift för förvärv eller inlösen av andelarna. Tillståndskravet och förbudet mot att debitera förvaltningsavgifter tas bort.

Skälen för förslaget: Särskilda problem uppstår när en förvaltare för en värdepappersfond väljer att investera fondens medel i en annan fond som denne eller någon närstående förvaltar. Här kan intressekonflikter uppstå och risken för dubbla avgifter är stor. I 22 § lagen om värdepappersfonder, som motsvaras av den tidigare gällande

artikel 24 i ucitsdirektivet, anges för sådana situationer att sådana närstående andelar får innehas endast efter tillstånd av Finansinspektionen. I sådana fall får förvaltaren inte heller ta ut någon avgift för förvärv, förvaltning eller inlösen av andelarna.

Den tidigare artikel 24 i ucitsdirektivet ersätts nu med en ny, mer liberal bestämmelse. I artikel 24.3 i ucitsdirektivet finns numera inte längre något krav på tillstånd från tillsynsmyndigheten. Dessutom mildras förbudet mot att ta ut avgifter. Enligt den tidigare skrivningen fick en fondförvaltare i dessa närstående fall "inte debitera några avgifter eller kostnader för transaktionen". Detta överfördes till lagen om värdepappersfonder såsom ett förbud för förvaltaren att ta ut någon "avgift för förvärv, förvaltning eller inlösen av andelarna". Enligt den nya bestämmelsen i artikel 24.3 första stycket får fondförvaltaren "inte debitera några avgifter för teckning eller inlösen" för fondandelarna. Följaktligen är förbudet mot att ta ut en förvaltningsavgift borttaget. I stället införs ett generellt informationskrav angående förvaltningsavgiften (se närmare i närmast kommande avsnitt).

Dessa nya bestämmelser i ucitsdirektivet riskerar att medföra ett överuttag av avgifter. Den förvaltningsavgift som tas ut bör reflektera de kostnader som är förknippade med förvaltningen av fondandelsfonden. Många gånger är dessa lägre än vid traditionell värdepappersförvaltning, särskilt om fondandelsfonden investerar endast i närstående fonder. Någon djupare analys av de fonder som är föremål för investeringar fordras knappast i sådana fall. De kostnader som uppstår torde närmast vara av administrativ art. Det är rimligt att förvaltaren av en fondandelsfond får ta ut avgift för de kostnader som är hänförliga till verksamheten. På så sätt vältras kostnaderna över på "rätt" andelsägare. Om förbudet kvarstod skulle kostnaderna i en fondandelsfond för t.ex. tryckning och utskick av årsredovisningar bäras av fondbolaget, som i sin tur skulle kompensera sig genom de avgifter som tas ut i de underliggande fonderna.

Utredningen föreslår därför att dessa förändringar införs i den föreslagna lagen. Finansinspektionen bör dock i sin tillsyn vara särskilt uppmärksam på avgiftssättningen i denna typ av fonder.

8.7.5 Särskild information om förvaltningsavgifterna

Utredningens förslag: En värdepappersfond som investerar en betydande del av sina tillgångar i andra fonder eller fondföretag skall i sina fondbestämmelser och i sin informationsbroschyr ange hur hög förvaltningsavgiften maximalt kan bli.

Skälen för förslaget: Vid sidan av det förbud att ta ut vissa avgifter som redovisats i föregående avsnitt, finns numera i ucitsdirektivet en allmän regel om hur förvaltningsavgifterna skall redovisas.⁶¹ Utredningen förslår att en motsvarande bestämmelse införs i svensk rätt.

Regeln skall tillämpas av de fonder som investerar en *betydande* del av sina tillgångar i andra fonder. Ucitsdirektivet anger inte några procentsatser och det finns en risk för att olika tillsynsmyndigheter i Europa lägger sig på olika nivåer. Det är möjligt att en fast procentsats är onödig. Tids nog lär emellertid en enhetlig praxis utvecklas. Att notera är dock att direktivtexten inte ger stöd för att regeln skall tillämpas endast på fondandelsfonder (dvs. sådana värdepappersfonder som uteslutande investerar i andra fonder). En rimlig riktgräns torde i stället vara att information skall lämnas om investeringar i fondandelar överstiger 10 procent av fondens tillgångar. Som nämnts i avsnitt 8.7.1 ovan får en värdepappersfond nämligen inte investera i andra fonder som i sin tur får investera mer än 10 procent av sina tillgångar i andra fonder. Investerar en värdepappersfond i fondandelar i mindre omfattning än så tyder det på att den typen av investeringar endast utgör ett komplement till fondens övriga placeringar.

Om en fond således investerar en betydande del av sina tillgångar i andra fonder skall det i informationsbroschyren anges *maximinivån* för de förvaltningskostnader som *kan* debiteras av värdepappersfonden själv och de andra fonder i vilka värdepappersfonden har för avsikt att investera. Det framgår inte av direktivtexten hur denna uppgift skall se ut. Klart är att det är en prognos eller utfästelse för framtiden och inte en uppgift om hur stora avgifter som har debiterats.⁶² En möjlighet är att maximinivån

⁶¹ Artikel 24.3 andra stycket i ucitsdirektivet.

⁶² Enligt nuvarande 27 a § i lagen om värdepappersfonder skall fondbolaget varje år skriftligen informera andelsägare om hur stort belopp av de totala kostnaderna som *belastat* (förfluten tid, utredningens anm.) fonden under året som hänför sig till andelsinnehavet.

anges i en procentsats, vilket ansluter till det sätt på vilket förvaltningsavgifter normalt anges. En annan möjlighet är att maximinivån skall anges i kronor; i nästa mening i direktivet, vilken behandlas nedan, anges nämligen uttryckligen ”maximal procentsats”. Det förefaller emellertid inte lämpligt att i lagtexten låsa sig för en modell. Finansinspektionen bör lämpligen införa kompletterande regler i sina föreskrifter.⁶³

Som ytterligare information, i fall där en fond investerar en betydande del av sina tillgångar i andra fonder, skall fondbolaget i sin årsberättelse för fonden uppge en maximal procentsats för de förvaltningskostnader som debiteras både värdepappersfonden själv och de fonder i vilka den investerar.

8.8 Begränsningar för olika kombinerade investeringar

Utredningens förslag: I en värdepappersfond får inte investeringar med stöd av 5 och 10 procentsregeln för överlåtbara värdepapper och penningmarknadsinstrument, investeringar i insättningar hos kreditinstitut och exponeringar i OTC-derivat tillsammans mot ett eller flera bolag i samma koncern överstiga 20 procent av fondens värde.

I en värdepappersfond får vidare aldrig investeringar i överlåtbara värdepapper och penningmarknadsinstrument, investeringar i insättningar hos kreditinstitut och exponeringar i derivat sammantaget mot ett eller flera bolag i samma koncern överstiga 35 procent av fondens värde.

Skälen för förslaget: Tidigare i detta kapitel har redogjorts för de riskspridningsregler eller begränsningar som gäller investeringar i överlåtbara värdepapper och penningmarknadsinstrument (avsnitt 8.3.4), insättningar hos kreditinstitut (avsnitt 8.5), derivat (avsnitt 8.6.3) och fondandelar (8.7.2). I och med de utökade möjligheterna att investera i olika tillgångsslag uppkommer dock risken att en värdepappersfond vid en kombination av olika investeringar tillsammans får en högre riskexponering än vad som

⁶³ Jfr 7 kap. 1 § punkten 16 i Finansinspektionens föreskrifter (FFFS 1997:11) om värdepappersfonder. Där anges att fondens informationsbroschyr skall innehålla uppgift om högsta storlek på avgift, angiven som en årlig procentuell andel av fondens värde, som fondbolaget får ta ut av fonden för att täcka kostnaderna för förvaring och förvaltning. Jfr också samma paragraf, punkten 24.

egentligen avses enligt respektive begränsningsregler. I syfte att begränsa den sammanlagda exponeringen mot en enskild emittent/kreditinstitut/motpart anger ucitsdirektivet särskilda begränsningsregler som beaktar investeringar i olika tillgångsslag.⁶⁴ Utredningen föreslår att dessa regler införs i lagen.

För det första får en värdepappersfond inte kombinera investeringar i överlåtbara värdepapper eller penningmarknadsinstrument som placeras med stöd av 5 eller 10 procentsregeln (den förslagna 5 kap. 5 § punkterna 1 och 2), inlåning hos kreditinstitut och exponeringar från transaktioner med OTC-derivat så att dessa investeringar tillsammans hos ett eller flera bolag i samma koncern överstiger 20 procent av fondens tillgångar.⁶⁵

För det andra får en fond aldrig kombinera investeringar i överlåtbara värdepapper eller penningmarknadsinstrument, inlåning hos kreditinstitut och exponeringar från transaktioner med derivat så att dessa investeringar tillsammans hos ett eller flera bolag i samma koncern överstiger 35 procent av fondens tillgångar. Härvid inkluderas således även 25 procentsregeln och 35 procentsregeln i förslagna 5 kap. 5 § punkterna 3 och 4 men också även andra derivat än OTC-derivat.

8.9 Åtgärder för att effektivisera förvaltningen

Utredningens förslag: Ett fondbolag får för en värdepappersfond handla med derivatinstrument som hänför sig till överlåtbara värdepapper och penningmarknadsinstrument i syfte att effektivisera förvaltningen av fondens tillgångar eller att skydda fondens tillgångar mot valutakursförluster eller andra risker. Om fondbolaget i detta syfte använder sig av derivatinstrument, gäller de bestämmelser i lagen som rör investeringar i derivatinstrument.

Finansinspektionen skall ange de närmare villkoren för sådana åtgärder som avser att effektivisera förvaltningen.

Skälen för förslaget: Vid sidan av investeringar i olika tillgångsslag och innehav av de kontanta medel som behövs i fondverksamheten

⁶⁴ Artikel 22.2 andra stycket och artikel 22.5 andra stycket i ucitsdirektivet.

⁶⁵ I artikeltexten används termen "organ" som skall tolkas som alla de bolag som ingår i samma koncern, se avsnitt 8.3.4.

tillåter ucitsdirektivet att medlemsstaterna får ge en fondförvaltare tillstånd att för en fonds räkning använda sig av vissa åtgärder i syfte att effektivisera förvaltningen. Tidigare fick derivatinstrument användas endast i detta syfte. I och med att fonder numera har möjlighet att investera i derivat, måste den tidigare bestämmelsen om åtgärder för en effektiv förvaltning modifieras.⁶⁶

Det kan finnas skäl för en fondförvaltare att, trots att fonden inte enligt sin placeringsinriktning skall investera i derivatinstrument, ändå använda sig av derivat. Det kan t.ex. vara för att skydda en investering eller att gardera sig för valutakursförändringar. Den möjligheten bör därför finnas kvar för fondbolagen. En ändring i artikeltexten måste dock diskuteras särskilt. I den äldre lydelsen av artikel 21 angavs särskilt att derivatinstrument fick användas i syfte att skydda fondens tillgångar mot valutakursförluster och andra risker. Den bestämmelsen är dock borttagen i den nya lydelsen. Det förefaller orimligt att detta skulle medföra att fondbolag numera inte får skydda sig mot t.ex. valutakursförluster. En möjlig och lämplig tolkning är i stället att detta har inordnats under fondbolagets möjligheter att "effektivisera förvaltningen". Utredningen tolkar bestämmelsen så och finner därför att lagtexten i dess äldre lydelse kan föras över till den nya fondlagstiftningen.

Om en fondfondförvaltare använder sig av derivatinstrument i syfte att effektivisera förvaltningen skall emellertid de bestämmelser som gäller för investeringar i derivat gälla. Under inga omständigheter får en fondförvaltares åtgärd för att effektivisera förvaltningen leda till att värdepappersfonden avviker från sina investeringsmål såsom de fastställts i fondbestämmelserna.

Utredningen finner lämpligt att i enlighet med den nya lydelsen av artikel 21.2 i ucitsdirektivet ge Finansinspektionen bemyndigande att i föreskrifter, som idag, närmare ange vilken teknik och vilka instrument som kan komma ifråga och under vilka villkor och gränser dessa får användas.

⁶⁶ Tidigare gällande artikel 21 i ucitsdirektivet, vilken motsvarar 25 § lagen om värdepappersfonder, har ändrats. Den nya bestämmelsen har intagits i nämnda artikels andra och tredje stycke.

8.10 Om belåning och blankning

Utredningens förslag: Förbudet mot s.k. oäkta blankning utökas till att gälla överlåtbara värdepapper, penningmarknadsinstrument, derivatinstrument och fondandelar.

Skälen för förslaget: Enligt nuvarande regler får ett fondbolag i fondverksamheten inte ta upp eller bevilja penninglån eller gå i borgen (13 § lagen om värdepappersfonder och artikel 41 i ucitsdirektivet). Fondbolaget får däremot ta kortfristiga lån till ett belopp som motsvarar högst 10 procent av fondens värde.

Det stadgas dock uttryckligt i artikel 41.2 i ucitsdirektivet att detta förbud inte förhindrar fondbolag att, för en fonds räkning, förvärva överlåtbara värdepapper som inte är till fullo betalda. Den bestämmelsen utvidgas nu till att även omfatta penningmarknadsinstrument och andra finansiella instrument som en fond får investera i (med det kanske självklara undantaget för inlåning hos kreditinstitut).

Regeln infördes för att undvika missförstånd. När en affär genomförs åtar sig fondbolaget att för fondens räkning betala de förvärvade värdepappren vid avräkningstidpunkten. Vid en strikt tolkning av förbudet mot penninglån skulle även ett sådant åtagande kunna inbegripas. Det var inte meningen.⁶⁷ Någon motsvarande bestämmelse står inte att finna i nuvarande fondlagstiftning och har heller inte diskuterats närmare i motiven. Utredningen finner inte skäl att nu inta en motsvarande bestämmelse. En sådan strikt tolkning som anförts faller nämligen enligt utredningen på sin orimlighet. Någon ändring i lagstiftningen erfordras därför inte.

Ett fondbolag får idag inte använda sig av s.k. oäkta blankning, med vilket menas att fondbolaget inte får sälja värdepapper som fonden inte förfogar över (13 § lagen om värdepappersfonder och artikel 42). Däremot är det tillåtet med s.k. äkta blankning. Om fondbolaget för en fonds räkning lånar in värdepapper, kan dessa också säljas. Förbudet mot oäkta blankning utökas nu i ucitsdirektivet till att avse blankning av överlåtbara värdepapper, penningmarknadsinstrument och övriga finansiella instrument som

⁶⁷ Towards a European market for the Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities, Commentary on the provisions of Council Directive 85/611/EEC of 20 December 1985, s. 84.

en fond får investera i (med det kanske självklara undantaget för insättningar hos kreditinstitut). Detta förbud bör även återfinnas i den svenska fondlagstiftningen.

8.11 Information om fondens placeringsinriktning m.m.

Utredningens förslag: Fondbolaget skall i informationsbroschyren ange

- i vilka tillgångsslag fonden får placera sina medel,
- om fonden får placera sina medel i derivatinstrument och i så fall i vilket syfte och hur det möjliga resultatet av användningen av derivatinstrument kan påverka riskprofilen i fonden.

Fondbolaget skall också i informationsbroschyren och i allt övrigt reklammaterial, på framträdande plats, särskilt ange

- fondens placeringsinriktning, om fonden investerar i andra tillgångar än överlåtbara värdepapper och penningmarknadsinstrument eller fonden är en indexfond,
- om fonden tenderar att ha hög volatilitet på grund av portföljens sammansättning och förvaltningsmetoderna.

Fondbolaget skall, på begäran av en investerare, lämna kompletterande information om riskhanteringen för fonden, inkluderande de kvantitativa gränser som gäller, de metoder som har valts samt den senaste utvecklingen av riskerna med och avkastningen från de viktigaste kategorierna av instrument.

Skälen för förslaget: Som ett ytterligare skydd för investerarna i en fond och med hänsyn till de utökade möjligheterna för en fond att investera i olika finansiella tillgångar, införs en ny bestämmelse i ucitsdirektivet som föreskriver viss information om fondens investeringar, riskprofil och då särskilt om fonden investerar i derivatinstrument.⁶⁸ Det är fråga om information som skall tas in i fondens informationsbroschyr. Vidare skall fondbolag i såväl informationsbroschyren som i allt övrigt reklammaterial, på framträdande plats, ange fondens investeringsinriktning, om fonden huvudsakligen investerar i andra tillgångar än överlåtbara värde-

⁶⁸ Artikel 24a i ucitsdirektivet.

papper och penningmarknadsinstrument. Det är t.ex. fråga om derivatfonder, fondandelsfonder och kontantfonder. Vidare skall sådan uppgift lämnas för indexfonder. Dessa bestämmelser föreslås införas i den föreslagna lagen.

På samma sätt skall fondbolaget i informationsbroschyren och i allt övrigt reklammaterial, på framträdande plats, ange om fondens nettovärde tenderar att ha hög volatilitet på grund av portföljens sammansättning och förvaltningsmetoderna. Hur detta skall ske bör närmare övervägas inom ramen för Finansinspektionens tillsyn och Konsumentverkets verksamhet.

Vidare skall fondbolaget, på begäran av en investerare, tillhandahålla kompletterande information om de kvantitativa gränser som gäller för fondens riskhantering, de metoder som har valts för riskhanteringen och den senaste utvecklingen av riskerna med och avkastningen från de viktigaste kategorierna av instrument.

8.12 Maktbegränsningsregler m.m.

8.12.1 Regler för aktier utan rösträtt m.fl. finansiella instrument

Utredningens förslag: En värdepappersfonds möjligheter att förvärva en allt för stor del av de finansiella instrument som utgivits av en enskild emittent begränsas i enlighet med ucitsdirektivets bestämmelser. För aktier utan rösträtt, vissa obligationer och andra skuldförbindelser samt vissa penningmarknadsinstrument gäller en 10 procentspärr och för fondandelar en 25 procentgräns.

Dessa begränsningar gäller emellertid inte vid tiden för förvärvet av obligationer och andra skuldförbindelser, penningmarknadsinstrument och fondandelar om det då inte går att beräkna bruttomängden av skuldförbindelserna eller av penningmarknadsinstrumenten eller nettomängden av de värdepapper som är föremål för emission.

Skälen för förslaget: I artikel 25 i ucitsdirektivet finns bestämmelser som tar sikte på att begränsa att en fond inte kommer att äga en allt för stor del av de värdepapper m.m. som utfärdats av en emittent. För aktier finns t.ex. en röstbegränsningsregel åsyftad att förhindra

att en fond får ett väsentligt inflytande över ledningen hos en emittent. Den bestämmelsen behandlas i nästa avsnitt. För andra finansiella instrument finns uttryckliga procentsatser vilka behandlas här.

För investeringar i andelar i andra fonder gällde tidigare att en värdepappersfond inte fick förvärva mer än 10 procent av andelarna i en annan fond. Den gränsen höjs nu till 25 procent.⁶⁹ För investeringar i penningmarknadsinstrument gäller nu att en värdepappersfond inte får förvärva mer än 10 procent av de penningmarknadsinstrument som emitterats av ett och samma organ.⁷⁰ Undantag görs, som för obligationer och andra skuldförbindelser, för instrument som är utfärdade eller garanterade av en stat, en kommun eller en statlig eller kommunal myndighet i ett land inom EES eller av något allmänt internationellt organ i vilket ett eller flera länder inom EES är medlemmar. Dessa regler föreslås införas.

Vid tidpunkten för förvärvet kan det vara omöjligt för fondbolaget att beräkna om en investering håller sig inom de angivna begränsningarna. I ucitsdirektivet finns en bestämmelse som ger undantag från begränsningarna i sådana fall.⁷¹ Den bestämmelsen synes inte ha införts i svensk rätt, men kan ha praktisk betydelse, varför den nu föreslås bli införd.

8.12.2 Regler för aktier med rösträtt

Utredningens förslag: Ett fondbolag får inte för en värdepappersfonds räkning förvärva aktier med sådan rösträtt som gör det möjligt för fondbolaget att utöva ett väsentligt inflytande över ledningen hos ett aktiebolag. Om ett fondbolag förvaltar fler värdepappersfonder och specialfonder gäller bestämmelsen det sammanlagda aktieinnehavet i fonderna.

Fondbolaget skall i sina fondbestämmelser redovisa hur bolaget avser att agera i ägarfrågor.

Skälen för förslaget: I likhet med vad som gäller för andra finansiella instrument finns en bestämmelse i ucitsdirektivet som förhindrar

⁶⁹ Artikel 25.2 i ucitsdirektivet.

⁷⁰ När artikeltexten hänvisar till samma organ synes här inte menas detsamma som i artikel 22. Någon hänvisning till koncernförhållanden görs nämligen inte i den artikeln. Jfr avsnitt 8.3.4.

⁷¹ Artikel 25.2 och artikel 25.3 (a) – (c) i ucitsdirektivet.

att en värdepappersfond förvärvar allt för stor del av en emittents samlade aktier med rösträtt. I direktivtexten beskrivs förbudet på så sätt att en fond inte får förvärva aktier med sådan rösträtt som skulle göra det möjligt för bolaget att *utöva ett väsentligt inflytande* över ledningen hos en emittent.⁷²

I den svenska fondlagstiftningen har en motsvarande bestämmelse funnits sedan 1974 års aktiefondslag. Den svenska bestämmelsen skiljer sig dock från ucitsdirektivets genom att inte hänvisa till ett väsentligt inflytande, utan i stället ange en procentuell gräns om maximalt 5 procent av röstvärdet för samtliga av en emittents utfärdade aktier (i fortsättningen femprocentsregeln).

Den svenska regeln har varit föremål för omfattande diskussion i tidigare förarbeten och har vid upprepade tillfällen kritiserats bl.a. för att gå längre än vad ucitsdirektivet gör. Fondbolagens Förening har t.ex. i en skrivelse ingiven till utredningen den 15 december 2000, uttryckt sitt önskemål att femprocentsregeln skall ändras mot bakgrund av de förändringar som genomförts för försäkringsbolagen.

När paragrafen infördes i svensk rätt genom 1974 års aktiefondslag sa man, att en begränsningsregel om 5 procent borde införas för att hindra en från samhällssynpunkt mindre önskvärd maktkoncentration inom näringslivet.⁷³ Vidare anfördes att en sådan regel också kunde bidra till riskfördelningen inom fonden.⁷⁴ Vid införandet av 1991 års lag om värdepappersfonder behölls gränsen i syfte att begränsa en fonds möjligheter att skaffa sig kontroll över ett enskilt företag. Flera remissinstanser kritiserade dock femprocentsregeln eftersom den ansågs vara väsentligt strängare än vad ucitsdirektivet ger uttryck för.⁷⁵

I Storbritannien gäller för *Securities funds* att en fond inte får inneha mer än 10 procent av de aktier som har full rösträtt i ett bolag och inte heller mer än 10 procent av de aktier med begränsad rösträtt.⁷⁶ Även i Tyskland tillämpas en 10 procentregel.⁷⁷ I Danmark finns en bestämmelse som ger en *investeringsforening* rätt att äga upp till 15 procent av aktierna i ett aktiebolag, dock att *investeringsforeningen* inte får äga aktier i ett *enkelt aktieselskab* i

⁷² Artikel 25.1 i ucitsdirektivet.

⁷³ Prop. 1974:128, s. 123.

⁷⁴ Prop. 1974:128, s. 124.

⁷⁵ Prop. 1989/90:153, s. 67.

⁷⁶ Se bestämmelsen i 5.14 i The Financial Services (Regulated Schemes) Regulations 1991.

⁷⁷ Section 8a (3) Investment Companies Act (engelsk översättning av Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften, KAGG).

sådan omfattning att investeringsforeningen får möjlighet att utöva ett betydande inflytande över aktiebolaget.⁷⁸ I Finland stadgas att en *placeringsfond* får investera i aktier i ett och samma aktiebolag högst till ett belopp som motsvarar en tiondel av bolagets aktiekapital och en tjugondel av det röstetal som samtliga aktier medför.⁷⁹ I Norge ändrade man nyligen sin röstbegränsningsregel från 5 procent till 10 procent med hänvisning till att den högre gränsen i tillräcklig grad tillvaratar de begränsningar som fordras enligt EES-avtalet.⁸⁰

Regeln i ucitsdirektivet är från 1985 och grundar sig, i likhet med femprocentsregeln i 1974 års aktiefondslag, bl.a. på tidigare riktlinjer från OECD. I direktivet valde man emellertid att inte ange någon procentsats utan hänvisade som nämnts till ett väsentligt inflytande. Den praxis som utvecklats i de olika medlemsstaterna syntes inte kunna sammanfattas på ett bättre sätt, även om artikeltexten gav uttryck för förhoppningen om en framtida samordning (artikel 25.1 andra stycket i ucitsdirektivet). Bestämmelsen synes emellertid ha tillkommit främst som ett komplement till de övriga riskspridningsreglerna och mindre för att förhindra en oönskad maktkoncentration. Tanken var den att en fond skulle få en olycklig riskexponering om den, väl inom de allmänna begränsningsreglerna, ägde ett mindre aktiebolag till 100 procent. Denna exponering skulle inte ligga i andelsägarnas intresse.⁸¹

Femprocentsregeln kan således sammanfattas ha två syften, dels att verka maktbegränsande, dels för att skapa en god riskspridning.

Det har dock hävdats att regeln styr investeringar mot större företag. Sådana tankegångar luftades redan i förarbetena till 1974 års aktiefondslag. Det fanns en risk, ansåg man, att bestämmelsen kunde försvåra möjligheterna för en fond att genom aktieförvärv delta i mindre och medelstora företags finansiering. Den åsikten fick emellertid inte gehör hos lagstiftaren eftersom "[m]öjligheterna att genom aktiefondsverksamhet bidra till finansieringen av mindre företag torde i praktiken komma att bli begränsade, eftersom normalt endast börsnoterade aktier kommer att ingå i aktiefonder".⁸²

⁷⁸ § 62 i lov om investeringsforeninger og specialforeninger (LBK nr. 158 af 07/03/2001).

⁷⁹ 73 § lagen om placeringsfonder, nr 48/1999, given i Helsingfors den 29 januari 1999.

⁸⁰ Kapitel 4.4 i Ot.prp. nr. 98, lov om endringer i lov 12. juni 1981 nr. 52 om verdipapirfond mv.

⁸¹ Towards a European Market for the Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities. Commentary on the provisions of Council Directive 85/611/EEC of 20 December 1985. Commission of the European Communities, s. 59 ff.

⁸² Prop. 1974:128, s. 124.

Det svaret har emellertid mindre bärkraft idag, när aktier i mindre och medelstora företag kan noteras t.ex. på OM Stockholmsbörsens O-lista eller på en av de svenska auktoriserade marknadsplatserna. För notering på O-listan krävs viss spridning (minst 300 aktieägare som vardera äger aktier motsvarande minst en handelspost om ett kvarts basbelopp och minst 10 procent av aktierna och 10 procent av rösterna i allmän ägo). Däremot finns inte något krav på ett minsta börsvärde, som för notering på A-listan (där fordras ett börsvärde på minst 300 miljoner kr), utan endast att bolaget skall ha tillräckliga finansiella resurser för att ha säkerställt en överblickbar framtid.⁸³ För den auktoriserade marknadsplatsen AktieTorget fordras för anslutning att bolaget har ett eget kapital som uppgår till minst två miljoner kronor och därtill vissa spridningskrav.

Att femprocentsregeln motverkar investeringar i mindre och medelstora företag är en tankegång som framförs även idag.⁸⁴ Resonemanget bygger på ekonomiska överväganden och beteenden som kan ge olyckliga effekter. Detta gäller särskilt stora fonder. Femprocentsregeln gör att varje investering i ett litet företag kan motsvara endast en mycket liten andel av fondens värde. Detta medför att det krävs ett stort antal olika aktieslag innan portföljen är fullinvesterad, om fonden väljer att investera enbart i småbolag.⁸⁵ Om fonden i stället väljer att placera i aktier i stora företag räcker det att fonden placerar i ett mindre antal företag. Detta skulle medföra stordriftsfördelar som i sin tur ger drivkrafter i riktning mot fonder som investerar endast i stora företag.⁸⁶ Effekten skulle med detta resonemang bli att de större företagen får en högre värdering på grund av fondernas intresse. Konsekvensen av detta skulle i sin tur vara att de övervärderade företagen får incitament att med egna aktier som betalning förvärvar relativt undervärderade företag.⁸⁷ Detta bidrar till att öka koncentrationen inom ekonomin. En lösning skulle då kunna vara att luckra upp femprocentsregeln.⁸⁸

⁸³ Enligt OM Stockholmsbörsen AB:s Börsregler 2001, kapitel 3.

⁸⁴ Se Pålsson, Anne-Marie, *Fondlagen, fondbolagen som finansiell aktör och ekonomisk effektivitet*, Report no. 16, 2000, Reports from the Personal Finance and Family Business Research Program, Institute of Economic Research, Lunds universitet. Pålssons rapport tar emellertid upp inte enbart femprocentsregelns inverkan utan även andra bestämmelser i fondlagstiftningen.

⁸⁵ Pålsson, a.a., s. 6.

⁸⁶ Pålsson, a.a., s. 7.

⁸⁷ Pålsson, a.a., s. 11.

⁸⁸ Pålsson, a.a., s. 13.

Inom försäkringsområdet har en liknande begränsningsregel funnits. Försäkringsbolag hade inte tillåtelse att äga aktier motsvarande mer än 5 procent av rösterna i ett allmänt aktiebolag. Regeln togs bort i den svenska lagstiftningen efter det att EG-domstolen konstaterat att den strider mot EG:s försäkringsdirektiv avseende försäkringsföretagens investeringar av s.k. fria medel.⁸⁹ En femprocentsregel som bara avser de medel som omfattas av försäkringsbolagens placeringsregler (skuldtäckningsmedel) ansågs inte ha någon effekt och därför inte heller lämplig att införa. Någon ny begränsning har således inte angivits; de allmänna principerna om finansiell stabilitet och andra placeringsregler som finns på försäkringsområdet anses vara tillräckliga. I de principerna ingår t.ex. att bolagen måste ha tillräcklig likviditet. Det konstaterades också i propositionen till lagändringen att regeringens förslag också underlättar riskkapitalförsörjningen eftersom möjligheten att investera i små och medelstora tillväxtföretag förbättras.

Regler som begränsar inflytande finns också för AP-fonderna. Första – Fjärde AP-fonderna får äga högst 10 procent av rösterna i ett enskilt börsnoterat bolag. I onoterade riskkapitalbolag får de däremot äga högst 30 procent. Sjätte AP-fonden har en annan placeringsinriktning som innebär att de är mer fokuserade på små och medelstora företag. De får äga upp till 30 procent av kapitalet och/eller rösterna i ett enskilt företag.

Det finns således goda skäl att överväga en ändring av femprocentsregeln, med beaktande av en direktivkonform reglering och med hänsyn till många länders motsvarande bestämmelser. Det är förenligt med fondernas inriktning på förvaltning av kapital och det allmänna kravet på riskspridning att begränsa fondernas innehav i enskilda företag. Däremot är det tveksamt att ange en specifik gräns för när ägandet kan anses vara för stort. En sådan reglering är godtycklig eftersom den inte tar hänsyn till hur ägarstrukturen ser ut i det enskilda företaget. Även ägarandelar under 5 procent kan ge upphov till ett ägarengagemang beroende på hur ägarstrukturen ser ut i företaget. I stället bör de allmänna principerna bakom regeln och ucitsdirektivets allmänna bestämmelse vara tillräckliga för att begränsa fondernas inflytande i olika företag. Finansinspektionen har – liksom på försäkringssidan – också möjlighet att ingripa om fonderna inte agerar sunt i dessa frågor. Ett riktmärke för inspektionens praxis kan då förslagsvis vara den gräns på

⁸⁹ Prop. 1998/99:142, s.29.

10 procent som synes utvecklas till europeisk standard. Härvid kan inspektionens samarbete med sina motsvarigheter i Europa också ge ledning.

Den nu diskuterade begränsningsregeln omfattar alla de aktier som ägs av de fonder som förvaltas av samma fondbolag. Denna bestämmelse kan kritiseras från olika håll. Från ena hållet kan hävdas att regeln i onödan inskränker fondernas möjligheter att investera i aktier och att riskspridningen måste bedömas för varje fond för sig. Från det andra hållet kan påpekas att maktbegränsningen blir urvattnad eftersom intressenter kan bilda flera olika fondbolag och på så sätt kringgå regeln.⁹⁰

Utredningen finner dock inte skäl att ändra på den bestämmelsen. Riskspridning uppnås i varje fond och har inget direkt samband med innehavet i fondbolagets eller i koncernens, i vilken fondbolaget ingår, övriga förvaltade fonder. Möjligheten att på detta sätt begränsa koncerners (indirekta) makt är också att gå för långt. Varje fondbolag inom en koncern är en självständig juridisk person och ansvarar för att bestämmelserna i fondlagstiftningen följs. Det är således på fondbolaget ansvaret skall läggas t.ex. om andelsägarnas intressen inte tas tillvara.

Det är viktigt att fondandelsägarna får information om hur fondbolaget använder den rösträtt m.m. som kommer av ett innehav i en fond. Fondbolagens Förening rekommenderar t.ex. att fondbolagen skall ta sitt ägaransvar och redovisa sin ägarpolicy till andelsägarna.⁹¹ Enligt föreningens rekommendationer bör fondbolagen redovisa sin ägarpolicy i informationsbroschyren, årsrapporter och hemsidor. Utredningen föreslår att fondbolagen redovisar hur de avser att agera i ägarfrågor även i fondbestämmelserna. Hur fondbolaget agerar i ägarfrågor kan nämligen delvis jämföras med de ramar inom vilka fondbolaget placerar fondens medel.⁹²

⁹⁰ Se t.ex. Pålsson, a.a., s. 13 f.

⁹¹ Fondbolagen och ägarfrågor, rekommendation för fondbolagens ägarutövande, antagen av Fondbolagens Förenings styrelse 2002-02-13.

⁹² Se diskussionen i avsnitt 6.2.

8.13 Ansvar för förpliktelser i samband med placeringen av fondens tillgångar

Utredningens förslag: En värdepappersfond kan inte förvärva rättigheter. En värdepappersfond kan inte heller ikläda sig skyldigheter i större utsträckning än vad som framgår av bestämmelserna i den föreslagna lagen.

Fondbolaget får i fondverksamheten ställa egendom som ingår i en värdepappersfond till säkerhet för de förpliktelser som fondbolaget har ingått för fondens räkning.

Skälen för förslaget: De förslag som utredningen lägger fram i detta kapitel i syfte att genomföra de nya bestämmelserna i ucitsdirektivet föranleder överväganden avseende de förpliktelser som kan uppstå i samband med investeringar i en fond.

Allt sedan 1974 års aktiefondslag gäller att värdepappersfonden inte är en juridisk person även om den i vissa fall kan sägas ha ett eget gäldansvar.⁹³ Detta innebär att fonden inte kan förvärva rättigheter eller ikläda sig skyldigheter. Fonden kan inte heller föra talan inför domstol eller någon annan myndighet. Den nu gällande bestämmelsen återfinns i 8 § lagen om värdepappersfonder.

Den egendom som ingår i en värdepappersfond får vidare inte utmätas och en fond kan som en följd av detta inte försättas i konkurs. Att fonden skulle vara fri från utmätning var ett kontroversiellt förslag, men genomfördes med hänvisning till att fondverksamheten stod under tillsyn och till att det av ”verksamhetens art följer att andra än normala kortfristiga skulder i allmänhet inte uppkommer i någon större utsträckning”.⁹⁴ Regelverket gav därför enligt motiven en möjlighet till skydd inte bara för andelsägarna utan även för eventuella borgenärer med ford-ringsanspråk som avser egendom i fonden. Enligt 13 § första stycket lagen om värdepappersfonder får ett fondbolag inte för en fond ta upp (eller bevilja) penninglån och gå i borgen. Enligt andra stycket får dock fondbolaget i fondverksamheten ta kortfristiga lån till ett belopp som motsvarar 10 procent av fondens värde.

Dessa bestämmelser ger en konstruktion där fonden egentligen inte är någonting annat än en förmögenhetsmassa. Äganderätten

⁹³ Före 1974 års lag saknades uttryckliga lagregler och det rådde osäkerhet om hur de tidigare fonderna skulle bedömas. Se vidare i avsnitt 3.3.

⁹⁴ Prop. 1974:128, s. 111.

till förmögenheten tillkommer andelsägarna. Dessa svarar emellertid inte för förpliktelser som avser fonden. Avsikten var, enligt tidigare motivuttalanden, att säkerställa att fondförmögenheten var fristående från det förvaltande bolagets förmögenhet.⁹⁵ Samtidigt ville lagstiftaren inte göra fonden till ett självständigt rättssubjekt. Det var därför nödvändigt att klarlägga fondens ställning i fråga om bl.a. fondtillgångarnas avgränsning samt förhållandet till fondbolaget och till tredje man.⁹⁶

Den valda konstruktionen bygger således på att fonden (eller rättare sagt de tillgångar som är hänförliga till en fond) inte får tas i anspråk för fondandelsägarnas eller fondbolagets skulder. Fondandelsägarnas borgenärer har emellertid möjlighet att ta i anspråk fondandelarna. Fondbolagets fordringsägare kan inte begära betalning med fondens medel.

Den nuvarande lagregleringen besvarar dock inte frågan vem som svarar för förpliktelser som avser fonden. Enligt 12 § lagen om värdepappersfonder företräder fondbolaget andelsägarna i alla frågor som rör värdepappersfonden och handlar vid förvaltningen i eget namn med angivande av fondens beteckning. Skall då fondbolaget stå för förpliktelser som rör fonden?

Flera bestämmelser i lagen om värdepappersfonder och i ucitsdirektivet förutsätter att fondbolaget för fondens räkning ikläder sig skyldigheter. Denna skrivning antyder att fondbolaget ingår avtal för fondens räkning såsom fullmäktig för fonden. Fondbolaget skulle i så fall, enligt fullmaktsläran, inte bli bundet av ingångna avtal för fonden räkning. Ett fondbolag kan dock givetvis bli bundet av en rättshandling enligt sedvanliga avtalsrättsliga regler, om bolaget kan anses ha åtagit sig någon avtalsförpliktelse eller annars är att anse som avtalspart.

Mot detta kan invändas att några förpliktelser som rör en värdepappersfond inte kan uppkomma. Fondbolaget kan inte som fullmäktig binda fonden vid ett avtal eftersom fonden inte är ett rättssubjekt. Strikt juridiskt skulle vi i så fall hamna i en situation där vare sig fonden, fondbolaget eller fondandelsägarna är ansvariga för ingångna rättshandlingar å fondens vägnar. Detta skapar givetvis en rättsosäkerhet.

Frågan vem som ansvarar för fondanknytna förpliktelser är principiellt viktig, även om det tidigare, så som det framgått av ovan citerade motivuttalanden, inte synes ha varit av så stor prak-

⁹⁵ Prop. 1974:128, s. 97 ff.

⁹⁶ Prop. 1974:128, s. 99.

tisk betydelse. Idag har dock frågan en större praktisk angelägenhet. I många fall uppkommer således ett behov av att bedöma om fondens tillgångar kan tas i anspråk för en ingången förpliktelse.

Ett första exempel återfinns, som ovan nämnts, i 13 § andra stycket lagen om värdepappersfonder. Fondbolaget får i fondverksamheten ta kortfristiga lån till ett belopp motsvarande högst 10 procent av fondens värde. Enligt motivuttalanden kan det nämligen vara förmånligt för andelsägarna om ett fondbolag har möjlighet att ”ta upp krediter för en värdepappersfond”, exempelvis för att skaffa tillfällig likviditet för inlösen av andelar.⁹⁷ Tanken var inte, och är fortfarande inte, att fonden skall få ett ökat utrymme för investeringar genom upplåning. Belåning kan ge en hävstångseffekt och öka avkastningen, men innebär givetvis större risker. Specialfonder (nationella fonder) kan som diskuteras närmare i nästa kapitel få undantag från dessa bestämmelser och kan därför ges rätt att använda belåning i syfte att ge en hävstångseffekt och öka avkastningen.

Ett andra exempel är bestämmelsen i 25 § lagen om värdepappersfonder. Fondbolaget får enligt den, för en värdepappersfond, handla med optioner och terminskontrakt m.fl. derivatinstrument. Genom t.ex. ett terminskontrakt ikläder man sig en viss förpliktelse. Sådana affärer fordrar också vanligtvis att säkerhet ställs, vilket också förutses i Finansinspektionens föreskrifter.⁹⁸ I tidigare motivuttalanden angavs också att fondbolaget bör ha möjlighet att använda den egendom som ingår i fonden för att ställa sådan säkerhet som vanligtvis krävs vid options- och terminsaffärer.⁹⁹

Ett tredje exempel är att ett fondbolag tillåts att för en värdepappersfonds räkning utföra blankningsaffärer, där värdepapper lånas in och därefter säljs. Detta förutsätter således att fonden (eller fondbolaget för fondens räkning) kan låna värdepapper av någon. Därmed uppstår förstås en förpliktelse att lämna tillbaka värdepappren.¹⁰⁰

I enlighet med de nya bestämmelserna i ucitsdirektivet utökas möjligheterna att handla med derivatinstrument (se avsnitt 8.6). Vidare utökas möjligheterna till blankningsaffärer (se avsnitt 8.10).

⁹⁷ Prop. 1989/90:153, s. 60.

⁹⁸ I 6 kap. 7 § i Finansinspektionens föreskrifter (FFFS 1997:11) om värdepappersfonder regleras högsta totala säkerhetskrav som en fond inte får överskrida med anledning av handel med derivatinstrument.

⁹⁹ Prop. 1989/90:153, s. 59.

¹⁰⁰ Se uttalanden i prop. 1991/92:113, s. 162 f.

Detta ger ytterligare anledning att sätta i fokus frågan vem som ansvarar för de förpliktelser som uppstår i samband med att en fonds tillgångar placeras.

I samtliga ovan redovisade fall anges att det är fondbolaget som utför transaktionen för fondens räkning. Samtidigt ställs större kapitalkrav på fondbolagen. De ökade kapitalkraven synes dock inte avse att möjliggöra för fondbolagen att fullgöra förpliktelser som ingåtts för en fonds räkning. Ett krav på 0,02 procent av den förvaltade fondförmögenheten skulle i så fall inte förslå särskilt långt (se avsnitt 7.3.2). I stället torde avsikten med kraven på kapital vara att säkerställa fondbolagets fortsatta verksamhet, med ett krav på egna medel motsvarande minst en fjärdedel av fondbolagets fasta omkostnader (se avsnitt 7.3.3).

Fondbolaget är däremot skyldigt att infria förpliktelser som ingåtts för en fonds räkning med medel ur den fonden så långt de förslår. Ett fondbolag som inte infriar en klar och rättsligt oomtvistad skuld torde i slutändan kunna få sitt tillstånd återkallat. Det är effekten av att fondbolaget, som uttalades i tidigare förarbeten, står under tillsyn. Om tillståndet återkallas övertas ansvaret för fonden av fondens förvaringsinstitut som i stället bör uppfylla förpliktelserna. Med den ordningen ges fondens borgenärer ett skydd och garantier för betalning. Därför förefaller det också, trots den bitvis ologiska uppbyggnaden av regelverket, inte vara erforderligt med någon förändring i lagstiftningen.

Det kan emellertid uppstå osäkerhet i vissa fall. Denna osäkerhet kan utgöra hinder för affärstransaktioner eller fördyra dem. En bank som inte anser sig få tillräcklig säkerhet vid handel med derivatinstrument tar säkerligen ut en högre avgift för transaktionen. Utländska motparter och kreditgivare kan på grund av osäkerheten i rättsläget välja att inte ingå några avtal med svenska fondbolag.

En särskild fråga som har uppmärksamrats är om fondbolaget kan pantsätta eller på annat ställa egendom som ingår i en värdepappersfond till säkerhet för förpliktelser som rör fonden. Ett sådant säkerställande kan göras t.ex. genom säkerhetsöverlåtelse eller s.k. *transfer of title* varigenom äganderätten till egendomen övergår till fondens motpart. Säkerställanden åtföljs normalt av en rätt för innehavaren att realisera tillgångarna om betalning inte erläggs. På sina håll ifrågasätts giltigheten av pantavtal m.m. avseende fondtillgångar. Mot bakgrund av tidigare förarbetsuttalanden och behovet av att ställa säkerhet vid handel med derivatinstrument

förekommer dock i praktiken att en fonds tillgångar ställs som säkerhet. Det kan dock finnas skäl att kodifiera den rådande ordningen i en uttrycklig lagregel.

Utredningen föreslår därför att regleringen förtydligas i syfte att uppnå större rättssäkerhet för marknadens parter. Utredningen har inte för avsikt att föreslå förändringar i lagstiftningen som ändrar fondens rättsliga karaktär. Det är inte lämpligt att ge fonden status som ett självständigt rättssubjekt i den nuvarande kontraktsrättsliga formen. Vilka former av juridiska personer som erkänns i svensk rätt anses vara fast och det fordras starka skäl att införa en ny rättsfigur (se också utredningens överväganden avseende associationsrättsliga fonder i kapitel 10). Utredningen föreslår inte heller att utmätningsförbudet tas bort. Konsekvenserna av ett sådant förslag skulle vara svåra att överblicka. Det är samtidigt utredningens uppfattning att ett fullgott borgenärsskydd kan uppnås även beaktat utmätningsförbudet eftersom ett utmätningsförbud inte hindrar t.ex. en realisation av pant.

Utredningen föreslår att bestämmelsen om att en fond inte kan förvärva rättigheter eller ikläda sig förpliktelser förtydligas.

Som tidigare kan en fond inte ikläda sig rättigheter. Om ett fondbolag förvärvar värdepapper för en fonds räkning kommer emellertid dessa att ingå i fondens förmögenhet. I lagen finns en rad placeringsbestämmelser, som kan kompletteras i fondbestämmelserna, av vilka framgår att fonden inte får ta allt för stora exponeringar mot ett och samma värdepapper. Om så ändå sker blir den rättsliga konsekvensen inte att förvärvet blir ogiltigt. I stället regleras den situationen av en bestämmelse i lagen som anger att fondbolaget i sådana fall skall avyttra tillgången eller göra uttag i motsvarande mån så snart detta lämpligen kan ske (föreslagna 5 kap. 24 §). Det går nämligen inte att lägga på motparten att kontrollera att fondbolaget följer alla placeringsbestämmelser som rör en viss fond. Det primära ansvaret ligger i stället på fondbolaget med Finansinspektionen och förvaringsinstitutet som kontrollorgan. Ogiltighet torde heller inte vara rättsföljden ens i de fall då motparten har vetskap om att fondbestämmelserna eller lagens placeringsbestämmelser överträds.

En fond får vidare inte som huvudregel ikläda sig förpliktelser. Som framgått av ovan gjorda genomgång finns det emellertid många exempel på fall där en fond indirekt ikläder sig förpliktelser. Det finns därför skäl att komplettera huvudregeln med tillägget att det gäller om inte annat följer av en särskild bestämmelse i lagen.

Den hänvisningen avser således sådana bestämmelser som ger fondbolaget rätt att i fondverksamheten eller för en fonds räkning ingå rättshandlingar som medför förpliktelser. De tre ovan nämnda exemplen kan verka som illustration. Detta skapar en större tydlighet för fondens motparter. Om förpliktelser har uppkommit inom de ramar som ges i lagen kan motparten kräva betalning ur fondens tillgångar. Motparten kan dock inte begära utmätning. Den normala gången torde i stället bli att fondbolaget skall tillse att en rättsligt klar fordran på en fond skall betalas med fondens medel och om så inte sker bör Finansinspektionen vidta åtgärder.

Fondbolaget har, som tidigare nämnts, en legal behörighet att företräda fondandelsägarna i alla frågor som rör fonden. Omfattningen av denna behörighet bestäms av andra bestämmelser i lagen. Om ett fondbolag ”för en fonds räkning” t.ex. trots låneförbudet lånar upp stora belopp blir den juridiska följden att avtalet inte kan fullgöras med ianspråktagande av fondens tillgångar. Fondbolagets ansvar för en sådan förpliktelse får bedömas med utgångspunkt i den allmänna civilrätten. Härigenom kan fondbolaget komma att bli skadeståndsskyldigt eller, under vissa omständigheter, bli bundet av avtalet.

Utredningen föreslår också att det i lagen tas in en uttrycklig bestämmelse som gör det möjligt för fondbolaget att i fondverksamheten ställa den egendom som ingår i en värdepappersfond till säkerhet för de förpliktelser som fondbolaget har ingått för fondens räkning. Möjligheten till sådana säkerställanden begränsas således till att gälla endast de fall då fondbolaget för fondens räkning kan ikläda sig förpliktelser. Säkerställandets giltighet beror således på om fondbolaget hållit sig inom den legala behörigheten.

Om ett fondbolag ställer fondens tillgångar till säkerhet skall detta givetvis göras på affärsmässiga grunder. Det får inte förekomma att fondbolaget t.ex. pantsätter en större del av fondförmögenheten än vad som är nödvändigt för att säkerställa förpliktelserna. Som vägledning finns här, som i all annan fondverksamhet, att fondbolaget skall agera i fondandelsägarnas gemensamma intresse. Om så inte sker måste Finansinspektionen ingripa.

Den praktiska betydelsen av ett säkerställande begränsas av utmätningsförbudet. En av fördelarna med t.ex. en pantsättning är att panthavaren får förmånsrätt vid en eventuell utmätning. Den fördelen kan inte upprätthållas här. Om panthavaren däremot i pantavtalet har förhandlat sig fram till en rätt att få realisera panten vid ett fallissemang uppnås ändå ett gott borgenärsskydd. Av 37 §

lagen (1915:218) om avtal och andra rättshandlingar på förmögenhetsrättens område (avtalslagen) framgår att s.k. förfallopanter är förbjudna i Sverige. Detta innebär att förbehåll att pant skall vara förverkad, om den förpliktelse för vars fullgörande panten ställs inte rätteligen fullgörs, är utan verkan. När en pant realiseras måste således en avräkning göras och eventuellt överskott skall då tillkomma fonden.

9 Specialfonder

9.1 Inledande kommentarer

Nationella fonder används som en samlande benämning för de fonder enligt lagen om värdepappersfonder som på något sätt avviker från ucitsdirektivets bestämmelser. De nuvarande reglerna för dessa fonder redovisas i avsnitt 3.4 och 3.5. Dessa bestämmelser är förhållandevis knapphändiga och det är oklart hur en nationell fond får se ut.

Regler för fonder som avviker från ucitsdirektivet återfinns i de flesta europeiska länder. Hur man valt att reglera de nationella fonderna och vad som tillåts varierar dock från land till land. Gemensamma nämnare är dock behovet av andra fonder än ucitsfonder och att dessa är underkastade ett regelverk.

Ucitsdirektivet har givetvis en stor betydelse för fondmarknaden och för fondlagstiftningen. Det går dock att diskutera den principiella grunden för en svensk fondlagstiftning. Den kan ta avstamp i gemenskapslagstiftningen, men fondlagstiftningen kan också formas oberoende av EG-direktivet och med utgångspunkt i vilken verksamhet som *bör* vara underkastad reglering. Utredningen väljer en tredje väg. Ucitsdirektivet är en realitet och tillämpas på den övervägande delen av fondkapitalet i Sverige och i Europa. Det är därför naturligt att använda direktivets bestämmelser som en måttstock. Vid bedömningen av vad en svensk lagstiftning kan tillåta, vid sidan av ucitsdirektivet, måste emellertid beaktas fondstrukturens speciella natur.

Det kan ifrågasättas om vi överhuvudtaget skall tillåta andra fonder än de som uppfyller ucitsdirektivets regler. Ucitsdirektivet kan kritiseras för att vara en produkt framarbetad genom kompromisser och utan samklang med marknadens utveckling. Detta gäller särskilt de bestämmelser som avser att reglera produkten som sådan, dvs. regler om vilka tillgångar en fond får placera sina medel i och vilken riskspridning en fond måste ha. Meningen är dock inte

att EG-reglerna skall vara de enda tillämpliga i Europa. Vissa skrivningar i direktivet visar i stället på behovet och möjligheten att ha särskilda regler i de olika medlemsstaterna. Det finns därför ingen anledning att av principiella skäl framhålla ucitsdirektivets fonder som de enda möjliga.

Utredningen anser att det bör finnas ett brett utbud av fonder för alla kategorier av sparare. Ett skäl är att ett brett utbud av produkter ger konsumenterna bättre möjligheter att optimera sitt sparande. Ett annat skäl är att en viss typ av fondsparande kan ta sig vägar utomlands vilket är till nackdel för fondindustrins utveckling och dessutom gör det svårare att överblicka fondsparandet i Sverige. Utredningen har också i grunden en positiv syn på möjligheten att utveckla fondsparandet och att de nationella fonderna bör kunna betraktas som ett lämpligt forum för det. Ett väl utvecklat fondsparande är också positivt för utvecklingen av den finansiella marknaden i landet.

I utredningens direktiv nämns ett antal företeelser som – trots att de inte omfattas av ucitsdirektivet – möjligtvis kan tänkas vara lämpliga att inordna under fondlagstiftningen. Det är bland annat fråga om fonder särskilt anpassade för riskkapital, fonder som investerar i andra tillgångar än överlåtbara värdepapper, t.ex. fastigheter, och fonder som inte riktar sig till allmänheten utan till någon begränsad krets investerare.

Avsikten är att i detta kapitel analysera och bedöma vilken typ av verksamhet som skall inordnas under fondlagstiftningen, och hur regleringen i så fall skall se ut. Utgångspunkten för detta arbete är, som närmare angivits i kapitel 5, att fondstrukturen är till för ett kollektivt sparande, främst för konsumenter. Utredningen tar motsatsvis liten hänsyn till exempelvis skattetekniska skäl. Många gånger – har det visat sig – är den främsta drivkraften för att skapa produkter i fondstrukturen att investeringarna blir mer förmånliga ur skattehänseende, än vad de är inom ramen för mer lämpliga associationsrättsliga former.

En annan utgångspunkt är, att de fonder som kan bildas och säljas med stöd av en lagstadgad auktorisation också skall behandlas på samma sätt. Så är huvudsakligen fallet inom t.ex. skattelagsiftningen, medan nationella fonder på annat håll särbehandlas jämfört med de harmoniserade värdepappersfonderna.

9.2 Nuvarande nationella fonder

Benämningen nationell fond är inte ett vanligt förekommande begrepp hos fondspararna. De flesta fondspararna är nog inte medvetna om skillnaden mellan en ucitsfond eller en nationell fond. För en fondsparare är det heller i princip ingen skillnad att spara i en nationell fond och en ucitsfond. Båda fonderna står under tillsyn, skall ha av tillsynsmyndigheten godkända fondbestämmelser och följa övriga regler som gäller för fondbolag. Lagtekniskt är det givetvis en skillnad, men de flesta fondsparare reflekterar nog inte närmare över skillnaden. I massmedia görs sällan någon uppdelning mellan fondkategorierna.

Nationella fonder har kommit fram för att fondbolagen har velat skapa produkter som inte går att förena med ucitsdirektivet. Fram till januari år 2002 har Finansinspektionen beviljat undantag från de regler som annars skall gälla enligt lagen om värdepappersfonder för 105 fonder.¹ Dessa undantag avser främst de placeringsbestämmelser som i praktiken innebär att en fond måste ha minst 16 innehav och där de största enskilda innehaven i fyra fall får uppgå till 10 procent av det totala fondvärdet. Resterande innehav får maximalt utgöra 5 procent av fondvärdet. Undantagen gäller också i vissa fall regler som begränsar användandet av derivatinstrument och vissa fondkategorier.

I kapitel 1 delades de nuvarande nationella fonderna upp i fyra olika kategorier. Det är fråga om aktiefonder som vill ha större innehav i enskilda aktier än vad som annars tillåts, indexfonder som vill replikera ett visst index, fondandelsfonder som placerar sina medel i andra fonder samt s.k. hedgefonder.

De nya bestämmelserna i ucitsdirektivet ger större utrymme för ucitsfonder som avser att efterbilda sammansättningen av ett visst index (se avsnitt 8.4). Enligt de nya reglerna får fonden investera upp till 20 procent av sina tillgångar hos samma emittent och kan i enstaka och särskilda fall utvidgas till 35 procent. De flesta av de fonder som idag är nationella indexfonder kommer därmed genom införandet av de nya reglerna att bli ucitsfonder. Även fondandelsfonder kommer liksom indexfonder att bli tillåtna med införandet av de nya reglerna i ucitsdirektivet (avsnitt 8.7). Vidare införs nya bestämmelser om investeringar i derivatinstrument (avsnitt 8.6).

De fondkategorier som för närvarande är nationella fonder och som kommer att vara det även efter införandet av de nya

¹ Enligt Finansinspektionens lista "Företag med tillstånd" per den 4 januari 2002.

ucitsdirektivet är dels fonder som vill ha större innehav i enskilda värdepapper, dels hedgefonder. Det kan också tänkas finnas fonder som önskar göra avsteg från de bestämmelser som beskriver vilka värdepapper som en fond får investera i (att det är noterade värdepapper, att instrumenten har utfärdats eller garanterats av en motpart av viss "kvalitet" etc.). I vissa fall kan det också bli aktuellt med fondandelsfonder beroende på vilka fonder de investerar i (se t.ex. avsnitt 9.5.5 om hedgefonder).

Det går att ha invändningar mot vissa av de placeringsregler som har medgivits för några av de nuvarande nationella fonderna. Det finns fonder som kan sägas avvika från principen om riskspridning genom att koncentrera portföljerna på allt för få enskilda innehav som dessutom korrelerar med varandra (värdepapperna kan förväntas röra sig i samma riktning). I vissa andra fall kan fonderna enligt placeringsbestämmelserna låta en aktie dominera portföljen upp till 50 procent av fondvärdet vilket kan vara olämpligt ur ett riskspridningsperspektiv. Visserligen kan en sådan fond som motvikt till det enskilda innehavet investera i värdepapper som kan förväntas röra sig i motsatt riktning (negativ korrelation). Riskspridningen kan dock ifrågasättas.

Syftet med att koncentrera portföljerna på detta sätt torde vara att skapa en möjlighet till en högre avkastning än i traditionella ucitsfonder. En följd blir dock att ju mer portföljerna koncentreras desto mer blir fonderna utsatta för enstaka oförutsägbara händelser. Om en sådan fond inte tillämpar riskspridning, dvs. att fonden blir alltför beroende av en särskild händelseutveckling finns det anledning att ifrågasätta dess förvaltningsstrategi. En sådan fond liknar i mångt och mycket investeringar i enskilda innehav och åsidosätter därmed de fördelar av riskspridning eller diversifiering som en värdepappersfond kan tillgodogöra sig. Det kan ifrågasättas om en sådan typ av fonder uppfyller de grundkrav som utredningen har ställt i kapitel 5 på kollektiva fonder som vänder sig till allmänheten.

9.3 De nationella fonderna föreslås benämnas specialfonder

Utredningens förslag: I fondlagstiftningen och i övriga regelverk bör termen värdepappersfonder användas för de fonder som i alla delar uppfyller ucitsdirektivets bestämmelser. De nationella fonderna, som på något sätt avviker från ucitsdirektivet, bör benämnas specialfonder. Dessa två fondtyper inordnas under samlingsnamnet investeringsfonder.

Skälen för förslaget: I lagen om värdepappersfonder talas om *värdepappersfonder*. Begreppet *nationella fonder* återfinns däremot inte. I stället talas om annan näringsverksamhet i 3 § lagen om värdepappersfonder. Begreppet nationella fonder återfinns dock i förarbetena och används av fondbolagen själva och i massmedia. Nationella fonder används följaktligen som ett samlingsnamn på alla de fonder som på något sätt fått tillstånd att avvika från de allmänna bestämmelserna i lagen om värdepappersfonder och därigenom ucitsdirektivet.

I annan lagstiftning görs heller ingen direkt skillnad mellan harmoniserade värdepappersfonder och nationella fonder. På ett sätt kan därför nationella fonder sägas vara en sorts värdepappersfond. På sina håll återfinns dock skillnader. Dessa kommer att behandlas närmare nedan under avsnitt 9.9.4 men redan här kan ett exempel ges.

I 1 kap. 3 b § lagen (1991:981) om värdepappersrörelse anges att registrerade försäkringsmäklare undantas från tillståndsplikten om mäklaren som sidoverksamhet till sin försäkringsmäklarrörelse förmedlar endast "andelar i värdepappersfonder" och vissa utländska fondandelar. Enligt motivuttalanden omfattar undantaget dock inte andelar i nationella fonder.² Här har således lagstiftaren inte velat ha en fullständig identitet mellan de två fondtyperna.

Det finns således skäl att införa en enhetlig och tydlig terminologi i syfte att i regleringen klargöra skillnaderna mellan värdepappersfonder som i alla delar uppfyller ucitsdirektivets krav och nationella fonder som på ett eller annat sätt avviker från ucitsdirektivets regelverk. Denna terminologi bör givetvis vara densamma i såväl fondlagstiftningen som i andra författningar.

² Prop. 1994/95:50, s. 340.

En enhetlig terminologi gör det också lättare för konsumenter att skilja på olika fondtyper. Det är fel att säga att en nationell fond från risksynpunkt är farligare än en värdepappersfond. Däremot är de nationella fonderna en annorlunda fondprodukt och detta bör framgå på ett tydligare sätt än idag.

Mot en uppdelning kan anföras att det finns en risk för begreppsförvirring och att fondspararna blir mättade av olika termer och benämningar. Sådana problem torde emellertid vara övergående och bör kunna överbryggas genom fondbolagens fortlöpande information.

Det är vanligt att man utomlands gör en klar terminologisk uppdelning mellan olika fondtyper. I Tyskland och Storbritannien har varje placeringsschema en särskild benämning. Den svenska lagstiftningen, så som den har varit utformad och så som den föreslås bli, är emellertid mindre inriktad på i lag fastställda scheman. Den nordiska lagstiftningen är i så fall mer harmoniserad. I den norska, danska och finska fondlagstiftningen tas således avstamp i ucitsdirektivets regelverk och därefter anges undantag för de nationella fonderna. I Finland och Danmark görs därutöver en terminologisk skillnad mellan ucitsfonder och andra fonder. De förstnämnda kallas för *placeringsfonder* (Finland) eller *investeringsforeningar* (Danmark). De nationella fonderna benämns i stället för *specialplaceringsfonder* (Finland) respektive *specialforeningar* (Danmark).

Utredningen föreslår därför att vi inför en liknande terminologi i den svenska fondlagstiftningen. Begreppet nationell fond är knappast utbredd i de breda lagren av fondsparare. Därtill kan uttrycket lätt förväxlas med kategorin länderfonder. Det förefaller därför lämpligare att söka en nordisk harmonisering samtidigt som benämningen *specialfond* ger en tydligare indikation på att det är fråga om en fond som beviljats undantag från det ”typiska” regelverket. De fonder som följer ucitsdirektivets bestämmelser benämns (som tidigare) för *värdepappersfonder* och de nationella fonder som beviljats något undantag kallas följaktligen för *specialfonder*.³

Som framgår av de följande avsnitten kommer en del bestämmelser i fondlagstiftningen att vara gemensamma för värdepappers-

³ Benämningen specialfonder (*Spezialfonds*) används i Tyskland på sådana fonder som riktar sig till max 10 juridiska personer. I europeisk statistik används således benämningen för dessa tyska fonder. I övrigt synes den tyska terminologin inte ha någon betydelse för den svenska fondmarknaden. Se också avsnitt 4.7.4.

fonder och specialfonder medan andra får olika tillämpning beroende av fondtyp. Utredningen föreslår därför att det även införs ett samlingsnamn för de två fondtyperna och som därmed också påverkar namnet på lagen. Utredningen föreslår därvid att värdepappersfonder och specialfonder är olika typer av *investeringsfonder*.

Termen investeringsfonder går bra ihop med den internationella nomenklaturen. FEFSI använder t.ex. *investment funds* som samlingsbenämning på fondindustrin i Europa.⁴ I Storbritannien används samma term.⁵ I Danmark talar man om *investeringsforeninger* och i Tyskland om *Investmentfonds*.

I skattelagstiftningen har tidigare förekommit möjligheter för företag att göra avsättningar av upp till hälften av den obeskattade vinsten till s.k. allmänna och särskilda investeringsfonder. Så är emellertid inte längre fallet.⁶

Ibland används termen för olika former av riskkapitalbolag. Dessa kallas lite slarvigt för investeringsfonder eller riskkapitalfonder trots att de oftast är strukturerade som aktiebolag eller kommanditbolag. Det torde dock framgå av sammanhanget vad som läggs i termen. Därtill lär fonder enligt denna lag även i fortsättningen marknadsföras under en rad olika kategorier, t.ex. aktiefonder, räntefonder, länderfonder, hedgefonder, branschfonder etc., vilka knappast kan ges en enhetlig bestämning.

⁴ Se FEFSI:s (Fédération Européenne des Fonds et Sociétés d'Investissement) hemsida www.fefsi.org.

⁵ Se den engelska fondföreningen IMA:s (Investment Management Association hemsida www.investmentfunds.org.uk.

⁶ T.ex. lagen (1974:988) om avsättning till särskild investeringsfond har upphört att gälla per den 1 januari 1991 och lagen (1979:609) om allmän investeringsfond upphävdes per den 1 juli 1990.

9.4 En gemensam plattform för investeringsfonder

Utredningens förslag: För specialfonder gäller som utgångspunkt samma regler som för värdepappersfonder. För investeringsfonder finns en gemensam plattform med följande innehåll.

- Fondernas rättsliga ställning.
- Fondverksamhet är tillståndspliktig.
- Specialfonder får förvaltas endast av fondbolag.
- Fondens tillgångar skall förvaras av ett förvaringsinstitut.
- Vad som ingår i fondverksamheten och fondbolagets ansvar och skyldigheter, inklusive skadeståndsskyldighet.
- Möjligheten att ingå uppdragsavtal för del av fondverksamheten.
- Bestämmelser om upphörande och överlåtelse av fondverksamheten.
- Fondbestämmelser.
- Den rättsliga beskrivningen av fondandelarna.
- Vissa grundläggande informationskrav.

Skälen för förslaget: Fondlagstiftningen skall tillämpas på företag för kollektiva investeringar som uppfyller vissa grundläggande krav. Dessa krav formuleras med utgångspunkt i vad som erfordras för att uppnå ett bra konsumentskydd. En redogörelse för utredningens principiella ställningstagande återfinns i kapitel 5. Specialfonder riktar sig i likhet med värdepappersfonder som huvudregel till konsumenter och måste därför vara underkastade en grundläggande rättslig struktur som garanterar konsumentskyddet.

För alla fonder finns, som utredningen ser det, en gemensam plattform av regler. Utanför denna gemensamma grund kan särskilda regler gälla för specialfonderna. Vilka dessa är diskuteras i de följande avsnitten.

I detta avsnitt redogörs för de bestämmelser som bör vara gemensamma för alla investeringsfonder, vare sig de är värdepappersfonder eller specialfonder.

Fondernas rättsliga ställning

Inledningsvis är givetvis den juridiska konstruktionen gemensam för alla investeringsfonder. Värdepappersfonder och specialfonder är inte några juridiska personer och egendom som ingår i fonderna får inte utmätas. Andelsägare, vare sig de äger andelar i en värdepappersfond eller en specialfond, är inte personligen ansvariga för förpliktelser som avser fonden. Förvaringsinstitutens uppdrag och ansvar är också desamma vare sig det är fråga om värdepappersfonder eller specialfonder.

Förvaltning av specialfonder bör ligga i fondbolag

Värdepappersfonder får förvaltas endast av fondbolag. Nationella fonder däremot får förvaltas av fondbolag eller annan som står under Finansinspektionens tillsyn (3 § lagen om värdepappersfonder). Idag finns 6 värdepappersbolag som vid sidan av sin värdepappersrörelse förvaltar sammanlagt 10 nationella fonder.⁷ Dessa bolag är auktoriserade enligt lagen (1991:981) om värdepappersrörelse, men har särskilt tillstånd enligt 3 § lagen om värdepappersfonder att förvalta nationella fonder. På dessa fondbolag ställs således delvis andra krav än de som ställs på fondbolag.

Enligt 1974 års aktiefondslag var aktiefondsverksamhet förbehållen svenska fondbolag. Det fanns inget behov av att i lagstiftningen skilja mellan ucitsfonder och nationella fonder (ucitsdirektivet kom ju först mer än ett decennium senare). Däremot fanns det en möjlighet att bevilja dispens från lagens regler. Den bestämmelsen gav dock inte möjlighet för någon annan än fondbolag att driva fondverksamhet.⁸

Möjligheten för andra än fondbolag att förvalta nationella fonder infördes i samband med införandet av lagen om värdepappersfonder. Anledningen var att det fanns ett behov av fonder som avvek från ucitsdirektivets bestämmelser. Däremot redovisades inte några närmare överväganden avseende frågan om vem som skulle få

⁷ Enligt Finansinspektionens lista över företag med tillstånd har 6 av 103 värdepappersbolag tillstånd att förvalta sammanlagt 10 nationella fonder. Dessa är Aktiesparinvest AB (1 fond), Catella Kapitalförvaltning AB (2 fonder), Folksam Spar Aktiebolag (3 fonder), Lancelot Asset Management Aktiebolag (2 fonder), Nordic Equities Kapitalförvaltning AB (1 fond) och Silver Kapitalförvaltning AB (1 fond).

⁸ Se 2 och 3 §§ aktiefondslagen (1974:931). Jfr också uttalanden i Ds 1989:71 En ny aktiefondslag, s. 63 ff. och i prop. 1989/90:153, s. 38.

förvalta dessa nationella fonder.⁹ Värt att notera var dock att lagtexten angav att förvaltning av nationella fonder fick utövas endast av den som stod under inspektionens tillsyn.

Frågan om förvaltning av nationella fonder behandlades i samband med bl.a. lagen om värdepappersfonder sågs över med anledning av EES-avtalet (vilket gjorde ucitsdirektivet aktuellt).¹⁰ I förarbetena diskuterades om fondbolag kunde förvalta nationella fonder. I ucitsdirektivet fanns nämligen en bestämmelse i artikel 6 som förbjöd fondbolag att ägna sig åt annan verksamhet än förvaltning av värdepappersfonder. Den bestämmelsen skulle kunna tolkas så att fondbolag därför inte fick driva "annan näringsverksamhet" enligt 3 § lagen om värdepappersfonder, dvs. förvalta nationella fonder. Detta skäl synes ha varit orsaken till den ursprungliga skrivningen i 3 § lagen om värdepappersfonder. Paragrafen ändrades så att den uttryckligen angav att även fondbolag fick förvalta nationella fonder.

Bakgrunden till de nuvarande bestämmelserna synes således ha varit att förvaltning av nationella fonder inte riktigt setts som fondverksamhet, utan "annan näringsverksamhet". Samtidigt har övriga bestämmelser i lagen om värdepappersfonder tillämpats på förvaltningen av nationella fonder. Skulle lagen emellertid ha tolkats efter sin bokstav skulle värdepappersbolag som förvaltar nationella fonder exempelvis inte omfattas av den viktiga bestämmelsen i 12 § lagen om värdepappersfonder (fondbolaget företräder andelsägarna i alla frågor som rör fonden). En sådan tillämpning eller tolkning av lagen har givetvis inte varit aktuell.

I och med de nya bestämmelserna i ucitsdirektivet (se avsnitt 7.2.1) står det klart att fondbolag får förvalta såväl värdepappersfonder som specialfonder (sådana fonder som på något sätt avviker från ucitsdirektivet). Det saknas således anledning att med stöd i ucitsdirektivet särbehandla olika former av fondförvaltning.

Utgångspunkten måste således vara att all fondverksamhet skall bedrivas av fondbolag. Härigenom uppnås en enhetlig reglering som konsumenterna och andra andelsägare lättare kan uppfatta.

I avsnitt 7.2.2 diskuterar utredningen för- och nackdelar med att ha olika verksamhet i ett och samma bolag. De intressekonflikter som kan uppstå mellan fonder och individuella uppdragsgivare kan på samma sätt uppkomma i värdepappersbolag. Dessa får därtill tillhandahålla en mängd olika finansiella tjänster som på olika sätt kan

⁹ Jfr prop. 1989/90:153, s. 37 ff (allmänmotiveringen) och s. 51 (specialmotiveringen).

¹⁰ Prop. 1992/93:90.

komma i konflikt med fondförvaltningen. Utredningen hänvisar i denna del till nyss nämnda avsnitt.

Det finns således starka skäl att ändra den ordning som gäller idag och i stället ge fondbolagen exklusiv rätt att ha hand om fondförvaltningen (på samma sätt som i 1974 års aktiefondslag).

Mot detta kan ställas att det idag finns värdepappersbolag som förvaltar nationella fonder. Som framgått av beskrivningen ovan har fondförvaltning i värdepappersbolag en begränsad praktisk betydelse på fondmarknaden såtillvida att endast 6 värdepappersbolag har tillstånd enligt 3 § lagen om värdepappersfonder. Det är oklart exakt hur stor fondförmögenhet dessa värdepappersbolag förvaltar. Med ledning av tillgängliga siffror och uppskattningar rör det sig dock om drygt 2 miljarder kronor. Denna siffra kan jämföras med det totala fondsparandet som uppgår till runt 800 miljarder kronor.

Den största förvaltaren förefaller vara Folksam Spar AB med tre nationella fonder och en sammanlagd förvaltd fondförmögenhet på strax över en miljard kronor.¹¹ Folksam Spar AB ingår i Folksamkoncernen och tillhandahåller individuell portföljförvaltning och fondförvaltning för större institutionella investerare.¹² Nordic Equities Kapitalförvaltning AB förvaltar fonden Nordic Equities Strategy med en fondförmögenhet på cirka 30 miljoner kronor. Silver Kapitalförvaltning AB:s fond Lynx har en fondförmögenhet på nära 56 miljoner kronor.¹³ Aktiesparinvest AB förvaltar fonden Aktiespararna topp Sverige. Fonden är en s.k. indexfond som avser att efterlikna OMX-index. Fondförmögenheten uppgår till strax över 322 miljoner kronor.¹⁴ För Lancelot Asset Management AB, som förvaltar de två hedgefonderna Excalibur och Merlin, saknas uppgifter. Detsamma gäller Catella Kapitalförvaltning AB:s två fonder Fokus och Fokus Tillväxt.

Den praktiska betydelsen av fondverksamhet i värdepappersbolag är följaktligen begränsad och det saknas skäl att i övrigt tillåta denna verksamhet. Utredningen föreslår därför att specialfonder i fortsättningen får förvaltas endast av fondbolag. Ytterligare överväganden avseende den nu befintliga fondverksamheten i värdepappersbolag återfinns i kapitlet om övergångsbestämmelser (kapitel 11).

¹¹ Siffror per den 31 mars 2002, hämtade från Finansinspektionens hemsida www.fi.se.

¹² Enligt www.folksam.se (under rubriken Kapitalförvaltning).

¹³ Siffror per den 31 mars 2002, hämtade från Finansinspektionens hemsida www.fi.se.

¹⁴ Enligt fondens årsredogörelse för år 2001. Siffror per den 31 december 2001.

Närmare om fondverksamheten

Det är naturligt med en gemensam beskrivning av vad som ingår i fondverksamheten. I fondverksamheten ingår således förmögensförvaltning, försäljning av fondandelar och olika administrativa åtgärder. Fondbolaget får inte ha hand om egendom som ingår i en specialfond. Som för värdepappersfonder får fondbolaget uppdra åt annan att utföra delar av förvaltningen av specialfonder eller att ta emot sådana uppdrag.

Till detta kopplas fondbolagets ansvar som givetvis bör vara detsamma oavsett fondtyp; fondandelsägarnas gemensamma intresse måste alltid ligga i främsta rummet och skadeståndsskyldigheten vid överträdelse av fondlagstiftningen och fondbestämmelserna bör tillämpas lika.

Förfarandet kring upphörande och överlåtelse av fondverksamheten bör vara detsamma för alla typer av investeringsfonder.

Alla investeringsfonder skall ha fondbestämmelser. Här kan det dock finnas skäl att för specialfonderna kräva ytterligare information (se nedan i avsnitt 9.9). Däremot bör regelverket kring fondbestämmelserna, under vilka förutsättningar och på vilket sätt dessa får ändras etc. vara desamma för alla investeringsfonder.

Andelarna i specialfonder bör, som andelarna i värdepappersfonder, vara lika stora och värderas på samma sätt. Desamma gäller möjligheten till och reglerna kring förvaltarregistrering etc. Vissa närliggande frågor, som möjligheten att få köpa och sälja andelar, behandlas dock särskilt nedan i avsnitt 9.7 och 9.8.

Den information som måste lämnas avseende en värdepappersfond bör även lämnas avseende specialfonder. Det kan dock finnas skäl att göra avsteg från informationskravet för vissa specialfonder. Därvid kan såväl skärpta som mildrade informationskrav komma ifråga.

9.5 Placeringsregler för specialfonder

Den fria regleringen av nationella fonder som idag finns i Sverige har underlättat för dem som önskat starta t.ex. hedgefonder eller andra fonder med utvidgade placeringsmöjligheter. I grund och botten har detta haft positiva effekter på fondsparandet genom ett ökat utbud till investerare, även om sparande i nationella fonder representerar endast en mindre del av den totala fondmarknaden, i

kronor räknat. Erfarenheterna är dessutom goda. Antalet fonder som har misslyckats eller kan sägas ha skadat förtroendet för fondmarknaden är lågt. Konsumenterna kan inte sägas ha drabbats av denna – med internationella mått – fria verksamhet.

Det går dock att ha invändningar mot en alltför fri reglering för specialfonder. Dessa fonder vänder sig liksom värdepappersfonder till en vid krets av investerare där det finns ett skyddsbehov. Det finns därför skäl till att de utgångspunkter för reglering som framförs i kapitel 5 också gäller för specialfonder. Syftet är att skapa ett regelverk för specialfonder som tillgodoser de skyddsintressen som finns för konsumenter, men som också ser till deras intresse att få ett brett utbud av produkter. Samtidigt bör också de positiva effekter som finns från ett bra utvecklingsklimat för fondindustrin bevaras.

Den första frågan som bör ställas vid överväganden om specialfondernas placeringsregler är om inte motsvarande regler för värdepappersfonder bör tillämpas. Värdepappersfonder har fått en stor spridning i Sverige och hela Europa. Som framgår av redogörelsen av utländska förhållanden i kapitel 4 utgör ucitsfonder 80 procent av den totala reglerade fondmarknaden i Europa. Resterande andel är s.k. nationella fonder (varav en stor del avser de tyska *Spezialfonds* som egentligen inte är nationella fonder i den bemärkelsen). Det ligger nära till hands att anse att värdepappersfonder och regelverket kring dessa är accepterat av den stora allmänheten.

9.5.1 Invändningar mot ucitsdirektivets placeringsregler

De undantag från ucitsdirektivets regler som framförallt har varit aktuella för de nationella fonderna är undantag från placeringsreglerna. Som framgått har vissa indexfonder en större andel än 10 procent i enskilda innehav för att kunna följa ett index över Stockholmsbörsen. Ett annat vanligt undantag från placeringsreglerna är att vissa fonder har velat överskrida gränserna på 5 och 10 procent i syfte att höja risken i placeringarna och därmed förhoppningsvis ge en högre avkastning. De har också i allmänhet begärt undantag från begränsningar om derivatinstrument.

Ucitsdirektivets placeringsregler föreskriver i praktiken att varje värdepappersfond måste ha minst 16 innehav (högst 5 procent av fondvärdet i enskilt innehav, dock får man ha upp till 10 procent i ett enskilt innehav för 40 procent av tillgångarna). Det gör att

fonderna får en rimlig spridning av riskerna och i många fall når diversifieringsvinster.

De procentuella begränsningarna kan dock vara till nackdel för förvaltare som vill sätta samman väldiversifierade portföljer med en särskild inriktning. Främst kan förvaltare som bortser från index sammansättning vid olika tillfällen vilja ha andra exponeringar mot företag än vad som är möjligt inom ramen för värdepappersfonder. Det kan t.ex. vara fonder som lägger ned stor energi på analys av enskilda bolag och vill koncentrera fonderna på ett tiotal innehav. Det kan också vara så att enskilda stora innehav i t.ex. ett investmentbolag kan motiveras eftersom investmentbolaget i sig har riskspridning.

Visserligen skapar procentuella begränsningar tydlighet inte bara för fondspararna när dessa skall jämföra olika fonder med varandra, utan också för förvaltarna. Detta gäller också för Finansinspektionen i sin tillsyn. Procentuella gränser i lagstiftningen skapar dock, som ovan nämnts statiska ramar som inte alltid ger avsedd effekt.

Vidare finns det på derivatmarknaden instrument som inte är tillåtna trots de nya reglerna i ucitsdirektivet. Det kan t.ex. vara instrument som handlas med en motpart som inte står under tillsyn men där avtalen likväl är reglerade. En stor del av utvecklingen av de finansiella marknaderna sker dessutom utanför den reglering som tillämpas av vanliga värdepappersfonder. Det bör finnas möjligheter för specialfonder att ta del av denna utveckling.

9.5.2 Krav på riskspridning

Utredningens förslag: Varje specialfond skall placera sina tillgångar med iakttagande av principen om riskspridning. Riskspridningen preciseras inte i antal innehav eller i procentuella begränsningar.

Skälen för förslaget: Kombinationer av värdepapper i en portfölj reducerar risken i sparandet jämfört med enskilda innehav. Det beror på att varje värdepapper under normala omständigheter rör sig på ett visst sätt. Om olika papper kombineras kommer den totala portföljen av värdepapper eller fonden att få en mindre rörelse vilket reducerar risken i portföljen. Riskerna mäts ju – i sitt

enklaste fall – med standardavvikelse och ju lägre den är desto lägre risk. Fördelen med att sprida riskerna gör också att portföljen blir mindre beroende av enskilda innehavs utveckling (den unika risken). Vissa händelser i bolag är nämligen inte förutsägbara. Det kan t.ex. visa sig att ett bolag systematiskt har fuskat med bokföringen eller att deras produkter har visat sig hälsovådliga. Vissa företag kan också drabbas hårt av händelser i de nationella ekonomierna. Sådana risker går inte att skydda sig mot på annat sätt än att ha flera innehav i sin portfölj.

Denna fördel med att diversifiera tillgångarna bör – som nämns i avsnitt 5.6 – vara ett grundkrav för fonder som vänder sig till allmänheten. Alla investerare kan inte förväntas ha de kunskaper som krävs för att bedöma riskerna med vissa placeringsregler. Genom att ange ett krav på riskspridning för specialfonder kan fondspararen förvänta sig att förvaltaren åtminstone sprider sina risker och utnyttjar diversifieringsvinster. Syftet med ett sådant krav är att fonder som erbjuds till allmänheten skall skilja sig från enskilda innehav av värdepapper.

Krav på riskspridning får också anses vara rimligt mot bakgrund av den allmänna spridningen av sparandet och ett uttryck för att fondsparandet skall tillföra konsumenten en förvaltningstjänst. Investerare som önskar andra typer av exponeringar kan oftast vända sig till marknaden direkt.

Att ställa krav på riskspridning är inte något nytt. Krav på riskspridning ställs i såväl ucitsdirektivet som i de flesta nationella rättsordningar och tillämpas också på de nuvarande svenska nationella fonderna. Det har emellertid framförts kritik mot att lagstiftningen för nationella fonder är otydlig och att fondindustrin inte kunnat förutse vilka undantag från placeringsreglerna som Finansinspektionen kunnat acceptera. Den praxis som dock vuxit fram avseende riskspridning genom Finansinspektionens tillämpning är att riskspridning uppfylls om fonden har åtminstone två innehav.

Fråga uppstår då om den nuvarande ordningen är godtagbar eller om lagstiftningen skall ställa mer specifika krav på riskspridning. I portföljteorin sägs att diversifieringsvinsterna är som störst i en portfölj upp till omkring tio aktier. En sådan portfölj kan nästan halvera graden av rörelser jämfört med innehav av enskilda aktier. Efter ett tiotal aktier minskar vinsterna med diversifiering påtag-

ligt.¹⁵ Detta är ett generellt mått och kan givetvis variera beroende på hur en portfölj är sammansatt och med vilka värdepapper den jämförs. En portfölj av värdepapper som tenderar att röra sig likartat kan uppnå diversifieringsvinster vid färre antal papper men då är också vinsterna med riskspridning relativt små.

Ucitsdirektivets placeringsregler innebär som nämnts att fonderna måste ha minst 16 innehav. En möjlig lösning som utredningen övervägt för att precisera riskspridningskravet är att ställa samma krav på riskspridning hos specialfonderna. Ucitsdirektivets placeringsregler är en rimlig avvägning mellan behovet av diversifiering och möjlighet till en stor variation av fondprodukter. Nackdelen med en sådan ordning är dock de invändningar som anförts angående statiska begränsningar i form av procentsatser. Det skulle dessutom sannolikt hämma utvecklingen av fondindustrin om inga fonder utöver dem som tillämpar de placeringsregler som gäller för värdepappersfonder skulle tillåtas.

En annan möjlighet skulle kunna vara att – i enlighet med portföljteori – föreskriva att specialfonder måste ha minst 10 innehav med maximalt 10 procent av fondvärdet i ett enskilt innehav. Det skulle dock vara att tillmäta teorin alltför stor exakthet i sin utformning och det går lika bra att argumentera för att en portfölj är fullt diversifierad först vid 12–14 innehav. Ett annat problem med en sådan statisk begränsning är att det kan hindra lämpliga portföljsammansättningar. För vissa kombinationer av värdepapper kan det vara motiverat att ha några stora enskilda innehav om övriga innehav har motsatt egenskaper. Det är således helt beroende av hur de olika värdepapperna rör sig i förhållande till varandra. Det är också dessa rörelser som bör vara utgångspunkt för regleringen.

Ytterligare en möjlighet är att helt bortse från riskspridningskravet och t.ex. låta ett värdepapper dominera fonden och vara ett utmärkt komplement i en bredare portfölj av fonder. Fondspararen skulle därmed själv kunna diversifiera sitt sparande. Sådana produkter förutsätter dock just en egen diversifiering för att de skall kunna anses uppfylla de grundläggande kraven på riskspridning. Det är inte meningen att lagstiftningen skall förutsätta att fondspararen är väl förtrogen med principerna om diversifiering. Sådana krav kan däremot ställas på en professionell investerare.

¹⁵ Principles of Corporate Finance, Brealey och Myers, second edition, kapitel 7.

Mot detta kan anföras, att fondsparare med hjälp av bra information kan fatta lämpliga investeringsbeslut. Följaktligen skulle då dessa förstå att en fond med liten riskspridning oftast endast bör utgöra ett komplement till det övriga (fond)sparandet. Det ligger i fondbolagens eget intresse att lämna sådan information; anser fondspararen att informationen varit bristfällig lär denne inte fortsättningsvis välja fonder förvaltade av fondbolaget.

De flesta fondförvaltare ger också information om hur riskfyllda deras fonder är. Denna information är oftast inriktad på de marknadsmässiga riskerna, att aktier är mer riskfyllda än räntepapper, att branschfonder är mer riskfyllda än globalfonder etc. Men även annan information om själva riskspridningen finns med och vilken risk fonden har. Fondsparare får också genom rådgivning från fondbolag och andra aktörer på finansmarknaden hjälp att fatta goda investeringsbeslut.

Kravet på riskspridning är dock så pass grundläggande att det inte kan kompenseras med mer information. Kravet är också till för att minimera de risker som är helt oförutsägbara oavsett mängden information.

Ett annat skäl till att låta specialfonder placera medlen utan någon placeringsrestriktion skulle kunna vara att hävda att de administrativa fördelarna med fondsparandet i sig räcker som motivering för lagstiftning. De administrativa fördelarna skulle vara att fonder kan ta ansvaret för att bevaka värdepappren och delta i emissioner, aktieuppdelningar (s.k. split) etc. Dessa administrativa fördelar gentemot att hålla enskilda värdepapper kan dock ifrågasättas. Utdelning på aktier betalas t.ex. idag ut direkt till aktieägarens bankkonto. Emissioner och split bevakas av bankerna som en tjänst till den som sparar i enskilda värdepapper. Att se specialfonder enbart som en administrativ fördel är inte tillräckligt för att ge dem en speciallagstiftning. Fonder är dessutom främst reglerade för att skydda de konsumenter som annars inte skulle söka sig till värdepappersmarknaden. Dessa behöver ett regelverk som riktar sig både mot de finansiella och mot de administrativa riskerna.

En mer allmänt hållen riskspridningsregel som tar sikte på kravet att diversifiera portföljen så att den unika risken minimeras har den fördelen att lagstiftaren inte låser utbudet av produkter på marknaden.

Utredningen finner således att en allmänt hållen regel om riskspridning ger bäst förutsättningar för att skapa bra fondprodukter och utveckla fondsparandet. Denna regel tar sikte på att port-

följerna inte skall vara beroende av enskilda innehav eller positioners utveckling så att fondens utveckling avgörs av det. Sammansättningen av portföljerna avgör i vilken mån kraven på riskspridning är tillgodosett. Procentuella begränsningar eller begränsningar i antalet innehav förleder tanken från det som väsentligen avgör om riskspridning finns i fonden eller inte. För branschfonder kan det t.ex. vara befogat med många innehav för att sprida riskerna. Visserligen kan riskspridning uppnås på ett fåtal innehav eftersom bolag inom samma bransch kan förväntas att röra sig likartat varför ett flertal innehav i så fall inte minskar den totala rörelsen (risken) i portföljen. Ett fåtal innehav ökar å andra sidan risken för att fonden skall drabbas om ett av innehaven visar sig ha allvarliga oförutsägbara interna problem. Som nämnts i det ovanstående måste fonder med större enskilda innehav kompensera det på ett fullgott sett med övriga innehav.

I de flesta fall torde det inte vara något problem för fonderna att uppfylla kraven på riskspridning. De allra flesta fonderna tillämpar riskspridning redan eftersom det är en väl etablerad metod för att uppnå goda förvaltningsresultat.

Det blir upp till Finansinspektionen att i sin tillståndsgivning och tillsyn bedöma om fondbolaget uppfyller de kriterier som här har beskrivits. Det är inte otänkbart att fondbolaget kommer att vilja kommunicera sina begränsningar i placeringsreglementen till fondspararna via angivande av procentsatser. För andra fonder kan emellertid riskspridningen mycket väl beskrivas på annat sätt. Huvudsaken är att denna beskrivning finns angiven i fondbestämmelserna och är uttryckt i ord och siffror.

9.5.3 Precisering av andra undantag från placeringsbestämmelserna

Utredningens förslag: Specialfonder får, med tillstånd av Finansinspektionen och med iakttagande av principen om riskspridning, avvika från de placeringsbestämmelser som gäller för värdepappersfonder.
--

Skälen för förslaget: Vid sidan av ucitsdirektivets riskspridningsregler kan en specialfond vilja ha undantag från andra bestämmelser som rör fondens placeringar. Som tidigare nämnts är det oklart

vilka undantag som kan medges med stöd av den nuvarande 3 § i lagen om värdepappersfonder. Finansinspektionen har haft liten ledning i tidigare förarbetsuttalanden och får bedöma från fall till fall vilka undantag som kan medges. Möjligheten till en enhetlig praxisbildning och för marknadens aktörer att förutse denna synes därför vara otillräcklig. Med samma resonemang infördes nyligen i den norska fondlagen preciseringar avseende de tillåtna undantagen tillsammans med möjligheten för inspektionen att i föreskrifter närmare ange förutsättningarna för undantag (ytterligare informationskrav, särskild riskspridning etc).¹⁶

Utredningen föreslår dock en annan modell. I utredningens förslag till lag om investeringsfonder samlas de placeringsbestämmelser som gäller för värdepappersfonder i 5 kap. Specialfonder får, efter en preciserad ansökan och ett särskilt tillstånd från inspektionen, avvika från dessa placeringsbestämmelser.

För det första behöver således specialfonder inte nödvändigtvis iaktta de begränsningsregler som gäller enligt 5 kap. så länge den allmänna principen om riskspridning tillåter det. Härigenom kan specialfonder ta större exponeringar mot enskilda emittenter och t.ex. bilda indexfonder som inte är möjligt enligt bestämmelserna för värdepappersfonder.

Specialfonder får för det andra investera i de tillgångsslag som anges i 5 kap. utan att iaktta de särskilda krav som ställs på tillgångarna. För värdepappersfonder gäller t.ex. att värdepapper som huvudregel skall vara noterade eller handlas på en reglerad marknad. En specialfond kan dock få undantag från detta krav och därmed kunna investera i onoterade innehav (riskkapital) eller i värdepapper som handlas på andra marknader än de som anges i 5 kap. Vidare får en värdepappersfond investera i andra fonder under förutsättning att dessa andra fonder är underkastade vissa regler. En specialfond kan tänkas få undantag från dessa krav och därmed kunna investera i fonder i länder där regelverket ser annorlunda ut. Ett annat exempel är att värdepappersfonder får investera i s.k. OTC-derivat endast under förutsättning att motparten står under tillsyn (föreslagna 5 kap. 11 § andra stycket). Det kan tänkas finnas skäl att ge undantag för specialfonder som vill handla med andra typer av OTC-derivat, där motparten inte står under tillsyn. Många utländska finansiella institut, framförallt i USA, är organiserade så att viss verksamhet, t.ex. handel med s.k. swapavtal, bedrivs i ett

¹⁶ Ot.prp. nr. 98 Lov om endringer i lov 12. juni 1981 nr. 52 om verdipapirfond mv., avsnitt 4.2 Plaseringsregler.

särskilt dotterbolag. Dotterbolaget står vanligtvis inte under tillsyn, eller står under begränsad tillsyn, av behöriga myndigheter. Anledningen är att vissa finansiella instrument inte formellt sett betraktas som värdepapper i vissa länder. Dotterbolagets förpliktelser är dock ofta garanterade av moderbolaget. Derivatinstrument som handlas med dessa dotterbolag handläggs vanligtvis under exempelvis det s.k. ISDA-avtalet och dess tillägg CSA (Credit Support Annex). Parterna kan härigenom bli skyldiga att ställa säkerheter för de exponeringar som tas. Inom ramen för ISDA-avtalet kan även en särskild garanti ställas (Credit Support Document). Det finns därför goda möjligheter för ett fondbolag att för en specialfonds räkning handla med OTC-derivat med motparter som nödvändigtvis inte står under tillsyn. Sådana undantag bör därför beviljas om Finansinspektionen finner att andelsägarna åtnjuter ett fullgott skydd.

De röstbegränsningsregler som anges för värdepappersfonder kan också bli föremål för särskilt undantag. Härigenom kan specialfonder i större utsträckning agera som aktiva ägare.

Bestämmelserna i 5 kap. om belåning och blankning kan också bli föremål för undantag.

En förutsättning för att undantag skall meddelas är alltid att andelsägarnas gemensamma intresse kan garanteras och att undantagen kan beskrivas på ett tydligt sätt i fondbestämmelserna.

Möjligheten för specialfonder att investera i andra tillgångsslag behandlas i följande avsnitt.

9.5.4 Specialfonder skall ange i fondbestämmelserna vilken risknivå de eftersträvar i förvaltningen

Utredningens förslag: Alla specialfonder skall i sina fondbestämmelser ange den risknivå fonden eftersträvar. Denna risknivå skall anges i siffror och i ord. Den i fonden faktiskt uppnådda risknivån (realiserad volatilitet) skall redovisas till fondandelsägarna. Finansinspektionen får lämna föreskrifter om vilka mått som får användas och hur beräkning och redovisning skall utföras.

Skälen för förslaget: För både investerare fondbolag och tillsynsmyndighet vore det önskvärt om specialfonderna kunde på förhand

ange vilken risknivå de siktar på i fonderna. Det skulle ge värdefull information om fondens inriktning och underlätta jämförelser mellan olika fonder.

Ett exempel på ett mått som skulle kunna beskriva specialfonder och deras risknivå är att föreskriva att de måste ange fondens Value at Risk (VaR).¹⁷ VaR är ett statistiskt riskmått som anger hur mycket en tillgångsportföljs värde kan minska med en viss sannolikhet från en tidpunkt till en annan, till följd av att priserna på de underliggande tillgångarna rör sig som de normalt gör.

Ofta brukar VaR-måttet definieras som storleken på den förändring som man kan vänta sig överstiga med fem procents sannolikhet. Vid dagliga mätningar innebär det att en större förändring än det VaR måttet anger bara bör inträffa en dag av 20.

Beräkningarna av en portföljs VaR kan göras enligt flera olika metoder som har det gemensamt att de oftast baseras på faktiska fluktuationer i de ingående tillgångarnas priser under en viss period bakåt i tiden, exempelvis sex månader eller ett år. Tidsserier av priser kan exempelvis användas för att beräkna varianser för skilda tillgångspriser och korrelationer mellan olika tillgångars priser. Dessa används sedan för att beräkna volatiliteten (fluktuationer i avkastning) för hela portföljen. I vissa VaR-modeller ges alla historiska priser samma vikt, i andra ges äldre priser mindre vikter, och nyare större.

Exempel

Om standardavvikelsen för en portfölj är 2, beräknat med de ingående tillgångarnas varianser och korrelationer under det senaste året, blir $VaR = 3,3$ procent med 95 procents konfidens (1,65 standardavvikelser). Det innebär att risken för att portföljens värde i morgon minskat i värde med 3,3 procent eller mer är 5 procent. Annorlunda uttryckt är sannolikheten för att portföljen inte minskat med 3,3 procent eller mer i värde 95 procent.

I stället för varianser/kovarianser kan olika typer av simuleringsmodeller användas för att bestämma VaR.

VaR har både fördelar och nackdelar. Det används redan i många förvaltningar i beräkandet av marknadsrisk och har visat sig fungera väl under normala marknadsförhållanden. En svaghet med måttet – som inte skall underskattas – är att det inte klarar av att mäta risken för förluster vid extrema marknadsförhållanden som

¹⁷ Se en utmärkt översikt om metoder för att kvantifiera marknadsrisk i Sveriges Riksbanks rapport Finansiell Stabilitet maj 2002.

inträffar då och då. Måttet täcker inte heller in alla typer av risker som en fondförvaltning är utsatt för, men täcker marknadsrisken vilket är den dominerande risken i en portföljförvaltning. Måttet säger dessutom betydligt mer om risknivån i en fond än vad fondbestämmelserna gör, särskilt om det rör sig om en specialfond.

I princip är VaR ett annat sätt att uttrycka standardavvikelsen. Standardavvikelsen är det mått som oftast används gentemot fondspararna för att beskriva risken i fonder (bl.a. inom premiepensionssystemet). Måttet är dock mindre omfattande än VaR och tillämpas därför inte lika ofta i den konkreta förvaltningen. VaR är spritt och är också principiellt godkänt för att beräkna vilken kapitaltäckning som krävs för bankerna. Måttet får därför anses vara lämpligt att använda för att få en uppfattning om vilken risknivå olika specialfonder tillämpar i sin förvaltning.

Utredningen anser att fondbolaget skall ange i specialfondernas fondbestämmelser vilken risknivå som fondbolaget eftersträvar i förvaltningen av en fond. Fondbolaget skall sedan i verksamheten kontinuerligt beräkna och redovisa risknivån till Finansinspektionen. På så sätt kan inspektionen i sin tillsyn övervaka efterlevnaden av risknivån. Fondbolaget skall också informera andelsägarna om vilken risknivå fonden har haft.

Ett lämpligt riskmått att använda i förvaltningen är VaR. Det är emellertid inte praktiskt att i lag eller i fondbestämmelserna hänvisa till just VaR-måttet eller andra riskmått. Det finns olika metoder att beräkna VaR och det är troligt att andra riskmått utvecklas och får utbredning. VaR har dock för närvarande stor spridning, men det finns även andra sätt att mäta risk. Ett vanligt och mindre omfattande mått är, som nämnts tidigare, standardavvikelsen. Fördelen med standardavvikelsen är att det är mer homogent än t.ex. VaR och är enklare att definiera. Av detta skäl kan det vara en fördel att ange standardavvikelsen som riskmått i fondbestämmelserna även om VaR används praktiskt i förvaltningen.

Det bör läggas på Finansinspektionen att bestämma vilket eller vilka riskmått som på ett bra sätt beskriver fondernas risknivå. Därmed underlättas också deras tillsyn.

Förutom att risknivån skall anges i siffror bör den beskrivas i ord och då lämpligen relatera den till en relevant marknads risknivå. Exempelvis kan fondbolaget ange att fonden siktar på en risknivå som är högre (alt. lägre, jämförbar med) den europeiska räntemarknaden eller den svenska aktiemarknaden. Vidare bör riskmått anges som ett lämpligt intervall i förhållande till fondens inriktning.

Storleken på intervallet och dess nivå skall ge en god bild av fondens risknivå och kommer att vara beroende av vilka tillgångar fonden investerar i, på vilka marknader och vilken förvaltningsmetodik som används. Fonderna kommer trots det att under vissa omständigheter ha en volatilitet som ligger utanför intervallet.

Skälet till det är att riskmått inte är, som tidigare har diskuterats i kapitel 1, en exakt vetenskap. I exemplet VaR framgick det att måttet är framåtblickande och anger den framtida förväntade värdeförändringen med ett visst sannolikhetsintervall (i exemplet 95 procent). Det betyder att det faktiska utfallet av risktagandet normalt kan förväntas överstiga den angivna VaR-siffran i ungefär 5 procent av fallen. En följd av det är att en fond inte kan förväntas att ligga inom intervallet vid varje tidpunkt. I samband med att marknaden är oväntat turbulent (exempelvis efter terroristattacker den 11 september 2001) kommer fondernas risknivåer också att hamna utanför intervallet.

Större avvikelser bör dock vara mycket ovanliga. Upprepade avvikelser från angiven nivå är ett tecken på att något är fel. Det kan t.ex. bero på att fondbolagets modell för att mäta risk inte är relevant eller att förvaltarna medvetet eller omedvetet arbetar med en annan risknivå än vad som angetts i fondbestämmelserna. En fördel med riskmålet är att det är möjligt att i efterhand kontrollera om den risknivå fonden arbetat med varit i överensstämmelse med fondbestämmelserna.

I redovisningen av den faktiska risknivån (realiserad volatilitet) till allmänheten är det av värde om enhetlighet i riskmått uppnås. Fördelen med ett gemensamt mått är att då kan andelsägarna jämföra olika fonders risknivåer utan att nödvändigtvis vara förtrogna med hur måttet är sammansatt. Ett lämpligt mått för denna kommunikation är också standardavvikelsen som redan redovisas av en del fondbolag och används i premiepensionsmyndighetens fondfaktablad. Den realiserade risknivån bör också redovisas i ord till fondandelsägarna.

Det är lämpligt att bemyndiga inspektionen att meddela de närmare föreskrifter som erfordras för fondernas val av riskmått och redovisning av risk.

9.5.5 Särskild lagstiftning om hedgefonder

Utredningens förslag: Med hedgefonder menas specialfonder som fått tillstånd att avvika från de allmänna placeringsbestämmelserna och som enligt sina fondbestämmelser har en placeringsinriktning som direkt eller indirekt syftar till att åstadkomma en absolut avkastning oavsett marknadens utveckling med hjälp av derivatinstrument, belåning eller försäljning av värdepapper, penningmarknadsinstrument, derivatinstrument eller fondandelar som fonden inte förfogar över.

Förvaltare av hedgefonder skall tillämpa principen om riskspridning. Det skall också framgå i all information som lämnas att det är fråga om en hedgefond.

Andelar i en hedgefond får säljas till allmänheten endast genom fondandelsfonder, där varje enskild fond inte får utgöra mer än 20 procent av fondandelsfondens förmögenhet.

Skälen för förslaget: Som framgår av avsnitt 1.3 är hedgefonder samlingsnamnet för en heterogen grupp fonder som har som målsättning att skapa ett positivt resultat oavsett marknadens utveckling. För att kunna uppnå denna målsättning fordrar oftast hedgefonder en friare placeringsinriktning än de traditionella aktie- och räntefonderna. Det kan vara fråga om möjligheten att använda sig av t.ex. derivatinstrument, blankning och belåning. Med blankning avses försäljning av värdepapper, penningmarknadsinstrument, derivatinstrument och fondandelar som fonden inte förfogar över. I sådana fall lånar fonden upp de finansiella instrumenten. Hedgefondernas särskilda natur medför att det ordinarie regelverket (för traditionella fonder) i vissa delar behöver anpassas.

De flesta hedgefonder på den internationella marknaden är inte underkastade offentliga myndigheters kontroll. Den svenska lagstiftningen medger dock idag att det inom ramen för fondblagstiftningen bildas hedgefonder enligt bestämmelsen i 3 § lagen om värdepappersfonder. Detta medför att de svenska hedgefondförvaltarna är underställda lagens krav och Finansinspektionens tillsyn. Ramen för vad förvaltarna får göra sätts i lagens bestämmelser, men framför allt i fondbestämmelserna.

När utredningen i följande avsnitt diskuterar särskilda bestämmelser för hedgefonder avses sådana fonder som med undantag från ucitsdirektivets regler i sin placeringsinriktning tillåts ta större

positioner och använda sig av derivatinstrument, blankning och/eller belåning i syfte att åstadkomma en absolut avkastning oavsett marknadens utveckling. Denna definition bör införas i lagen.

Riskspridning i hedgefonder

Hedgefonder har mer flexibla placeringsregler än traditionella fonder. Förvaltarna kan betraktas som specialister på att hantera finansiella instrument och särskilda strategier på de finansiella marknaderna. Denna fondverksamhet är mindre beroende av marknadens utveckling i stort och kan närmare jämföras med annan affärsverksamhet som kan gå både bra och dåligt beroende på hur väl affärerna lyckas och hur kunnig företagsledningen är. Det gör att risken för fondspararen snarare ligger i själva fondförvaltningen och inte i marknadsrisken som oftast är fallet för traditionella fonder. För investeraren, eller fondspararen, bör hedgefonder därför betraktas som ett eget tillgångsslag som kan ingå som en del i en portfölj av värdepapper eller fonder.

Med förvaltare avses inte bara en person utan det kollektiv av förvaltare som ansvarar för en fond. Många hedgefonder förvaltas av en grupp av personer som tillsammans ansvarar för fondens utveckling. Beroendet av förvaltningen behöver således inte vara knutet till en person.

Hedgefondsförvaltarens frihet kommer till uttryck i fondbestämmelserna genom mer generösa placeringsbegränsningar, t.ex. möjligheten till stora enskilda exponeringar och att använda sig av derivatinstrument, blankning och belåning. Hedgefondernas placeringsstrategi och risknivå kan vara svår att fånga upp genom angivande av vilka tillgångar de får placera i och limiter för dessa. En hedgefond kan t.ex. ta en position i ett värdepapper som i förhållande till det totala fondvärdet utgör en väsentligt högre andel än vad t.ex. ucitsdirektivets regler tillåter. Samtidigt blankar fonden en annan stor position som motverkar den första positionen vilket gör att nettoexponeringen blir "normal". För att täcka in respektive "bruttoposition" måste fondbestämmelserna ge betydligt vidare ramar än vad som egentligen är den risk eller exponering som fonden anser sig ha. Fondbestämmelserna uttryckta på traditionellt sätt säger således inte så mycket om hur hedgefonden arbetar. För

att kompensera det kommunikerar hedgefonderna andra mer rättvisande riskbegrepp till sina investerare.

Hedgefonder har i tid till annan haft ett dåligt rykte eftersom det inträffat att de har förlorat en stor del av sitt kapital och fått lov att stänga verksamheten. Bland traditionella fonder har inte samma uppmärksammade krascher inträffat (även om vissa aktiefonder som placerat enligt ucitsdirektivets bestämmelser tappat över 50 procent under år 2001). Det ligger i de fria placeringsreglernas natur att hedgefonder kan förlora stora delar eller t.o.m. hela sitt kapital. Å andra sidan finns det många exempel på hedgefonder där förvaltningen har varit lyckosam med hög och jämn avkastning som följd.

Även om hedgefonder således är mer fria i sin verksamhet gör sig kravet på riskspridning ändå gällande och en mer flexibelt utformad bestämmelse så som den beskrivits i föregående avsnitt om specialfonder bör lämpligen omfatta även hedgefonder. Med en sådan regel kan förhoppningsvis fondbestämmelserna för en hedgefond bli mer precisa utan att frånta hedgefondförvaltarna deras möjlighet att ta större positioner när så krävs. För hedgefonder är det mer lämpligt att prata i termer av spridning av antalet positioner snarare än spridning av antalet innehav. För hedgefonder – som för vanliga fonder – kan alltid det oförutsägbara hända vilket bör undvikas genom att sprida antalet positioner i sin förvaltning. Antalet positioner kan jämföras med resonemanget i avsnitt 9.5.2 om antalet innehav. För hedgefonder som för vanliga fonder reduceras risken markant upp till omkring 5 positioner. En relativt stor riskreducering sker också mellan 5 och 10 positioner medan därefter avtar riskspridningen på samma sätt som för en portfölj med enskilda innehav. En hedgefond bör ligga närmare ett tiotal positioner för att kravet på riskspridning skall anses vara tillgodosett. Här menas självklart positioner som går att särskilja i sin karaktär.

Det skall framgå att det är fråga om en hedgefond

Utredningen har valt att lyfta fram hedgefonder som en särskild form av specialfonder och det är därför lämpligt att låta detta framgå tydligt i all information som lämnas. Det är fråga om fondbestämmelser, informationsbroschyr, informationsblad, årsrapporter och allt övrigt reklammaterial.

Spridning av förvaltarrisken

I normala fall bedrivs hedgefonder seriöst och det finns ingen anledning att begränsa verksamheten som sådan. Incitamenten för förvaltarna att prestera bra resultat är goda eftersom en förvaltare som misslyckas kan räkna med att snabbt förlora sina kunder. Det finns dock anledning att inte utan vidare låta andelar i hedgefonder säljas fritt till allmänheten eftersom det kan dyka upp mindre seriösa förvaltare på marknaden som tar stora risker med fondspararnas pengar. Inslaget av det som brukar kallas moral-hazard inom finansiell reglering är också stort för hedgefonder.

Hedgefondförvaltare tar oftast ut ett fast och ett rörligt förvaltningsarvode. Det rörliga arvodet bestäms av resultatet i avkastningen. Ju högre avkastning desto högre avgifter och därmed större intäkter för förvaltaren. Om avkastningen blir negativ eller under gränsvärdena för den rörliga avgiften får förvaltarna således endast det fasta arvodet. Det gör att förvaltaren har incitament att ta extra riskfyllda positioner eftersom den blir rikligt belönad om det går bra men förlorar inget om det går dåligt. Fondspararen befinner sig här i en s.k. moral-hazard situation som kan bli dyrbar eftersom den står för risken i sparandet. I en traditionell fond kan inte detta hända på samma sätt eftersom förvaltaren inte har samma möjligheter att ta riskfyllda positioner. Inslaget av moral-hazard minskar också om avgifterna inte är prestationsrelaterade. Ett visst moment av moral-hazard förekommer dock även för dem.

För en sund hedgefondförvaltare är detta inget problem eftersom ett okontrollerat risktagande brukar straffa sig och göra att fonden förlorar sina kunder. Den som önskar vara kvar i branschen skulle därför förlora på ett alltför högt risktagande. En situation kan dock uppstå där förvaltningen har gått dåligt och fonden är rädd att förlora sina kunder. Förvaltarna kan då ta stora risker som – om det slår in – räddar verksamheten. Går det dåligt förlorar de inte mer än före risktagandet. Fondspararen är här i en mycket utsatt situation. Särskilt i kombination med hedgefonder som bara löser in sina andelar under vissa perioder.

En van placering kan på olika sätt till en del skydda sig mot risken för moral-hazard, bl.a. genom att ställa upp vissa kriterier för investeringen men också genom att fortlöpande bevaka utvecklingen. En fondsparare med begränsade resurser att bedöma hedgefonden eller att bevaka dess utveckling kan däremot inte skydda sig på samma sätt. Det finns därför anledning till att åtminstone

genom riskspridning minska risken för moral-hazard. Det är också vanligt att professionella placerare sprider sina risker när de placerar i hedgefonder, dvs. de har vanligen flera fonder som ingår i deras kvot av tillgångsslaget hedgefonder.

En metod för att säkerställa riskspridning hos fondspararna är att låta kravet på riskspridning inte enbart gälla en fonds investeringar utan också i förhållande till fondspararnas exponering mot enskilda hedgefondförvaltare. Som framgått ligger risken i en hedgefond i förvaltarnas förmåga. En investering i en hedgefond kan – något hårddraget – likställas med att köpa ett enda värdepapper. Visserligen arbetar hedgefondförvaltarna normalt med att sprida riskerna över ett flertal positioner vilket ger en rimlig riskspridning, men deras strategi är sådan att förvaltarna snarare än marknaden avgör avkastningen. För en fondsparare skulle ett motsvarande riskspridningstänkande som anförts tidigare innebära att investeringar i hedgefonder därför borde ske genom att fondspararen exponerar sig mot flera olika hedgefondförvaltare samtidigt.

Ett sätt att säkerställa detta är att låta hedgefonder säljas till konsumenter endast via en fondandelsfond. Förvaltaren till en fondandelsfond kan då sätta samman en portfölj av flera olika hedgefonder vilket medför en riskspridning för fondspararen. Givetvis behöver fondandelsfonden inte investera enbart i andelar i hedgefonder, utan kan sätta ihop en portfölj med såväl hedgefonder som traditionella fonder. I ett sådant fall säkerställs att hedgefonden utgör en rimlig andel av ett totalt sparande. Visserligen kan fondspararen själv se till så att han får en väl avvägd riskspridning i sin portfölj genom att välja olika hedgefonder eller låta en hedgefond utgöra endast en mindre del av det totala sparkapitalet. Produkten får dock anses vara i många avseenden så svår att överblicka att den genomsnittlige fondspararen inte kan förväntas göra en rimlig bedömning av dess egenskaper. En viss försiktighet är därför påkallad i dess spridning via allmänhetens fondsparande. Denna försiktighet är också i linje med att ställa krav på riskspridning i all form av fondsparande.

Mot ett förslag om att tillåta spridning av hedgefonder till allmänheten endast via fondandelsfonder kan anföras att konsumenterna får en dyrare produkt. Förutom avgifter till förvaltaren av hedgefonderna måste andelsägarna också ersätta den som sätter ihop fondandelsfonden. Detta kan emellertid betraktas som en fördel eftersom den som säljer fondandelsfonder där hedgefonder

ingår har ett intresse av att hedgefonderna går bra. Det ger således incitament att vara noggrann i urvalsprocessen och att bevaka fonderna för fondandelsägarnas räkning. Det finns också en möjlighet att fondbolag sätter ihop fondandelsfonder med sina egna produkter och att ingen avgift tas ut i dessa fondandelsfonder. Det kommer dessutom att finnas ett förbud mot att ta ut någon avgift för förvärv eller inlösen av andelar från närstående fonder (se avsnitt 8.7.4).

En risk med fondandelsfondlösningen är att produkten i sin helhet blir svårare att förstå jämfört med om andelsägarna äger andelar direkt i den underliggande fonden. Detta får dock vägas mot att fondandelsägarna också får en tjänst i och med urvalsprocessen.

En möjlighet för att skydda marknaden från oseriösa aktörer skulle kunna vara att ställa höga formella krav på förvaltaren och förvaltningsorganisationen. Allmänna krav på den finansiella aktören är vanliga. I 2 kap. 1 § lagen (1991:981) om värdepappersrörelse t.ex. anges att ledningen i ett värdepappersbolag skall ha de insikter och den erfarenhet som måste krävas av den som deltar i ledningen av ett värdepappersbolag och även i övrigt vara lämpliga för en sådan uppgift. En motsvarande bestämmelse har även intagits i ucitsdirektivet (se avsnitt 7.4). Vidare ställs det med införandet av det nya ucitsdirektivet särskilda krav på själva verksamheten. Som nämnts i avsnitt 7.4 och 7.7 uppställer de nya bestämmelserna i ucitsdirektivet krav på fondbolagens organisation. Det är framför allt krav på intern kontroll och goda interna rutiner. Vidare fordras, för det fall derivatinstrument används i fondverksamheten, att fondbolaget använder sig av ett förfarande för riskhantering som gör det möjligt att vid varje tidpunkt kontrollera och bedöma den risk som är knuten till positionerna och deras bidrag till portföljens allmänna riskprofil (avsnitt 8.6.4). Fondbolaget skall också hålla Finansinspektionen underrättad. Sådana krav gör det svårare för mindre nogräknade aktörer att förvalta hedgefonder eftersom här nämnda krav bör vara särskilt viktiga att leva upp till för hedgefondförvaltare.

En annan omständighet som talar för att hedgefondförvaltare har större krav på sig än traditionella förvaltare är att hedgefondförvaltare vänder sig hittills nästan uteslutande till institutionella placerare och förmögna privatpersoner. Dessa ställer ofta krav på omfattande information i form av upplysningar om hedgefondförvaltarens bakgrund, information om att på förhand få veta vilken

risknivå de avser att tillämpa, vilken förvaltningsmetodik de skall använda och konkreta exempel på affärer som de kan komma att utföra (s.k. *best practice*). Banker som ställer upp som motpart till hedgefonderna gör dessutom omfattande undersökningar om hedgefonderna som de gör affärer med.

Det finns alltså möjligheter att med ledning av de nya bestämmelserna i ucitsdirektivet och det förfarande som banker och institutionella placerare använder, att göra relevanta analyser av hedgefondförvaltarnas metodik och förmåga att bedriva verksamheten. Det är emellertid svårt att i lagstiftningen utöver en allmän bestämmelse ange närmare kriterier för lämpligheten att bedriva fondverksamhet i allmänhet och förvaltning av hedgefonder i synnerhet. Krav på t.ex. relevant formell utbildning, lång praktisk erfarenhet, gott rykte på marknaden etc. skulle ofrånkomligen bli godtyckliga och betunga fondlagen i onödan. Vidare kan den mest erfarne fondförvaltaren hamna i svåra situationer och agera på ett för fondspararna olämpligt sätt (jämför den beskrivna moral-hazard problematiken). Den omfattande analys av hedgefonder som professionella placerare gör innan de investerar i en hedgefond (vanligen flera olika för att sprida riskerna) talar också för fondandelsfondsalternativet. Förvaltaren av fondandelsfonderna kan göra motsvarande arbete som utförs av professionella investerare.

Ytterligare en metod för att skydda fondandelsägarna är att kräva att en hedgefond får säljas till allmänheten endast om fondandelsägarna har en reell och acceptabel möjlighet att utträda ur fonden. Idag begränsas denna möjlighet i de flesta hedgefonder. Insättningar och uttag i Cicero Hedge t.ex. är begränsat till varje månads-skifte. Samma sak gäller SEB Hedgefond Equity och Handelsbankens Hedgefond Aktie Europa. Ett sätt skulle då vara att ålägga fondförvaltaren att beräkna, prissätta och lösa in andelarna i fonden dagligen. Andelsägarna ges då möjligheten att skydda sin investering. En sådan bestämmelse skulle också kunna verka förebyggande. Det finns dock även nackdelar med en sådan bestämmelse i form av svårigheter att fastställa ett rättvist pris. För belånade fonder kan en sådan bestämmelse också påverka villkoren för lånen vilket kan vara begränsande för verksamheten. Dessutom är det tveksamt om en sådan regel verkligen innebär ett skydd för fondandelsägaren. Det säkerställer inte heller riskspridningskravet.

Den för fondförvaltarna minst ingripande lösningen är att varken förbjuda eller inskränka hedgefondverksamheten, utan i stället öka kraven på den information som lämnas. Genom att benämna en

fond för just hedgefond får säkert konsumenterna en fingervisning om vilken typ av produkt det är fråga om. Det är dock inte något enhetligt begrepp och säger ingenting om fondens närmare inriktning. Oftast informeras potentiella sparare om respektive fonds särskilda karaktär. Fondbolagen lämnar oftast uppgifter om att målet är en absolut avkastning, att fonden har friare placeringsmöjligheter, om den resultatbaserade avgiften samt om villkoren för in- och utträde. Information om hedgefonder är dock mycket svårt att tillgodogöra sig även för de mer initierade spararna. Det gör att det är i princip omöjligt för fondsparare som inte är vana vid finansiella överväganden att bedöma hedgefondens strategi och huruvida fonden därmed är lämplig för den enskilde individen. Ett förstärkt informationskrav är således inte tillräckligt för att säkerställa konsumentskyddet i detta fall.

Utredningens överväganden stannar vid att föreslå att hedgefonder får säljas till allmänheten endast via fondandelsfonder. Ställningstagandet är inte självklart eftersom hedgefonder är en heterogen grupp av fonder och avgränsningsproblem kommer att uppstå. Det är att fondandelsägaren blir exponerad mot en enskild verksamhet snarare än en marknad som motiverar att riskspridning i sparandet är lämpligt. I förhållande till dagens regler är detta en skärpning av hur hedgefonder får säljas till allmänheten. Det kan förefalla märkligt med en stramare reglering på detta område medan man i andra länder snarare går mot en liberalisering. Regleringen kommer dock även med detta förslag att i ett internationellt perspektiv framstå som liberal. Det finns inte många exempel på där hedgefonder kan säljas till allmänheten utan är enbart förbehållna investerare med stora tillgångar.

Andelar i hedgefonder får också säljas direkt till vissa kvalificerade investerare, se vidare i avsnitt 9.9.3.

Närmare om hur fondandelsfonderna får utformas

Reglerna i det nya ucitsdirektivet föreskriver att en fondandelsfond får investera maximalt 20 procent av fondkapitalet i en och samma fond. Denna riskspridning är enligt utredningen lämplig även för hedgefonder. Fonderna i sig tillämpar riskspridning vilket ger en tillräcklig spridning för spararen i fondandelsfonden.

Några begränsningar avseende hur många hedgefonder som maximalt får ingå i en fondandelsfond är inte motiverat. Det skulle

bara begränsa utbudet av produkter som fondspararna kan tänkas efterfråga. En fondandelsfond med enbart 5 hedgefonder ger t.ex. förutsättningar att diversifiera sitt eget sparande. Vidare kan fonder sättas samman där hedgefonder bara utgör en av flera fonder.

En annan fråga är om det finns anledning att föreskriva att hedgefonder som ingår i en fondandelsfond måste komma från olika fondbolag eller olika koncerner. Det finns exempel på fondbolag som enbart sysslar med hedgefondsförvaltning. Om alla deras fonder ingår i en och samma fondandelsfond – som kanske dessutom startats av fondbolaget – kan det ifrågasättas om riskspridningen är adekvat. En och samma koncern kan tänkas ha samma grupp av förvaltare för flera olika fonder. Bland traditionella värdepappersfonder är det vanligt att en och samma person är ansvarig för flera olika fonder.

Om begränsningen görs per fondbolag eller koncern finns det risk för att grupper av fondsparande sätts samman i syfte att undvika reglerna. I större fondbolag med alla olika typer av fonder skulle det sannolikt upplevas diskriminerande om de inte fick sätta samman fondandelsfonder av deras egna fonder. Större fondbolag kan mycket väl ha stor spridning av förvaltare och olika inriktningar på fonder som gör att en fondandelsfond passar in i det övergripande kravet på riskspridning. I mindre fondbolag som exempelvis är specialiserade på hedgefonder är givetvis risken större att en gemensam syn finns för alla fonder vilket minskar riskspridningen. Det är dock troligt att det mindre fondbolaget har hedgefonder med olika inriktningar vilka tillsammans ger en riskspridning. Det torde inte vara särskilt meningsfullt att ha flera hedgefonder med likartad inriktning inom samma koncern.

Icke desto mindre bör det ställas krav på en hedgefond som ingår i en fondandelsfond att den har en särskilt ansvarig förvaltare. I konsekvens med förvaltarens betydelse för avkastningen får denne heller inte vara ansvarig för andra fonder som ingår i fondandelsfonden. Finansinspektionen bör också ha möjlighet att ingripa om den bedömer att hedgefonder som ingår i en fondandelsfond inte har tillräcklig riskspridning i förvaltarkollektivet. Det bör också framgå av den verksamhetsplan som fondbolagen skall upprätta, att den interna verksamheten bedrivs på ett sätt som tillfredsställer de krav på riskspridning som finns för hedgefondförvaltare som ingår i fondandelsfonder.

9.6 Alternativa placeringstillgångar

Enligt de äldre bestämmelserna i lagen om värdepappersfonder och i ucitsdirektivet fick en fond, oavsett om det är en ucitsfond eller en nationell fond, investera sin förmögenhet i fondpapper eller andra finansiella instrument.¹⁸ Fonderna kunde därför med fog kallas för värdepappersfonder. Som framgår av kapitel 8 får *värdepappersfonder* numera investera i värdepapper, penningmarknadsinstrument, fondandelar, derivatinstrument och i insättningar hos kreditinstitut. Alla dessa olika tillgångsslag kan inte formellt sett hänföras till finansiella instrument, men det är fortfarande fråga om fonder som ger sina andelsägare tillgång till den finansiella marknaden.

Regelverket för fondsparandet är således främst till för finansiella tillgångar. Utgångspunkten är att säkerställa en sund riskspridning och en likviditet som gör det möjligt för fondandelsägarna att få sina andelar inlösta när de så önskar. Fondsparandet är därför inte lämpligt för ett generellt sparande i t.ex. lösa saker. Förutom svårigheter i värdering och omsättning är sådana investeringar förknippade med omfattande praktiska problem. En fond avsedd för investeringar bör inte ägna sig åt varuhandel.

De begränsningar i vilka tillgångsslag en värdepappersfond får placera sina medel enligt ucitsdirektivet behöver trots detta inte automatiskt överföras till specialfonderna. I utredningens direktiv nämns t.ex. att det utomlands finns fonder som investerar i fastigheter och fonder som investerar i råvaror. Placeringar i dessa tillgångsslag kan i vissa delar jämföras med placeringar i finansiella tillgångar. I de följande avsnitten tar utredningen upp och diskuterar möjligheten för specialfonder att investera i fastigheter respektive råvaror eller råvaruderivat.

9.6.1 Fastigheter som placeringstillgång

Investeringar i fastigheter har historiskt ansetts vara säkra placeringar med låg och jämn (inflationsskyddad) avkastning. De har många likheter med finansiella instrument som investeringsobjekt och kan därför ur denna synvinkel vara lämpliga placeringsalternativ även för specialfonder. Utfallet av och metoderna för invest-

¹⁸ Vad som anses ingå i begreppen fondpapper och andra finansiella instrument diskuteras i avsnitt 3.9.1.

eringar i fastigheter är dock mycket en fråga om hur skattesystemet är utformat. I många länder är subventioner och skattelättnader en del av fastighetspolitiken. I Tyskland är t.ex. skattesystemets utformning en av orsakerna till framväxten av fastighetsfonder. Avdrag har medgetts till allmänheten som investerar i fastighetsfonder vilket stimulerat sektorn från tid till annan.

För fondspararen är exponeringen mot tillgångsslaget fastigheter av intresse eftersom det erbjuder real avkastning. Fondspararna kan därmed skydda sina medel från inflation vilket kan vara lämpligt för en del av besparingarna. Å andra sidan går det att hävda att många fondsparare har en egen bostad som i sig ger en exponering mot fastighetsmarknaden som kan vara tillräcklig mot sektorn.

Fastigheter ägda via särskilda fastighetsfonder

Som framgått av kapitel 4 finns det exempel på fastighetsfonder utomlands. I Storbritannien har man infört fastighetsfonder som vänder sig till allmänheten, men få sådana fonder har bildats. I Tyskland däremot är fastighetsfonder som finansieras via medel från allmänheten en stor aktör på fastighetsmarknaden. Cirka en fjärdedel av alla fastighetsaffärer i Tyskland görs av sådana fonder.

Det är emellertid inte helt okomplicerat att öppna upp för fastighetsinvesteringar via fondsparandet. Förvaltningen av fastigheter skiljer sig på många sätt från förvaltningen av värdepapper. Det är inte endast rent finansiella överväganden som fordras i en fastighetsfond. Fastigheterna i sig måste förvaltas. Även placeringsreglerna måste anpassas till tillgångsslaget. Fastigheter prissätts inte heller på samma sätt som värdepapper som handlas dagligen. Visserligen har fastigheter ett marknadspris eftersom de handlas på en fri marknad, men de omsätts inte i samma utsträckning och är därför mer omständliga att värdera. Prissättningen av andelarna i en fastighetsfond påverkas också av trögheterna i värderingen. Däremot skulle det gå att hålla handel i andelar dagligen om likviditeten i fonden är tillfredsställande.

Ägarfrågor

Den juridiska konstruktion som förekommer i Sverige bygger på ett kontraktsrättsligt tänkande. Enligt lagen om värdepappersfonder kan en fond inte förvärva rättigheter eller ikläda sig skyldigheter. Fonden kan inte heller föra talan inför domstol eller någon annan myndighet. Egendomen som ingår i fonden får inte utmätas vilket i sin tur innebär att en fond inte kan försättas i konkurs. Konstruktionen innebär att fonden består av den egendom som ingår i fonden. Lagstiftningen besvarar emellertid inte frågan hur en fond, som inte är en juridisk person, kan äga värdepapper.¹⁹

En fastighetsfond skulle med den struktur som anges i fondlagstiftningen bestå av fastigheter och andra tillgångar. Äganderätten till dessa tillgångar tillkommer andelsägarna, medan fondbolaget företräder ägarkollektivet i alla frågor. Den i lagen angivna fullmakten i kombination med en dold äganderätt för andelsägarna kan skapa problem för verksamhet genom fastighetsfonder. Till skillnad från vanliga värdepappersfonder uppstår nämligen regelmässigt ägarfrågor som måste lösas.

Att äga fastigheter medför ansvar t.ex. för fastigheternas skötsel och relationen till hyresgästerna. Även om det för en fastighetsfond införs ett förbud mot andra lån än kortfristiga lån i likhet med vad som gäller idag för värdepappersfonder, kan således verksamheten i en fastighetsfond medföra omfattande förpliktelser.

Inom fastighetsrätten och miljörätten finns vidare en mängd bestämmelser som riktar sig mot fastighetsägaren och som medför åtaganden. Som några få exempel kan följande nämnas. Fonden skall som ägare till en fastighet registreras i fastighetsregistret såsom lagfaren ägare. Därmed får fastighetsägaren också rätt att ansöka om inteckning. För att få förvärva t.ex. en hyresfastighet fordras tillstånd. I vissa fall har kommunen en förköpsrätt vilken ger en rätt att förvärva fast egendom från säljaren på de villkor som avtalats fram mellan säljaren och köparen. En fastighet kan på grund av i lag angivna ändamål exproprieras. I hyreslagstiftningen finns bestämmelser som tar sikte på hyresvärdens skyldigheter och möjligheten att förelägga hyresvärden att vidta någon åtgärd. Försummar fastighetsägaren vården av en fastighet där det finns bostadslägenheter för uthyrning kan hyresnämnden komma att ställa fastigheten under tvångsförvaltning. Miljöbalken innehåller

¹⁹ Se utredningens överväganden i avsnitt 8.13.

en mängd bestämmelser som inskränker fastighetsägarens möjligheter att fritt använda sin egendom.

I Tyskland är – liksom i Sverige – en fond i enlighet med den kontraktsrättsliga konstruktionen inte en självständig juridisk person. I den tyska fondlagstiftningen har emellertid tydligt angivits att de tillgångar som ingår i en (öppen) investeringsfond *tillhör* fonden men *ägs* antingen av fondandelsägarna gemensamt eller av fondbolaget.²⁰ För fastighetsfonder gäller den särskilda regeln att fastigheterna i fonden alltid ägs av fondbolaget.²¹ Vad som avses härmed synes närmast vara en formell äganderätt, men där den egentliga eller ekonomiska äganderätten tillkommer fondandelsägarna i enlighet med deras andelsägarbevis. Denna reglering medför i praktiken att fondbolaget står registrerad som ägare i fastighetsregistret.

I Storbritannien förekommer inte någon särskild äganderättslösning för de engelska fastighetsfonderna. Den juridiska konstruktionen beror i stället på om fonden är organiserad som en unit trust eller ett bolag med rörligt aktiekapital. I båda fallen tillkommer äganderätten ett angivet rättssubjekt (trusteen respektive bolaget), vilket inte skapar samma problem som i den kontraktsrättsliga strukturen.

Det är följaktligen nödvändigt att göra ytterligare överväganden avseende de rättigheter och skyldigheter som är förknippat med äganderätten av fastigheter.

Ett sätt att lösa problemet är att lägga en juridisk person, t.ex. ett aktiebolag eller ett kommanditbolag, mellan fonden och fastigheterna. Därigenom skulle ägaren till fastigheterna lätt kunna identifieras. Däremot blir det svårare att värdera fonden och för utomstående, inklusive Finansinspektionen, att få en klar bild av verksamheten. De svenska fonder som idag kallar sig för fastighetsfonder är sådana värdepappersfonder som investerar i noterade aktier i fastighetsbolag. Enligt maktbegränsningsreglerna får dock en fond inte ensam äga ett fastighetsbolag. Det uppstår också värderingsproblem om fonden skall vara ensam ägare till ett aktiebolag på samma sätt som det uppstår problem med innehav i

²⁰ § 6 första stycket andra meningen i KAGG lyder: "Die zum Sondervermögen gehörenden Gegenstände können nach Maßgabe der Vertragsbedingungen, nach denen sich das Rechtsverhältnis der Kapitalanlagegesellschaft zu den Anteilhabern bestimmt, im Eigentum der Kapitalanlagegesellschaft oder im Miteigentum der Anteilhaber stehen."

²¹ § 30 i KAGG lyder: "Abweichend von § 6 Abs. 1 Satz 2 können zum Grundstücks-Sondervermögen gehörende Gegenstände nur im Eigentum der Kapitalanlagegesellschaft stehen."

onoterade värdepapper. Fastighetsinnehavet i det helägda aktiebolaget träffas inte heller av fondlagstiftningens regelverk.

Väljer man att låta fonden vara delägare i ett kommanditbolag som i sin tur äger fastigheterna uppstår flera problem. För det första måste en av delägarna vara obegränsat ansvarig (komplementär). Eftersom fonden inte är en juridisk person kan fonden inte vara komplementär. Vem skall då åta sig denna uppgift? För det andra är andelar i kommanditbolag inte direkt avsedda eller anpassade för fri omsättning. För det tredje uppstår i så fall en skatterättslig snedvridning (se mer nedan). Fondlagstiftningen träffar inte heller direkt den verksamhet som bedrivs i ett kommanditbolag.

En annan lösning är att reformera fondlagstiftningen efter modell från Tyskland, dvs. att i lagen ange att den formella äganderätten tillkommer fondbolaget. Konsekvenserna av en sådan lösning är svåra att överblicka. Risken är att det skydd som tillgångarna i en fond har kommer att försämrats. Det kan också te sig ologiskt att i lagen ange att vissa tillgångar *hör* till en fond, men *ägs* av ett fondbolag.

Åter en annan, men med den tyska modellen närbesläktad, lösning är att modifiera fondens rättsliga ställning. En fond skulle kunna tänkas få status av juridisk person i viss begränsad omfattning. Idag behandlas t.ex. en värdepappersfond som en juridisk person i skattehänseende. Med en sådan lösning skulle emellertid gränsen mot andra associationsrättsliga företag bli svår att dra. Det förefaller också vara betänkligt att på så sätt skapa en ny juridisk figur.

Den lösning som är renast juridiskt är att skapa fondföretag i associationsrättslig form, antingen i form av aktiebolag (som i t.ex. Storbritannien, Frankrike etc.) eller i form av en ekonomisk förening (som i t.ex. Danmark). Införandet av en ny associationsrättslig fondform medför emellertid en rad andra ställningstaganden. Frågan behandlas närmare i kapitel 10.

Till ägarfrågor i stort hör också i viss mån Finansinspektionens och förvaringsinstitutets roll. Förvaringsinstitutet kan givetvis inte ta emot och förvara fastigheterna, och bör i stället vidta andra åtgärder för motsvarande skydd. Det kan vara fråga om registrering i fastighetsregistret, förvaring av köpehandlingar etc.

Placeringsbestämmelser och riskspridning

För värdepappersfonder finns bestämmelser som tar sikte på vilka typer av värdepapper som fonden får placera sina medel i och med vilken riskspridning. Motsvarande regler måste finnas för fastighetsfonder.

Utgångspunkten är givetvis att en fastighetsfond investerar i fastigheter. Vad som menas med fastigheter framgår av bestämmelserna i jordabalken, även om begreppet kan ges en närmare och särskilt anpassad definition i fondlagstiftningen. Det finns därtill en rad tillgångar som har ett nära samband med fastigheter. I Tyskland får en fastighetsfond investera bl.a. i hyresbostadsfastigheter, i kommersiella fastigheter, i fastigheter/fast egendom under exploatering (under vissa förutsättningar) m.m. Även i Storbritannien anges noga i vilken typ av fastighetstillgångar en fastighetsfond får investera i.

Principen om riskspridning gör sig lika gällande för fastighetsfonder som för värdepappersfonder för att eliminera risken som är förknippad med enskilda innehav. För fastighetsinnehav tillkommer dessutom vissa specifika risker såsom risken för ras och jordbävningar etc. I såväl Tyskland som i Storbritannien måste en fastighetsfond sprida sina risker. I Tyskland fordras att fonden investerar i minst tio olika fastighetstillgångar. Ingen av dessa får vid tiden för förvärvet överstiga 15 procent av fondens värde. I Storbritannien får fonden som huvudregel (undantag finns) inte placera mer än 15 procent av fondens värde i en och samma fastighetstillgång. Därtill kommer begränsningsregler som tar sikte på vilken typ av fastighetstillgång det är fråga om.

Värdering av tillgångarna

Fastigheter prissätts inte på samma sätt som värdepapper som handlas dagligen. Visserligen har fastigheter ett marknadspris eftersom de handlas på en fri marknad, men de omsätts inte i samma utsträckning och är därför mer omständliga att värdera. Prissättningen av andelarna i en fastighetsfond påverkas också av trögheterna i värderingen. Värderingen bygger till en del på materiella faktorer som t.ex. fastighetens skick, belägenhet och hyresnivå. Värderingen bygger dock också till en del på finansiella grunder som kan uppdateras dagligen genom en koppling till utvecklingen

på räntemarknaden. De materiella faktorerna måste däremot bedömas från fall till fall och inspekteras av särskilda värderingsmän. Det är en relativt omfattande process som tar tid om fastighetsbeståndet är stort. Sådana värderingar sker som mest en gång per år i de större fastighetsbolagen. Å andra sidan förändras inte de materiella faktorerna så snabbt.

Däremot bör det kunna gå att årligen värdera hela fastigheten grundligt för att sedan under året uppdatera värderingen beroende på utvecklingen av räntemarknaden.

I Tyskland värderas fonderna cirka tre gånger per månad. En grundlig värdering av fonden måste ske årligen medan uppdateringar kan göras med ledning av den ekonomiska utvecklingen. En möjlighet är att föreskriva särskilda värderingsmän eller investeringsnämnder. Dessa bör i så fall vara oberoende från fondbolaget och besitta nödvändig sakkunskap.

Krav på likvida medel m.m.

Fastigheter som tillgång är i jämförelse med värdepapper svåra att avyttra, vilket kan ställa till problem för öppna fonder där fondandelsägarna har rätt att när som helst lösa in sina andelar. Detta problem har man löst utomlands genom att ställa krav på att fastighetsfonder måste ha en lägsta andel av kapitalet i överlåtbara värdepapper eller andra likvida tillgångar. I Storbritannien är kravet att minst ha 20 procent av kapitalet i sådana tillgångar. I Tyskland är motsvarande krav minst 5 procent av tillgångarna, men oftast överstiger likviditeten 20 procent. Sådana reserver gör att handel i fonderna kan ske dagligen. Som ett komplement återfinns t.ex. i Tyskland också en möjlighet för fonden att stänga i vissa situationer.

Skattefrågor

Investeringar via en värdepappersfond eller en specialfond som investerar i värdepapper beskattas i flera led.²² De aktiebolag i vilka fonden äger aktier betalar givetvis sedvanlig bolagsskatt på resultatet. Utdelningar från aktiebolagen är inte avdragsgilla för aktie-

²² En mer utförlig beskrivning av skattereglerna för värdepappersfonder återfinns i avsnitt 3.14.

bolagen. Värdepappersfonder skall inte ta upp kapitalvinster på delägarätter till beskattning och på motsvarande sätt inte heller dra av kapitalförluster på delägarätter. Fonden kan alltså köpa och sälja värdepapper utan skattekonsekvenser inom fonden. För den som äger fondandelar är detta en förmån i jämförelse med att äga värdepapper direkt. För att direktäggande av värdepapper inte skall vara missgynnat beskattas värdepappersfonderna för en schablonmässigt beräknad intäkt på 1,5 procent av värdet på fondens tillgångar. Motsvarande skatteregler tillämpas för investmentföretag.

Löpande kapitalavkastning i en värdepappersfond, t.ex. mottagna utdelningar och räntor skall emellertid tas upp som en intäkt av näringsverksamhet. Värdepappersfonden får från dessa intäkter dra utdelning till sina andelsägare, förvaltningskostnader samt utgiftsräntor m.m. Den beskattningsbara inkomst som uppstår beskattas med 30 procent.

Fondandelsägarna beskattas för utdelning från fonden och vid realisationen av andelarna i fonden.

År 1996 presenterade professor Lars Vinell en rapport med förslag till så kallade fastighetsinvesteringsbolag (FIB).²³ Syftet med förslaget var att komma till rätta med vissa problem på den svenska fastighetsmarknaden, bl.a. låg finansiering med eget kapital och svag likviditet. Förslaget innebar att sådana aktiebolag skulle uteslutande eller så gott som uteslutande äga och förvalta fastigheter. Ur investerarnas synvinkel skulle bolaget fungera som en skattefri mellanhand. Regeringen beslutade dock att inte vidta någon åtgärd med hänvisning till att problemen på fastighetsmarknaden kunde lösas med tillämpning av befintliga regler (dnr Fi96/821). Samma resultat som förslagsställarna ville uppnå, dvs. enkelbeskattning, kunde enligt regeringen uppnås genom att ett fastighetsbolag ger ut ett lån. Räntan är nämligen avdragsgill.

I juni 1998 presenterade en arbetsgrupp av institutionella pensionsförvaltare tillsammans med Aktiefrämjandet och Stockholms Fondbörs ett vidareutvecklat förslag till fastighetsinvesteringsbolag (FIB). Skrivelsen gavs in till Finansdepartementet.²⁴ Gruppen föreslog att särskilda fastighetsinvesteringsbolag bildas genom vanliga aktiebolag men som får särskilda skatteregler om de enbart sysslar med fastigheter. Fastighetsinvesteringsbolagen skulle enligt förslaget vara befriade från kapitalvinstbeskattning vid försäljning av fastigheter, under förutsättning att likviden återinvesteras inom tre

²³ Vitaliserad fastighetsmarknad genom nya investeringsvägar.

²⁴ Fastighetsinvesteringsbolag (FIB), ett reformförslag, (dnr Fi98/1871).

år. Vidare skall överskottet i fastighetsinvesteringsbolag vara befriat från inkomstskatt, om 95 procent av resultatet vidarebefordras till aktieägarna. Mottagaren av aktieutdelningen skulle vara skattskyldig i enlighet med de regler som gäller för utdelningar från aktiebolag.

Gruppens förslag om fastighetsinvesteringsbolag innehöll inte några geografiska begränsningar eller särskilda krav på riskspridning för fastighetsinnehaven.

Aktierna i fastighetsinvesteringsbolagen skulle enligt förslaget vara noterade vid en börs eller auktoriserad handelsplats. Bolagen skulle därmed lyda under de regler om ägarspridning, informationsgivning och övervakning som gäller för alla noterade företag.

Gruppen ansåg att fastighetsmarknaden genom dessa förslag kunde effektiviseras och stabiliseras. Vidare fick institutionella placerare och hushåll bättre möjligheter att investera i fastigheter. Gruppen såg även andra fördelar för fastighetssektorn och samhällsekonomin. De beräknade emellertid inte vilka statsfinansiella konsekvenser som förslaget skulle få. Gruppen konstaterade dock att det inte kunde uteslutas att skatteintäkterna från fastighetssektorn skulle kunna minska om fastighetsinvesteringsbolag infördes.

Motioner med yrkanden om att en lagstiftning om fastighetsinvesteringsbolag skall införas har i olika omgångar behandlats av riksdagen och avslagits.²⁵

Enligt arbetsgruppen skulle förslaget således skapa neutralitet mellan direkt ägande av fastigheter och indirekt ägande av fastigheter. Enligt förslaget skulle dock ägaren till ett fastighetsinvesteringsbolag beskattas för inkomst av kapital med 30 procent. Vid direkt ägande beskattas fastighetsinkomsten som förvärvsinkomst med cirka 47–65 procent skatt.

Förslaget är inte heller neutralt mot investeringar i investmentföretag och värdepappersfonder som i sin tur investerar i aktier i fastighetsbolag. Dessa beskattas nämligen i flera led. Skatt tas först ut i fastighetsbolaget. Därutöver skall investmentföretaget och värdepappersfonden betala skatt på en schablonintäkt, alternativt på de utdelningar som erhålls. Därefter beskattas aktieägarna och fondandelsägarna enligt sedvanliga regler.

Beskattning i enlighet med förslaget om fastighetsinvesteringsbolag kan strida mot EU-rätten (artikel 87 i Romfördraget). Enligt

²⁵ Se 1996/97:FiU20, 1997/98:FiU25, 1998/99:FiU16, 2000/01:SkU19 och 2001/02:SkU15.

förslaget skall nämligen fastighetsinvesteringsbolaget äga fastigheter ”som vid fastighetstaxeringen betecknas som hyresfastigheter”. För att inte verka diskriminerande måste dock även investeringar i samma slags fastigheter i andra EU-länder och EES-länder omfattas. EU:s uppförandekod för företagsbeskattning blir då tillämplig och förslaget kan uppfattas strida mot denna. I uppförandekoden förbjuds nämligen förslag som medför en ”påtagligt lägre effektiv beskattningsnivå, inbegripet nollbeskattning, än de som normalt tillämpas” (uppförandekod för företagsbeskattning, artikel B).

En enkelbeskattning av fastighetsägande via fastighetsfonder förutsätter därför överväganden som inte ligger inom utredningens uppdrag.

9.6.2 Utredningens syn på fastighetsfonder

Utredningens bedömning: Med hänsyn till skatteproblematiken saknas det för närvarande tillräckliga skäl att genomföra de relativt omfattande ändringar i fondlagstiftningen och i annan lagstiftning som fordras för ett införande av fastighetsfonder.

Skälen för bedömningen: Utredningen kan inte se några principiella hinder mot att specialfonder får investera i fastigheter. Fastigheter som placeringstillgång är en sparform som har många av värdepappernas egenskaper. Ett sådant förslag skulle också kunna gynna fastighetsmarknaden. Förslagen till fastighetsinvesteringsbolag har sin bakgrund i att förslagsställarna anser att fastighetsmarknadens funktion är bristfällig.

Vid bedömningen om införande av fastighetsfonder måste emellertid skattereglernas utformning beaktas. Utredningen gör bedömningen att skatteproblematiken i själva verket är en avgörande fråga. Det ligger utanför utredningens mandat att närmare ange lösningar på dessa problem. Utredningen lägger därför inte något värde i tanken att fastighetsfonder som äger fastigheter direkt kan snedvrida konkurrensen på fastighetsmarknaden. Fastigheter som ägs via fonder skulle i så fall få en gynnad skattesituation jämfört med fastighetsägandet idag.

Utredningen skulle med skatteproblemen i åtanke ändå kunna föreslå förändringar i fondlagstiftningen i syfte att skapa en

infrastruktur för fastighetsfonder. Som tidigare har nämnts fordrar fastighetsfonder emellertid relativt omfattande förändringar av fondlagstiftningen, såvitt avser inte bara den grundläggande juridiska konstruktionen men också avseende placeringsbestämmelser m.m. Det är utredningens uppfattning att sådana frågor lämpligen avgörs samtidigt som de skatterättsliga frågorna behandlas. En drivkraft är nämligen behovet av att effektivisera fastighetsmarknaden, vilket har direkt betydelse på bland annat bedömningen av vilka fastighetstillgångar en fond skall tänkas få investera i. Vilken särskild information som bör lämnas och vilken riskspridning en fastighetsfond måste ha är också sådana frågor som lämpligen bör behandlas i samband med överväganden kring fastighetsmarknadens effektivitet.

Värt att notera är också att småsparare kan få en önskad exponering mot tillgångsslaget via noterade fastighetsbolag. Mot det kan invändas att noterade fastighetsbolag är belånade vilket gör att aktieägaren inte bara får en exponering mot fastigheterna utan också mot räntemarknaden. Visserligen följer även obelånade fastigheters värde utvecklingen på räntemarknaden men de bär inte den finansiella risken det innebär att hantera en låneportfölj. På den svenska fondmarknaden finns det tre svenska fondbolag och ett utländskt fondbolag med tre fonder som är specialiserade på att investera i noterade värdepapper i fastighetsbolag och liknande bolag (t.ex. kraftbolag).²⁶ Den sammanlagda fondförmögenheten för de svenska fonderna är 1,2 miljarder kronor vilket talar för ett måttligt intresse från allmänheten.

9.6.3 Råvaror och råvaruderivat som tillgångsslag

Utredningens förslag: Specialfonder får, med Finansinspektionens godkännande, placera sina tillgångar i derivatinstrument med råvaror som underliggande tillgång i samma omfattning som finansiella derivatinstrument. Som förutsättning krävs dock att dessa råvaruderivat handlas på en fungerande finansiell marknad och inte medför en möjlighet att ta emot eller fysiskt leverera den underliggande tillgången.

²⁶ Källa: www.morningstar.se.

Skälen för förslaget: En särskild fråga, som också nämns i utredningens direktiv, är om en fond för kollektiva investeringar skall kunna placera sina medel i råvaror. Den fysiska handeln med råvaror skiljer sig markant från finansiella investeringar. Fonden skulle i så fall köpa och sälja råvaror för leverans. En väl fungerande fond skulle möjligtvis kunna undvika att någonsin behöva hantera råvarorna rent fysiskt. Leverans kan ju ske direkt från producenten (som fonden köper av) till kunden (som fonden säljer till). Det kan dock uppstå situationer när detta inte är möjligt. De praktiska problem detta skulle medföra gör att fondformen lämpar sig sämre för denna typ av verksamhet. Det finns också en rad bättre alternativa strukturer för denna typ av verksamhet.

Det förekommer emellertid handel med råvaror på den finansiella marknaden. Det handlas med olika finansiella instrument i form av derivatinstrument med en råvara som underliggande tillgång. Sådan handel äger rum på organiserade marknader, via finansiella mellanhänder (OTC-marknaden) och bilateralt mellan köpare och säljare. Det är främst fråga om derivatinstrument på metall och handel med elektrisk kraft (olja, el, gas m.m.).

Derivatinstrument med råvaror som underliggande tillgång bör falla inom definitionen av finansiella instrument, åtminstone om derivatinstrumenten är avsedda för handel på värdepappersmarknaden.²⁷ Vad som menas med handel på värdepappersmarknaden kan vara föremål för diskussion. Det torde dock innebära handel på en organiserad marknadsplats eller avtal om köp och försäljning som görs upp på penningmarknaden samt köp eller försäljning genom en mellanhand som yrkesmässigt tillhandahåller dessa tjänster.²⁸

På kraftmarknaden finns en officiell finansiell el-börs, administrerad av Nordpool (ägt av Statnett SF och Svenska Kraftnät). På el-börsen noteras el-terminer av futurestyp (avräknas löpande under handelstiden före leverans) och av forwardtyp (avräknas i samband med avräkningsperioden) samt el-optioner. Optionerna är standardiserade. NordPool agerar också som clearingshus och tar på sig motpartsrisken. Vidare finns nio mäklarhus på den nordiska marknaden som sammanför köpare och säljare. Det är främst fråga om forwardkontrakt och optioner, men även futureskontrakt förekommer.

²⁷ Prop. 1990/91:142, s. 141.

²⁸ Prop. 1990/91:142, s. 50.

Finansinspektionen har inställningen att handel med råvaruderivat kräver tillstånd enligt lagen om värdepappersrörelse. Tillstånd att driva värdepappersrörelse inkluderar handel med råvaruderivat under förutsättning att instrumenten avvecklas genom kvittning eller kontantavräkning och att det därmed inte sker några leveranser av den fysiska råvaran.

Råvaruderivat är med andra ord, åtminstone som huvudregel, att anse som finansiella instrument och fonder bör därför också som utgångspunkt få placera sina tillgångar i dessa.

I lagen om värdepappersfonder stadgas att en värdepappersfonds medel får placeras i optioner och terminskontrakt eller andra likartade finansiella instrument i syfte att effektivisera förvaltningen av fondens tillgångar eller att skydda fondens tillgångar mot valutakursförluster eller andra risker. Den bestämmelsen har sin grund i ucitsdirektivet, vilket nu har fått en annan lydelse (avsnitten 8.6 och 8.9). Ucitsdirektivet angav i sin äldre lydelse att en ucitsfond fick använda sig av sådana derivatinstrument och sådan teknik "som hänför sig till överlåtbara värdepapper" (artikel 21). Därtill gavs en särskild möjlighet till instrument och teknik som syftar till att ge skydd mot valutarisker. I artikel 19.2 d i ucitsdirektivet, och som inte ändrats, förbjuds fondföretag att förvärva ädla metaller eller värdepapper inlösbara i sådana metaller.

Finansinspektionen har tolkat ucitsdirektivet så att värdepappersfonder förbjuds att använda råvaruderivat. I sina föreskrifter anger inspektionen att ett fondbolag inte får, för en fonds räkning, handla med andra optioner, terminskontrakt och andra liknande derivatinstrument än sådana av finansiell karaktär, dvs. när den underliggande tillgången utgörs av fondpapper eller index relaterade till fondpapper. Ett undantag är dock sådana derivatinstrument som är konstruerade för att skydda mot valutakursrisker.

Enligt de nya bestämmelserna i ucitsdirektivet anges särskilt för derivatinstrumenten vilka underliggande tillgångar som kan komma i fråga. Bland dessa derivatinstrument återfinns inte råvaruderivat. En svensk värdepappersfond kan följaktligen inte placera sina tillgångar i råvaruderivat.

Frågan är då om en specialfond skall kunna placera sina medel i råvaruderivat. Finansinspektionen har inte med stöd av 3 § lagen om värdepappersfonder meddelat några undantag för nationella fonder att göra avsteg från inspektionens föreskrifter. Det har varit oklart vilka undantag som kan medges med stöd av 3 §. En möjlig

tolkning har varit att undantag medges endast när det gäller de procentuella gränserna för placeringen och när det gäller möjligheten att ta upp lån i större utsträckning. Med den tolkningen skulle följaktligen nationella fonder som ville avvika från de mer grundläggande reglerna och få tillstånd att handla enbart med derivatinstrument inte tillåtas. Inspektionen har vid ett tillfälle fått en ansökan om sådant undantag, men denna återkallades innan inspektionen fattade ett formellt beslut. För närvarande har inspektionen ett ärende där ett värdepappersbolag vill ha tillstånd att bilda en nationell fond som skall placera i el-derivat.

Den finansiella handeln med råvaruderivat, där instrumenten avvecklas genom kvittning eller kontantavräkning och där leverans av den fysiska råvaran inte sker, liknar i många avseenden handeln med finansiella derivatinstrument. I båda fallen kan handeln äga rum på en marknadsplats, där motpartsrisken är reglerad, eller via mellanhänder på den finansiella marknaden. Såväl råvaruderivat som finansiella derivat kan vara standardiserade av olika typ.

Det finns därför inte några principiella skäl att behandla sådana råvaruderivat som nämnts annorlunda än de finansiella derivatinstrumenten, åtminstone inte i fondlagstiftningen.

Skatterättsligt betraktas råvaruderivat inte som delägarätter. Dessa skall i stället beskattas som övrig lös egendom. Det har i samband med tidigare lagstiftning förts fram ett behov av att se över detta, men så har ännu inte skett.²⁹

9.7 Möjligheten att begränsa inträde till fonden

9.7.1 Idag måste en fond rikta sig till allmänheten

Den nuvarande fondlagstiftningen och ucitsdirektivet beskriver fondverksamheten som ett tillhandahållande av en finansiell tjänst till ett kollektiv eller, närmare angivet, till allmänheten. Med detta krav måste en fond rikta sig till alla utan åtskillnad. Fondbolaget anses därmed ha en generell kontraheringsplikt, en skyldighet att sälja andelar i de fonder som fondbolaget förvaltar till alla som önskar köpa. Denna plikt gäller idag oavsett om det är fråga om en värdepappersfond eller en nationell fond.

²⁹ Jfr prop. 1999/2000:2: s. 573.

För banker finns en liknande, men mer uttrycklig och lagreglerad plikt att låta den som så önskar att öppna ett bankkonto.³⁰ Den kontraheringsplikt som råder på bankområdet hör ihop med bankernas ensamrätt att ta emot inlåning. Skälet till en sådan plikt torde vara att se till att alla har tillgång till en säker och likvid placeringsform.³¹ Allt eftersom bankernas ensamrätt luckras upp, torde även kravet på att tillhandahålla bankkonton till alla som vill, ha mindre bärkraft.

Bakgrunden till kontraheringsplikten för fondbolag är dock en annan. Kravet på att en fond skall vända sig till allmänheten grundar sig i gränsdragningsproblem med andra företag för kollektiva investeringar. I den så kallade preambeln till ucitsdirektivet anges att regleringen av andra företag för kollektiva investeringar som inte omfattas av direktivet erbjuder en mängd problem som måste lösas med hjälp av andra bestämmelser. I förarbetena till 1974 års aktiefondslag angavs likaså, att det saknades anledning att underkasta en verksamhet, som inte vänder sig till allmänheten, begränsningar som inte är nödvändiga från allmän synpunkt. I stället bör den enskilde ha frihet att i största möjliga utsträckning själv bestämma om sina ekonomiska förhållanden. Lagstiftaren hänvisade särskilt till så kallade aktiesparklubbar.

9.7.2 Skäl för fonden att begränsa sin kundkrets

Det kan ifrågasättas om de avgränsningsproblem som angetts som skäl för den nuvarande ordningen är av sådan tyngd att specialfonder även i fortsättningen skall tvingas att rikta sig till allmänheten. Det kan finnas flera skäl till varför en fondförvaltare anser det nödvändigt att begränsa "sina" fonders kundkrets.

Det finns en risk att populära fonder växer sig så stora att storleken hindrar eller försvårar för fonden att agera på marknaden utan att detta påverkar kurserna och därmed fondens värde. I sådana situationer kan det således ligga i fondandelsägarnas gemensamma intresse att stänga fonden för nya investerare. Detta problem uppmärksammades i förarbetet inför 1990 års lag om värdepappersfonder. Lagstiftaren såg då inget skäl till att reglera rätten att få förvärva andelar i en fond och att det inte borde uppställas

³⁰ 2 kap. 1 § (1987:617) bankrörelselagen.

³¹ Reglering och tillsyn av banker och kreditmarknadsföretag (SOU 1998:160), delbetänkande av Banklagskommittén, s. 288 f. och s. 348 ff. Se även Ds 2002:5 Reformerade bank- och finansieringsrörelseregler.

något krav på att fonden skall sälja ett obegränsat antal andelar. Samtidigt hänvisades till allmänhetsbegreppet och att fonden därför inte fick begränsa antalet andelar alltför mycket. Fondbolag kan i vissa fall ha ett intresse av att neka en viss angiven investerare eller mellanhand. Dessa frågor behandlas särskilt i ett senare avsnitt.

Det stora flertalet fonder riktar sig till konsumenter, medan ett fåtal fonder är avsedda för mer köpstarka investerare. De sistnämnda kan kallas för professionella eller sofistikerade investerare och, i förekommande fall, institutionella investerare. Gemensamt för dessa investerare är att de anses, eller förutsätts, besitta särskilda kunskaper som ger dem bättre möjligheter att bedöma komplicerade investeringsstrategier och närmare avväga risken med en viss fondprodukt. Enligt nuvarande reglering måste även sådana fonder rikta sig till allmänheten och de fondbolag som har ett intresse att begränsa antalet andelsägare har löst problemet med att kräva en viss minimiinsättning. Visserligen riktar sig en sådan fond till allmänheten i det att alla som har möjlighet att uppfylla kravet på minimiinsättningen får köpa andelar, men med krav på flera hundra tusen kronor synes en sådan fond inte direkt vara avpassad för småsparare.

Det kan också finnas juridiska skäl till varför en fond inte kan rikta sig till allmänheten. Kontraheringsplikten kan strida mot andra länders fondlagstiftning. USA tillåter t.ex. inte att fondföretag marknadsför sig mot ett stort antal investerare (*a Securities Offering*) om de inte har tillstånd till detta av den amerikanska motsvarigheten till Finansinspektionen, SEC. En svensk värdepappersfond får inte vägra amerikanska investerare tillträde till fonden. Skulle ett stort antal investerare köpa fondandelar kan SEC anse att det skett en otillåten marknadsföring (*an unauthorised Securities Offering*), vilket är brottsligt.

Vid sidan av dessa praktiska skäl till varför det är önskvärt att begränsa kundkretsen finns andra skäl. En fackförening som vill starta en fond för enbart sina medlemmar kan inte göra det med hänsyn till allmänhetsbegreppet. På samma sätt kan inte ett större företag bilda fonder som uteslutande riktar sig till de anställda. Lösningen blir att fonden i sin marknadsföring endast riktar sig till den avsedda kundkretsen. Fonder som riktar sig till en viss krets personer kan således även de vara avsedda för konsumenter.

9.7.3 Specialfonder får begränsa sin kundkrets

Utredningens förslag: Fonden som sparform är förbehållen kollektiva investeringar och måste därför vara spridd till en större krets sparare. En specialfond behöver emellertid inte rikta sig till allmänheten, utan kan i sina fondbestämmelser ange att fonden riktar sig till en på förhand obestämd krets investerare. Denna krets får inte vara för snävt bestämd.

Skälen för förslaget: Till fondverksamhetens speciella karaktär hör det faktum att ett kollektiv av investerare går samman och anlitar en förvaltare med på förhand fastställda ramar för uppdraget. Den fråga som följer blir då om sådan fondverksamhet som inte riktar sig till allmänheten skall omfattas av fondlagstiftningen. Argumentet är att sådan verksamhet inte behöver ett särskilt lagstadgat skydd. Särskilda krav på organisation, information och tillsyn är nämligen nära förknippade med verksamhet som riktar sig till allmänheten. De problem som kan följa med ett kollektivt ägande, till exempel ansvaret för förvaltaren och andelsägarnas inbördes rättsliga förhållande, är dock inte exklusiva för de företag som riktar sig till allmänheten.

Ett gemensamt ägandes särskilda karakteristik är inte förbehållen fondverksamheten. Den associationsrättsliga lagstiftningen tar sikte på olika former för samarbete mellan flera ägare; samäganderättslagen likaså. I den nuvarande fondlagstiftningen finns också hänvisningar till gränsdragningen mot aktiebolag, ekonomiska föreningar och lagen om samäganderätt. Det finns dessutom möjligheter för flera personer att enligt den allmänna förmögenhetsrätten via avtal med varandra reglera de inbördes relationerna i olika avseenden. Den legala ram som uppställs i den nuvarande fondlagstiftningen har emellertid visat sig väl lämpad för kollektiva investeringar. Det kan därför finnas praktiska skäl för att även låta företag för kollektiva investeringar som riktar sig till en viss begränsad krets personer omfattas av lagstiftningen. Skyddet för konsumenten synes likaså vara lika angeläget oavsett om en fond riktar sig till allmänheten eller till exempelvis alla LO-medlemmar.

Det finns därför anledning att inte utan vidare begränsa den lagstadgade fondverksamheten till sådana fonder som riktar sig till allmänheten. Allt jämt återstår frågor kring gränsdragningen. Mot andra i lag stadgade samarbetsformer bör detta inte vara något

problem. Som idag kan en hänvisning till aktiebolagslagen, lagen om ekonomiska föreningar och samäganderättslagen utgöra en naturlig avgränsning. Meningen är inte heller att en fondlagstiftning skall omfatta så kallade aktieklubbar, till exempel då några vänner går ihop och köper aktier tillsammans.

Det är viktigt att skilja på kollektiv och individuell portföljförvaltning. Olika regler gäller nämligen för dessa verksamheter. Individuell portföljförvaltning innebär i huvudsak att förvaltaren handlar med finansiella instrument för annans räkning. Förvaltaren kan ha detaljerade instruktioner om vad denne får göra, men kan även ha ett friare uppdrag. För de olika verksamheterna gäller emellertid olika tillstånd och olika regler om t.ex. kapitaltäckning och investerarskydd. Medan den kollektiva portföljförvaltningen regleras i huvudsak av fondlagstiftningen återfinns regler för den individuella förvaltningen i flera olika EG-direktiv och lagar. Bestämmelser finns bland annat i direktivet om investerings-tjänster,³² vilka återfinns i lagen (1991:981) om värdepappersrörelse. Vidare finns regler i direktivet om kapitalkrav för värdepappersföretag och kreditinstitut,³³ vilka återfinns i lagen (1994:2004) om kapitaltäckning och stora exponeringar för kreditinstitut och värdepappersbolag. Därtill omfattas sådan individuell förvaltning av bestämmelserna om investerarskydd.³⁴

Det finns exempel på där fondformen öppnats även för en enda investerare. I tysk fondlagstiftning ges möjlighet till s.k. specialfonder som riktar sig till maximalt 10 juridiska personer. Det är dock möjligt och vanligt att sådana specialfonder riktar sig till endast en investerare. Bakgrunden är att det i Tyskland finns ett behov av motsvarande individuell portföljförvaltning i den legala form fondlagstiftningen tillhandahåller. Detta gäller särskilt de tyska pensionsstiftelserna.

Med hänsyn till behovet av att skilja mellan kollektiv och individuell förvaltning kan fondbolaget inte tillåtas att fritt få bestämma till vem fonden skall rikta sig. En sådan möjlighet skulle kunna missbrukas så att reglerna om kapitaltäckning m.m. kringgicks.

En utgångspunkt är att Finansinspektionen, som lämnar tillstånd för såväl kollektiv som individuell portföljförvaltning, också är bäst

³² Direktivet om investeringstjänster inom värdepappersområdet (93/22/EEG).

³³ Direktivet om kapitalkrav för värdepappersföretag och kreditinstitut (93/6/EEG).

³⁴ Direktivet om system för ersättning till investerare (97/9/EG) och lagen (1999:158) om investerarskydd.

lämpad att bevaka gränsen mellan denna förvaltning. Ett grundläggande krav är därför att begränsningar i investerarkretsen skall göras i fondbestämmelserna, vilka skall godkännas av Finansinspektionen.

Det är svårt att närmare ange hur en begränsning av investerarkretsen skall utformas. Enligt den norska fondblagstiftningen är en norsk *verdipapirfond* en självständig förmögenhetsmassa som uppstått genom kapitaltillskott från en *ubestemt krets av personer*. I detta ligger, enligt de senaste förarbetsuttalandena, att en fond kan begränsa sig till t.ex. de anställda i ett visst angivet företag och inte nödvändigtvis måste rikta sig till allmänheten. I sådana fall kan emellertid fonden inte saluföras fritt inom EES-området.

Utredningen föreslår för specialfonderna en ändring i linje med den norska lösningen. Härigenom måste specialfonden rikta sig till en vidare krets av icke namngivna investerare. Denna obestämda krets av investerare skall kunna definieras utan problem och får inte heller vara allt för snäv. Att i fondbestämmelserna ange att fonden är öppen för alla anställda på ett visst medelstort företag, alla medlemmar i en viss förening med ett inte alltför ringa antalet medlemmar eller alla i ett visst yrke synes ligga väl inom möjlighetens ramar. Avgränsningen får givetvis inte verka diskriminerande eller i övrigt stå strid med de värden som samhället avser att skydda. För tydlighetens skull bör påpekas att det är fråga om en krets av investerare, dvs. att den angivna kretsen mycket väl kan bestå av t.ex. institutionella *investerare*. Inom ramen för dessa begränsningar faller även de idag så vanliga kraven på en minsta insättning i fonden.

Utredningen finner vidare, i syfte att upprätthålla gränsen mot individuell portföljförvaltning, samt till säkerställande av en öppen och sund fondmarknad, att fondbolaget måste sälja fondandelar till de investerare som ingår i den angivna obestämda kretsen. I så måtto förespråkas alltså, åtminstone som en huvudregel, en kontraheringsplikt. Annars skulle den kollektiva sparformen lätt kunna omvandlas till ett individuellt uppdrag.

9.7.4 Möjligheten att i vissa fall vägra försäljning

Utredningens förslag: En specialfond skall som utgångspunkt vara förpliktad att utfärda nya fondandelar till dem som ingår i den krets av investerare som angivits i fondbestämmelserna. Har fondförvaltaren befogad anledning får den vägra investerare att förvärva andelar. Fondförvaltaren skall underrätta den som förvägrats och Finansinspektionen om skälen för sitt beslut. Den som förvägrats skall också upplysas om möjligheten att vända sig till inspektionen för att få rättelse. Inspektionen får pröva om fondförvaltaren haft befogad anledning. Om så inte varit fallet får inspektionen vidta åtgärder mot förvaltaren. På begäran av den som förvägrats skall inspektionen också förelägga fondförvaltaren att utfärda nya fondandelar till investeraren till den kurs som gäller vid föreläggandet. Om fondbolaget av vårdslöshet har nekat någon förvärv skall bolaget ersätta den skada som uppkommit.

Skälen för förslaget: En särskild fråga är om en fondförvaltare kan neka en investerare som vill köpa andelar i en fond. Det kan antingen vara fråga om en värdepappersfond som riktar sig till allmänheten eller en specialfond med en särskilt angiven krets investerare. I det senare fallet uppstår då ett problem om investeraren ingår i den i fondbestämmelserna angivna kretsen.

En möjlighet för fondbolaget att helt fritt välja vem som skall få investera i fonden skulle kunna sudda ut gränsen mot individuell portföljförvaltning. En sådan möjlighet skulle också kunna missbrukas i syfte att skapa konkurrensbegränsningar. Dessa problem behandlas visserligen i konkurrenslagstiftningen men förtjänar ändå att uppmärksammas här.

Fondbolaget kan t.ex. vilja motverka förmedlare av fondandelar, t.ex. ett fondtorg eller liknande på Internet. Dessa förmedlare konkurrerar ju med fondbolagets egen säljorganisation. Förmedlaren har ett intresse av att tillhandahålla många olika fonder till sina kunder. Dessa får i sin tur bättre tillgång till fondmarknaden genom ytterligare en distributionskanal. På så sätt stärks konkurrensen på fondmarknaden. I viss mån kan fondbolaget motverka detta genom att vägra ersätta förmedlaren för sitt arbete. Oftast tar denna förmedlare inte ut någon ersättning av konsumenten direkt, utan får provision från fondbolaget. Indirekt belastas

dock konsumenten eftersom alla kostnader slutligen bärs av denne. Någon ytterligare möjlighet att mota bort sådana distributörer bör givetvis inte införas.

En liknande fråga uppstår om investeraren är en fondandelsfond som placerar sina medel i fonden. Även här kan en konkurrenssituation uppstå. Fondandelsfonden konkurrerar inte endast med fondbolagets säljorganisation utan kan också vara en konkurrent till fondbolagets egna fondandelsfonder. Utgångspunkten måste därför vara att ett fondbolag inte kan neka en fondandelsfond att köpa andelar i de av fondbolaget förvaltade fonderna.

Den kritik som kan riktas mot fondandelsfonder är att de kan ha en annan strategi än den fond vars andelar förvärvas. Det kan skapa problem för fonden om fondandelsfonder gör snabba in- och utträden och kan ställas mot andelsägarnas gemensamma intresse. Detta problem får dock lösas med hjälp av de begränsningsregler som finns. En fond kan aldrig gardera sig helt mot större investerares beslut.

Vidare kan vissa fonder ha en annan kundkrets än fondandelsfonden. Detta gäller särskilt hedgefonder. Hedgefondsförvaltaren kan t.ex. anse att fonden egentligen endast är lämplig för de investerare som förstår produkten. Genom fondandelsfonder kan hedgefondsförvaltaren få kunder som de inte vänder sig till. Det kan medföra problem för hedgefondsförvaltaren om den information som hedgefonden ger till sina egna andelsägare inte når ut till andelsägarna i fondandelsfonden.

Ett annat skäl till varför en fond i vissa fall måste tacka nej till en investerare är risken att annars göra sig skyldig till lagbrott. Detta blir effekten i ovan angivna exempel med den amerikanska fondmarknaden (avsnitt 9.7.2). Det kan vara svårt att närmare ange en sådan avgränsning att alla de investerare som omfattas av annan lagstiftning skall undantas. Det saknas t.ex. skäl att förbjuda amerikanska investerare från att placera pengar i svenska fonder så länge detta inte innebär tillståndsplikt i USA. Det kan därför finnas skäl för fondbolaget att i osäkra situationer ha en legal möjlighet att tacka nej till investerare.

Huvudregeln, att kontraheringsplikt råder inom den krets av investerare som angetts i fondbestämmelserna, bör således kunna brytas i vissa fall. Det är inte genomförbart att i lagstiftningen ange under vilka förutsättningar ett fondbolag får neka en investerare att förvärva fondandelar, annat än att detta får ske endast om det finns godtagbara skäl. Det är återigen Finansinspektionen som är bäst

lämpad att övervaka fondbolagens agerande. Fondförvaltaren skall därför åläggas att underrätta inspektionen om skälen för sitt beslut. Finner inspektionen att de skäl som anförts inte är godtagbara kan sanktioner komma ifråga. Det kan vara fråga om varning eller, vid grova eller systematiska överträdelser, återkallelse av tillståndet.

På begäran av den som förvägrats skall inspektionen också förelägga fondförvaltaren att utfärda fondandelar till investeraren till den kurs som gäller vid föreläggandet. Har kursen på fondandelarna gått ner uppstår inga problem. Har däremot andelarna blivit dyrare kan den som felaktigt blivit nekad argumentera för att han lidit skada. Det är inte möjligt att låta förvärv ske till den (lägre) kurs som gällde vid tiden för den ursprungliga begäran om köp eftersom detta i så fall skulle ske på bekostnad av övriga andelsägare. Det är i stället rimligare att låta fondbolaget ersätta denna skada. En möjlighet är att låta fondbolaget ha ett strikt ansvar i de fall Finansinspektionen finner att bolaget saknat befogad anledning att neka någon. Det kan dock finnas fall då fondbolaget haft grund för sin bedömning, men där t.ex. nya, ändrade eller dolda förhållanden medför en annan bedömning hos inspektionen. Det är i stället lämpligare att föreskriva en skadeståndsskyldighet i de fall fondbolaget av vårdslöshet har nekat någon köp av fondandelar. En förutsättning är dock att inspektionen funnit att fondbolaget har saknat befogad anledning att hindra investeraren. Det är lämpligt att förfarandet sker så snabbt som möjligt och med vissa tidsfrister. Den som vill få inspektionens prövning skall därför lämna in sin begäran till inspektionen inom en månad från det att han underrättats om att han inte fått förvärva andelar.

Skadeståndets storlek torde normalt uppgå till skillnaden mellan kursen vid tiden för den ursprungliga köpnotan och den kurs som gäller vid förvärvet av andelar. Det kan emellertid även finnas andra kostnader som har uppstått på grund av nekandet. Här får en sedvanlig skadeståndsrättslig bedömning göras avseende skäliga kostnader, orsakssamband m.m.

Den som nekats skall av fondförvaltaren underrättas om skälen för beslutet samt upplysas om möjligheten att vända sig till inspektionen för att få rättelse.

9.8 Slutna fonder och möjligheten att begränsa utträde

En av de grundläggande förutsättningarna i en värdepappersfond som vänder sig till allmänheten är att andelsägarna har rätt att när som helst få sitt innehav inlöst ur fondens tillgångar. Det innebär en trygghet för fondspararen att alltid kunna lösa in sina andelar och är troligen en förutsättning för fondernas stora spridning till allmänheten. Principen återfinns i ucitsdirektivet och infördes i svensk rätt redan genom 1974 års aktiefondslag. I förarbetena till den lagen sade man även att slutna fonder inte borde få förekomma inom ramen för fondsparande utan enbart via de befintliga associationsformerna³⁵ (t.ex. investmentföretagen). Synsättet förändrades dock inför den nu gällande lagstiftningen. I förarbetena till dagens lag uttalades att även slutna fonder kunde erbjuda fördelar för vissa sparare och att sådana kunde tillåtas genom särskilt tillstånd såsom nationell värdepappersfond.³⁶

Slutna fonder förekommer emellertid inte i någon större utsträckning. Det finns å andra sidan andra investeringsmöjligheter som kan liknas vid en sluten fondinvestering. En sådan är investmentföretag, en annan är olika sammanslutningar via kommanditbolagsformen.

9.8.1 Investmentföretag

Ett investmentföretag är ett svenskt aktiebolag eller en svensk ekonomisk förening som uteslutande eller så gott som uteslutande förvaltar värdepapper eller liknande tillgångar. Dessa regleras av aktiebolagslagen respektive lagen om ekonomiska föreningar. För dessa företag gäller under vissa förutsättningar särskilda skatteregler. De beskattas inte för kapitalvinster och kapitalförluster är inte avdragsgilla. I stället skall ett belopp som motsvarar 1,5 procent³⁷ av värdet på deras aktier och andra delägarätter vid beskattningsårets ingång tas upp till beskattning. Intäktsräntor och upp-buren utdelning tas också upp till beskattning. Förvaltningskostnader, utgiftsräntor och lämnad utdelning skall dras av. Skattereglerna är neutrala i jämförelse med värdepappersfonder.

³⁵ Prop. 1974:128, s. 94 f.

³⁶ Prop. 1989/90:153, s. 38.

³⁷ Prop. 2001/02:1, bet. 2001/02:FiU, rskr. 2001/02:34, SFS 2001:842.

För att kvalificera sig som investmentföretag krävs ett välfördelat värdepappersinnehav i syfte att erbjuda andelsägarna riskspridning samt att ett stort antal fysiska personer äger andelar i företaget.

Noterade investmentföretag kan i många avseenden betraktas som värdepappersfonder. Deras affärsidé är att investera i företag och ge avkastning till sina ägare. En skillnad jämfört med en värdepappersfond är att investmentföretagen inte har någon skyldighet att lösa in de utestående aktierna. Det behöver i och för sig inte vara ett problem eftersom aktierna i de svenska investmentföretagen är noterade på Stockholmsbörsen och handlas dagligen. En annan skillnad är att investmentföretagen inte omfattas av några placeringsregler eller andra krav som kännetecknar värdepappersfondernas verksamhet. De har dock ett övergripande krav på riskspridning i sin placeringsverksamhet för att komma i åtnjutande av skattefördelarna.

En aktieägare i ett investmentföretag får del av en diversifierad aktieportfölj på samma sätt som i en traditionell värdepappersfond. Investmentföretagen brukar dock till skillnad mot värdepappersfonderna äga väsentliga delar i bolag för att utöva ett aktivt ägarskap. Affärsidén för många investmentföretag är att genom aktivt ägarskap utveckla bolagen som de äger och därmed skapa en meravkastning till sina aktieägare. Med meravkastning i detta sammanhang menas oftast att deras egna aktie skall gå bättre än ett index över Stockholmsbörsen.

Eftersom själva affärsidén för investmentföretagen är att de skall skapa avkastning till sina aktieägare kan de också vara ett alternativ för en fondsparare. Ett aktieinnehav i ett investmentföretag ger riskspridning och aktiv förvaltning av tillgångar på samma sätt som sker i en värdepappersfond. Det finns dock invändningar mot detta vilket brukar prissättas på marknaden i form av den s.k. investmentföretagsrabatten.

Investmentföretagsrabatten innebär att många av investmentföretagen värderas lägre på aktiemarknaden än deras substansvärde (tillgångarnas bokförda värde med avdrag för bolagets skulder). Det finns flera orsaker till rabatten och det är en fråga som debatteras ständigt. Något entydigt svar på varför investmentföretagen värderas med rabatt finns inte, men ett antal förklaringar brukar nämnas i debatten. En är att investmentföretagen ofta betraktas som maktbolag vilket gör att andra motiv än strikt ekonomiska anses motivera investeringar i vissa innehav. Med makt menas att

investmentföretagen äger stora andelar i vissa företag och sätter ett värde på att behålla makten i bolagen. Ur en mindre aktieägars perspektiv kan det vara av mindre intresse eftersom makten inte kan utövas av denne.

En annan orsak till investmentföretagsrabatten är mer portfölj-ekonomiskt. Om investmentföretaget till största delen investerar sina medel i andra noterade bolag så kan investeraren lika gärna själv kopiera portföljen och äga dem direkt, utan att belastas av de förvaltningskostnader som ett investmentföretag har. Ett annat näraliggande motiv är att en investerare kanske inte gillar investmentföretagets alla investeringar och därför vill ha en rabatt på sin investering i investmentföretaget.

Ett investmentföretags substansvärde är dessutom svårare att värdera än en traditionell värdepappersfond. En värdepappersfond värderas oftast dagligen efter fondens tillgångar som i sin tur är noterade. Ett investmentföretag däremot lämnar information till sina aktieägare på samma sätt som andra börsbolag, t.ex. kvartalsvis. Värderingen bygger därför på marknadens bedömning av företaget.

Möjligheten i en värdepappersfond, att få sina andelar inlösta, innebär också att en fondandelsägare vid varje given tidpunkt kan få ut sin del av fondens substansvärde. En aktieägare i ett investmentföretag måste dock hitta en köpare på den öppna marknaden, vilket utsätter transaktionen för en likviditetsrisk.

Tabell 1. Rabatten i de största börsnoterade investmentföretagen, september 2001.

Bolag	Pris per aktie	Substansvärde/aktie	Rabatt
Bure	24	38	39 %
Custos	254	288	12 %
Industrivärden A	166	197	16 %
Industrivärden C	157	197	21 %
Investor	123	149	18 %
Invik B	589	798	26 %
Kinnevik B	166	267	38 %
Latour B	163	209	22 %
Ratos B	87	123	30 %
Svolder B	69	63	- 11 %
Öresund	279	320	13 %
Genomsnitt			20 %

Källa: Company Reports Alfred Berg Research, september 2001

Med tanke på att kapitalmarknaderna idag är utvecklade så finns det goda möjligheter för den som önskar att sätta ihop en egen aktieportfölj. Det gör att ett investmentföretag bara kan undvika rabatt i sin värdering genom att över tiden visa att de tillför ett mervärde i sin förvaltning i förhållande till egen förvaltning av aktier. Ett investmentföretag som är noterat på Stockholmsbörsen har gjort analysen att mervärde enbart kan skapas via investeringar i onoterade bolag. Tanken är att investera i företag som de anser sig kunna hjälpa till utveckling för att senare kunna avyttra investeringen med en vinst, som kan återföras till de egna aktieägarna. För allmänheten låter en sådan strategi rimlig eftersom den typen av investeringar inte finns tillgängliga på annat sätt. En sparare som väljer att investera i en sådan aktie får därmed en exponering mot företag som de inte kan nå själva. Investering i och utveckling av onoterade företag kan också betecknas som en affärsverksamhet – på samma sätt som hedgefonder bedriver sin affärsverksamhet på de finansiella marknaderna – där förmågan hos ledningen att utveckla bolagen är avgörande för om strategin är lyckosam eller inte.

För en småsparare behöver inte investmentföretagsrabatten vara ett problem eftersom den är prissatt på marknaden redan vid köpet av aktier. Dock tillför rabatten en extra osäkerhet eftersom den kan vara olika stor vid olika tillfällen vilket i sig kan skapa en rabatt. För investmentföretagen är rabatten däremot ett problem eftersom de inte kan nyemittera aktier för att expandera verksamheten. Ett bolag vars tillgångar värderas lägre än dess substansvärde kan inte emittera aktier eftersom varje ny krona som tillförs bolaget direkt värderas lägre.

9.8.2 Kommanditbolagslösningar

Det finns exempel på marknader där ett flertal investerare – oftast institutioner – har gått samman för att investera i t.ex. fastigheter. De har då valt att organisera sig i kommanditbolagsformen. Ett kommanditbolag är ett handelsbolag där åtminstone en delägare är obegränsat ansvarig för bolagets skulder (komplementär). Övriga delägare svarar då endast för sin insats (kommanditdelägare). Detta innebär att investerarna inte riskerar mer än det satsade kapitalet. Fördelen med denna form är möjligheten att fritt ange ramarna för verksamheten. För denna bolagstyp råder i princip avtalsfrihet.

Investeringar i ett kommanditbolag är låsta och brukar vara tidsbegränsade till några år för att därefter upplösas. Kommanditbolaget är inte heller öppet för nya investerare.

De flesta så kallade riskkapitalfonder är i själva verket kommanditbolag. Det förekommer också kommanditbolag som investerar i andra kommanditbolag som består av fastigheter. På så sätt kan kommanditbolaget avyttra ett bolag i stället för en fastighet och därigenom undvika stämpelskatten.

9.8.3 Specialfonder som investerar i små och medelstora företag

För många mindre företag som är noterade på Stockholmsbörsen eller andra börser är likviditeten i aktierna dålig. Det hänger inte bara samman med att företagen är små, utan det kan också bero på företagets verksamhet eller hur de för stunden uppfattas av marknaden. Det finns också exempel på stora företag där likviditeten är dålig. Så kan fallet vara i aktier med stora dominerande huvudägare som inte avser att sälja sina aktier.³⁸ Graden av likviditet i aktien kan också variera över tiden beroende på det allmänna börs-klimatet.

För fonder kan det vara riskfyllt att investera i företag med dålig likviditet. Risken ligger i att aktier med låg omsättning kan vara svåra att avyttra när fonden så önskar. Dessutom har fondandelsägarna i allmänhet rätt att när som helst få sina andelar inlösta vilket kan försätta fonden i en besvärlig situation om den inte kan avyttra sina innehav på ett enkelt sätt. Detta förhållande gör att många fonder avstår från att investera i mindre företag.

Detta är inte bara ett problem för fonderna utan också för företagen som är beroende av att handel sker i deras aktier. Om fonderna inte kan investera i deras aktier utesluts en viktig kategori av placerare. Det gör att det kan vara svårt för mindre bolag att växa om kapitalanskaffning via börserna inte är en möjlig väg. Förklaringen till det är att ett företag vars aktie som har en dålig handel sannolikt får rabatt på sin värdering vilket gör det dyrare att

³⁸ På engelska kallas det "the free float". Vissa institutioner har i sina placeringsreglementen begränsningar uttryckta i det sammanlagda värdet på antalet aktier som handlas i ett särskilt bolag. Företag med låg andel fria aktier kan därmed vara uteslagna från institutionens möjliga placeringar. Vissa index tar hänsyn i sin viktning av företagen till hur stor andel av aktierna i ett företag som handlas kontinuerligt på marknaden. Därigenom kan en akties eventuellt dåliga likviditet värderas.

skaffa nytt kapital. Ju högre värdering ett företag har desto billigare är det att emittera nya aktier för att få nytt kapital till verksamheten. Om värdet på aktien är hög behöver företaget inte emittera så många nya aktier för att få in önskat kapital vilket reducerar utspädningen för de övriga aktieägarna. Om värdet på aktien är lågt krävs fler nya aktier för samma mängd kapital eftersom varje aktie har lägre värde.

Det finns fonder som är specialiserade på att investera i små- och medelstora företag på börsen. Dessa har såvitt utredningen känner till inte några större problem med att hitta aktier trots att många mindre bolag har dålig likviditet.

På marknaden finns det idag fonder som bara löser in sina andelar periodvis. Några hedgefonder löser in sina andelar enbart i slutet av varje kvartal. För att kunna lösa in sina andelar måste besked om det lämnas 10 bankdagar före kvartalsslutet. Skälet till det är att fonderna anser att deras strategier kräver en viss låsning av kapitalet. Dessutom minskar det behovet av administration.

Det kan tänkas att fonder som riktar sig mot mindre bolag kan vara slutna till en del. Det bör dock finnas möjlighet att handla i fonden vid på förhand bestämda tidpunkter. Det bör heller inte vara för långt mellan dessa tidpunkter eftersom fondsparandet riktar sig till en vid krets och där preferenserna kan variera. Vidare är det svårt att på förhand bestämma hur länge ett kapital kan hållas låst eftersom oförutsedda händelser kan inträffa. Att säga en bestämd tidpunkt för hur länge en fond kan vara låst får bli en bedömning. Det går inte att med säkerhet hävda en exakt period. De flesta betraktar nog en horisont på ett år som en rimlig övre gräns för hur sällan ett fondbolag bör lösa in sina andelar. I avkastningsberäkningar brukar t.ex. ett år användas som måttstock.

9.8.4 Delvis slutna specialfonder

Utredningens förslag: Mot bakgrund av investmentföretagens existens saknas det skäl att tillåta helt slutna specialfonder. Däremot får specialfonder vara delvis slutna. En specialfond måste dock vara öppen för inlösen av andelar minst en gång per år. Fonder skall på förhand ange vilka perioder andelarna kan lösas in.

Skälen för förslaget: Investmentföretagen är i många avseenden att likna vid fonder. De har visserligen inga regler som är utformade som dem i lagen om värdepappersfonder men de har uttalade strategier för sin verksamhet. Dessutom måste de bl.a. kunna erbjuda sina andelsägare riskspridning för att kunna få sin speciella skattestatus. De följer också under de allmänna ekonomiska lagarna om riskhantering och riskspridning som medför en professionell förvaltning av kapital på ungefär samma sätt överallt. De noterade investmentföretagen i Sverige har också starka ägare med stora privata intressen i bolagen vilket gör att incitamenten för att sköta bolagen är goda. Rabatten i deras värderingar på börsen kan dock betraktas som en misstro mot att högsta möjliga avkastning alltid är vägledande för deras verksamhet. Rabatten medför också en del problem både för företagen och investerarna. För investerarna eftersom den innebär ett extra osäkerhetsmoment och för företagen för att den hotar deras verksamhet på sikt.

Via de noterade investmentföretagen kan fondspararen emellertid få exponering mot investeringar mot både onoterade och noterade företag. Investeringar i onoterade företag brukar ibland kallas Private Equity. Det finns investmentföretag som inriktar sin huvudsakliga verksamhet i att investera i den typen av företag. Det gör att den som köper aktier i sådana investmentföretag också får en exponering mot den typen av investeringar.

Ur fondspararens perspektiv kan en investering i ett investmentföretag mycket väl vara ett bra sparalternativ. Genom dessa investeringar når fondspararen en annan typ av placeringar som samtidigt uppfyller de krav som en fondsparare kan ställa på den som förvaltar kapitalet. Det går alltså mycket väl att kombinera sitt fondsparande med sparande i investmentföretag. Det finns därför inte skäl att skapa särskilda specialfonder för ändamålet.

En placering i ett investmentföretag kan således utgöra ett alternativ till fondsparande. Mot den bakgrunden finner utredningen inte skäl att förhindra bildandet av delvis slutna specialfonder. Det kan finnas goda skäl för fonder med olika typer av inriktningar att begränsa möjligheten till inlösen av andelar utan att det åsidosätter konsumentskyddsintresset. Hedgefonder kan t.ex. på grund av sina olika strategier redan idag föredra att begränsa uttag och insättningar. Det kan också tänkas finnas andra skäl till varför en fond vill vara slutna. Fonder som handlar på illikvida marknader eller i värdepapper där likviditeten kan vara ett problem kan kanske fungera bättre om de är slutna.

Ett krav från myndigheternas sida bör emellertid vara att fondspararen på förhand vet vid vilka tidsintervall fonden kommer att lösa in andelar och att avståndet mellan dessa inte är alltför stort. Skälet till det är att fondsparandet bör vara ett relativt likvit sparande med tanke på dess allmänna spridning. Inlåsningsperioder som är längre än ett år är således inte lämplig för fondsparandet som sparform.

9.8.5 Riskkapitalfonder (entreprenörsfonder)

Utredningens bedömning: Särskilda slutna fonder för investeringar i nystartade onoterade företag (entreprenörsfonder) är mindre lämpliga att hantera inom ramen för fondlagstiftningen.

Skälen för bedömningen: I utredningens direktiv nämns rapporten Entreprenörsfonder – riskkapital till växande företag (N1999/4291/NL) författad av NUTEK och Industriförbundet (Svenskt Näringsliv). Vidare anger direktiven att en väl fungerande riskkapitalförsörjning enligt regeringens mening är av stor betydelse för att främja nyföretagande och tillväxt i små och medelstora företag. Utredaren ges mot denna bakgrund i uppgift att analysera om det finns behov av att skapa ytterligare förutsättningar för etablering av slutna fondföretag – i synnerhet för investering i riskkapital – och i förekommande fall ge förslag till lagstiftning. En annan uppgift som anges i direktiven är att i sammanhanget analysera de institutionella förutsättningarna för schablonbeskattning av värdepappersfonder. Utredaren ges i uppdrag att noggrant analysera och värdera hur tillämpningen av existerande schablonbeskattningsregel skulle påverka nya former av värdepappersfonder. Samtidigt skall eventuella risker med skatteundandragande redovisas i beaktande av regeringens fördelningspolitiska mål.

I rapporten skriver NUTEK och Industriförbundet att riskkapitalmarknaden för växande små företag inte riktigt fungerar. De anser att det finns ett rikt utbud på riskkapital men att det främst riktar sig till etablerade företag med betydande tillväxtpotential. Däremot saknas externt riskkapital i företagets tidigaste skede. Företag med nya, innovativa affärsidéer utvecklas inte fram till stadiet där försörjning av riskkapital inte längre utgör ett hinder.

I rapporten lämnar de ett förslag på entreprenörsfonder som skall vara slutna värdepappersfonder särskilt inriktade på att investera i onoterade företag. Enligt rapporten kan sådana fonder förbättra möjligheterna till kapitalanskaffning för bolag i tidiga faser. NUTEK och Industriförbundet vill skapa möjligheter för privata aktörer att starta dessa fonder och därmed ta hand om allmänhetens sparande i onoterade bolag. Fonderna föreslås vara tidsbegränsade varefter de skall upplösas och skiftas ut. En fond som har startat får inte utfärda nya andelar och inlösen av andelar får inte heller ske förrän fonden löses upp. Det skall enligt förslaget vara möjligt att i begränsad omfattning handla med andelar i fonden på en andrahandsmarknad under fondens löptid.

Utöver förslaget om entreprenörsfonder föreslås förändringar i skattelagstiftningen. Skatten om 30 procent på schablonintäkten som uppgår till 1,5 procent per år föreslås slopas. Skälet till det är att skatten höjer avkastningskravet och att den anses olämplig eftersom beskattning sker trots att fonden i realiteten inte har några intäkter förrän den löses upp. Motsvarande skatt på investmentföretag, vid rapportens tillkomst uppgick schablonintäkten till 2 procent, föreslås också slopad. NUTEK och Industriförbundet föreslår också ändringar i beskattningen av enskilda placerare så att samma regler skall gälla för indirekt och direkt ägande av onoterade aktier.

Ur utredningens perspektiv finns det två frågor att behandla. Den första är om specialfonder är en lämplig form för investeringar i riskkapital såsom har beskrivits i rapporten. Den andra frågan utredningen skall analysera är hur schablonbeskattningsregeln i så fall påverkar sådana fonder och vad ett eventuellt undandragande kan få för effekter.

Specialfonder för riskkapitalinvesteringar

I rapporten från NUTEK och Industriförbundet konstateras att det inom ramen för gällande lagstiftning går att skapa slutna nationella fonder med hjälp av undantagsregeln i 3 § lagen om värdepappersfonder. Däremot anser man i rapporten att skattelagstiftningen är utformad så att denna typ av fonder inte kommer till stånd. Ett borttagande av schablonbeskattningen skulle enligt rapporten bereda vägen för entreprenörsfonder.

Företag som är i behov av riskkapital av det slag som diskuterats här är sådana som behöver relativt mycket kapital under lång tid. Ofta handlar det om att framställa ny avancerad teknik där det kan ta år innan en eventuell produkt är klar för lansering på marknaden. Dessutom handlar det om en svår materia som få personer kan bedöma relevansen av. Kapital i denna typ av investeringar måste därför – som det konstateras i rapporten – också följas av kunskaper i hur sådana här projekt bör styras. Det är alltså frågan om en specialiserad verksamhet.

Det kan därför ifrågasättas om denna typ av verksamhet har något gemensamt med värdepappersfonder eller specialfonder. Visserligen bereds allmänheten via denna typ av fonder att få exponering mot en marknad som annars kan vara svår att nå. Det medför också möjligheter att diversifiera investeringarna på ytterligare ett tillgångsslag och därmed ta del av den avkastning som denna typ av investeringar kan erbjuda.

Investeringar i onoterade bolag innebär dock som nämnts att fonderna är slutna i många år, i rapporten nämns tio år. Det är svårt att tänka sig att en fond kan – som det förefaller var tänkt i rapporten – attrahera kapital som skall vara tillräckligt för verksamheten under en hel tioårsperiod. Erfarenheterna säger att det är i princip omöjligt att bedöma behovet av kapital i tidiga riskkapitalinvesteringar. Oftast är behovet grovt underskattat. Sannolikheten är alltså stor att fonden kommer att behöva kapital även under den period som den är stängd. Detta ytterligare kapitalbehov kan samtidigt inte mötas genom nya investeringar eftersom den slutna fonden under löptiden enligt förslaget inte skall få utfärda nya andelar. Att därtill förlita sig till att allmänheten skall skjuta till kapital i projekt som är nästintill omöjliga att bedöma, och där utfallet sannolikt blivit sämre än vad som förväntats är nog inte möjligt. Särskilt inte mot bakgrund av att de som investerat inte har motsvarande möjlighet att komma ur investeringen. Riskkapitalinvesteringar i tidiga faser är så pass svårbedömda och tålamodsprövande att det bör lämnas till erfarna investerare och förvaltare. Det är tveksamt om fondformen i sin allmänna utformning lämpar sig för denna typ av investeringar.

Ett skäl till varför det är bra med entreprenörsfonder är att öka det riskvilliga kapitalet, särskilt till företag i ett tidigt skede av sin utveckling. När rapporten skrevs var sådana investeringar sällsynta. Därefter formligen exploderade riskkapitalmarknaden med en mängd nya och innovativa företag inom såväl teknologi som bio-

teknik och andra branscher. Det riskvilliga kapitalet fann således de behövande företagen. Denna period var emellertid relativt kort och efter "IT-bubblan" minskade åter det riskvilliga kapitalet. En bra bild av riskkapitalmarknaden fås genom Svenska Riskkapitalföreningens och NUTEK:s gemensamma kvartalsrapporter.

Ett återkommande problem är att riskkapitalet tenderar att söka sig till företag som kommit en bit på vägen. De flesta svenska riskkapitalbolag är intresserade att investera i den så kallade expansionsfasen. Endast en mindre del är intresserade att satsa pengar i den tidigaste fasen (såddfasen).

Att det saknas ett riskvilligt kapital för företag i ett tidigt skede är dock inte ett gångbart argument för särskilda entreprenörsfonder. Det kan ifrågasättas varför fondspararnas kapital skall användas i denna typ av investeringar, när aktörerna på kapitalmarknaden – trots tillgång till kapital och kunskap – väljer att inte investera i sådana företag.

Vidare finns det anledning att ha invändningar mot att använda lagstiftningen för värdepappersfonder och specialfonder för denna typ av verksamhet. Värdepappersfonder och specialfonder står under tillsyn och reglerna är anpassade till fonder som investerar i finansiella instrument och för öppna fonder. En entreprenörsfond skiljer sig i många avseenden från en traditionell fond. Flertalet av de regler som idag finns i lagen om värdepappersfonder är inte tillämpliga på entreprenörsfonder. Tidigare har nämnts problemen som uppstår i samband med värderingen av tillgångarna i fonden. Detta kan delvis lösas med att fonden är stängd och att det därmed saknas ett behov av fortlöpande värdering. Fondens tillgångar måste ändå värderas för sedvanliga rapporter (t.ex. kvartals-, halvårs- och helårsrapporter). Det är också tveksamt vilken funktion tillsynen skulle ha i denna typ av fonder. Bland annat är de administrativa riskerna små eftersom antalet transaktioner är få. Risken är i stället att Finansinspektionen dras in i frågeställningar som de inte är vana att hantera. Entreprenörsfonder har troligen bättre behov av revisorer som är vana att revidera och värdera företag.

Fonder vänder sig som huvudregel till allmänheten och det skall inte vara nödvändigt att ha djupa kunskaper om finansmarknaden för att investera i fonder. Avsikten med de föreslagna entreprenörsfonderna är också att dessa skall vända sig till allmänheten. Riskkapitalfonder kräver dock mer av investeraren som dessutom skall kunna hantera den dåliga likviditeten i sådana investeringar. Likviditeten skulle kunna förbättras genom en andrahandsmarknad för

fondandelar. Det är dock tveksamt hur den skulle fungera eftersom fonder av denna typ per definition är svårvärderade. Det kan inte uteslutas att andelarna skulle handlas med stor rabatt till följd av osäkerhet i värdet på fonden.

Det finns redan idag flera olika associationsformer som till sin struktur lämpar sig bra för riskkapitalinvesteringar. Tidigare har nämnts investmentföretag och kommanditbolag. Kritiken mot dessa är i huvudsak skatterättsliga vilket är en annan typ av fråga än den utredningen har att ta ställning till. Investmentföretag måste t.ex. sprida sina investeringar över flera branscher för att uppnå skattefördelarna med att vara investmentföretag. Dessa regler hindrar således existensen av investmentföretag som är specialiserade på en bransch.

Allmänheten kan få tillgång till investeringar i onoterade företag via ett aktieäggande i ett investmentföretag. Därtill kommer att värdepappersfonder (och specialfonder) få investera i onoterade företag upp till 10 procent av fondkapitalet, vilket ger möjlighet för fondspararen att få exponering mot denna typ av investeringar. Att använda fondformen som associationsform skulle inte heller lösa kritiken som finns mot skattesystemets utformning i denna del.

9.8.6 Riskkapitalförsörjning och skatteregler

Utredningens bedömning: Frågor rörande skatteregler och dess samband med riskkapitalförsörjningen bör behandlas för sig.

Skälen för bedömningen: För värdepappersfonder gäller att kapitalvinster på delägarätter (aktier m.m.) inte skall tas upp och att motsvarande kapitalförluster inte får dras av. Härigenom möjliggörs det för fonden att köpa och sälja aktier m.m. utan skatteeffekt. I stället måste värdepappersfonden ta upp en schablonintäkt om 1,5 procent av värdet på fondens aktier m.m.³⁹ Schablonregeln avser att utjämna för den förmån som ett indirekt ägande genom en fond därigenom får framför direkt ägande.

En riskkapitalfond avser att låsa det satsade kapitalet under lång tid. Under den perioden görs få eller inga transaktioner som leder

³⁹ För skattereglerna, se avsnitt 3.14.

till kapitalvinstskatt. I detta avseende är det inte någon skillnad mellan ett indirekt och ett direkt ägande. Schablonregeln innebär i stället att riskkapitalfonden årligen måste betala en del av det riskvilliga kapitalet i skatt. Detta måste antingen ske genom kapitaltillskott eller genom att fonden från början har ett likvit kapital avsett för framtida skatteinbetalningar.

Dessa konsekvenser, som särskilt belyses i NUTEK:s och Industriförbundets rapport om entreprenörsfonder, kan givetvis medföra ett lägre intresse för sådana investeringar. Utredningen är emellertid inte beredd att tillhandahålla fondstrukturen för denna typ av investeringar och ser därför inte skäl att av denna anledning frånga den nuvarande schablonregeln.

Våren 2001 kom betänkandet om Utdelningar och kapitalvinster på företagsägda andelar (SOU 2001:11). Utredningens förslag innebär bl.a. att kapitalvinster på näringsbetingade andelar skall vara skattefria på samma sätt som gäller för utdelningar. I konsekvens med detta föreslås också att kapitalförluster vid försäljning av näringsbetingade andelar inte längre skall vara avdragsgilla. I syfte att främja riskkapitalverksamhet föreslår utredningen också att bestämmelserna för rörelsedrivande företags innehav av näringsbetingande aktier även skall göras tillämpliga på förvaltningsföretag. Däremot omfattar förslaget inte utdelningar på andelar som innehavs av handelsbolag eller kapitalvinster på sådana andelar i ett handelsbolag. NUTEK och Svenska Riskkapitalföreningen anser i sina remissvar att de föreslagna reglerna skall tillämpas även för indirekta investeringar via kommanditbolag.

Förslagen i betänkandet bereds för närvarande i Finansdepartementet.

9.9 Regleringen av specialfonder

I avsnitten 9.4–9.8 har utredningen givit tillkänna sin syn på vilken typ av verksamhet som bör inordnas under fondlagstiftningen, trots att det inte är fråga om sådan verksamhet som regleras i ucitsdirektivet. Kvar finns möjligheten att skapa specialfonder som utgör ett gott komplement till värdepappersfonderna samtidigt som ett grundläggande skydd för andelsägarna upprätthålls. Ur lagstiftarens perspektiv saknas det skäl att behandla specialfonderna på annat sätt än värdepappersfonderna. Somliga regler är gemen-

samma för alla typer av investeringsfonder, medan andra bestämmelser är unika för respektive fondtyp.

9.9.1 En ny lag om investeringsfonder

Utredningens förslag: Reglerna för värdepappersfonder och specialfonder samlas i en ny lag om investeringsfonder. Den gemensamma regleringen sammanförs medan förvaltningen av värdepappersfonder respektive specialfonder regleras var för sig.

Skälen för förslaget: Den gemensamma plattform som värdepappersfonder och specialfonder står på bör komma till uttryck i fondlagstiftningen. Därför föreslår utredningen att lagen benämns lagen om investeringsfonder. Härigenom får värdepappersfonder och specialfonder samma status. De bestämmelser som är gemensamma för de två fondtyperna kan också sammanföras, medan olikheterna kommer till uttryck i särskilda kapitel. Specialfonder kan komma att avvika från värdepappersfonderna avseende fondens placeringar (avsnitt 9.5 och 9.6), möjligheten att begränsa inträde till fonden (avsnitt 9.7) samt möjligheten att begränsa utträde från fonden (avsnitt 9.8).

9.9.2 Ytterligare informationskrav

Utredningens förslag: I fondbestämmelserna för specialfonder skall närmare anges att det är fråga om en specialfond samt på vilket sätt fonden avviker från de regler som annars gäller för värdepappersfonder.

Skälen för förslaget: Som för hedgefonder (se avsnitt 9.5.5) finns det skäl att låta det tydligt framgå i all information som lämnas avseende en fond, att investeringsfonden är en specialfond. Det finns också skäl att ytterligare stärka konsumentskyddet genom att i all information om specialfonder tydligt ange vilka undantag som meddelats. Därvid är det inte tillräckligt att, som idag sker, endast ange att undantag har medgivits. I fondbestämmelserna för specialfonden måste utförligt redovisas de avvikelser som gäller fonden i

jämförelse med värdepappersfonder. Har en specialfond t.ex. undantag från riskspridningsreglerna som innebär att fonden får placera medel med upp till 20 procent av fondens förmögenhet hos en enskild emittent, skall det framgå att detta avviker från vad som normalt gäller för värdepappersfonder.

9.9.3 Specialfonder för investerare som placerar minst 500 000 kronor

Utredningens förslag: De specialfonder som vänder sig endast till de investerare som vid ett och samma tillfälle placerar åtminstone 500 000 kronor i fonden, får i sina fondbestämmelser göra obegränsade undantag från lagens krav på placeringar och information. Sådana fonder får också vara helt slutna.

Andelar i hedgefonder får säljas direkt till sådana investerare som avses i första stycket.

Skälen för förslaget: Utredningen har i de närmast föregående avsnitten redogjort för de grundläggande krav som måste ställas även på specialfonder. I många fall medger dessa grundläggande krav att specialfonder kan beviljas undantag från vad som följer av ucitsdirektivet och följaktligen för värdepappersfonder. Gemensamt för såväl värdepappersfonder som specialfonder är emellertid att dessa måste leva upp till fondlagstiftningens krav på ett gott konsumentskydd.

Frågan är då om fondlagstiftningen, och särskilt det avsnitt som reglerar specialfonder, även skall öppna upp för fonder som inte riktar sig till konsumenter och som därför inte nödvändigtvis behöver uppfylla de grundläggande konsumentmotiverade kraven. Även om fondsparandet främst är avsett för ett större kollektiv av konsumenter, investerar även institutionella placerare i olika fonder. Anledningen är att fonderna erbjuder även dessa professionella investerare ett bra alternativ till egen kapitalförvaltning.

Den infrastruktur som lagstiftningen tillhandahåller bringar ordning och ger klarhet i vad som gäller i relationen mellan investerare och förvaltare och mellan investerarna. Fondlagstiftningen kan i dessa avseenden likställas med den associationsrättsliga lagstiftningen eller samäganderättslagen. De näringsrättsliga inslagen i

fondlagstiftningen med tillståndskrav och tillsyn kan också många gånger vara avgörande även för institutionella investerare.

Det finns därför goda skäl att låta fondlagstiftningen omfatta även specialfonder som är avsedda för investerare som inte är i behov av ett sedvanligt konsumentskydd. Ett alternativ är att som i t.ex. Storbritannien tillåta fonder som inte omfattas av fondlagstiftningen. Det är dock utredningens uppfattning att förtroendet för fondmarknaden i sin helhet riskerar att försvagas om det vid sidan av tillståndspliktiga fondprodukter finns helt oreglerade fondprodukter.

Två frågor måste dock besvaras. Var skall gränsen gå mellan ”vanliga” specialfonder och specialfonder som inte omfattas av det sedvanliga konsumentskyddet och vilka undantag skall i så fall medges dessa sist nämnda specialfonder.

Specialfonder där konsumentskyddet inte behöver upprätthållas

Inom det finansiella området diskuteras om det skall göras åtskillnad mellan konsumenter/privata investerare (retail investors) och professionella/institutionella investerare (sophisticated eller professional investors). Utgångspunkten är att professionella investerare inte på samma sätt som konsumenter behöver ett utförligt och i lag reglerat skydd. De professionella investerarna har också större möjlighet, och oftast en skyldighet, att skydda sina uppdragsgivare. En professionell investerare förutsätts då ha tillräcklig kunskap om finansiella tjänster och produkter. De är åtminstone tillräckligt insatta och omdömesgilla för att skaffa sig den information och de råd som erfordras.

I direktivet om investeringstjänster och lagen om värdepappersrörelse finns uppföranderegler som skall tillämpas på ett sådant sätt att yrkesmässigheten hos den åt vilken tjänsten tillhandahålls beaktas. Det finansiella företaget skall enligt uppförandereglerna inhämta uppgifter från sina kunder avseende deras ekonomiska situation, erfarenhet av värdepappersmarknaden och målsättningen med de tjänster de efterfrågar. Följaktligen beror det finansiella företags ansvar på investerarens status. I och med de nya bestämmelserna i ucitsdirektivet införs en motsvarande bestämmelse för fondbolagen (se avsnitt 7.7). De uppföranderegler som anges i ucitsdirektivet anger emellertid inte att fondförvaltaren skall beakta yrkesmässigheten hos investerarna eller inhämta uppgifter om

deras ekonomi, erfarenhet och målsättning. Detta hänger ihop med att en värdepappersfond alltid skall vända sig till allmänheten och därför inte kan anpassas till uteslutande professionella investerare. Dessutom är det inte praktiskt genomförbart att ha en motsvarande bestämmelse för fondverksamheten eftersom denna till sin natur vänder sig till en större investerarkrets. De skyddsregler som anges i ucitsdirektivet skall följaktligen alltid tillämpas oavsett investerarens status.

För vissa specialfonder kan möjligtvis uppkomma ett behov av motsvarande uppföranderegler. Det kan vara fonder som med avsteg från ucitsdirektivet har en placeringsstrategi som fordrar särskild kunskap och erfarenhet hos investeraren.

Vilka skall då anses vara professionella investerare? FESCO/CESR⁴⁰ har föreslagit en modell för hur de professionella aktörerna skall kunna urskiljas.⁴¹ Enligt rapporten är professionella investerare de som får anses äga den erfarenhet, kunskap och expertis som behövs för att fatta egna investeringsbeslut och riktigt bedöma riskerna med investeringen. Det är främst fråga om finansiella institut, större företag, offentliga myndigheter och välbärgade privatpersoner. Somliga definieras som professionella investerare medan andra kan begära att få bli behandlade som professionella.⁴²

Enligt förslaget lämnat av FESCO/CESR skall privatpersoner kunna avsäga sig det skydd som normalt följer av uppföranderegler och bli betraktade som professionella. Detta gäller emellertid endast investerare som stämmer in på åtminstone två av tre angivna kriterier; nämligen att investeraren under det föregående året varit aktiv på den aktuella finansiella marknaden, att investeraren har en portfölj med finansiella instrument och kontanta medel som uppgår till minst 500 000 euro, och att investeraren arbetar eller har arbetat i den finansiella sektorn med relevanta frågor.

Det förefaller svårt att tillämpa modellen med angivna kriterier för att urskilja de investerare som skall kunna placera mera fritt i

⁴⁰ The Forum of European Securities Commissions/the Committee of European Securities Regulators.

⁴¹ CESR revised paper on the categorisation of investors (ref. CESR-01-015), se också revised proposal for harmonisation of core conduct of business rules, including the retail and the professional regimes (ref. CESR-01-014). Dessa rapporter är på remiss till slutet av november 2001.

⁴² Enligt Kom (1999) 232 "Att genomföra handlingsramen för finansmarknaden – en handlingsplan" skall kommissionen offentliggöra ett meddelande i syfte att skilja på sofistikerade och icke-sofistikerade investerare.

olika fondprodukter. Fondverksamhet riktar sig till ett kollektiv av investerare och det är därför inte rimligt att då dela upp fondspararna i olika kategorier, med ansvar för fondbolaget att bedöma varje enskild investerare. De regler som gäller för fondprodukterna är i många delar standardiserade och det synes vara lämpligast även vid fastställandet av skiljelinjen mellan professionella och icke-professionella investerare. Om det saknas reella möjligheter att i varje fall bedöma investerarens status, är det lättare att se på investeringen som sådan.

Det är också vanskligt att utgå ifrån att en investerare besitter särskilda kunskaper enbart på grund av att denne har ett stort kapital att satsa. En sådan avgränsning kan givetvis slå fel och medföra att kunniga och insatta investerare blir behandlade som icke-professionella och vice versa. Det är dock viktigt att ha i åtanke att fondlagstiftningen bidrar med ett grundskydd som gäller för alla fonder och som inte kan bli föremål för särskilda undantag. Det är fråga om fondbolagets organisation och kompetens, förvaringsinstitutets roll och Finansinspektionens tillsyn. Därtill kommer fondbestämmelserna som ger en investerare insyn i vilka regler som gäller.

Utredningen väljer därför att inte tala om *professionella* investerare. Det är inte heller framkomligt att i fondlagstiftningen införa en egen definition av professionella investerare eller tvärtom, en definition av den som skall anses vara konsument. En beloppsgräns kan emellertid åtminstone verka som en varningssignal och ge incitament till att noga överväga investeringen. De flesta investerare ökar nog sin beredskap när investeringen rör större belopp. Utredningen väljer i stället att tala om *kvalificerade* investerare.

De flesta fonder kräver en viss minimiinsättning eller ett visst månadssparande. Många av de svenska hedgefonderna har emellertid krav på ett minsta kapital som gör det svårt för en genomsnittlig småsparare att få tillgång till fonderna (Banco Hedge har emellertid ett krav på 2 000 kronor som minsta insättning och accepterar månadssparande med 200 kronor per månad). Hur stora belopp som krävs varierar kraftigt. Det kan röra sig om några tiotusen kronor upp till en halv miljon kronor eller högre. Anledningen till dessa beloppsgränser är bland annat att markera att fondprodukten inte är lämplig för småsparare.

I den ovan nämnda rapporten föreslås en beloppsgräns som ett kriterium för när en privatperson kan bli betraktad som en professionell investerare. Den gränsen avser emellertid inte själva

investeringen som sådan, utan den sammanlagda finansiella portföljen.

Insättningsgarantin som gäller insättningar i banker etc. och investerarskyddet som omfattar investeringstjänster av värdepappersinstitut uppgår till maximalt 250 000 kronor. Detta belopp grundar sig delvis på EG-rätten och avser att ge ett rimligt konsumentskydd. Statistiskt täcks större delen av hushållens sparande av dessa garantibelopp.

Utredningen finner därför att en liknande beloppsgräns bör vara vägledande för möjligheten att bilda specialfonder med särskilda undantag. För att ytterligare understryka att det är fråga om fonder som inte är avsedda för småsparare eller konsumenter, och egentligen inte heller för mindre icke-finansiella företag, väljer dock utredningen att föreslå ett dubbelt så högt belopp. För att specialfonden skall kunna få undantag från de grundläggande reglerna till skydd för konsumenter skall därför krävas att fonden i sina fondbestämmelser anger en minsta, första insättning om 500 000 kronor.

Fondförvaltaren av de specialfonder som genom denna beloppsgräns ges obegränsade möjligheter till undantag från lagens krav på placeringar och information är emellertid bl.a. skyldig att drive en sund fondverksamhet. En fondförvaltare kan inte förhindra att konsumenter och icke-kvalificerade investerare med ett kapital som överstiger en halv miljon kronor väljer att köpa andelar i fonden. Förvaltaren bör dock inte i sin marknadsföring vända sig till den typen av investerare. I sådana fall bör inspektionen ingripa mot fondförvaltaren. Därtill kan den typen av marknadsföring bedömas strida mot god marknadsföringssed. I marknadsföringslagen finns t.ex. en särskild bestämmelse om information som ålägger näringsidkare att vid marknadsföring lämna information av särskild betydelse från konsumentsynpunkt.

Möjliga undantag

En utgångspunkt är att alla fondförvaltare, oavsett vilken typ av fond de förvaltar, skall uppfylla de allmänna minimikraven på fondbolag. Finansinspektionen skall lämna sitt tillstånd för fondverksamheten och utöva tillsyn. Enhetliga regler underlättar inte endast för Finansinspektionen och fondbolagen, utan ger även legitimitet till auktorisationen och stärker förtroendet för fond-

marknaden. Förutsättningarna för tillstånd och för den fortsatta verksamheten, dvs. krav på eget kapital, kompetenskrav på ledning och ägare, verksamhetsplan m.m. skall således gälla undantagslöst.

Det är vidare värt att här notera att den konsumentlagstiftning som återfinns vid sidan av fondlagstiftningen kvarstår ograverad. Detta innebär att Konsumentombudsmannen eller Konsumentverket kan komma att ha andra synpunkter på hur en fond skall bete sig även om det är fråga om en specialfond som endast riktar sig till investerare med en minsta insättning om 500 000 kronor. Annorlunda uttryckt: rika personer är också konsumenter.

Det finns däremot skäl att tillåta en avtalsfrihet avseende de regler i fondlagstiftningen som närmast är att anse som legaliserade avtalsvillkor. Bestämmelserna om riskspridning grundar sig också främst i konsumentskyddet. En sådan specialfond som avses här behöver således inte tillämpa principen om riskspridning.

Fondlagstiftningen avser främst investeringar i finansiella instrument och det saknas skäl att göra avsteg från detta här. Däremot är argumenten mot investeringar i onoterade värdepapper inte övertygande för de nu diskuterade specialfonderna. Mer kapitalstarka investerare bör kunna anses vara bättre lämpade för en bedömning av hur sådana värdepapper har värderats och kan också lättare anpassa sig till en inlåsning av kapitalet. Det är alltså nödvändigt att förvaltaruppdraget beskrivs i fondbestämmelserna eftersom dessa utgör det gemensamma avtalsdokumentet för hela kollektivet av investerare.

Även reglerna om information grundar sig i huvudsak på behovet av att skydda konsumenter. Det finns därför inte skäl att upprätthålla samma stränga krav för de nu diskuterade specialfonderna. Många gånger kan det givetvis vara så att de mer kapitalstarka investerarna efterfrågar mer information eller annorlunda information. Hur detta skall ske bör emellertid vara upp till parterna. Det är väl i de flesta fall lämpligast att i fondbestämmelserna närmare ange hur informationsgivningen skall gå till, om fonden väljer att inte använda lagens lösning. På så sätt kan fonden skapa enhetliga regler för hela kollektivet. Det måste dock finnas utrymme för individuella lösningar, enligt vilka fondbolaget kan komma överens med en enskild investerare om vilken information som skall lämnas och när. Informationsgivningen får således regleras i fondbestämmelserna, men det behöver inte ställas upp som ett absolut krav.

Av samma skäl saknas det anledning för lagstiftaren att närmare reglera avgiftssättningen. Hur fondens avgiftssystem skall se ut måste emellertid som minimikrav anges i fondbestämmelserna på sätt som gäller idag. Följaktligen måste i fondbestämmelserna anges grunderna för beräkning av fondbolagets och förvaringsinstitutets ersättning från fonden samt fondbolagets avgifter för försäljning, förvaltning och inlösen av andelar.

Vidare skall en sådan specialfond som riktar sig till särskilt kapitalstarka investerare i sina fondbestämmelser kunna ange formerna för in- och utträde. Kontraheringsplikten har behandlats i tidigare avsnitt. Däremot kan det finnas skäl att närmare reglera under vilka perioder fonden är öppen för nyinsättningar. Förutsättningarna för insättningar måste givetvis formuleras så att fonden förblir ett redskap för kollektiva investeringar. Även möjligheterna att få sina andelar inlösta skall kunna inskränkas eller närmare anges. En sådan här specialfond kan mycket väl vara sluten och stängd för uttag.

Andelar i hedgefonder får också – med avsteg från vad som föreslagits i avsnitt 9.5.5 – säljas direkt till dessa kvalificerade investerare.

9.9.4 Specialfonder och värdepappersfonder i annan lagstiftning

Utredningens förslag: Skattelagstiftningen och övrig lagstiftning omfattar som huvudregel investeringsfonder, dvs. såväl specialfonder som värdepappersfonder.

Bestämmelserna i lagen (1998:674) om inkomstgrundande ålderspension avseende vilka fonder som får förekomma i systemet för premiepensionen omfattar endast värdepappersfonder. Möjligheten i lagen att tillåta även nationella fonder som efterbildar ett index tas bort med hänvisning till de nya placeringsbestämmelserna för värdepappersfonder. En motsvarande ändring görs i lagen (2000:674) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder) avseende Sjunde AP-fondens förvaltning av Premievals-fonden och Premiespar-fonden. De nya placeringsbestämmelserna för värdepappersfonder föreslås gälla även i Sjunde AP-fondens förvaltning.

Bestämmelsen i 1 kap. 3 b § lagen (1991:981) om värdepappersrörelse - om möjligheten för en försäkringsmäklare att som sidoverksamhet förmedla fondandelar utan tillståndsplikt - gäller även förmedling av specialfonder.

Skälen för förslaget: Lagen om investeringsfonder föreslås bli utformad så att regelverket för specialfonderna blir tydligare än vad som idag gäller för de nationella fonderna. Vidare föreslås att investeringsfonder, dvs. såväl värdepappersfonder som specialfonder, får en gemensam plattform med regler om tillståndsplikt, tillsyn, förvaringsinstitut, rättsliga ställning etc. (se avsnitt 9.4). Det finns dock allt jämt stora skillnader i regleringen av värdepappersfonder och specialfonder. Värdepappersfonder, men inte specialfonder, får fritt säljas inom EES. Specialfonder, men inte värdepappersfonder, får placera i råvaruderivat, etc.

Utgångspunkten är alltså att de två formerna av investeringsfonder skall vara likställda i fondlagstiftningen. Som en konsekvens härav bör de därför vara det även i annan lagstiftning.

Utredningen har inte kunnat skönja någon enhetlig modell avseende regleringen i annan lagstiftning av värdepappersfonder i allmänhet och nationella fonder i synnerhet. I många lagar talas endast om värdepappersfonder. Av förarbetena eller praxis framgår ibland, men inte alltid om reglerna skall tillämpas på nationella

fonder eller inte. Till en del kan detta förklaras med att de relevanta bestämmelserna ändrades eller tillkom strax efter ikraftträdandet av lagen om värdepappersfonder och att det vid den tidpunkten inte bildats någon praxis kring reglerna för de nationella fonderna. I något fall undantas dock uttryckligen nationella fonder i lagtexten.

Vid en översyn av de lagar som hänvisar till lagen om värdepappersfonder bör således utgångspunkten vara att värdepappersfonder och specialfonder skall behandlas på samma sätt, om det inte finns särskilda skäl som talar för en annan ordning. I vissa fall kan dock en särreglering kräva ytterligare överväganden som ligger utanför utredningens uppdrag.

Skattelagstiftningen

Hänvisningar till lagen om värdepappersfonder förekommer i en rad skatterättsliga lagar. Så är fallet i lagen (1941:416) om arvsskatt och gåvoskatt, kupongskattelagen (1970:624), mervärdesskattelagen (1994:200), lagen (1997:323) om statlig förmögenhetsskatt, skattebetalningslagen (1997:483), inkomstskattelagen (1999:1229), lagen (1999:1230) om ikraftträdande av inkomstskattelagen (1999:1229) och lagen (2001:1227) om självdeklarationer och kontrolluppgifter.

Det ligger utanför utredningens uppdrag att föreslå materiella ändringar avseende beskattningen av värdepappersfonder. Gemensamt för dessa lagar synes dock vara att någon skillnad i beskattningshänseende mellan värdepappersfonder och nationella fonder inte eftersträvas.

I förarbetena till 1992 års ändringar i lagen om värdepappersfonder fick statsrådet anledning att kommentera en skrivelse från Fondbolagens Förening.⁴³ Föreningen angav att den förutsatte att det i samband med den civilrättsliga lagändringen skapades samklang med skatterättsliga regler, så att även de nationella fonderna betraktades som värdepappersfonder i skatterättslig mening. Det föredragande statsrådet uttryckte sin förståelse för detta, men frågan fordrade ytterligare överväganden.⁴⁴

Frågan om hur nationella fonder skall bedömas i skattehänseende behandlades av Regeringsrätten i ett rättsfall från 1996.⁴⁵ I

⁴³ Skrivelsen återfinns i bilaga 4 till prop. 1992/93:90.

⁴⁴ Prop. 1992/93:90, s. 45.

⁴⁵ RÅ 1996 ref. 32.

rättsfallet angavs att nationella fonder hade samma grundstruktur som övriga värdepappersfonder enligt lagen och omfattades formellt sett av definitionen i 1 § lagen om värdepappersfonder. Skatterättsnämnden, med vilken Regeringsrätten instämde, fann därför att de nationella fonderna skulle beskattas på samma sätt som övriga värdepappersfonder.

I förarbetena till inkomstskattelagen konstaterades att någon särskild definition av ”värdepappersfond” inte behövdes i inkomstskattelagen eftersom ordet inte har någon annan innebörd än den som anges i lagen om värdepappersfonder.⁴⁶ Beträffande omfattningen hänvisades också till ovan angivna avgörande från Regeringsrätten. Någon materiell skillnad avsågs inte heller jämfört med tidigare skattelagstiftning.

Någon skillnad mellan värdepappersfonder och nationella fonder synes således inte göras i inkomstskattelagen och terminologin bör därför anpassas till den av utredningen föreslagna.

Även utländska värdepappersfonder regleras i inkomstskattelagen.⁴⁷ I förarbetena diskuterades hur utländska värdepappersfonder skulle betraktas i skatterättsligt hänseende. Det angavs att rättsläget när det gäller hur utländska värdepappersfonder och dess delägare skall beskattas enligt regeringens bedömning inte var helt klart och att frågan var så pass omfattande att det inte var lämpligt att ta upp den i det lagstiftningsarbetet.⁴⁸ Skatterättsnämnden behandlade frågan om beskattning av en utländsk fond i ett förhandsbesked den 5 maj 2000. Skatterättsnämnden fann att utländska värdepappersfonder, som till sin beskaffenhet kan jämföras med svenska värdepappersfonder i inkomstskattehänseende bör behandlas på samma sätt som svenska fonder. I en promemoria som upprättades inom Finansdepartementet och som överlämnades till skatteutskottet, behandlades frågan om beskattning av utländska värdepappersfonder. Efter förslag från skatteutskottet infördes en reglering för utländska fonder i lagen.⁴⁹

De termer och uttryck som anges i inkomstskattelagen omfattar också motsvarande utländska företeelser, om det inte anges eller framgår av sammanhanget att endast svenska företeelser avses.⁵⁰ Skatteutskottet uttalade att andelsägare i de utländska fonder som

⁴⁶ Prop. 1999/2000:2, Del 2, s. 453.

⁴⁷ I 6 kap. 10 a och 16 a §§ anges t.ex. att utländska värdepappersfonder är begränsat skattskyldiga i Sverige för vissa inkomster.

⁴⁸ Prop. 1999/2000:2, Del 2, s. 74.

⁴⁹ Bet. 2000/01:SkU9 (SFS 2000:1354).

⁵⁰ 2 kap. 2 § inkomstskattelagen.

motsvarar svenska värdepappersfonder ”vad avser öppenhet, reglering samt kontroll” borde beskattas för sin andel på samma sätt som andelsägare i svenska värdepappersfonder. Härigenom undviks diskriminerande och svåradministrerade skatteregler.⁵¹

Utredningen föreslår i linje härmed att hänvisning görs till utländska investeringsfonder där det idag står utländska värdepappersfonder. En sådan ändring bör inte medföra någon skillnad i materiellt hänseende.

Lagen om ikraftträdande av inkomstskattelagen innehåller två paragrafer vari värdepappersfonder nämns.⁵² Inkomstskattelagen trädde ikraft den 1 januari 2000 och tillämpas första gången vid 2002 års taxering. De angivna bestämmelserna avser äldre förhållanden och behöver inte ändras.

Enligt mervärdesskattelagen undantas från skatteplikt viss verksamhet, bl.a. värdepappershandel. Sådan verksamhet omfattar också förvaltning av värdepappersfonder.⁵³ En motsvarande bestämmelse infördes år 1992 i den tidigare lagen (1968:430) om mervärdesskatt.⁵⁴ I den äldre bestämmelsen fanns en uttrycklig hänvisning till 1 § 1 stycket lagen om värdepappersfonder, men i förarbetena diskuterades inte innebörden.⁵⁵ Någon skillnad mellan värdepappersfonder enligt ucitsdirektivet och nationella fonder torde dock inte ha avsetts; förvaltning av nationella fonder borde omfattas av målsättningen att undanta från skatteplikt bank- och finansieringstjänster samt värdepappershandel och ”därmed jämförlig verksamhet”. Utredningen föreslår därför att hänvisning görs till investeringsfonder.

I arvs- och gåvoskattelagen finns två bestämmelser som tar sikte på värdepappersfonder. I 23 § B regleras till vilket värde aktier, värdepappersfonder och andra värdepapper som omsätts marknadsmässigt skall tas upp. I 37 § 3 mom. anges att gåvoskatt skall utgå för utdelning från en värdepappersfond till andra än andelsägare. Värderingsregeln i 23 § B ändrades år 1991 med anledning av lagen om värdepappersfonder.⁵⁶ I motiven angavs inte om det med värdepappersfonder även avsågs nationella fonder. En värdering enligt 23 § B torde dock vara densamma oavsett om det är fråga om en fond enligt bestämmelserna i ucitsdirektivet eller med andra

⁵¹ Bet. 2000/02:SkU9, s. 6.

⁵² 4 kap. 65 och 76 §§.

⁵³ 3 kap. 9 § mervärdesskattelagen.

⁵⁴ SFS 1991:1755.

⁵⁵ Jfr prop. 1991/92:50, s. 17.

⁵⁶ SFS 1990:1434, prop. 1990/91:54, s. 325.

placeringsbestämmelser. Bestämmelsen om gåvoskatt i 37 § 3 mom. ändrades år 1999 från att ha gällt endast allemansfonder till att avse alla värdepappersfonder som ger utdelning till andra än andelsägarna (t.ex. ideella organisationer).⁵⁷ I motiven diskuterades däremot inte om bestämmelsen även avsåg utdelning från nationella fonder. Det saknas dock skäl att tro att någon skillnad avsågs. Utredningen föreslår därför att de två bestämmelserna ändras i enlighet med den nya terminologin.

Även övrig skatterättslig lagstiftning synes omfatta såväl värdepappersfonder som nationella fonder.⁵⁸ I lagen om självdeklaration och kontrolluppgifter anges uttryckligen att även förvaltare av nationella fonder skall lämna kontrolluppgifter (10 kap. 3 § första stycket 2).

Utredningen föreslår dock att bestämmelsen i 10 kap. 3 § första stycket 2 tas bort. Detta beror dock inte på den tydligare uppdelningen mellan värdepappersfonder och specialfonder, utan på utredningens förslag att endast fondbolag får förvalta investeringsfonder (se avsnitt 9.4).

Försäkringar och pensioner

Sparande i fonder är numera nära förknippat med sparande genom olika försäkringslösningar och med pensionssparandet. Hänvisningar till värdepappersfonder och lagen om värdepappersfonder återfinns i försäkringsrörelselagen (1982:713), lagen (1993:931) om individuellt pensionssparande, lagen (1998:674) om inkomstgrundande ålderspension och lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder).

Enligt 2 kap. 1 och 3 §§ lagen om individuellt pensionssparande får sparande ske i värdepappersfonder. Dessa bestämmelser sägs tolkas så i praxis att sparande i nationella fonder inte kan komma i fråga. Detta har uppmärksammats bl.a. av Fondbolagens Förening. I sin skrivelse daterad den 13 december 2000, ingiven till utredningen den 15 december 2000, hänvisar föreningen till en tidigare till Finansdepartementet ingiven skrivelse. Föreningen anför att det inte är logiskt att nationella fonder inte är kvalificerade för individuellt pensionssparande, särskilt som sparande i nationella

⁵⁷ SFS 1998:247, prop. 1997/98:50, s. 22 f. och s. 33.

⁵⁸ Terminologin i kupongskattelagen ändrades t.ex. år 1991 med hänsyn till den då nya lagen om värdepappersfonder (SFS 1990:1435, prop. 1990/91:54, s. 335).

fonder medges inom försäkringssparande med fondanknytning (fondförsäkringar, även kallade unit-link-försäkringar).

Försäkringssparande med fondanknytning medgavs enligt lagen (1989:1079) om livförsäkringar med anknytning till värdepappersfonder. Den lagen upphävdes år 1999 i samband med att motsvarande bestämmelser infördes i försäkringsrörelselagen.⁵⁹ I förarbetena till 1999 års ändringar angavs att försäkringspremier fick placeras i alla sådana fonder som får förvaltas av fondförvaltare som har rätt att driva verksamhet enligt lagen om värdepappersfonder. Vidare angavs att även nationella fonder borde kunna omfattas av fondförsäkring "under förutsättning att de allmänna skyddsreglerna för försäkringstagarna om information m.m. är uppfyllda".⁶⁰

I motiven till lagen om individuellt pensionssparande diskuterades inte närmare om sparande får ske i nationella fonder. Däremot hänvisades till att fondsparandet i unit-link-försäkringar har ökat snabbt och att fondkonstruktionen möjliggör ett sparande i värdepapper till rimliga kostnader och med en betydande riskspridning även för den som inte disponerar för ett större kapital.⁶¹ Vidare drogs paralleller till systemet med P-försäkring med fondanknytning och att fonderna i det systemet var underkastade samma placeringsregler som övriga värdepappersfonder. Avsikten var främst att "förhindra en kraftig koncentration till enskilda papper"; placeringsreglerna utgör ett konsumentskydd motiverat av att spararen i en fond "inte själv har någon kontroll över den enskilda fondens inriktning".⁶² I motiven uttalades också att det inte fanns anledning att överväga vare sig strängare eller liberalare placeringsregler för fondsparande inom det individuella pensionsparandet. I specialmotiveringen angavs också särskilt att även utländska fonder kan vara föremål för sparande.⁶³ I första hand är det fråga om sådana utländska fonder som uppfyller ucitsdirektivets bestämmelser, men även andra utländska fonder kan komma i fråga "under förutsättning att de lyder under motsvarande regler".

Utredningen kan inte finna skäl att undanta specialfonderna från systemet med individuellt pensionssparande. Enligt de tidigare förarbetsuttalandena synes avsikten inte heller ha varit att ställa ytterligare krav på fonder inom det systemet än vad som följer av

⁵⁹ SFS 1999:600, prop. 1998/99:87, s. 304 ff.

⁶⁰ Prop. 1998/99:87, s. 310.

⁶¹ Prop. 1992/93:187, s. 103.

⁶² Prop. 1992/93:187, s. 103.

⁶³ Prop. 1992/93:187, s. 183.

fondlagstiftningen. Specialfonder kan få undantag från de placeringsregler som gäller värdepappersfonder, men skall alltid tillämpa principen om riskspridning. Det skall vidare alltid anges i fondbestämmelserna hur specialfondens medel får placeras. Alla investeringsfonder står under Finansinspektionens tillsyn och skall ha sina medel förvarade i ett särskilt förvaringsinstitut. På detta sätt får sparare inom det individuella pensionssparandet samma grundskydd oavsett om det är fråga om en värdepappersfond eller en specialfond. Andelsägarna har också en möjlighet att när som helst sälja sina andelar i en fond. Utredningen finner därför att det saknas skäl att i praxis eller uttryckligen i lagen om individuellt pensionssparande särbehandla specialfonderna. Utredningen föreslår därför att lagen förtydligas genom att en hänvisning till investeringsfonder görs.

I avsnitt 9.9.3 ovan föreslår utredningen en reglering för specialfonder som riktar sig enbart till kvalificerade investerare. Även denna typ av fonder bör få förekomma inom systemet för individuellt pensionssparande jämsides med t.ex. sparande i enskilda värdepapper. Sådana fonder står under tillsyn och fondförmögenheten förvaras åtskild från fondförvaltaren. Ett sådant sparande kan på samma sätt som investeringar i enskilda värdepapper ses som ett komplement till övrigt fondsparande och ger individen möjlighet att bestämma sammansättningen av sitt sparande.⁶⁴

Inom ramen för PPM-systemet görs åtskillnad mellan värdepappersfonder och nationella fonder. I 8 kap. 2 § lagen om inkomstgrundad ålderspension anges som utgångspunkt att pensionsmedlen får placeras i värdepappersfonder eller utländska fondföretag. Bestämmelsen torde i och för sig omfatta såväl värdepappersfonder enligt ucitsdirektivet som nationella fonder. I motiven angavs att endast fondförvaltare som har tillstånd att driva fondverksamhet och som står under tillsyn bör få förekomma i systemet. Härigenom fick medel sparas i vanliga värdepappersfonder och i sådana utländska fonder som får marknadsföras och säljas här enligt ucitsdirektivet.⁶⁵ I 8 kap. 3 § finns dock ytterligare villkor som måste vara uppfyllda för att en fond skall få förekomma i systemet. Dessa krav träffar alla fonder och avser bl.a. information och avgiftssättning. Därtill anges att nationella fonder får förekomma om det är fråga om godkända indexfonder. I motiven angavs att vissa indexfonder fordrar en annan exponering mot

⁶⁴ Jfr prop. 1992/93:187, s. 105.

⁶⁵ Prop. 1997/98:151, s. 408 ff.

enskilda värdepapper än vad ucitsdirektivet medgav, men att dessa indexfonder ändå tillhandahöll ett begränsat risktagande till en relativt låg kostnad.⁶⁶ I specialmotiveringen angavs också att endast "vanlig" fondverksamhet och inte nationella fonder kunde komma i fråga.

Inte heller utländska nationella fonder kan komma i fråga inom PPM-systemet. Enligt specialmotiveringen framgår detta av att det i 8 kap. 3 § första stycket 1 talar om fondförvaltare som har rätt att utöva fondverksamhet enligt lagen om värdepappersfonder. Rätten enligt lagen om värdepappersfonder för utländska fondföretag att vara verksamma i Sverige anses, enligt specialmotiveringen, nämligen inte omfatta någon rätt att tillhandahålla sådana fonder som faller utanför ucitsdirektivets tillämpningsområde, dvs. nationella fonder. Som framgår av utredningens överväganden i avsnitt 9.10.2 nedan är denna tolkning i linje med Finansinspektionens nuvarande tillämpning.

Utredningen gör bedömningen att det med tillämpning av fondlagstiftningen saknas skäl att göra någon skillnad mellan värdepappersfonder och specialfonder. Någon närmare förklaring till varför nationella fonder inte tillåts inom PPM synes inte finnas i förarbetena. Investeringsfonder får enligt utredningens förslag förvaltas endast av fondbolag. Lagen om inkomstgrundad ålderspension synes också närmast ställa krav på förvaltarna och det finns i så fall inte skäl att undanta specialfonder från PPM-systemet. Det borde inte heller uppstå några avgränsningsproblem i det att även specialfonder står under Finansinspektionens tillsyn och är underkastade en gemensam grundreglering. Fondlagstiftningen ger således konsumenterna ett gott skydd även avseende placeringar i specialfonder.

Det kan dock tänkas finnas andra överväganden som faller utanför utredningens uppdrag. Specialfonder kan ha en friare placeringsinriktning som kanske inte bör tillåtas inom PPM-systemet. Till skillnad från det individuella pensionssparandet tillåts t.ex. inte sparande i enskilda värdepapper och det kan finnas ett värde i att ha enhetliga placeringsbestämmelser för de fonder som får förekomma inom PPM-systemet. Lagen om inkomstgrundad ålderspension ställer också ytterligare villkor på de fonder (eller fondbolag) som vill omfattas av systemet. Utredningen är därför inte beredd att föreslå en lagändring i syfte att öppna PPM-systemet för special-

⁶⁶ Prop. 1997/98:151, s. 408 ff.

fonder. Några principiella hinder för detta föreligger dock inte med hänsyn till fondlagstiftningen.

Som framgår i avsnitt 8.4 föreslår utredningen att ucitsdirektivets bestämmelser om indexfonder genomförs. Härigenom kommer många av dagens nationella indexfonder att "bli" värdepappersfonder. En förutsättning för detta är att det index som fonden avser att efterbilda är tillräckligt diversifierat och utgör en lämplig referens för den marknad det hänför sig till. Dessa krav torde överensstämma med de villkor som uppställs i 8 kap. 3 § tredje stycket lagen om inkomstgrundad ålderspension. Enligt specialmotiveringen menas med god riskspridning att index återspeglar värdeförändringar för en eller flera börser, auktoriserade marknadsplatser eller liknande marknader. Genom de nya bestämmelserna för indexfonder i lagen om investeringsfonder torde undantagsbestämmelsen i lagen om inkomstgrundad ålderspension förlora sin betydelse. Det kan visserligen tänkas finnas indexfonder som faller utanför ucitsdirektivets reglering eftersom ett enskild värdepapper har en vikt som överstiger 20 respektive 35 procent, och som även i fortsättningen måste struktureras som nationella fonder (dvs. specialfonder). I linje med det ovan anförda finns det inget hinder enligt fondlagstiftningen att dessa fonder omfattas i PPM-systemet. Med hänvisning till de tidigare motivuttalandena saknas dock skäl att ha en specialreglering för dessa fonder. Utredningen föreslår därför att lagen om inkomstgrundande ålderspension ändras på så sätt att undantaget för nationella indexfonder tas bort. Detta torde inte innebära någon större praktisk förändring.

I 5 kap. lagen om allmänna pensionsfonder (AP-fonder) finns vissa bestämmelser som tar sikte på Sjunde AP-fonden. Sjunde AP-fonden förvaltar Premiesparfonden och Premievals-fonden inom PPM-systemet. Syftet med regleringen är att förvaltningen så långt som möjligt skall vara konkurrensneutral i förhållande till de privata fondförvaltare som agerar inom ramen för PPM-systemet.⁶⁷ Som en utgångspunkt får därför Sjunde AP-fonden inte genom Premiesparfonden eller Premievals-fonden utöva annan näringsverksamhet enligt 3 § lagen om värdepappersfonder. Dessa två fonder får alltså inte vara nationella fonder. I linje med vad som ovan angivits avseende lagen om inkomstgrundande ålderspension saknas skäl att göra någon ändring i detta avseende. Däremot bör

⁶⁷ Prop. 1999/2000:46, s. 109.

lagen ändras för att överensstämma med den nya terminologin i lagen om investeringsfonder.

På samma sätt som vissa nationella indexfonder får förekomma inom PPM-systemet får premiepensionsmyndigheten, efter yttrande från Finansinspektionen, medge att värdeutvecklingen för Premiesparfonden eller Premievals-fonden får vara beroende av index. En förutsättning är dock att god riskspridning uppnås i fonden (5 kap. 2 § andra stycket). I övrigt gäller i princip de placeringsregler som återfinns i lagen om värdepappersfonder. Med hänsyn till de nya bestämmelserna i ucitsdirektivet som medger för värdepappersfonder att efterbilda ett visst index (avsnitt 8.4) bör nämnda bestämmelse ha förlorat sin betydelse. Att Premiesparfonden och Premievals-fonden ändå kan följa index följer i stället av en hänvisning till motsvarande bestämmelse för värdepappersfonder. I övrigt föreslår utredningen att bestämmelserna i 5 kap. lagen om allmänna pensionsfonder (AP-fonder) ändras med beaktande av den nya lagen om investeringsfonder. Härigenom uppnås konkurrensneutralitet med de värdepappersfonder som finns inom ramen för PPM-systemet.

Annan finansiell lagstiftning m.m.

Andelar i värdepappersfonder och nationella fonder betraktas som finansiella instrument. Vidare ger fondernas innehav av värdepapper upphov till reglering i annan lagstiftning. Det finns därför en rad hänvisningar till värdepappersfonder och lagen om värdepappersfonder i olika associationsrättsliga och näringsrättsliga lagar. Sådana hänvisningar finns i lagen (1972:262) om understödsföreningar, aktiebolagslagen (1975:1385), bankrörelselagen (1987:617), lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument, lagen (1991:981) om värdepappersrörelse, lagen (1992:160) om utländska filialer, lagen (1992:1610) om finansieringsverksamhet, lagen (2000:35) om byte av redovisningsvaluta i finansiella företag, insiderstrafflagen (2000:1068) och lagen (2000:1087) om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument.

Dessa lagar bör ändras så att de följer den föreslagna terminologin i lagen om investeringsfonder (se vidare i specialmotiveringen).

Bestämmelsen i 1 kap. 3 b § lagen om värdepappersrörelse fordrar dock ytterligare överväganden. Enligt paragrafen undantas

registrerade försäkringsmäklare från tillståndsplikten enligt lagen under förutsättning att verksamheten endast är en sidoverksamhet till försäkringsmäklarrörelsen och endast avser andelar i värdepappersfonder eller vissa utländska fondandelar. Enligt motivuttalanden omfattar undantaget dock inte andelar i nationella fonder som regleras i 3 § lagen om värdepappersfonder.⁶⁸ Fondbolagens Förening och Svenska Försäkringsmäklares Förening har i en gemensam skrivelse till Finansdepartementet tagit upp detta stadgande.⁶⁹ Föreningarna anför att sparande i nationella fonder har kommit att alltmer jämföras med andra värdepappersfonder och har blivit tillgängliga för nya kategorier av sparare. Föreningarna hemställer i skrivelsen att undantaget utvidgas till att omfatta även förmedling av nationella fonder.

Bestämmelsen infördes eftersom Finansinspektionen i sin tillsynsverksamhet uppmärksammat att försäkringsbolag och försäkringsmäklare i anslutning till sin ordinarie verksamhet i viss utsträckning även förmedlade andelar i värdepappersfonder.⁷⁰ Det var ett naturligt komplement till de övriga tjänster som tillhandahölls. Det kunde förutsättas att många kunder efterfrågade inte endast en försäkring utan önskade hjälp med att ordna sitt sparande. Eftersom försäkringsmäklare är registrerade hos och står under Finansinspektionens tillsyn fanns det skäl att öppna en möjlighet för dessa att tillåta viss begränsad förmedlingsverksamhet av fondandelar. Undantaget omfattade dock inte förmedling av andelar i nationella fonder i enlighet med det förslag som lades fram i departementets tidigare promemoria.⁷¹ Skälen för detta utvecklades dock inte.

I linje med utredningens förslag att behandla värdepappersfonder och specialfonder lika om det inte finns särskilda skäl för en annan reglering, föreslår därför utredningen att bestämmelsen i lagen om värdepappersrörelse utökas till att (uttryckligen) omfatta även förmedling av specialfonder. De resurser och kvalifikationer som erfordras för att förmedla värdepappersfonder bör motsvara de som behövs för att bedöma specialfonder.

⁶⁸ Prop. 1994/95:50, s. 340.

⁶⁹ Skrivelse daterad 2000-03-23, ingiven den 4 april 2000 med diarienumr. Fi 2000/1373. Skrivelsen omnämns inte i utredningens direktiv.

⁷⁰ Prop. 1994/95:50, s. 93 ff.

⁷¹ Ds 1994:78 Ändringar i lagstiftningen för kreditinstitut och värdepappersbolag med anledning av nya EG-direktiv, m.m., s. 97 och s. 346 f.

Föräldrabalken

I 13 kap. 5 § och 14 kap. 5 § föräldrabalken (1949:381) anges på vilket sätt förmyndare och förvaltare m.m. får förvalta underårigs eller annans tillgångar. Utan samtycke av överförmyndaren får tillgångar placeras bl.a. i andelar i värdepappersfonder och i andelar i utländska fondföretag som är underkastade en offentlig reglering som väsentligen stämmer överens med den som gäller för värdepappersfonder.

Möjligheten att placera i fonder infördes år 1995.⁷² Förvaltningsreglerna i föräldrabalken har som främsta syfte är att den enskildes egendom skall förvaltas på ett betryggande sätt och att medlen skall ge en skälig avkastning. Trygghetskravet uppfylls om placeringen är säker. Före 1995 års ändring fick fria placeringar göras främst i vissa obligationer och vissa andra skuldförbindelser. I motiven konstaterades att reglerna för fonder ändrades i och med lagen om värdepappersfonder. Placeringsbestämmelserna gjordes mer generella för att fonderna skulle få större möjlighet att utnyttja de finansiella instrument som marknaden erbjöd. Vidare angavs att lagen om värdepappersfonder ställde krav på att fondernas sammansättning skall vara lämplig med hänsyn till intresset för riskspridning och att det finns relativt detaljerade regler som styr till vilka andelar fonden får innehålla fondpapper och andra finansiella instrument med samme utfärdare.⁷³ I motiven hänvisades också till att fondbolagen står under tillsyn och att fondens tillgångar förvaras av ett förvaringsinstitut, som står under tillsyn. Mot bakgrund av den kontroll och de regler som i övrigt gäller för värdepappersfonder föreslogs att placeringar i värdepappersfonder fick göras utan att överförmyndarens samtycke inhämtas.⁷⁴

I förarbetena diskuterades inte närmare om nationella fonder kunde komma ifråga. Å ena sidan omfattas även de nationella fonderna (och i fortsättningen specialfonderna) av samma kontroll och grundreglering som värdepappersfonderna. Å andra sidan kan specialfonder genom undantag få en friare placeringsinriktning som kan bedömas som oförenligt med syftet att förvalta tillgångarna på ett betryggande sätt. I föräldrabalken görs nämligen skillnad mellan olika placeringar. Tillgångar får enligt föräldrabalken även placeras i

⁷² SFS 1994:1433, prop. 1993/94:251.

⁷³ Prop. 1993/94:251, s. 119.

⁷⁴ Det angavs också att placeringar i utländska fonder inte bör innebära en större risk än placeringar i svenska fonder. Fondernas reglering fick förutsättas vara likartad inom EES med hänsyn till ucitsdirektivet (prop. 1993/94:251, s. 120).

aktier och andra tillgångar, men då fordras överförmyndarens tillstånd (13 kap. 6 § och 14 kap. 6 § föräldrabalken). Även om värdepappersfonder och specialfonder är likställda i fondlagstiftningen kan det därför finnas skäl att ställa krav på överförmyndarens tillstånd för placeringar i specialfonder. Detta ställningstagande fordrar överväganden som ligger utanför utredningens uppdrag. Utredningen föreslår därför att föräldrabalkens bestämmelser hänvisar till värdepappersfonder och inte till specialfonder. Placeringar i sådana fonder fordrar således överförmyndarens tillstånd.

9.10 Utländska nationella fondföretags etablering i Sverige

I utredningens uppdrag ingår att behandla frågan om den svenska fondmarknaden skall öppnas upp för utländska nationella fondföretag. Enligt utredningsdirektiven får nämligen bolag som är etablerade i tredje land i stort sett erbjuda sina fondandelar i Sverige endast om de uppfyller kraven för ucitsfonder.

9.10.1 Utländska fondföretag på den svenska fondmarknaden

Svenska fondsparare kan komma i kontakt med utländska fondföretag, förvaltningsbolag och fonder, på flera olika sätt. Det kan vara direkt med fondföretaget eller via mellanhänder såsom försäkringsbolag och banker. Genom Internet har fondspararen möjlighet att få information om fondföretag som kanske inte marknadsför sig aktivt i Sverige.

Vissa utländska fondföretag är inte etablerade här i landet utan marknadsför sig endast här. I sådana fall hänvisas den intresserade fondspararen att ta kontakt med fondförvaltaren/fonden i dennes hemland. Denna verksamhet träffas inte av den svenska fondlagstiftningen. Tillstånd eller anmälan enligt lagen om värdepappersfonder förutsätter att fonden säljs här i landet.

Marknadsföring av fonder över Internet, men också annan distansförsäljning såsom via telefon eller brev, skapar frågor kring vilka regler som skall gälla, men också om konsumenter skall åtnjuta ett särskilt skydd. Lagen (2000:274) om konsumentskydd vid distansavtal och hemförsäljningsavtal gäller försäljning och

marknadsföring av lös egendom m.m. Lagen tillämpas emellertid inte på försäljning av finansiella tjänster. För närvarande pågår arbete med att införa ett särskilt EG-direktiv för distansförsäljning av finansiella tjänster.⁷⁵ Genomförs det direktivet kommer distansförsäljning av fondandelar att omfattas till viss del. Visserligen gäller inte konsumenternas ångerrätt finansiella tjänster vars pris beror på fluktuationer på den finansiella marknaden, men däremot kan konsumenten ångra sådana tjänster vars avgifter är fasta. Vidare anger direktivet vilken information som skall lämnas vid distansförsäljningen. Bestämmelserna i det framtida direktivet kommer antagligen att arbetas in i den befintliga lagen.

För Internethandeln blir också EG:s E-handelsdirektiv aktuell.⁷⁶ Direktivet tar i princip sikte på marknadsföringen över Internet och slår fast att det är ursprungslandsprincipen som gäller. Det är alltså reglerna om marknadsföring i hemlandet som skall tillämpas vid marknadsföring över Internet. Direktivet gör dock undantag för artikel 44.2 i ucitsdirektivet. Ett utländskt fondföretag som får utbjuda sina ucitsfonder här i Sverige får också marknadsföra fonderna; för reklam (*advertising*) gäller då de svenska reglerna.⁷⁷ Direktivet behandlar inte heller vilken lag som skall tillämpas på avtalet. I det fallet blir den internationella privaträtten tillämplig (Romkonventionen om tillämplig lag för avtalsförpliktelser).

Utländska fondföretag kan driva verksamhet här i landet antingen efter tillstånd av Finansinspektionen eller efter anmälan till inspektionen.⁷⁸ En skiljelinje går mellan utländska fondföretag med hemvist inom EES och fondföretag med hemvist utanför EES.

Fondföretag med säte i ett annat land inom EES får, efter en anmälan till Finansinspektionen, driva verksamhet (dvs. sälja sina ucitsfonder) i Sverige. Anmälningförfarandet är grundat på bestämmelserna i ucitsdirektivet och fondföretaget står under tillsyn av tillsynsmyndigheten i hemlandet. Denna möjlighet kräver dock att hemlandsauktoriseringen har meddelats i enlighet med de krav som uppställs i ucitsdirektivet. Detta förhållande skall också framgå av ett intyg från hemlandsmyndigheten. Anmälningförfarandet gäller således inte nationella fondföretag inom EES (t.ex.

⁷⁵ Parlamentet har efter en "andra läsning" i maj 2002 röstat igenom, med två ändringsförslag, den gemensamma ståndpunkt som rådet antog den 19 december 2001. Direktivet förväntas bli antaget inom kort.

⁷⁶ Ds 2001:13.

⁷⁷ Finansdepartementet arbetar för närvarande med bestämmelserna i E-handelsdirektivet.

⁷⁸ Därutöver får förvaltningsbolag med säte inom EES verka här med stöd av sitt hemlands auktorisation. Se vidare i avsnitt 7.13.

franska riskkapitalfonder, tyska *Spezialfonds* eller engelska fastighetsfonder).

Den övervägande delen av de utländska fondföretag som verkar i Sverige har sitt säte i ett annat EES-land. Fondföretag registrerade i Luxemburg och på Irland dominerar, men även fondföretag från övriga nordiska länder förekommer. Ett fåtal fondföretag har sitt säte i Frankrike, Storbritannien respektive Tyskland.⁷⁹

För andra utländska fondföretag än de med säte i ett annat EES-land (ucitsfondföretag) gäller att verksamhet i Sverige får drivas endast efter Finansinspektionens tillstånd. Verksamheten kan drivas från filial här i landet eller vara gränsöverskridande. För att tillstånd skall ges krävs dock att fondföretaget driver likartad fondverksamhet i hemlandet och där står under tillsyn. Därtill skall den planerade verksamheten i Sverige antas komma att uppfylla kraven på en sund fondverksamhet. Grundtanken är att det vid tillståndsprövningen skall ställas krav som i princip är likvärdiga med dem som gäller för svenska fondbolag.⁸⁰ Finansinspektionen skall bedöma om det finns en *betryggande* tillsyn i hemlandet och att det går att etablera ett tillfredställande informationsutbyte mellan inspektionen och den utländska tillsynsmyndigheten.

Endast två utländska fondföretag med säte utanför EES driver verksamhet i Sverige. Fondföretagen har säte på Isle of Man respektive Jersey och har sammanlagt 24 fonder registrerade hos Finansinspektionen.⁸¹

Lika för utländska fondföretag, oavsett var de har sitt säte, är att de i Sverige skall kunna göra utbetalningar till andelsägarna, lösa in andelar och lämna den information som fondföretaget enligt reglerna i hemlandet är skyldiga att tillhandahålla.

Dessa bestämmelser är tillämpliga endast på utländska fondföretag som driver verksamhet i Sverige utan att här etablera en självständig juridisk person, t.ex. ett dotterbolag. I de fallen blir de regler som gäller för svenska fondbolag och fonder tillämpliga.

⁷⁹ Finansinspektionens förteckning över vilka utländska fondföretag som får driva fondverksamhet i Sverige enligt lagen om värdepappersfonder (www.fi.se).

⁸⁰ Prop. 1992/93:90, s. 69.

⁸¹ Finansinspektionens förteckning över vilka utländska fondföretag som får driva fondverksamhet i Sverige enligt lagen om värdepappersfonder (www.fi.se). Uppgifter per den 1 mars 2002.

9.10.2 Finansinspektionens tillämpning av gällande regler

Av lagens ordalydelse framgår inte om möjligheten för utländska fondföretag att driva verksamhet här i landet är undantagen utländska *nationella* fondföretag. Finansinspektionen har emellertid tolkat lagens krav på sådant sätt att så är fallet i praktiken. Det är nämligen endast med svenska fonder *likvärdiga* utländska fondföretag som dessutom driver en *sund* fondverksamhet som kan komma ifråga. Detta har tolkats så att det i princip är endast ucitsliknande fonder som får tillstånd.

9.10.3 Utredningens syn på utländska nationella fondföretags verksamhet i Sverige

Utredningens bedömning: Utländska nationella fonder och fondföretag bör anses vara likvärdiga med motsvarande svenska specialfonder. Sådana utländska fondföretag bör därför med Finansinspektionens tillstånd, få marknadsföra och sälja sina andelar i Sverige. En förutsättning är dock, som tidigare, att inspektionen har ett fungerande samarbete med tillsynsmyndigheterna i fondföretagets hemland.

Skälen för bedömningen: I enlighet med utredningens syn på specialfonder bör utländska fondföretag kunna få tillstånd att i Sverige marknadsföra och även sälja fonder som på något sätt avviker från ucitsdirektivet. Utgångspunkten är enkel. Godtar inspektionen en svensk specialfond bör inspektionen också godta en motsvarande utländsk fond. Kraven på dessa fonder skall inte vara högre än de som gäller för svenska specialfonder, men inte heller lägre.

En marknad, där enbart svenska specialfonder tillåts, riskerar att hämmas av dålig konkurrens. Specialfonder kan många gånger vara ett bra komplement till andra investeringar. För att dessa fonder skall vara ett reellt alternativ fordras emellertid fondförvaltare som har rätt kunskap och erfarenhet och detta gör sig särskilt gällande för specialfonder som på grund av sin speciella inriktning oftast kräver särskild kompetens. Svenska fondförvaltare kan inte alltid sägas ha bättre förutsättningar än t.ex. en argentinsk i att göra en allsidig analys av t.ex. argentinska räntepapper; det finns skäl att

anta att en tysk fondförvaltare har andra förutsättningar än en svensk förvaltare att bedöma den tyska fastighetsmarknaden, etc.

Hedgefonder är exempelvis i många avseenden komplicerade produkter och utbudet av dessa är ännu relativt begränsat i Sverige. Sannolikt skulle konkurrensen gynna utvecklingen av hedgefonder om även utländska aktörer tillåts att agera på marknaden. Behovet att etablera sig på den svenska marknaden kan dock minska mot bakgrund av utredningens förslag att dessa skall säljas till allmänheten via fondandelsfonder.

Den nuvarande lagtexten föreslår att täcka in även utländska nationella fonder. Det gäller åtminstone sådana utländska nationella fonder som är *likvärdiga* med svenska specialfonder. Dessa får därmed också anses omfattas av en *sund* fondverksamhet. Självklart ställer även utländska nationella fonders etablering krav på att Finansinspektionen noga granskar fondföretaget och fondförvaltaren. De krav som idag uppställs avseende organisation för inlösen av andelar, utbetalning till fondandelsägarna och informationsgivning bör upprätthållas.

Som tidigare har angetts uppställs stora krav på tillsynen över specialfonder. Utländska nationella fonder skall primärt stå under tillsyn av sitt hemlands myndigheter. Kravet på en väl fungerande kommunikation och ett bra samarbete mellan Finansinspektionen och den andra tillsynsmyndigheten bör följaktligen upprätthållas och framhävas. Många utländska hedgefonder står t.ex. inte under erforderlig tillsyn och kan av den anledningen inte tillåtas verka i Sverige. Det saknas principiella skäl att behandla nationella fondföretag inom EES annorlunda jämfört med dem med hemvist utanför EES. Tillsynsmyndigheternas samarbete inom EES kan dock komma att medföra att fondföretag inom EES lättare får tillgång till den svenska marknaden. Framtida internationella samarbeten kan dock förändra den bilden. De närmare övervägandena i denna del överlämnas till inspektionen.

9.10.4 Förvaltningsbolag med hemvist i ett land utanför EES

Utredningens bedömning: Med hänsyn till den utökade möjligheten för fondföretag med hemvist utanför EES att marknadsföra och sälja fondandelar i Sverige saknas skäl att därutöver föreslå en möjlighet för förvaltningsbolag med hemvist utanför EES att driva verksamhet i Sverige.

Skälen för bedömningen: De som sparar i fonder gynnas av en ökad konkurrens på den svenska fondmarknaden, med ett stort utbud av fonder att välja mellan och flera olika förvaltare som konkurrerar om att vara bäst och billigast. Det är därför viktigt att den svenska fondlagstiftningen inte i onödan sätter hinder för utländska aktörer att verka här i landet.

I föregående avsnitt har diskuterats möjligheterna för utländska fondföretag att marknadsföra och sälja sina andelar i Sverige. Härigenom får svenska fondsparare möjlighet att välja mellan ett stort antal ucitsfonder men också förhoppningsvis ett antal utländska nationella fonder.

Utredningen har vidare i avsnitt 7.13 redogjort för möjligheterna för förvaltningsbolag med hemvist i ett land inom EES att driva verksamhet i Sverige. Vad som då återstår är frågan om förvaltningsbolag med hemvist i ett land utanför EES skall få driva verksamhet här.

Bestämmelserna i ucitsdirektivet förhindrar inte detta. Däremot anger direktivet att medlemsstaterna för sådana förvaltningsbolag inte får tillämpa bestämmelser som ger en mer förmånlig behandling än den som tillämpas för filialer till förvaltningsbolag som har sitt säte i en medlemsstat.⁸²

Vad skulle det då innebära att tillåta förvaltningsbolag med hemvist utanför EES att bedriva verksamhet här från filial? De får enligt ovan redovisade bestämmelser ändå marknadsföra och sälja sina fondandelar. Sådana förvaltningsbolag kan också ta emot t.ex. förvaltningsuppdrag från svenska fondförvaltare (om detta omfattas av deras tillstånd i hemlandet) eftersom detta inte är fråga om gränsöverskridande handel utan ett avtal mellan två parter.

Utredningen finner därför att det saknas skäl att i fondlagstiftningen införa en bestämmelse riktad till förvaltningsbolag med hemvist i ett land utanför EES.

⁸² Artikel 5b.2 i ucitsdirektivet.

9.11 Förenklade regler för mindre fondföretag

Utredningens bedömning: Det saknas skäl att införa dispensregler i lagen om investeringsfonder för mindre, ideella fondföretag.

Skälen till bedömningen: I två motioner till riksdagen (1998/99:Fi704 och Fi706, bet.1998/99:FiU21) föreslås att vissa mindre fonder med ett ideellt syfte skall få lättnader i fråga om krav på organisation m.m. I utredningens direktiv nämns motionerna och utredaren ges i uppdrag att överväga de förslag som framförs i motionerna. Ett ärende hos Finansdepartementet i samma fråga (Fi 1999/4837) har också genom beslut den 1 februari 2000 överlämnats till utredningen.

I motionerna framhålls att lagen om värdepappersfonder bör ändras så att en möjlighet skapas att få dispens från tillståndsreglerna för fondföretag då en samanslutning av aktieägare har ett överordnat ideellt syfte. Begäran om en dispensmöjlighet har sin bakgrund i Aktiesparkklubben Kraft i Jämtlands Län som i motionen anges ha cirka 800 medlemmar och ett sparat kapital på 2 miljoner kronor. Kapitalet har samlats in från klubbens medlemmar och skall användas till att köpa aktier i företag hänförliga till kraftindustrin. Syftet med det samlade ägarskapet är att bl.a. påverka kraftföretagen att lokalisera arbetsuppgifter till Jämtland. Allt arbete i styrelsen sker ideellt. Vid kontakter med Finansinspektionen har klubben fått höra att den krets de vänder sig till (boende och företag i Jämtland) är att beteckna som att vända sig till allmänheten. Om aktiesparkklubben således köper aktier drabbas de av tillståndsplikt enligt lagen om värdepappersfonder. Det är från sådana regler klubben önskar få dispens med hänsyn till att de har ett övergripande ideellt syfte och därför saknar de ekonomiska möjligheterna att bekosta startkapital och den administration som följer av bildandet av ett fondbolag.

Det är viktigt att lagstiftningen inte innehåller mer omfattande regler än vad som är nödvändigt för att uppnå ett fullgott konsumentskydd. Utrymmet för andra, mindre omfattande, regler för till exempel mindre ideella fonder är därför litet redan från början. Fondens storlek eller syfte påverkar inte heller behovet av att skydda den enskilde konsumenten. Det behovet är lika stort oavsett om konsumenten är en bland tiotusen fondsparare eller en bland etthundra. Regler om organisation avser dessutom att

utjämna förhållandet mellan ägaren och förvaltaren. Detta behov gör sig gällande i samma omfattning oavsett om det huvudsakliga skälet till investeringen är ekonomiskt eller ideellt. Fondsparandet är allt jämt ett gemensamt ägande av de underliggande tillgångarna.

Det är inte meningen att fondlagstiftningen skall förbjuda alla former av alternativa former för kollektiva investeringar. I aktiebolagslagen och lagen om ekonomiska föreningar uppställs inte lika långt gående krav på organisation och eget kapital. Genom dessa legala former kan man skapa ett indirekt gemensamt ägande. Den juridiska personen äger då de värdepapper som inhandlas. Medlemmarna utser via stämman den styrelse som skall sköta den löpande förvaltningen. Till skillnad från lagen om värdepappersfonder uppställs inte några särskilda bestämmelser om hur styrelsen skall placera aktiebolagets respektive den ekonomiska föreningens tillgångar. Följaktligen får styrelsen agera mer fritt än vad en fondförvaltare får göra. Det finansiella regelverket kan förstås bli aktuellt även för sådan verksamhet.

Med hänsyn till att det finns alternativ till tillståndspliktig fondverksamhet där ramarna för dem som satsar pengar är klara, saknas skäl att införa särskilda undantag för mindre, ideella fondföretag i fondlagstiftningen.

10 Associationsrättsliga fonder

Den genomsnittlige fondspararen reflekterar nog sällan eller aldrig på hur den juridiska konstruktionen bakom fonderna ser ut. Att svenska fonder är uppbyggda kring ett kontraktsrättsligt tänkande och inte efter en associationsrättslig struktur går säkerligen de flesta förbi. En och annan funderar kanske på vad det är för skillnad att spara i en av Nordeas ”vanliga” fonder och att spara i en av Nordeas SICAV-fonder. Troligtvis berättar fondbolaget att det inte är någon större skillnad. Möjligtvis ser skattereglerna ut på olika sätt, men det beror snarare på att Nordeas ”vanliga” fonder är registrerade i Sverige medan SICAV-fonderna är registrerade i Luxemburg.¹ Att SICAV-fonder i själva verket är aktiebolag, där andelsägarna blir aktieägare, är antagligen av mindre intresse.

I detta kapitel diskuteras frågan om det i Sverige skall finnas en möjlighet att bilda fonder som är utformade som aktiebolag med ett rörligt aktiekapital eller fonder i formen av ekonomiska föreningar. Även om denna diskussion kan tendera att bli juridiskt teknisk och utan synbar betydelse för fondspararen, kan den juridiska konstruktionen komma att påverka fondspararna på ett mer direkt sätt. En av fördelarna med en legal struktur som liknar aktiebolagets är nämligen att bestämmelser som ger aktieägarna (fondandelsägarna) ett inflyttande i bolaget blir tillämpbara. Idag är andelsägarnas inflyttande begränsat (se kapitel 6).

Det förtjänar att redan här förtydliga en sak. Fondbolaget, dvs. den som förvaltar fonden, skall enligt gällande rätt och i fortsättningen vara ett aktiebolag. Här diskuteras inte den frågan, utan

¹ Detta förutsätter givetvis att Nordeas försäljningsorganisation väljer att informera om/sälja SICAV-fonderna. Formellt ligger dessa fonder under det fristående och i Luxemburg registrerade Nordea 1, SICAV, som förvaltas av Nordea Investment Funds S.A. (likaså Luxemburg-registrerat). Någon information om dessa SICAV-fonder ges inte på Nordeas svenska hemsida, utan återfinns på www.nordea.lu. I tidningar och på t.ex. Morningstars hemsida återfinns dessa fonder under benämningen Nordea 1, SICAV. Dessa fonder är anmälda till Finansinspektionen och får marknadsföras och säljas i Sverige med stöd av 7 b § lagen om värdepappersfonder.

frågan om även fonden skall vara ett aktiebolag (eller en ekonomisk förening). Idag är fonden, enligt ett kontraktsrättsligt tänkande en fristående förmögenhet som inte kan förvärva rättigheter eller ådra sig förpliktelser. Fonden är inte en juridisk person och dess tillgångar kan inte utmätas och fonden kan heller inte försättas i konkurs.

Utredningen har enligt utredningsdirektiven i uppdrag att ta ställning till om fonder i associationsrättslig form bör tillåtas i Sverige och hur en eventuell lagstiftning i så fall skall vara utformad. För- och nackdelar med en sådan lösning skall analyseras. Finner utredningen att fonder bör ges en associationsrättslig form, skall samtidigt intresset av en så långt som möjligt sammanhållen associationsrättslig lagstiftning beaktas.

10.1 Vad menas med associationsrättsliga fonder?

Till associationsrätten brukar bl.a. hänföras regler om aktiebolag, handelsbolag (inklusive kommanditbolag), ekonomiska föreningar m.fl. associationer där flera ägare går samman för ett visst ändamål. Till associationsrätten i vid mening brukar också inordnas regler för stiftelser, även om dessa saknar egentliga ägare. Det finns inte någon internationell standard, varken för vad som menas med en association eller för hur reglerna skall se ut. Gemensamt är dock att associationsrätten försöker lösa de problem och särskilda situationer som uppstår när flera personer går samman för en viss verksamhet eller ett visst ändamål. Det är t.ex. bestämmelser som reglerar ägarnas inbördes rättigheter (rätt till vinst, möjlighet att påverka etc.). Vidare finns regler om vem som sköter den dagliga verksamheten och vilka rättigheter och skyldigheter associationen kan ha gentemot utomstående. Associationsrätten och fondlagstiftningen söker således besvara liknande frågor.

I Sverige förekommer inte associationsrättsliga fonder. Investmentbolag som Investor, Ledstiernan eller Ratios kan i vid bemärkelse visserligen liknas vid associationsrättsliga fonder. Det är fråga om aktiebolag vars syfte är att förvalta ett gemensamt kapital genom investeringar i bl.a. värdepapper. I t.ex. England brukar den här typen av företag inkluderas i beskrivningen av fondmarknaden. Anledningen till att de svenska investmentbolagen ändå inte inordnas under begreppet associationsrättsliga fonder är, att dessa bolag är slutna. Aktieägare i t.ex. Investor kan således inte få sina aktier

inlösta av bolaget utan måste hitta en köpare på marknaden. Motsatsvis måste en köpare hitta en säljare. Investor utfärdar inte nya aktier allt eftersom nya investerare kommer. Kännetecknande för en fond är ju att den är öppen och ger andelsägarna möjlighet att från fonden köpa nya andelar och till fonden sälja/lösa in gamla andelar när så önskas. Investmentbolagen omfattas inte heller av fondlagstiftningen och således inte av bestämmelserna om förvaringsinstitut, hur tillgångarna får placeras etc.

Det förekommer att handelsbolag (eller kommanditbolag) som bildats i syfte att kanalisera investeringar i värdepapper m.m. kallas för "fonder". Så är fallet framför allt på riskkapitalmarknaden.² Trots att dessa bolag (lite slarvigt) kallas för fonder omfattas de inte av fondlagstiftningen. Dessa bolag är inte heller öppna på samma sätt som en fond är. Detta innebär att andelsägarna i ett handelsbolag inte utan vidare kan lämna bolaget. Samtidigt är det svårt för nya andelsägare att inträda.

Utomlands förekommer öppna associationsrättsliga fonder där andelsägarna kan få sina andelar eller aktier inlösta av fonden och där nya investerare förvärvar nyutgivna andelar eller aktier. Ucits-direktivet erkänner också denna typ av fonder.

Associationsrättsliga fonder kan vara organiserade som aktiebolag. Dessa benämns i ucitsdirektivet som investeringsbolag. Exempel är SICAV-fonder i Frankrike och Luxemburg, OEIC-fonder i Storbritannien och Mutual Funds i USA. En beskrivning av dessa olika fondföretag återfinns i kapitel 4. Lika för dessa är att de är aktiebolag med ett rörligt aktiekapital. På så sätt kan fonden, i takt med insättningar och uttag, på ett enkelt sätt öka eller minska aktiekapitalet. I vanliga aktiebolag fordrar ändringar av aktiekapitalet särskilda beslut av aktieägarna på bolagsstämman eller av styrelsen efter bemyndigande av bolagsstämman.³ Reglerna för investeringsbolag varierar från land till land precis som reglerna för vanliga aktiebolag skiftar mellan länderna.

² För vidare läsning rekommenderas Svenska Riskkapitalföreningens hemsida www.venicap.se. Se t.ex. artikeln "Hur arbetar och hur organiseras ett venture capital företag?" av Staffan Ingeborn, Innovationskapital, Göteborg i augusti 1999 (även publicerad i Medlemsmatrikeln 1999).

³ Se vidare nedan i avsnitt 10.3.1.

I Danmark finns associationsrättsliga fonder i skepnaden av (ekonomiska) föreningar.⁴ Föreningar är i Sverige en associationsform som är öppen till sin natur. Det finns inte något tak för hur många medlemmar en förening kan ha och nya medlemmar är, om de uppfyller förutsättningarna i föreningsstadgarna, välkomna som medlemmar utan inskränkning. På samma sätt är det möjligt att när som helst utträda ur en förening.

I Storbritannien finns s.k. trustfonder.⁵ Någon direkt motsvarighet till trust finns inte i Sverige. Till en del kan en trust liknas vid en stiftelse, men med den väsentliga skillnaden att de som skjutit till kapital till en trust kan få tillbaka sin insättning medan detta inte är möjligt i en svensk stiftelse. I stället har trustfonden stora likheter med den kontraktsrättsliga fonden. Trustfonder brukar inte heller hänföras till de associationsrättsliga fonderna och behandlas t.ex. i ucitsdirektivet som en värdepappersfond enligt den kontraktsrättsliga modellen.

10.2 Ucitsdirektivets reglering

Ucitsdirektivet omfattar fonder av öppen typ. Sådana fonder kan enligt direktivet (artikel 1) bildas antingen på kontraktsrättslig grund (som värdepappersfonder förvaltade av förvaltningsbolag/fondbolag), enligt trustlagstiftningen (trustfonder) eller på bolagsrättslig grund (som investeringsbolag)⁶. Det är den sistnämnda formen som är av intresse här.

10.2.1 Allmänna bestämmelser

Enligt ucitsdirektivet måste investeringsbolag ha tillstånd från sitt hemlands behöriga myndigheter (i Sverige skulle det bli Finansinspektionen). Tillstånd får inte lämnas om inte investeringsbolaget uppfyller de särskilda villkor som uppställs i direktivet. Det är dock

⁴ Se vidare i avsnitt 4.10. I t.ex. OECD:s rapport *Corporate Governance and Collective Investment Instruments: Secretariat Background Report* (DAFFE/CMF(2000)26) anges att den danska fondformen är av kontraktuell typ. Detta hänger ihop med att man i rapporten valt att skilja mellan kontraktuella fonder, bolagsrättsliga fonder (corporate form) och trustfonder.

⁵ Se avsnitt 4.4.1.

⁶ I den svenska versionen av artikel 1.3 i ucitsdirektivet anges just "på bolagsrättslig grund (som investeringsbolag)". I t.ex. den engelska lydelsen används i stället "under statute (as investment companies)".

upp till medlemsstaterna att bestämma vilken rättslig form ett investeringsbolag skall ha. Ucitsdirektivet skiljer mellan investeringsbolag som har utsett ett förvaltningsbolag (motsvarande svenska fondbolag) och sådana som inte har gjort det. De sistnämnda bolagen tar således själva hand om förvaltningen av fondförmögenheten och brukar därför benämnas självförvaltande investeringsbolag.

Lika för alla investeringsbolag, vare sig de är självförvaltande eller inte, är att de endast får företa kollektiva investeringar i överlåtbara värdepapper eller andra i lagen angivna finansiella tillgångar (motsvarande placeringsbestämmelserna för värdepappersfonder) med kapital från allmänheten och under iakttagande av principen om riskspridning. Investeringsbolagets andelar (eller aktier om det är ett aktiebolag) skall på begäran av innehavaren återköpas eller lösas in med medel ur bolagets tillgångar (se dock nedan i avsnitt 10.2.4).

Ett investeringsbolags tillgångar skall förvaras av ett förvaringsinstitut (se dock nedan i avsnitt 10.2.4).

Investeringsbolaget skall följa de placeringsbestämmelser som gäller för värdepappersfonder (se kapitel 8). En skillnad är dock att de maktbegränsningsregler som anges i avsnitt 8.12 inte skall tillämpas på investeringsbolagets aktieinnehav i dotterbolag vars verksamhet enbart består i förvaltning, rådgivning eller saluföring i det land där dotterbolaget är beläget, vid återköp av andelar på begäran av andelsägarna, uteslutande för investeringsbolagets räkning.

Vidare gäller samma regler för investeringsbolag som för fondbolag avseende den information som skall lämnas till andelsägarna (se t.ex. avsnitt 7.11). För ett investeringsbolag finns dock inga fondbestämmelser; i stället finns en bolagsordning.

Förbudet att låna upp, låna ut, gå i borgen eller göra vissa blankningsaffärer gäller även för investeringsbolag (avsnitt 8.10).

Bestämmelser avseende inlösen och värdering av fondandelar är likaså gemensamma för alla typer av fondföretag (se dock nedan i avsnitt 10.2.4).

I likhet med värdepappersfonder får andelar i ett investeringsbolag fritt säljas i andra medlemsländer under förutsättning att investeringsbolaget anmält fonden till behöriga myndigheter och villkoren för sådan försäljning är uppfyllda.

De flesta bestämmelserna i ucitsdirektivet är följaktligen gemensamma för alla fonder oavsett juridisk konstruktion. För de själv-

förvaltande investeringsbolagen gäller dock vissa särskilda regler, främst avseende förutsättningarna för auktorisation och möjligheten att bedriva sin verksamhet i ett annat medlemsland (utöver marknadsföring och försäljning).

10.2.2 Självförvaltande investeringsbolag

Självförvaltande investeringsbolag sköter själva om fondförvaltningen. Beslut om hur fondens tillgångar skall investeras, försäljning och inlösen av andelar samt övrig administration utförs av investeringsbolagets personal. Något utomstående förvaltningsbolag (motsvarande de svenska fondbolagen) finns inte. Detta innebär att de bestämmelser i ucitsdirektivet som avser just förvaltningsbolagen inte automatiskt träffar de självförvaltande investeringsbolagen. Avsikten har dock varit att i så stor utsträckning som möjligt skapa ett regelverk som är lika oavsett vilken fondform man väljer.

I princip gäller samma regler för självförvaltande investeringsbolag som för förvaltningsbolag vad avser krav på den verkställande ledningen, om nära förbindelser med andra fysiska eller juridiska personer och om förutsättningarna för att ingå uppdragsavtal (se därvid avsnitten 7.4, 7.5 respektive 7.8). På samma sätt gäller motsvarande uppförande- och sundhetsregler (avsnitt 7.7). Auktorisationen för ett självförvaltande investeringsbolag kan också återkallas på samma grunder som tillståndet för ett förvaltningsbolag (avsnitt 7.10).

Det finns dock vissa skillnader i regelverket. De självförvaltande investeringsbolagen måste ha ett startkapital om minst 300 000 euro. Detta kan jämföras med de kapitalkrav som gäller för förvaltningsbolagen (125 000 euro i starkapital etc., se avsnitt 7.3). Det finns inte heller några bestämmelser som tar sikte på ägarprövning motsvarande de som gäller för förvaltningsbolagen (jfr avsnitt 7.6); investeringsbolagets ägare är ju fondandelsägarna.

Ett självförvaltande investeringsbolag får vidare inte, till skillnad från förvaltningsbolag, tillhandahålla diskretionär portföljförvaltning. Investeringsbolaget får endast förvalta sina fonder. I artikel 13b i ucitsdirektivet anges nämligen att investeringsbolag endast får förvalta tillgångarna i sin egen portfölj och får "under inga omständigheter ta emot uppdrag att förvalta tillgångar för en tredje parts räkning".

Ett självförvaltande investeringsbolag får heller inte, i motsats till vad som gäller för förvaltningsbolag, bedriva sin verksamhet i ett annat medlemsland inom EES (jfr avsnitt 7.13). Det självförvaltande investeringsbolaget får endast marknadsföra och sälja sina fondandelar i andra EES-länder (samma begränsning gäller för sådana investeringsbolag som har utsett ett förvaltningsbolag).

10.2.3 Investeringsbolag som har utsett ett förvaltningsbolag

För de investeringsbolag som har utsett ett förvaltningsbolag uppställs inte de krav som anges i avsnitt 10.2.2. Tillgångarna i dessa investeringsbolag kommer ju att förvaltas av ett förvaltningsbolag som är underkastat bestämmelserna om auktorisation m.m., redovisade i kapitel 7. Lika med självförvaltande investeringsbolag är dock att investeringsbolag som har utsett ett förvaltningsbolag inte får bedriva annan verksamhet än förvaltningen av sin egen portfölj. En annan likhet är att sådana investeringsbolag inte har möjlighet att bedriva verksamhet i ett annat EES-land (jfr avsnitt 7.13). Investeringsbolaget får (endast) marknadsföra och sälja sina fondandelar i andra EES-länder.

10.2.4 Börsnoterade investeringsbolag

I ucitsdirektivet finns ett antal bestämmelser som underlättar för bildandet av börsnoterade investeringsbolag. För dessa bolag gäller en viss särreglering. För det första behöver dessa bolag inte återköpa eller lösa in fondandelarna på begäran. I stället är det tillräckligt om investeringsbolaget vidtar åtgärder för att säkra att börsvärdet av investeringsbolagets andelar inte i någon väsentlig mån avviker från andelarnas nettovärde.

För det andra får en medlemsstat besluta att investeringsbolag som hör hemma i den staten och som utbjuder sina andelar *uteslutande* på en eller flera fondbörser där andelarna är officiellt noterade, inte skall vara skyldig att anlita ett förvaringsinstitut. För denna typ av börsnoterade investeringsbolag gäller inte bestämmelserna om offentliggörande av försäljnings- och återköpspriser (artikel 34), reglerna om återköp (artikel 37) samt reglerna om värdering (artikel 38). I stället skall bestämmelser om värdering av

tillgångarna i bolaget anges i lag eller annan författning eller i bolagsordningen.

Medlemsstaterna får också bestämma att investeringsbolag som hör hemma i den staten och som utbjuder *minst 80 procent* av sina andelar på en eller flera fondbörser, vilka finns angivna i bolagsordningen, inte skall vara skyldig att ha ett förvaringsinstitut. En förutsättning är dock att andelarna noteras officiellt på fondbörserna i de medlemsstater där de utbjuds och att varje transaktion som investeringsbolaget kan komma att göra utanför fondbörserna sker uteslutande till börskurs. I bolagsordningen skall då anges en fondbörs i varje land där andelar utbjuds och vars kursnotering skall vara bestämmande för de priser som skall gälla för transaktioner som bolaget genomför utanför börsen i det landet. En förutsättning för dessa inte helt börsnoterade investeringsbolagen är att medlemsstaten finner att andelsägarna har ett skydd som är likvärdigt med det som tillkommer andelsägare i fondföretag med förvaringsinstitut.

För alla börsnoterade investeringsbolag, oavsett om andelarna uteslutande handlas på en fondbörs eller endast till 80 procent, gäller att de i sin bolagsordning skall ange grunderna för beräkningen av andelarnas nettovärde (om detta inte finns angivet i lag eller annan författning). Vidare skall alla börsnoterade investeringsbolag ingripa och agera på marknaden för att hindra att marknadsvärdet för andelarna avviker mer än 5 procent från nettovärdet. Dessutom skall dessa investeringsbolag fastställa nettovärdet, informera de behöriga myndigheterna om detta samt offentliggöra nettovärdet i viss omfattning. En oberoende revisor skall minst två gånger per månad kontrollera värderingen samt placeringarna i övrigt.

10.3 Varför har vi inte associationsrättsliga fonder i Sverige?

Den svenska fondlagstiftningen möjliggör endast för kontraktsrättsliga fonder. Associationsrättsliga lösningar har dock diskuterats i tidigare förarbeten. I motiven till 1974 aktiefondslag beaktades möjligheten att införa en associationsrättslig form för öppna kollektiva investeringar.⁷ En grundförutsättning var att

⁷ Frågan om associationsrättsliga fonder behandlades däremot inte i förarbetena till 1990 års lag om värdepappersfonder.

investerarna undgick personligt ansvar för skulder som uppkom vid utövandet av fondverksamheten. Med hänsyn härtill diskuterades främst de två associationsformer som medgav detta, aktiebolag och ekonomiska föreningar.⁸

10.3.1 Aktiebolag

Aktiebolag är enligt svensk rätt en sluten organisation. Aktiekapitalet och antalet utestående aktier är bestämt på förhand. I bolagsordningen måste anges hur stort aktiekapital ett bolag skall ha (2 kap. 4 § aktiebolagslagen (1975:1385)). Om aktiekapitalet är angivet till ett visst belopp i bolagsordningen fordras för ändring av beloppet också en ändring av bolagsordningen. Detta sker genom beslut på bolagsstämman med kvalificerad majoritet (9 kap. 30 § aktiebolagslagen).

Aktiekapitalet kan dock i bolagsordningen anges med ett visst minimi- och maximikapital. Om så är fallet kan aktiekapitalet ändras utan beslut om ändring av bolagsordningen. För att ändra aktiekapitalet måste dock förutsättningarna för ökning av aktiekapitalet (genom emissionsbeslut) eller för nedsättning av aktiekapitalet vara för handen. Sådana beslut fattas normalt också på bolagsstämman (dock utan kvalificerad majoritet) eller i vissa fall av styrelsen. En begränsning är dock att minimikapitalet inte får vara mindre än en fjärdedel av maximikapitalet, vilket omöjliggör en obegränsad ökning av aktiekapitalet utan ett beslut om ändring av bolagsordningen.

En fond i formen av ett aktiebolag innebär att andelsägarna blir aktieägare och att fondförmögenheten utgör aktiebolagets aktiekapital, eller åtminstone bolagets egna kapital. Varje andel skall ju representera en lika del i den sammanlagda fondförmögenheten. Detta är i sin tur en förutsättning för att man skall kunna värdera andelarna och möjliggöra inlösen och försäljning av andelar.

Om fondförmögenheten tilläts ingå i bolagets förmögenhet skulle det därför bli nödvändigt att införa en rätt för aktiebolag att utan särskilda formkrav utge och återköpa egna aktier. Bolagets aktiekapital skulle därmed komma att undergå ständiga växlingar. En sådan ordning skulle enligt tidigare förarbetsuttalanden vara främmande för de aktiebolagsrättsliga principerna i Sverige och så

⁸ Prop. 1974:128 s. 38 ff. och s. 94 ff.

genomgripande ändringar i bolagslagstiftningen var det uteslutet att genomföra.

Lagstiftningen för aktiebolag har under 1990-talet varit föremål för revision och aktiebolagskommittén (Ju 1990:08) har lämnat en rad betänkanden som legat till grund för lagstiftning.⁹ Något förslag till aktiebolag med rörligt aktiekapital har dock inte lämnats. I kommitténs slutbetänkande (SOU 2001:1) lämnas visserligen vissa förslag rörande aktiekapitalet och aktiernas nominella värde. Dessa förslag mynnar dock inte ut i möjligheten till ett rörligt aktiekapital och är inte heller tillräckliga för att skapa fonder i aktiebolagsrättslig form.¹⁰

10.3.2 Ekonomiska föreningar

Inför 1974 års aktiefondslag diskuterades också alternativet att möjliggöra för fonder i skepnaden av ekonomiska föreningar.¹¹ Den associationstypen skulle lämpa sig bättre än aktiebolag då ekonomiska föreningar i princip är öppna och medger att medlemsantalet växlar. Det skulle emellertid, enligt motiven, troligtvis krävas en särskild föreningslag. Ett problem infann sig vid utträden. Om en medlem vill omvandla sitt innehav till kontanter måste han säga upp sig till utträde ur föreningen. Det skulle omöjliggöra försäljning av en del av andelsinnehavet.

Ett annat problem var, enligt motiven, att gränsen mellan associationsformerna ekonomisk förening och aktiebolag skulle bli oklar, om fondföretagen organiserades som ekonomisk förening. Avsikten var ju inte att andelsägarna skulle delta i verksamheten på ett så aktivt sätt som förutsätts i en ekonomisk förening, eftersom deras intresse är att få avkastning eller annan ekonomisk fördel av sitt insatta kapital. Därtill skulle administrationen bli tyngande och kostsam, om en förening skulle få ett stort antal medlemmar med ständiga växlingar i antalet.

⁹ Aktiebolagskommitténs betänkanden är SOU 1992:13 (Bundna aktier), SOU 1992:83 (Aktiebolagslagen och EG. En anpassning av den svenska lagen till EG:s bolagsdirektiv 1, 2, 3 och 12), SOU 1995:44 (Aktiebolagets organisation), SOU 1997:22 (Aktiebolagets kapital), 1997:168 (Vinstutdelning i aktiebolag), SOU 1999:36 (Likvidation av aktiebolag) samt SOU 2001:1 (Ny aktiebolagslag).

¹⁰ Det är förslag om att man i lagstiftningen avskaffar systemet med aktier med ett visst nominellt belopp och i stället inför ett kvotaktiesystem. Därmed skulle varje aktie motsvara en viss kvotdel av bolagets aktiekapital. Aktiekapitalet måste dock allt jämt vara bestämt vid varje given tidpunkt. Se vidare i SOU 2001:1, s. 205 ff.

¹¹ Prop. 1974:128 s. 38 ff. och s. 94 ff.

10.4 Skäl för och emot associationsrättsliga fondföretag

10.4.1 En tydligare reglering

Utredningen har i olika sammanhang beskrivit den rättsliga konstruktionen och rättsförhållandet mellan fondandelsägare – värdepappersfonden – fondbolaget – förvaringsinstitutet. Det är fråga om en konstruktion som bygger på ett tänkt kontraktsförhållande mellan olika parter. Fonden står i centrum men är inte en egen juridisk person. Samtidigt beskattas fonden. Det går att ifrågasätta om den nuvarande strukturen är tydlig och logisk i alla delar. Med en associationsrättslig struktur får fonden en starkare ställning. Fonden blir en juridisk person som kan förvärva rättigheter och ådra sig skyldigheter. Detta underlättar många affärstransaktioner och kan t.o.m. vara nödvändigt för nya framtida fondprodukter. Se t.ex. utredningens beskrivning av fastighetsfonder i avsnitt 9.6.1.

10.4.2 Intressekonflikter mellan fondandelsägarna och ägarna till fondbolaget

Ett skäl som lyfts fram till förmån för associationsrättsliga fonder är att den principiella konflikten mellan fondandelsägarnas och fondbolagets ägares intressen undanröjs eller minimeras. Fondandelsägarna har ett intresse av att få en så god avkastning som möjligt på sitt kapital till en så låg kostnad som möjligt. Fondbolagens ägare har ett intresse av, som alla aktieägare, att fondbolaget går med så stor vinst som möjligt.¹² Det går givetvis att argumentera för att detta är en intressekonflikt endast på pappret eftersom fondbolaget (och därmed dess ägare) förlorar på om de skor sig i onödan och för mycket. Andelsägarna lämnar då, som vilka kunder som helst, fondbolaget och söker sig till andra leverantörer. Ett aktiebolag är emellertid i grund och botten vinstdrivande och bolagets ledning får inte, enligt aktiebolagen, vidta åtgärder som skadar aktieägarna. Samtidigt skall fondbolaget och dess ledning enligt fondlagstiftningen ta tillvara andelsägarnas intresse i första hand. Ett sätt att uttrycka det är att agenten (fond-

¹² Se t.ex. Pålsson, Anne-Marie, Fondmarknaden – en marknad med intressekonflikter?, Report no. 9, 1999, Reports from the Personal Finance and Family Business Research Program, Institute of Economic Research, Lunds universitet. Se särskilt s. 27 ff.

bolaget) måste tjäna två principaler samtidigt; dessa principaler kan ha motstridiga intressen.¹³

Med en fond i aktiebolagsform skulle denna principiella intressekonflikt kunna undanröjas eller åtminstone minimeras; fondandelsägarna äger ju aktiebolaget.

Detsamma gäller om fonden organiseras som en förening. En förening har, enligt 1 § lagen (1987:667) om ekonomiska föreningar, till ändamål att främja medlemmarnas ekonomiska intressen. Här går således begreppen medlem och fondandelsägare ihop. I § 3 i den danska *lov om investeringsforeninger og specialforeninger* anges att fondverksamhet skall organiseras i föreningsform och medlem i föreningen är envar som äger en andel av föreningens förmögenhet.

För att konflikten mellan fondens ägare och fondbolagets ägare skall neutraliseras förutsätts dock att fonden inte anlitar en fristående förvaltare och i stället själv har hand om förvaltningen.

Det finns nästan inga självförvaltande investeringsbolag i Europa; de flesta investeringsbolag har anlitat ett fristående förvaltningsbolag. Detta är delvis en kostnadsfråga. Det är troligt att det blir billigare att anlita utomstående expertis i stället för att samla en förvaltningsorganisation inom investeringsbolaget. En annan orsak är att någon måste initiera bildandet av en fond. Detta är oftast en finansiell aktör, t.ex. en bank. Denna promotor anger då med all säkerhet sig själv eller ett närstående bolag som förvaltningsbolag.

I Storbritannien får en OEIC-fond själv ta hand om förvaltningen av fondförmögenheten. Det är dock inte särskilt vanligt (om det ens förekommer). I stället leds OEIC-fonden av en av tillsynsmyndigheten auktoriserad direktör. Denne direktör behöver dock inte vara en privatperson utan är vanligtvis ett förvaltningsbolag. I själva verket är det normalt så att samma förvaltningsbolag bildar OEIC-fonden, agerar som dess direktör och har hand om förvaltningen av fonden (se vidare i avsnitt 4.4.1).

¹³ Pålsson, a.a., s. 30.

En fond som skall förvaltas aktivt kommer därför med stor säkerhet att kräva någon form av inblandning av en fristående förvaltare. Självförvaltande fonder skulle i så fall lämpa sig bäst för fonder med en passiv fondförvaltning (t.ex. fonder som följer ett visst index).¹⁴

I investeringsbolag och fondföreningar finns en styrelse. Detta följer av aktiebolagslagen och lagen om ekonomiska föreningar. Denna styrelse kan då utöva tillsyn och kontroll över en extern förvaltare. Även om intressekonflikterna mellan fondandelsägarna och förvaltningsbolagets ägare inte elimineras uppnås därför en ytterligare kontrollfunktion. Detta kan t.o.m. vara den enda funktionen för styrelsen. Om förvaltaren missköter sig eller är för dyr kan styrelsen reagera och byta ut den externa förvaltaren. Det förutsätter givetvis att det finns legal och reell möjlighet för ledningen att agera; i den engelska formen torde OEIC-fondens auktoriserade direktör sakna incitament att byta ut sig själv.

10.4.3 Intressekonflikter mellan olika fondandelsägare

En särskild fråga som uppkommer i investeringsbolag och fondföreningar är hur andelsägarnas inbördes relationer skall behandlas. I kontraktsrättsliga fonder, som den svenska, kan ett fondbolag förvalta flera olika värdepappersfonder med olika placeringsinriktning. Fondandelsägare i en värdepappersfond har ingenting med fondandelsägare i en annan fond att göra, oavsett om fonderna förvaltas av samma fondbolag.

Annorlunda förhåller det sig i investeringsbolag och fondföreningar. I ett vanligt aktiebolag eller en vanlig ekonomisk förening görs ingen direkt skillnad mellan olika ägare eller medlemmar. I aktiebolag kan det visserligen förekomma olika aktieslag, t.ex. med olika rösträtt, men alla aktieägare äger en ideell andel av hela aktiebolaget. I ett investeringsbolag eller en fondförening kan det dock finnas flera olika avdelningar, eller subfonder som de också kallas. Varje sådan subfond kan ha sin särskilda placeringsinriktning. En fondandelsägare satsar sina pengar i den subfond som hon

¹⁴ Det går givetvis att diskutera om aktiv förvaltning tillför ett mervärde för fondandelsägarna jämfört med passiv förvaltning. Aktiv förvaltning fordrar kompetens och är dyrare än passiv förvaltning som t.ex. bara följer ett index. Vid passiv förvaltning framhävs andelsägarnas intresse av att få en så billig förvaltning som möjligt. Detta kan utgöra ett argument för fondföretag i formen av ekonomisk förening. Ett sådant resonemang förs i Pålsson, a.a., s. 37 f.

önskar och får då en andel av den subfondens sammanlagda förmögenhet. Alternativet hade varit att varje investeringsbolag eller fondförening måste ha en och samma placeringsinriktning för hela fondförmögenheten. I de lagstiftningar i Europa som tillåter investeringsbolag och fondföreningar finns en möjlighet att skapa sådana subfonder.

Låt oss som exempel ta de danska fondföreningarna. Enligt § 4 i *lov om investeringsforeninger og specialforeninger* kan en fondförening delas upp i avdelningar där varje avdelning svarar för sina egna förpliktelser. Varje avdelning skall vidare bära sin del av omkostnaderna. Om en avdelning inte klarar av det skall dock övriga avdelningar i andra hand och solidariskt med varandra betala den avdelningens del. Tänk dig en fondförening som har två avdelningar, varav den ena investerar i danska aktier och den andra i svenska aktier. Låt oss nu anta att den danska börsen går bra, medan Sverigefonden går sämre. Frågan är då om vinst i en avdelning skall kvittas mot en förlust i en annan avdelning. Följer man sedvanliga associationsrättsliga regler skall ju så ske. Om t.ex. kylskåpsavdelningen i Electrolux går med förlust täcks detta upp av den vinstgivande frysboxavdelningen. Följer man däremot sedvanliga fonderättsliga regler skall givetvis vinsten i en fond (avdelning/subfond) tillkomma de som satsat i den fonden, och ingen annan.

Här har vi en annan typ av intressekonflikt än den som diskuteras i avsnitt 10.4.2. Dessa konflikter går att lösa i en lagstiftning, men då måste man frånga den sedvanliga aktiebolagsrättsliga eller föreningsrättsliga lagstiftningen. Man måste skapa subfonder med (nästintill) vattentäta skott. Vinster i en subfond skall tillkomma de aktieägare eller föreningsmedlemmar som har satsat pengar just i den subfonden. Om en subfond går så dåligt att den inte kan bära sin del av kostnaderna måste dock tillgångarna i de övriga subfonderna tas i anspråk.

Ett i vissa begränsade fall fullt tänkbart scenario är att en subfond förlorar hela sitt kapital. Om subfonden har hållit sig till de bestämmelser som gäller enligt ucitsdirektivet skall mycket till för att fonden blir skyldig pengar som den inte kan betala. Annorlunda kan det bli om det är en nationell fond med en friare placeringsinriktning. Enligt de associationsrättsliga reglerna måste ett sådant underskott täckas av aktiebolagets eller föreningens egna tillgångar, avsett i vilken avdelning eller subfond dessa finns. I Storbritannien har man som exempel hittills löst det problemet

genom att inte tillåta ucitsfonder och nationella fonder i inom en och samma OEIC.

10.4.4 Andelsägarnas inflytande

En fördel med fonder i aktiebolagsform som brukar framhåvas är att aktieägare har ett större inflytande över verksamheten. I aktiebolagslagen finns en rad bestämmelser som ger aktieägarna möjlighet att på bolagsstämman ställa frågor till ledningen, rösta i viktiga frågor och utse styrelsen. Motsvarande möjligheter har medlemmar i föreningar. Andelsägarnas inflytande följer så att säga naturligt med den juridiska formen.

OECD har i en rapport behandlat andelsägarnas inflytande i förhållande till hur fonden är organiserad rent juridiskt.¹⁵ I de länder som tillhandahåller en kontraktsrättslig konstruktion, t.ex. Sverige, Tyskland, Norge och Finland, är andelsägarnas inflytande mindre eller t.o.m. inte förekommande. I de länder där fonderna är organiserade i associationsrättsliga former är möjligheten till andelsägarinflytande större.

Vilket inflytande andelsägarna har över fondverksamheten beror i huvudsak på två faktorer. För det första skall andelsägarna ha en juridisk möjlighet till inflytande. För det andra skall detta legala inflytande kunna omsättas i praktiken.

Fonder i associationsrättslig form medför inte automatiskt en legal möjlighet för andelsägarna att utöva inflytande över fondverksamheten. En lagstiftning liknande aktiebolagslagen eller lagen om ekonomiska föreningar ger en god infrastruktur för ett sådant inflytande. Utomlands är dock de associationsrättsliga fonderna reglerade i särskild lagstiftning och den regleringen kan avvika rätt väsentligt från samma lands lagstiftning för aktiebolag. På ett sätt kan man säga att vi har att göra med två olika former av aktiebolag. I artikel 1.2 i EG:s andra bolagsdirektiv anges att medlemsstaterna inte behöver tillämpa direktivet på "förvaltningsbolag med rörligt aktiekapital".¹⁶

¹⁵ OECD:s skrivelse *Corporate Governance and Collective Investment Instruments* (DAFFE/CMF (2000)5) den 15 mars 2000.

¹⁶ Rådets andra direktiv 77/91/EEG av den 13 december 1976 om samordning av de skyddsåtgärder som krävs i medlemsstaterna av de i artikel 58 andra stycket i fördraget avsedda bolagen i bolagsmännens och tredje mans intressen när det gäller att bilda ett aktiebolag samt att bevara och ändra dettas kapital, i syfte att göra skyddsåtgärderna likvärdiga, LGT L 26, 31.1.1977, s. 1 (Celex **31977L0091**).

I Storbritannien t.ex. valde man att lägga regleringen för OEIC:ar i en särskild lag i stället för att arbeta in den i aktiebolagslagen; det var för stora skillnader. Aktieägarna i en OEIC får t.ex. inte välja vem som skall sitta i styrelsen. Ett annat exempel är att aktieägare i en SICAV inte får ändra fondens placeringsinriktning.

Den första frågan som måste besvaras blir därför vilka legala möjligheter till inflytande för andelsägarna som skall införas. En möjlighet är givetvis att helt och hållet ansluta sig till aktiebolagslagen eller lagen om ekonomiska föreningar. En sådan ordning kan dock vara förenad med problem eftersom fondsparandet ser annorlunda ut jämfört med den verksamhet som normalt bedrivs i ett aktiebolag eller en ekonomisk förening. Fondverksamheten riktar sig till ett stort kollektiv av mer eller mindre passiva ägare medan aktiebolagslagen och lagen om ekonomiska föreningar kan sägas förutsätta aktiva ägare.

Det går att ifrågasätta en ordning där andelsägarna bestämmer vad som skall hända i en fond om endast en försvinnande del av andelsägarna är intresserade att delta i sådana beslut. Skall t.ex. några få procent av andelsägarna i en fond kunna driva igenom ett beslut om att övergå från placeringar i räntepapper till investeringar i högriskprojekt i Ryssland?

I aktiebolagslagen finns en rad omröstningsregler som anger vilken majoritet som måste rösta för ett visst beslut för att det skall gälla. För vissa särskilt viktiga beslut fordras s.k. kvalificerad majoritet.¹⁷ Det är dock inte fråga om en majoritet av samtliga ägare utan av samtliga vid bolagsstämman närvarande ägare. Många beslut kan således röstas igenom även om deltagandet på stämman är lågt.

Det går också att tänka sig en ordning där majoriteten beräknas på samtliga ägare, och inte endast de som deltar på stämman.¹⁸ En sådan regel skulle å andra sidan förhindra alla reella möjligheter till beslut i en fond med tanke på det oftast mycket spridda ägandet.

Ett särskilt problem uppstår om fonden består av flera olika avdelningar/subfonder. Det kan då finnas frågor som är gemensamma för hela associationen och andra frågor som är hänförliga

¹⁷ Vid val (av t.ex. styrelse) anses den vald som har fått de flesta rösterna (9 kap. 29 § aktiebolagslagen). Vid andra beslut än val vinner som huvudregel den mening som fått mer än hälften av de angivna rösterna (9 kap. 28 §). Särskilt viktiga beslut kräver dock en kvalificerad majoritet. Om bolagsordningen skall ändras fordras t.ex. som utgångspunkt att beslutet har biträttits av aktieägare med två tredjedelar av såväl de avgivna rösterna som de vid bolagsstämman företrädde aktierna (9 kap. 30 §).

¹⁸ Se t.ex. 9 kap. 31 § aktiebolagslagen som kräver en majoritet som uppgår till nio tiondelar av samtliga aktier i bolaget.

endast till en viss avdelning/subfond. Andelsägarnas inflytande måste därför definieras till en allmän och en särskild del.

Lagstiftaren kan genom regleringen möjliggöra för ett ökat andelsägarinflytande. Att det också blir effekten i praktiken är dock inte lika självklart; andelsägarna är inte alltid intresserade av att få inflytande över fondförvaltningen. Vid bedömningen bör också beaktas att lagstiftaren har en möjlighet att införa ett motsvarande inflytande i den kontraktsrättsliga formen. I Finland, som likt Sverige har den kontraktsrättsliga formen, finns t.ex. en bestämmelse om att fondandelsägarna utser minst en tredjedel av medlemmarna i fondbolagets styrelse; dessa styrelseledamöter skall dessutom vara oberoende.¹⁹

10.4.5 Ucitsdirektivets utformning

Ett argument för associationsrättsliga fonder är att ucitsdirektivet ger bättre förutsättningar för fondverksamhet i den typen av juridisk form.

Som framgått av redovisningen i avsnitt 10.2 är regelverket i det närmaste detsamma oavsett juridisk form. Det finns emellertid vissa skillnader, bl.a. vilka kapitalkrav som ställs på fondbolagen och på de självförvaltande fonderna. Om skillnaden gynnar de sistnämnda kan diskuteras. Bestämmelserna i ucitsdirektivet är avsedda att vara neutrala och syftet är inte att styra utvecklingen mot en viss form. Inställningen måste givetvis i så fall vara att skillnader skall arbetas bort, inte utnyttjas av medlemsstaterna.

10.4.6 Bättre förutsättningar för internationell verksamhet

En av orsakerna till att man införde OEIC-fonder i Storbritannien var att andelar i trustfonder, som varit den normala fondformen under drygt 100 år, var svårare att sälja på kontinenten. Trustfonder förekommer inte enbart i Storbritannien, men i Europa är formen sällsynt. För att få en fondtyp som var mer igenkännbar på kontinenten införde man OEIC-fonder. Förebilden var SICAV-fonderna i Frankrike och Luxemburg.

Fråga är då om svenska associationsrättsliga fonder skulle ha bättre förutsättningar utomlands.

¹⁹ Se 8 § Lag om placeringsfonder (Nr 48/1999).

Den största fondmarknaden återfinns i USA. Den fondform som dominerar där är associationsrättslig.²⁰ I t.ex. Mexico, Hong Kong, Kina och Sydkorea finns fonder av bolagsrättslig typ. Trustfonder förekommer i t.ex. Australien, Kanada och Nya Zeeland, men även i Hong Kong och Kina.²¹

Den europeiska fondmarknaden är dock av störst intresse eftersom svenska värdepappersfonder fritt kan marknadsföras och säljas inom EES. I Europa är den kontraktsträttsliga fondformen vanligast. Sådana fonder förekommer i alla nordiska länder (Danmark har dock fondföreningar), i Tyskland, Italien, Portugal, Schweiz och Grekland. I t.ex. Frankrike, Luxemburg, Belgien, Nederländerna och Spanien finns såväl kontraktsträttsliga som bolagsrättsliga fonder.

Det är ovanligt att man som i Danmark har fondföreningar.

Den kontraktsträttsliga formen är således etablerad såväl i Sverige som på kontinenten och det saknas därför skäl att införa bolagsrättsliga fonder i syfte att underlätta för en internationell verksamhet.

10.4.7 Börsnoterade fonder

Ett starkt argument för associationsrättsliga fonder, och då särskilt i formen av investeringsbolag, är att dessa lättare kan noteras och säljas över börsen. Denna typ av fonder är mycket populära främst i USA, men har inte riktigt fått fotfäste i Sverige. OM Stockholmsbörsen AB var först med att lansera en börshandlad fond, XACT^{OMX}. Den fonden är som andra fonder i Sverige strukturerad i den kontraktsträttsliga formen (som en nationell fond). Fonden följer OMX-index och består av de aktier som anges i indexet. Andelarna handlas i börsens handelssystem, på samma sätt som aktier, och med avveckling i VPC. Tanken är att all handel (mot allmänheten) skall gå via börsen.

För att få tillstånd från Finansinspektionen måste dock XACT^{OMX} vara öppen, dvs. medge för förvärv av nyemitterade andelar direkt av fonden och för andelsägarna att få sina andelar

²⁰ Fondverksamheten regleras i the Investment Act of 1940. Lagen anger att all verksamhet för kollektiva investeringar skall ske i ett investment company. Det är detta investment company som kallas för Mutual Fund. Varje sådan fond är alltså ett självständigt bolag med aktieägare. Bolaget har en styrelse, men det vanliga är att bolaget är nära kopplat till ett externt förvaltningsbolag (investment management company).

²¹ Uppgifter ur OECD:s rapport Corporate Governance and Collective Investment Instruments: Secretariat Background Report (DAFFE/CMF(2000)26).

inlösta av fonden. Detta var ju inte tanken med fonden. Avsikten var att endast låta finansiella mellanhänder och möjligtvis större institutionella investerare handla med andelar direkt mot fonden. I fondbestämmelserna infördes därför garantier för att även den fonden skulle vara öppen för alla. Fonden kunde således inte utformas exakt efter de utländska förebilderna. Med bestämmelser liknande de som återfinns i ucitsdirektivet (se avsnitt 10.2.4 ovan) skulle bildandet av börshandlande fonder underlättas.

10.5 En reglering för associationsrättsliga fonder?

Utredningens bedömning: Det kan finnas fördelar med att strukturera en fond i en associationsrättslig form och en reglering bör övervägas. Det fordras dock ytterligare överväganden i en rad frågor som inte låter sig inte göras inom ramen för utredningens uppdrag eller den tid som avsatts.

Skälen för bedömningen: Den kontraktsrättsliga formen för fondverksamhet fungerar väl. Det kan, som framgått av föregående avsnitt, emellertid finnas fördelar med att använda sig av aktiebolags- eller föreningsformen för fonder. Härigenom får man en tydlig legal struktur som i sin tur kan vara nödvändig för vissa fondprodukter. Andelsägarnas möjlighet till inflytande framgår klarare och en aktiebolagsrättslig form underlättar också för börsnoterade fonder. Det fordras emellertid ytterligare överväganden i en rad frågor som inte låter sig göras inom ramen för utredningens nuvarande uppdrag.

En fråga är om regleringen skall avse investeringsbolag eller fondföreningar. Alternativet, att införa båda typerna, synes inte vara praktiskt försvarbart, även om det givetvis är en möjlighet. Det ligger närmast till hands att föreslå införandet av investeringsbolag. Det är, så vitt utredningen känner till, endast Danmark som organiserar sina fonder i föreningar och den formen lämpar sig därför mindre bra i internationella sammanhang. Andelar i fondföreningar torde heller inte kunna handlas över börsen. Därtill kommer en rad överväganden och förändringar i den svenska föreningslagstiftningen. Ekonomiska föreningar är i grunden kooperativa och förutsätter någon form av medverkan från medlemmarna.

Faller valet på investeringsbolag uppkommer frågor kring detaljregleringen. En möjlig lösning är att i aktiebolagslagen införa vissa särbestämmelser tillämpliga endast på investeringsbolag. Troligtvis är detta inte en framkomlig väg eftersom fondsparandet genererar särskilda överväganden. Säkerligen fordras en särskild lag för investeringsbolag.

Ett problem som redan nämnts är överväganden kring reglerna för aktiekapitalet och aktiebolagets egna kapital. Detta problem är inte nytt.²² Aktiebolagskommittén föreslår i sitt slutbetänkande (SOU 2001:1) att ett kvotaktiesystem införs i aktiebolagslagen. Varje aktie skulle då inte knytas till ett angivet nominellt belopp, utan i stället representera en viss andel av bolagets aktiekapital. Antalet utestående aktier får genom de nya reglerna inget direkt samband med aktiekapitalet. Aktiebolaget kan ge ut nya aktier utan att aktiekapitalet behöver ökas. Aktiekapitalet kan i sin tur förändras utan att det påverkar de utestående aktierna. Förslaget ger dock inte tillräckliga möjligheter för att etablera öppna investeringsbolag. Tanken i fondstrukturen är nämligen att varje fondandel skall representera en del av fondens tillgångar. Vid förvärv av nya fondandelar måste ett tillskott till fonden göras och vid inlösen av andelar sker motsvarande uttag.

Aktiebolagskommittén har också fått ta emot kritik för att den inte har lämnat ett mer långtgående förslag.²³ Kritiken kretsar kring den större frågan om hur man skall se på aktiekapitalet. Vad som menas med aktiekapital kan diskuteras och det är kanske inte alltid nödvändigt att definiera begreppet. Det viktiga skulle enligt resonemanget i stället vara att aktiebolaget har ett kapital som är bundet till skydd för aktiebolagets borgenärer. Den diskussionen är intressant, men allt för omfattande för denna utredning.²⁴ Det är också tveksamt att en sådan förändring skulle underlätta för öppna investeringsbolag.

För att aktiebolagsformen skall kunna vara ett praktiskt alternativ måste procedurfrågorna för att öka eller minska aktiekapitalet lösas. Så länge det fordras särskilda beslut på bolagsstämman eller, efter bemyndigande, av styrelsen, synes det vara omöjligt med fonder som köper och säljer andelar varje dag. Sådana förändringar kan inte göras utan vidare eftersom procedurreglerna i aktiebolags-

²² Se t.ex. argumentationen i prop. 1974:128 s. 38 ff. och s. 94 ff.

²³ Lindskog, Stefan, Kvotaktier – och sen?, JT 2000-01, s. 846 ff.

²⁴ Stefan Lindskog föreslår i sin artikel att aktiebolagskommitténs förslag inte skall bli föremål för en remissrunda. I stället borde frågan lämnas till en ny utredning för ytterligare överväganden. Se Lindskog, a.a.

lagen har i syfte att skydda aktiebolagets borgenärer och minoritetsaktieägare.

På liknande sätt fordras en genomgång av samtliga bestämmelser i aktiebolagslagen. Många bestämmelser kan säkerligen tillämpas även på investeringsbolag, men ett flertal regler måste anpassas till fondverksamhetens speciella karaktär.

Omröstningsreglerna i aktiebolagslagen är ett sådant exempel. Det är inte säkert att aktieägarna i ett investeringsbolag skall få samma inflytande som aktieägarna i ett aktiebolag. Vissa frågor rör hela bolaget, medan andra frågor är specifika för en viss subfond. Vissa viktigare beslut kanske inte alls lämpar sig för ett andelsägarinflytande.

I många länder med bolagsrättsliga fonder synes andelsägarnas inflytande vara begränsat till att utse styrelsen. Styrelsen övervakar sedan den externa förvaltaren. En möjlig lösning skulle kunna vara att aktieägarna på stämman också fick besluta om den externa förvaltaren. I likhet med aktiebolag bör det dock inte komma ifråga att aktieägarna i ett investeringsbolag har inflytande över den dagliga verksamheten.

Som andelsägare vet man vad man ger sig in igenom att läsa fondbestämmelserna; man väljer att spara i t.ex. en räntefond. Skall en majoritet av andelsägarna vid bolagsstämman kunna ändra på detta? Och med vilken majoritet?

Sedan man avgjort vilka frågor som kan bli föremål för omröstning på bolagsstämman återstår att lösa problemet med vilken majoritet som skall krävas. Det finns aktiebolag som har många aktieägare, men även i de mest ägarspridda bolagen på börsen finns oftast en eller några starka ägare. I investeringsbolag lär ägandet som regel vara spritt på ett stort antal aktieägare, där ingen kommer upp i en maktposition. Detta riskerar att ge styrelsen en allt för stor makt. Om styrelsen har nära band med den externa förvaltaren uppstår givetvis intressekonflikter. De omröstningsregler som finns i aktiebolagslagen lämpar sig därför kanske sämre för investeringsbolag. Å andra sidan får bestämmelserna inte liberaliseras till den grad att ett fåtal intresserade aktieägare fattar beslut som rör den överväldigande majoriteten av passiva fondandelsägare.

Utredningen gör inte anspråk på att här lämna en komplett probleminventering, utan avsikten är att ge exempel på ytterligare överväganden som måste göras. Dessa ytterligare överväganden fordrar en komplett genomgång av aktiebolagsrätten och möjligtvis även av lagen om ekonomiska föreningar. Troligtvis fordras en

särskild lagstiftning för de associationsrättsliga fonderna. Utformningen får i så fall ske efter förebild i nu gällande associationsrätt, men också med beaktande av hur andra länder har löst de nu redovisade problemen.

Vid bedömningen om ett förslag skall lämnas måste slutligen även skatterättsliga aspekter tas in i bedömningen. Vilken typ av verksamhet kan tillåtas och hur skall beskattningen se ut? Uppstår några gränsdragningsproblem, t.ex. mot de investmentbolag som finns noterade på börsen idag?

De överväganden som fordras låter sig inte göras inom ramen för utredningens uppdrag med hänsyn till den tid som avsatts.

11 Övergångsbestämmelser

11.1 Genomförande av ucitsdirektivets nya regler

Sverige skall senast den 13 augusti 2003 anta de lagar och andra författningar som är nödvändiga för genomförandet av de nya reglerna i ucitsdirektiven. De nya lagbestämmelserna skall träda ikraft i Sverige senast sex månader därefter eller den 13 februari 2004.¹

11.2 Fortsatt verksamhet utan nytt tillstånd

I ucitsdirektivet finns en bestämmelse som gör det möjligt för fondbolag som före den 13 februari 2004 fått tillstånd att driva fondverksamhet enligt regler som motsvarar de nya bestämmelserna i ucitsdirektivet att få fortsätta sin verksamhet utan att nytt tillstånd behöver sökas.² För detta fordras alltså att fondbolagen uppfyller kapitalkraven, kraven på ledning och ägare samt har upprättat en verksamhetsplan. Denna bestämmelse synes dock inte vara tillämplig på svenska förhållanden. Enligt ucitsdirektivet gäller bestämmelsen nämligen endast om lagstiftningen i de berörda medlemsstaterna föreskriver motsvarande krav. Den nuvarande lagen om värdepappersfonder ställer inte sådana krav, vilket innebär att inget svenskt fondbolag kan åberopa den aktuella artikeln i ucitsdirektivet. Någon motsvarande bestämmelse föreslås därför inte införas i övergångsbestämmelserna.

¹ Artikel 3 i direktivet med ändring av ucitsdirektivet avseende regler för förvaltningsbolag och förenklade prospekt (2001/107/EG) och artikel 3 i direktivet med ändring av ucitsdirektivet avseende regler vad gäller fondföretags investeringar (2001/108/EG).

² Artikel 2.2 i direktivet med ändring av ucitsdirektivet avseende regler för förvaltningsbolag och förenklade prospekt (2001/107/EG).

11.3 De svenska fondbolagen

Utredningens förslag: Fondbolag som har tillstånd att driva fondverksamhet eller annan näringsverksamhet enligt lagen om värdepappersfonder får fortsätta med denna verksamhet fram till den 13 februari 2007.

Om ett fondbolag inte har beviljats tillstånd enligt lagen om investeringsfonder senast den 13 februari 2007 skall det upphöra med sin verksamhet.

Skälen för förslaget: De svenska fondbolagen verkar i enlighet med lagen om värdepappersfonder. Lagen uppfyller inte de nya kraven som ställs på fondbolag i ucitsdirektivet. De svenska fondbolagen kan välja att antingen söka nytt tillstånd i enlighet med de nya bestämmelserna i lagen om investeringsfonder eller att upphöra med sin verksamhet.

I ucitsdirektivet anges dock att förvaltningsbolag får fortsätta sin verksamhet enligt sitt ursprungliga tillstånd fram till den 13 februari 2007.³ För att kunna etablera sig fritt i ett annat EES-land eller tillhandahålla tjänster över gränserna måste emellertid dessa fondbolag auktoriseras enligt de nya reglerna i ucitsdirektivet (dvs. enligt lagen om investeringsfonder).

Ucitsdirektivet anger således en femårig övergångsperiod. Det finns emellertid goda incitament för de svenska fondbolagen att söka tillstånd tidigare; utan nytt tillstånd får fondbolagen inte förvalta värdepappersfonder som placerar sina medel enligt de nya bestämmelserna i lagen om investeringsfonder. De får inte heller etablera sig i ett annat EES-land eller tillhandahålla tjänster över gränserna.

Enligt den aktuella bestämmelsen i ucitsdirektivet är en förutsättning för att fondbolag skall få fortsätta driva verksamhet att bolaget erhåller auktorisation enligt de nya reglerna före den 13 februari 2007. Om Finansinspektionen inte beviljar tillstånd eller om fondbolaget inte väljer att ansöka om nytt tillstånd upphör det gamla tillståndet att gälla efter den 13 februari 2007. Bolaget skall då upphöra med sin verksamhet. För att undvika detta bör bolagen ansöka om tillstånd enligt de nya reglerna i god tid. Eftersom det enligt lagen om investeringsfonder åligger Finansinspek-

³ Artikel 2.3 i direktivet med ändring av ucitsdirektivet avseende regler för förvaltningsbolag och förenklade prospekt (2001/107/EG).

tionen att fatta beslut inom sex månader från det att ansökan lämnades in, bör bolaget ansöka om tillstånd att driva verksamhet enligt lagen om investeringsfonder i vart fall senast den 13 augusti 2006. Detta får dock i sista hand ankomma på bolaget självt eftersom det är det som bär risken för att tillstånd inte beviljas i rätt tid.

11.4 Andra fondförvaltare

Utredningens förslag: Fondförvaltare som inte är fondbolag och som förvaltar fonder med stöd av 3 § lagen om värdepappersfonder skall, om de vill fortsätta att driva fondverksamhet, ha ett tillstånd enligt lagen om investeringsfonder senast den 13 februari 2007.

Om en sådan fondförvaltare inte har beviljats tillstånd vid den angivna tidpunkten skall det upphöra med sin fondverksamhet.

Skälen för förslaget: Enligt lagen om investeringsfonder får endast fondbolag förvalta värdepappersfonder och specialfonder. För de värdepappersbolag som idag har tillstånd att förvalta nationella fonder enligt 3 § lagen om värdepappersfonder kan olika lösningar tänkas. En lösning är att dessa värdepappersbolag får fortsätta sin verksamhet i enlighet med de tillstånd som lämnats före ikraftträdandet av lagen om investeringsfonder, men att de inte kan beviljas tillstånd att förvalta ytterligare fonder. En annan lösning är att dessa värdepappersbolag inom viss tid skall ansöka om tillstånd att utöva fondverksamhet enligt lagen om investeringsfonder.

Det är givetvis en fördel för värdepappersbolagen att få fortsätta med sin verksamhet. För andelsägarna, som medvetet sökt sig till en viss förvaltare, kan det också finnas ett värde. Om värdepappersbolagen får fortsätta med sin verksamhet behöver förvaltningen inte heller överlåtas till ett fondbolag. En nackdel är att syftet med de nya reglerna i lagen om investeringsfonder förfelas. De intressekonflikter som kan uppstå vid en sammanblandning av kollektiv kapitalförvaltning och diskretionär portföljförvaltning återfinns i dessa värdepappersbolag. Det är också mindre lämpligt att ha fondförvaltare som grundar sitt tillstånd på en äldre, upphävd lag.

Utredningen förordar därför att en sista tidpunkt sätts för när ett värdepappersbolag måste ha ett tillstånd enligt lagen om investeringsfonder för att få fortsätta med sin fondverksamhet. Denna tidpunkt bör bestämmas till den 13 februari 2007 för att

överensstämma med reglerna för fondbolag. Eftersom fondbolag inte får bedriva annan verksamhet än fondförvaltning kan dessa värdepappersbolag komma att nekas tillstånd. Förvaltningen av de nationella fonderna måste då överlåtas till ett fondbolag. Det finns givetvis ingenting som hindrar att värdepappersbolaget bildar ett nytt bolag som uppfyller kraven i lagen om investeringsfonder och till vilket fondförvaltningen överlåts.

11.5 Värdepappersfonder

Utredningens förslag: För värdepappersfonder enligt lagen om värdepappersfonder som skall upphöra skall bestämmelserna om överlåtelse och upphörande i 9 kap. lagen om investeringsfonder tillämpas.

Skälen för förslaget: I artikel 2.2 i direktivet med ändring av ucits-direktivet avseende regler vad gäller fondföretags investeringar (2001/108/EG) anges att medlemsstaterna får bevilja fondföretag, som är verksamma vid tiden för direktivets ikraftträdande, en frist om högst 5 år från ikraftträdandet för att de skall kunna anpassa sig till den nya nationella lagstiftningen.

Med hänsyn till att fondbolagen enligt vad som ovan sagts tillåts driva verksamhet enligt lagen om värdepappersfonder fram till den 13 februari 2007 bör de enligt utredningens mening ges en motsvarande frist för att anpassa sig till den nya lagstiftningen.

De nya bestämmelserna i lagen om investeringsfonder som avser en värdepappersfonds placeringar bör dock inte medföra några problem i en övergångsfas. Vill ett fondbolag att en värdepappersfond skall få möjlighet att placera sina tillgångar enligt de nya bestämmelserna får fondens fondbestämmelser ses över.

De nya bestämmelserna om information med bl.a. krav på upprättande av informationsblad kan dock ge upphov till frågor i en övergångsfas. Eftersom ett fondbolag skall ansöka om och erhålla nytt tillstånd senast den 13 februari 2007 erfordras dock inga särskilda övergångsbestämmelser avseende fonderna. Vid tillståndsprövningen skall nämligen bl.a. fondbestämmelserna godkännas av Finansinspektionen.

Det kan dock vara så att en värdepappersfond förvaltas av ett fondbolag som inte ansöker eller beviljas nytt tillstånd. Fondbolag

bör i första hand söka överlåta verksamheten till ett annat fondbolag. I annat fall måste fonden upphöra. Bestämmelserna om överlåtelse och upphörande i 9 kap. lagen om investeringsfonder bör därför bli tillämpliga på sådana värdepappersfonder.

Ytterligare en fråga som måste ställas är om de värdepappersfonder som godkänts enligt de äldre bestämmelserna fritt kan marknadsföras och säljas över gränserna efter det att de nya ucitsdirektiven har genomförts inom EU. Enligt utredningens mening måste så vara fallet. Här måste dock uppmärksammas att artikel 2.2 i direktivet om ändring av ucitsdirektivet avseende regler som gäller fondföretags investeringar(2001/108/EG) endast gäller fondföretag som var verksamma vid tidpunkten för direktivets ikraftträdande, dvs. den 13 februari 2002. Detta får till följd att de fonder som bildats enligt lagen om värdepappersfonder efter den 13 februari 2002 inte med stöd av reglerna i ucitsdirektivet kan marknadsföras och säljas i andra länder inom EES efter den 13 februari 2004, då de nya bestämmelserna i direktivet skall vara genomförda. För att dessa fonder skall kunna marknadsföras och säljas inom EES måste de således anpassas till de nya reglerna i direktivet.

Svenska värdepappersfonder som har godkänts enligt lagen om värdepappersfonder efter den 13 februari 2002 kan således komma att hindras av utländska tillsynsmyndigheter om fondbolaget försöker marknadsföra och sälja andelar efter den 13 februari 2004. Enligt utredningens mening finns det inte skäl att föreskriva att Finansinspektionen skall hindra marknadsföring och försäljning av andelar i utländska värdepappersfonder som har godkänts enligt de äldre bestämmelserna i ucitsdirektivet, vare sig de godkänts före eller efter den 13 februari 2002. Dessa utländska fonder bör få säljas här fram till den 13 februari 2007. Senast då skall ju fondbolaget enligt tidigare redovisade bestämmelser ha fått ett nytt tillstånd.

11.6 Specialfonder

Utredningens förslag: Fondförvaltare som driver annan näringsverksamhet enligt 3 § lagen om värdepappersfonder skall ansöka om godkännande av fondbestämmelserna enligt lagen om investeringsfonder. Om fondbestämmelserna inte har godkänts senast den 13 februari 2007 skall fonden upphöra. För nationella fonder som skall upphöra skall bestämmelserna om överlåtelse och upphörande i 9 kap. lagen om investeringsfonder tillämpas.

Skälen för förslaget: De nuvarande nationella fonderna kommer att omfattas av nya bestämmelser. En del av dagens nationella fonder har placeringsramar som faller inom de nya placeringsbestämmelserna för värdepappersfonder. Det gäller t.ex. vissa indexfonder, fondandelsfonder och fonder som använder sig av derivatinstrument. Andra nationella fonder blir specialfonder. Det kan även finnas nationella fonder vars fondbestämmelser inte kan godkännas enligt lagen om investeringsfonder.

Det är därför lämpligt att kräva att fondförvaltarna justerar fondbestämmelserna för de nationella fonderna och ger in dessa till Finansinspektionen för godkännande. Finansinspektionen kan därvid godkänna fondbestämmelserna om de uppfyller lagens krav på värdepappersfonder eller på specialfonder. För specialfonder gäller t.ex. att det i fondbestämmelserna skall anges på vilket sätt fonden avviker från bestämmelserna för värdepappersfonder.

De nya fondbestämmelserna måste dock godkännas av Finansinspektionen senast den 13 februari 2007. Denna övergångstid kan synas lång men är enligt utredningens mening nödvändig för att överensstämma med reglerna för värdepappersfonder.

Om ansökan inte görs eller Finansinspektionen finner att fondbestämmelserna inte kan godkännas enligt lagen skall antingen förvaltningen överlåtas till ett fondbolag eller de nationella fonderna upplösas. Detsamma gäller om ett fondbolag eller ett värdepappersbolag inte får nytt tillstånd enligt lagen om investeringsfonder senast den 13 februari 2007. Förfarandet skall ske enligt bestämmelserna i 9 kap. lagen om investeringsfonder. Upplösning sker således genom att fondens tillgångar säljs och nettobehållningen i fonden skiftas ut till fondandelsägarna. Det är upp till fondförvaltaren (före den 13 februari 2007) eller förvaringsinstitutet att bestämma den exakta tidpunkten.

11.7 Hedgefonder

För hedgefonder gäller att dessa enligt lagen om investeringsfonder får säljas till allmänheten endast via fondandelsfonder.⁴ Detta innebär att en hedgefond, vars fondbestämmelser godkänts av Finansinspektionen, måste upphöra med tidigare försäljning.

⁴ De hedgefonder som har krav på en lägsta insättning om 500 000 kronor – vilket är merparten av det förvaltade kapitalet – kommer inte att beröras av reglerna.

Det finns per den sista mars i år 22 stycken hedgefonder som vänder sig till allmänheten med stöd av 3 § i lagen om värdepappersfonder. Det förvaltrade kapitalet uppgår till 30 miljarder kronor.

De fondsparare som redan har innehav i de hedgefonder som berörs av de nya reglerna får ha kvar dessa även efter regeländringen, om inte hedgefonden skall upplösas enligt föregående avsnitt. Däremot får fondbolaget inte sälja nya andelar i fonden efter det att lagen har trätt ikraft. Det behövs således inga särskilda övergångsbestämmelser för hedgefonder som berör fondandelsägarna.

Det kan visa sig att en del av de fonder som idag kallar sig hedgefonder inte kommer att vara det med den nya definitionen som föreslås i lagen om investeringsfonder. Fonderna får – liksom för övriga specialfonder pröva sina fondbestämmelser – hos Finansinspektionen.

12 Konsekvenser av förslagen

12.1 Ekonomiska konsekvenser

Förslagen i utredningen har ingen direkt effekt på det offentliga åtagandet. Förslagen är mestadels en vidareutveckling av befintlig reglering. Förändringarna i förslaget kan dock förhoppningsvis ge en lagstiftning som är bättre anpassad till rådande förhållanden och därmed blir enklare att hantera för marknadens aktörer, vilket skulle i sådana fall leda till effektivitetsvinster. Dessutom innebär regleringen en del förtydliganden som kan minska osäkerheten på marknaden vilket också kan underlätta för marknadens funktion.

De nya förslagen kommer emellertid under en övergångsperiod att ställa stora krav på Finansinspektionens resurser. Fondbolagen kommer att behöva söka nya tillstånd och göra ändringar i fondbestämmelserna för att kunna verka i enlighet med det nya regelverket. Detta kommer att vara en omfattande process som Finansinspektionen kan behöva extra resurser till.

Vidare kommer det interna arbetet med att meddela nya föreskrifter att ta extra resurser i anspråk under övergången till de nya reglerna. Ett underlag till det arbetet finns visserligen redan eftersom förslagen är en vidareutveckling av gällande rätt. Föreskrifter kommer dock att behöva arbetas om, och i många fall behöver de kompletteras med nya bestämmelser. Dock finns motsvarande bestämmelser inom andra finansiella områden som kan tjäna som underlag för arbetet.

Vissa av förslagen i betänkandet förutsätter att Finansinspektionen kan tillförsäkra sig information om vad som sker i fondbolagen och kan föra en dialog om verksamheterna. Denna materia är inte okomplicerad och kan kräva att Finansinspektionens måste komplettera sin kompetens i dessa frågor. Fondmarknaden utvecklas dessutom hela tiden vilket gör att en pågående vidareutbildning av Finansinspektionens personal är nödvändig.

Det är viktigt att Finansinspektionens resurser är tillräckligt stora inom området, dels för att följa verksamheterna i fondbolagen, dels för att kunna vara en stark motpart till aktörerna. Via regleringen går det inte att förhindra att bolagen missköter sig eller hanterar fondandelsägarnas medel på ett felaktigt sätt. Däremot kan Finansinspektionen via föreskrifter och tillsyn ställa krav på att fondbolagen har de kunskaper och system som krävs för att bedriva en sund fondverksamhet. Förslagen bygger således på att Finansinspektionen har de resurser som krävs för att följa fondbolagen och ta tillvara konsumentintresset.

Finansinspektionens verksamhet finansieras via avgifter från tillsynsobjekten vilket gör att statens nettoutgifter inte ökar till följd av ökade resurser till Finansinspektionen. Däremot kan eventuella anspråk från allmänheten på staten i händelser av konkurser eller oaktsamt förfarande i fonderna undvikas om Finansinspektionen har en tillräckligt bra tillsyn. Även om staten inte har några ekonomiska skyldigheter gentemot fondspararna kan tveksamma händelser i något fondbolag slå tillbaka på regleraren.

För en del fondbolag kommer de större krav som ställs på bevakning av risken i fonderna att innebära en merkostnad i form av system för att bevaka och hantera riskerna (alternativt att de köper tjänsten externt). Det gäller dels fondbolag med fonder som handlar med derivat, dels fondbolag med specialfonder. Många av fondbolagen har emellertid redan system för att klara av de krav som föreslås. Även andra skärpningar i lagstiftningen kommer att medföra ökade kostnader för fondbolagen. De samlade ökade kostnaderna torde dock inte vara större än att de täcks av medel som finns avsatta för utveckling av verksamheten.

Fondbolagen får också lättnader i kostnader genom det minskade kravet på information som skall skickas till fondandelsägarna.

12.2 Konsekvenser för de mindre fondbolagen

Förslagen i utredningen innebär en skärpning av kapitalkraven för att starta fondverksamhet och ställer också högre krav på de personer som driver fondverksamheten. Förslagen innebär också i som nämnts större krav på riskhanteringssystem för att kunna bedriva fondverksamhet.

Dessa skärpningar innebär i praktiken att etableringshindren ökar för nya aktörer på marknaden. Dessa skärpningar skall dock vägas mot att skyddet för konsumenterna stärks vilket kan leda till bättre produkter. Hindren är heller inte oöverstigliga och innebär i kostnader en relativt liten del av verksamheten. Fondverksamhet är starkt volymberoende, det krävs många andelsägare för att kunna konkurrera med de avgifter som finns på marknaden. På marginalen är de fasta kostnaderna i fondverksamhet förhållandevis små om tillräcklig volym av fondandelsägare har uppnåtts. De extra kostnader som kommer för den som vill starta fondverksamhet torde inte vara ett avgörande hinder.

12.3 Övriga konsekvensanalyser

Några andra effekter på de områden som räknas upp i 15 § kommittéförordningen (1998:1474) finns inte. Några andra negativa effekter på samhällsfunktioner eller samhällsintressen förutses inte heller.

13 Författningskommentar

13.1 Förslaget till lag om investeringsfonder

1 kap. Inledande bestämmelser

Tillämpningsområdet

1 §

Verksamhet för kollektiva investeringar kan organiseras på olika sätt. Avsikten är inte att lagen skall förhindra t.ex. aktiesparklubbar eller verksamheten i investmentbolagen.

Definitioner

2 §

Paragrafen innehåller vissa definitioner som är av central betydelse för bestämmelserna i lagen.

I paragrafen beskrivs vad som menas med en värdepappersfond och med en specialfond. Skillnaden mellan dessa fonder tydliggörs därmed. Värdepappersfonder riktar sig till allmänheten och får placera sina medel enligt 5 kap. Specialfonder däremot kan rikta sig till en obestämd krets investerare (se vidare avsnitt 9.7) För specialfonderna gäller också särregleringen i 6 kap. Vad som inte anges här, men som är en följd av skillnaderna mellan de två fondtyperna, är att endast värdepappersfonder får säljas fritt inom EES.

Definitionen i punkten 3 anknyter till rubriken på den nya lagen. Termen investeringsfond används här som ett samlingsnamn på de svenska fonder som omfattas av lagen. Härigenom understryks att värdepappersfonder och specialfonder ur lagstiftningssynpunkt är likställda. En stor del av lagens bestämmelser tillämpas också på de

båda fondtyperna. Terminologin stämmer också bra överens med den som finns i andra länder

I punkterna 7 och 8 definieras vad som menas med överlåtbara värdepapper respektive penningmarknadsinstrument. Dessa definitioner är hämtade från ucitsdirektivet i syfte att skapa en enhetlig terminologi (se också avsnitten 8.2 och 8.3). Definitionerna återfinns i artikel 1 (8) och artikel 1 (9) i ucitsdirektivet. En viss överlappning uppstår då ett penningmarknadsinstrument i Sverige betraktas som en obligation eller annan skuldförbindelse med en löptid understigande 12 månader.¹

I punkten 10 intas en definition av koncernbegreppet i syfte att precisera placeringsbestämmelserna i 5 kap. Utredningens överväganden återfinns i avsnitt 8.3.4.

I paragrafens andra stycke återfinns en bestämmelse som reglerar i vilka fall ett fondbolag skall anses ha nära förbindelser med andra. Denna definition, som motsvarar den som återfinns i annan finansiell lagstiftning, har främst betydelse för Finansinspektionens möjligheter att bedriva en effektiv tillsyn. Utredningens överväganden redovisas i avsnitt 7.5.

Allmänna bestämmelser om tillståndsplikt

3 §

Verksamhet i fondbolag får drivas endast efter Finansinspektionens uttryckliga tillstånd. Tillståndet omfattar enligt den föreslagna lydelsen endast kollektiv förvaltning, dvs. fondförvaltning.

Enligt de äldre bestämmelserna i EG-direktivet fick ett fondbolag förvalta harmoniserade värdepappersfonder (som uppfyllde direktivets bestämmelser i alla avseenden) och andra fonder under vissa förutsättningar. Dessa andra, s.k. nationella fonder (eller med utredningens föreslagna terminologi – specialfonder) skulle t.ex. vara öppna, rikta sig till allmänheten och investera i överlåtbara värdepapper. En motsvarande beskrivning återfinns dock inte i de nya bestämmelserna i ucitsdirektivet. I stället talas om fonder som inte uppfyller ucitsdirektivets krav. Ett tillstånd enligt denna para-

¹ Uppfattningen i Sverige är att fonder som investerar i penningmarknadsinstrument är att hänföra till kategorin räntefonder. I många länder anses penningmarknadsfonder vara nationella fonder, men det beror i huvudsak på att dessa fonder tillåts placera sina medel i banktillgodohavanden på ett sätt som inte varit möjligt tidigare enligt ucitsdirektivet.

graf kan därför mycket väl avse endast förvaltningen av specialfonder, oavsett hur dessa ser ut.

Utredningen föreslår också att det i andra stycket intas en uttrycklig bestämmelse som anger att fondbolag kan få tillstånd att ta emot uppdrag från andra fondbolag och fondförvaltare. Skillnaden mellan att förvalta fonder med stöd av tillståndet enligt första stycket och att förvalta fonder enligt uppdrag med stöd av andra stycket är den att fondbolag enligt första stycket är ansvariga fullt ut för förvaltningen. Möjligheten till, formerna för och konsekvenserna av sådana uppdragsavtal regleras i 3 kap. 5–7 §§.

Utländska förvaltningsbolag och fondföretag

4–7 §§

I dessa paragrafer regleras möjligheten för utländska förvaltningsbolag och utländska fondföretag att verka i Sverige. Regleringen kan te sig något omständlig med en uppdelning mellan förvaltningsbolag och fondföretag. Förvaltningsbolag är de bolag som har hand om fondförvaltningen, motsvarande de svenska fondbolagen. Fondföretag kan vara fonder som inte är juridiska personer, som de svenska investeringsfonderna, eller fondföretag som är juridiska personer, såsom franska SICAV:er. En utförligare redogörelse för de juridiska skillnaderna finns i kapitel 3 och 4. Sedan tidigare finns möjligheten för utländska fondföretag att driva fondverksamhet här. Som en konsekvens av de nya bestämmelserna i ucitsdirektivet föreslår utredningen att det även, parallellt härmed, införs regler som gör det möjligt för utländska förvaltningsbolag att verka i Sverige.

Den föreslagna regleringen gör det möjligt för förvaltningsbolag som har sin hemvist i ett land inom EES att med stöd av sitt hemlands auktorisation, även bedriva verksamhet här.² Det kan ske från hemlandet (gränsöverskridande) eller från filial här. För att dessa förvaltningsbolag skall få sälja fondandelar i Sverige fordras dock därutöver att fonderna anmäls till Finansinspektionen. Denna procedur kan sägas innefatta ett krav på dubbel auktorisation och diskuteras närmare i avsnitt 7.13.

² Däremot ges inte förvaltningsbolag med hemvist i ett land utanför EES en motsvarande möjlighet, se vidare i avsnitt 9.10.4.

Som tidigare har utländska fondföretag möjlighet att marknadsföra och sälja sina andelar i Sverige. Dessa bestämmelser motsvarar i huvudsak de som finns i 7 a och 7 b §§ lagen om värdepappersfonder. En skillnad är att de föreslagna paragraferna reglerar möjligheten att marknadsföra och sälja fondandelar här. I lagen om värdepappersfonder angavs möjligheten att driva fondverksamhet respektive driva verksamhet i Sverige. Någon materiell ändring åsyftas dock inte; ändringen avser att återspegla den terminologi som används i ucitsdirektivet (artikel 44). Att de utländska fondföretagen därvid skall kunna lösa in andelar, göra utbetalningar och lämna information framgår av lagtexten. Se vidare i avsnitt 7.13 och i avsnitt 9.10.

Verksamhet i ett land utanför EES

8 §

Se nedan under kommentaren till 9–13 §§.

Verksamhet i ett land inom EES

9–13 §§

I paragraferna regleras förutsättningarna och proceduren för svenska fondbolag att verka utomlands. Bestämmelserna behandlas i avsnitt 7.12.

Bestämmelsen i 13 § avser de fall då ett fondbolag vill marknadsföra och sälja andelar i en värdepappersfond med stöd av det s.k. produktpasset. I så fall skall Finansinspektionen underrättas. Paragrafen motsvarar 13 a § i lagen om värdepappersfonder.

Sundhetskrav och uppföranderegler

14 §

Fondbolag, eller egentligen verksamheten i ett fondbolag, skall drivas så att förtroendet upprätthålls, enskildas kapitalinsats inte otillbörligen äventyras och i övrigt på ett sunt sätt. I syfte att säkerställa detta uppställs i paragrafen sundhetskrav och uppför-

anderegler. Snarlika bestämmelser återfinns t.ex. i 1 kap. 7 § lagen (1991:981) om värdepappersrörelse.

Tystnadsplikt och sekretess

15 §

Paragrafen innehåller en bestämmelse om tystnadsplikt och sekretess. Den motsvarar 5 § lagen om värdepappersfonder som i sin tur har sin grund i banksekretessen.³

2 kap. Förutsättningar för tillstånd m.m.

1–3 §§

I paragraferna redogörs för de krav som ställs för att tillstånd skall beviljas. Tillståndet ges svenska aktiebolag med huvudkontor här. Vidare skall fondbestämmelserna godkännas. Dessa krav ställs också i den nuvarande fondblagstiftningen. Nyheter är krav på ägarna och ledningen samt bestämmelsen om en effektiv tillsyn. Dessa villkor är en konsekvens av de nya bestämmelserna i ucitsdirektivet (artikel 5a och artikel 5b) och har sin motsvarighet i annan finansiell näringsrättslig lagstiftning. Se vidare avsnitt 7.4–7.6.

Eftersom fondbolaget skall vara ett svenskt aktiebolag gäller som utgångspunkt att vad som är föreskrivet om aktiebolag i allmänhet skall gälla, om inte annat följer av lagen (3 § andra stycket).

4 §

Fondbolag skall ha ett minsta startkapital motsvarande 125 000 euro. Idag skall fondbolag, enligt Finansinspektionens föreskrifter, ha ett aktiekapital på minst 1 miljon kronor. Vilka poster som får ingå i startkapitalet bör regleras av inspektionen (se avsnitt 7.3.1).

Bestämmelserna om startkapitalet har ett nära samband med reglerna om kapitalkrav i 7 kap.

³ Prop. 1989/90:153, s. 52.

5–7 §§

Paragraferna motsvarar bestämmelserna i 6 a, 6 b och 7 §§ lagen om värdepappersfonder. Bestämmelserna om revisorer och särskild granskare infördes år 1996, se närmare om detta i prop. 1995/96:173, s. 107 ff., 127 och 137.

8 §

När ett fondbolag ansöker om tillstånd skall en verksamhetsplan upprättas och ges in till inspektionen. Motsvarande villkor ställs på andra finansiella företag som söker tillstånd hos inspektionen. Det är svårt att i lagtexten ange det närmare innehållet i planen och det är därför lämpligt att låta inspektionen ange detta i sina föreskrifter. Inspektionen har också utfärdat föreskrifter för andra finansiella företag om vad som skall ingå i verksamhetsplanen. I delar kan säkert de föreskrifterna föras över till att gälla även fondbolag. Planen för ett fondbolag torde dock inte behöva innehålla allt det som anges för t.ex. värdepappersbolag.

Planen bör ha det innehåll som behövs för att underlätta Finansinspektionens beslut om tillstånd och därvid beskriva fondbolagets organisation och tänkta verksamhet.

9 §

Finansinspektionen skall meddela ett beslut inom sex månader från det att en fullständig ansökan har kommit in till inspektionen. Om så inte sker kan fondbolaget enligt föreslagna 11 kap. 1 § fjärde stycket vända sig till kammarrätten för en förklaring om att ärendet uppehålls i onödan. Rättsföljden av inspektionens passivitet blir således inte att fondbolaget kan börja verka. För detta fordras, enligt andra stycket, ett uttryckligt tillstånd.

3 kap. Allmänna bestämmelser för investeringsfonder

Investeringsfondens rättsliga ställning

1 §

Paragrafen beskriver investeringsfonden, dvs. såväl värdepappersfondens som specialfondens, rättsliga ställning. Utredningens förslag går ut på att bibehålla den kontraktsrättsliga konstruktion som använts i Sverige allt sedan 1974 års aktiefondslag. Fonden är inte en juridisk person och kan därför inte förvärva rättigheter eller ikläda sig skyldigheter. Utredningen föreslår dock att denna regel modifieras (se avsnitt 8.13). I ett antal bestämmelser i fondlagstiftningen ges möjlighet för fondbolaget för en fonds räkning att ingå avtal som faktiskt innebär förpliktelser. Som ett förtydligande föreslår därför utredningen att fonden kan ikläda sig förpliktelser i den mån detta framgår av andra bestämmelser i lagen. Det kan t.ex. vara fråga om fonder som lånar värdepapper av någon annan i syfte att sälja dessa (s.k. blankning). Genom den föreslagna lydelsen framgår tydligare kopplingen att dessa värdepapper skall tas ur fonden och lämnas tillbaka när avtalstiden löpt ut.

Ett annat exempel återfinns i 5 kap. 22 § andra stycket. Enligt den bestämmelsen får ett fondbolag i fondverksamheten ta kortfristiga lån till ett belopp motsvarande högst 10 procent av fondens värde. Det lånet kan därför hänföras till en specifik värdepappersfond och det får sägas ingå i fondverksamheten att betala tillbaka lånet. Finansinspektionen skulle därför kunna vidta åtgärder mot ett tredskande fondbolag. Tillståndet skulle därvid kunna återkallas och därefter är det upp till förvaringsinstitutet eller det övertagande fondbolaget att betala lånet. Detsamma gäller givetvis specialfonder som fått tillåtelse till högre belåning och andra investeringar eller åtgärder som medför förpliktelser och som vidtagits inom ramen för denna lag.

Att fondens tillgångar inte får utmätas medför att fonden inte kan försättas i konkurs.

Förvaltningen av investeringsfonder

2 §

Paragrafen motsvarar bestämmelser som på olika ställen finns i lagen om värdepappersfonder och avser att reglera fondbolagets roll. Det är fondbolaget som företräder andelsägarna i alla frågor som rör fonden. Denna bestämmelse har varit föremål för omfattande diskussion genom åren och utredningens överväganden redovisas huvudsakligen i kapitel 6. Detsamma gäller den viktiga regeln att fondförvaltaren skall handla i andelsägarnas gemensamma intresse och att all verksamhet skall bedrivas oberoende av förvaringsinstituten.

I paragrafen regleras numera uttryckligen fondbolagets rätt att få pantsätta egendom som ingår i fonden, eller på annat sätt ställa egendomen till säkerhet för ingångna förpliktelser. En förutsättning är givetvis att fondbolaget i fondverksamheten får ikläda sig förpliktelser för en fonds räkning (se vidare i avsnitt 8.13).

3 §

Här återfinns en bestämmelse som tidigare behandlats tillsammans med förbudet att i fondverksamheten ta upp eller bevilja penninglån, att gå i borgen samt att sälja fondpapper som fonden inte förfogar över. Utredningen anser att dessa sistnämnda förbud har ett nära samband med placeringsbestämmelserna och reglerna om hur fondbolaget får använda fondens medel. De återfinns därför i den föreslagna 5 kap. 22 §.

Genom att i denna paragraf särskilt reglera förbudet för fondbolag att ha hand om egendom som ingår i en fond uppnås två syften. För det första blir det tydligare att ett fondbolag under inga omständigheter får ha hand om fondens egendom, vilka ju skall förvaras av ett förvaringsinstitut. För det andra understryks att bestämmelsen gäller för såväl värdepappersfonder som specialfonder och att undantag från denna regel inte får meddelas. Bestämmelserna om låneförbud och förbud mot blankning kan dock i vissa fall bli föremål för undantag.

Vad innebär då förbudet? I vissa fall kan det uppstå situationer där det är praktiskt att först föra över fondens medel till fondbolaget för vidarebefordran till andelsägarna. Så kan t.ex. vara fallet vid utdelning från fonden eller vid inlösen av andelar. Betalning kan

därvid ske genom att kontanta medel överförs från förvaringsinstitutet till fondbolagets konto och därifrån till andelsägarna. Alternativet är att fondbolaget instruerar förvaringsinstitutet om att det skall betala ut en summa pengar till andelsägarna. Om betalningen går över fondbolagets konto uppstår en situation där fondens medel tas om hand av fondbolaget. Om en obeståndssituation uppstår kan dessa medel komma att gå förlorade i fondbolagets konkurs. Det är därför viktigt att förbudet i paragrafen upprätthålls även i sådana situationer där det kan vara billigare eller mer praktiskt att låta fondbolaget ombesörja utbetalningen. Utredningen ser inte heller att det ur konkurrenssynpunkt skulle finnas skäl att tillåta avsteg från förbudet.

4 §

I paragrafen beskrivs vilka funktioner som anses ingå i fondverksamheten. Det är fråga om förvaltning av tillgångarna i fonden, försäljning av fondandelar samt olika exemplifierade administrativa åtgärder. Uppräkningen av de sistnämnda är inte uttömmande.

Uppdragsavtal

5–7 §§

Utredningens överväganden redovisas i avsnitt 7.8.

Fondbolag får enligt bestämmelserna lämna över delar av fondverksamheten (se ovan under 4 §) till en uppdragstagare. I lagen om värdepappersfonder finns inte någon uttrycklig sådan rätt, men detta anses ändå vara möjligt enligt dagens regler. Behovet av att i lag reglera förutsättningarna och formerna för uppdragsavtal kommer av motsvarande nya bestämmelser i ucitsdirektivet. I direktivet stadgas nämligen att uppdragsavtal får ingås endast under de förutsättningar som anges där. Genom bestämmelserna i 5–7 §§ genomförs direktivets regler.

Särskilda regler gäller om fondbolaget vill delegera förvaltningen av fondens tillgångar. Denna förvaltning kallas i direktivet för förmögenhetsförvaltning. Utredningen gör den tolkningen att det är fråga om just förvaltning av fondens tillgångar. Häri ligger beslut om hur tillgångarna skall investeras, vilket regleras i 5 kap. för värdepappersfonder och i 6 kap. för specialfonder.

Fondbolaget får inte lämna över förmögenhetsförvaltningen till förvaringsinstitutet eller någon annan vars intressen kan komma i konflikt med fondbolaget eller andelsägarnas intressen. Detta kan ses som en specificering av de allmänna bestämmelserna i 2 § tredje och fjärde stycket. Att andelsägarnas intresse alltid skall tas tillvara av fondbolaget i fondverksamheten framgår ju där. Den bestämmelsen kan dock inte alltid göras gällande mot en fristående uppdragstagare. Uppdragstagaren omfattas ju inte automatiskt av fondbolagets ansvar. Detta måste därför beaktas vid ingående av uppdragsavtal.

Finansinspektionen skall ingripa om uppdragsavtalet inte uppfyller lagens krav eller om inspektionen finner att avtalet hindrar en effektiv tillsyn. En första åtgärd bör vara att förmå fondbolaget att ändra uppdragsavtalet så att det uppfyller lagens krav. Om så inte sker har inspektionen möjlighet enligt de allmänna bestämmelserna i 8 kap. 13 § att förbjuda fondbolaget att ingå avtalet eller – om avtal redan har ingåtts – att på annat sätt göra rättelse.

Fondbestämmelser

8–9 §§

För varje värdepappersfond och specialfond skall det finnas fondbestämmelser. Undantag från denna bestämmelse får inte göras för specialfonder. Detta innebär att alla investeringsfonder har ett grunddokument där vissa i 8 § uppräknade uppgifter måste finnas med. Bestämmelsen i 8 § andra stycket 2 är ny och grundar sig i motsvarande bestämmelse i ucitsdirektivet och föranleds av nya föreslagna placeringsbestämmelser. Vidare förtydligas 8 § andra stycket 4 med en angivelse om värdering av onoterade värdepapper och s.k. OTC-derivat. En annan nyhet är att fondbolagen skall redovisa sin ägarpolicy i fondbestämmelserna (se avsnitt 8.12.2).

Bestämmelsen i 8 § tredje stycket är också ny och avser endast specialfonder. Det är viktigt att det tydligt framgår på vilket sätt en specialfond avviker från vad som gäller för värdepappersfonder. I detta ligger inte något värde att specialfonden skulle vara en sämre eller farligare produkt. Den är annorlunda och det bör framgå. Vidare skall anges den risknivå som fondbolaget strävar efter samt det riskmått som fondbolaget använder sig av. Att fondbolaget skall beräkna risknivån för specialfonder framgår av 6 kap. 6 §. Den

angivna risknivån skall inte tas för en utfästelse av fondbolaget och fondbolaget kan från tid till annan avvika från risknivån. Uppgiften ger dock vägledning för hur förvaltningen skall skötas och kan utgöra en grund för skadestånd om det är fråga om onormalt stora eller upprepade avvikelser.

Av 22 § framgår uttryckligen att Finansinspektionen kan bemyndigas att meddela närmare föreskrifter om innehållet i fondbestämmelserna.

Fondandelar och inlösen av fondandelar

10–14 §§

Fondandelar skall vara lika stora och medföra lika rätt till fondförmögenheten. Detta är en naturlig följd av att investeringsfonder är öppna för in- och utträde. Vidare finns bestämmelser om hur värdet på andelarna skall beräknas och offentliggöras, att register skall finnas över andelsägarna samt om möjligheten att få sina andelar förvaltarregistrerade. Dessa bestämmelser motsvarar i huvudsak de som finns i lagen om värdepappersfonder.

I 11 § hänvisas till den nya företeelsen informationsblad (se 15 §) och i 12 § anges att information från fonden skall vidarebefordras av förvaltaren till andelsägare, om andelsägaren begärt att få informationen. Detta är en ändring från nuvarande bestämmelse där information skall vidarebefordras till alla som inte har av sagt sig rätten till information. Denna ändring ligger i linje med den föreslagna ändringen i 17 § andra stycket och avser att göra regleringen konkurrensneutral.

Bestämmelserna om att fondbolaget fortlöpande och minst en gång i veckan skall beräkna och på lämpligt sätt offentliggöra fondandelsvärdet (10 § tredje stycket) och om att fondandelar på begäran av andelsägare omedelbart skall inlösas (13 §) modifieras av möjligheten för specialfonder att få undantag jämlikt 6 kap. 2 §. Enligt bestämmelsen skall andelar i en sådan specialfond vara öppna för inlösen åtminstone en gång per kalenderår. För tiden däremellan kan följaktligen en andelsägare inte räkna med möjligheten att få sina andelar inlösta.

Information om investeringsfonder

15–22 §§

En grundläggande beståndsdel i skyddet för andelsägarna i allmänhet och för konsumenter i synnerhet är skyldigheten för fondbolaget att lämna information om fonden. Nytt är att fondbolag skall upprätta och tillhandahålla s.k. informationsblad. Dessa är förenklade versioner av informationsbroschyren och avser att göra det enklare för andelsägare, befintliga som potentiella, att bedöma och jämföra fonder (se avsnitt 7.11).

I informationsbroschyren, och i vissa fall även i allt övrigt reklammaterial, skall vissa uppgifter intas avseende fondens placeringar (16 §). Den bestämmelsen är en konsekvens av de nya placeringsbestämmelserna i 5 kap. och motsvarande regler i ucits-direktivet (särskilt artikel 24a).

Som utredningen redovisar särskilt i avsnitt 7.11.3 behöver årsberättelser och halvårsredogörelser inte tillställas andra andelsägare än de som har begärt detta (17 § andra stycket). Idag skall de tillställas alla som inte uttryckligen av sagt sig rätten. Vad denna nya regel får för praktisk betydelse är svår att säga. Många fondbolag ser nog årsberättelsen och halvårsredogörelsen som en utmärkt marknadsföringsåtgärd med möjlighet att berätta vad som hänt. En modell som används av många fondbolag idag är att det i blanketten för köp av andelar finns en möjlighet att avsäga sig information. Motsatsvis bör fondbolag i fortsättningen upplysa andelsägare om att de har möjlighet att få årsberättelser etc. om de så önskar.

I 22 § intas en uttrycklig möjlighet för Finansinspektionen att, efter bemyndigande, meddela ytterligare föreskrifter om den information som ett fondbolag skall lämna.

4 kap. Förvaringsinstitut

Utredningen har i slutet av mars 2002 fått ett tilläggsdirektiv med uppdrag att utreda eventuella intressekonflikter som kan uppstå om fondbolaget och förvaringsinstitutet ingår i samma koncern. Enligt dessa direktiv skall utredningen analysera om det finns behov av särskilda regler för att komma till rätta med sådana intressekonflikter och – om det behövs – föreslå lämpliga regler. Utredningen skall redovisa sina överväganden senast den 30 november 2002. Utredningen avser att samtidigt göra en

översyn av bestämmelserna om förvaringsinstitutet.⁴ Av denna anledning lämnar utredningen inte i detta betänkande några förslag avseende förvaringsinstitutet. Bestämmelserna här motsvarar därför de som finns i lagen om värdepappersfonder, med beaktande av det förslag till ändring som lagts fram i prop. 2001/02:117.

I 1 § anges att förvaringsinstitutet skall handla oberoende av fondbolaget och uteslutande i andelsägarnas gemensamma intresse. Den bestämmelsen motsvarar 1 § andra stycket lagen om värdepappersfonder, men får här en mer framträdande placering.

5 kap. Förvaltningen av värdepappersfonder

Riskspridning

1 §

Värdepappersfonder skall tillämpa principen om riskspridning. Detta följer redan av artikel 1.1 punkten 2 i ucitsdirektivet och återfinns även i 17 § lagen om värdepappersfonder. Vad som inbegrips i kravet på riskspridning diskuteras särskilt vad gäller det motsvarande kravet för specialfonder i kapitel 9 i betänkandet. För värdepappersfonder får principen sin närmare förklaring genom en hänvisning till placeringsbestämmelserna i detta kapitel.

Värdepappersfonder föreslås få investera sina medel i en rad likvida finansiella tillgångar. Genom uppräkningsparagrafen erfordras inte längre hänvisningen till "fondpapper och andra finansiella instrument" (se vidare avsnitt 8.2).

Överlåtbara värdepapper och penningmarknadsinstrument

2 §

Paragrafen motsvarar huvudsakligen nuvarande 18 § i lagen om värdepappersfonder och artikel 19.1 punkterna a–c i ucitsdirektivet.

En värdepappersfond får som huvudregel investera i överlåtbara värdepapper eller penningmarknadsinstrument som är noterade på en reglerad marknadsplats. Vad som menas med det diskuteras i avsnitt 8.3.1. En fond får investera även i överlåtbara värdepapper

⁴ I utredningsdirektiven hänvisas till Finansinspektionens skrivelse om förvaringsinstitutens roll, överlämnad i december 1995 till Finansdepartementet (Fi95/7102).

(men inte penningmarknadsinstrument) som ännu inte noterats men som avses bli noterade inom ett år från emissionen.

3 §

Paragrafen motsvarar i sin helhet den nya artikel 19.1 punkten h i ucitsdirektivet. Den tar sikte på vissa privilegierade former av onoterade penningmarknadsinstrument. Dessa kan under förutsättningarna i paragrafen bli föremål för en fonds investeringar jämsides med placeringar i noterade finansiella instrument enligt 2 §. I punkten 4 upptas en typ av penningmarknadsinstrument som förekommer främst utomlands. Den bestämmelsen har därför för tillfället mindre praktisk betydelse för svenska förhållanden.

4 §

Paragrafen motsvarar artikel 19.2 i ucitsdirektivet och möjliggör för värdepappersfonder att investera i onoterade överlåtbara värdepapper och onoterade penningmarknadsinstrument andra än de som behandlas i 3 §.

I första och andra stycket återfinns den bestämmelse som stadgas i nuvarande 18 § tredje och fjärde stycket lagen om värdepappersfonder, dock med en kompletterande hänvisning till onoterade penningmarknadsinstrument. Regeln ges nu en egen paragraf i syfte att understryka att en värdepappersfond endast undantagsvis får investera i onoterade innehav (utöver de som stadgas i 3 §).

I tredje stycket, som är nytt, åläggs fondbolaget att informera Finansinspektionen om det sammanlagda innehavet av onoterade värdepapper i en fond överstiger 10 procent av fondens värde. Bakgrunden till bestämmelsen redovisas i avsnitt 8.3.2.

5 §

I paragrafen återfinns de allmänna begränsningsregler som gäller för investeringar i överlåtbara värdepapper och penningmarknadsinstrument, vare sig det är fråga om noterade innehav eller onoterade. De procentuella begränsningar i första stycket motsvarar de som återfinns i 19 § i lagen om värdepappersfonder och i artikel 22.1–4 i ucitsdirektivet. Någon annan ändring är inte avsedd än att

investeringar enligt denna paragraf måste göras med beaktande av de ytterligare begränsningsregler som finns i 19–21 §§.

I andra stycket finns en ny bestämmelse som begränsar en värdepappersfonds investeringar i överlåtbara värdepapper och penningmarknadsinstrument som utfärdats av bolag som ingår i samma koncern. Vad som inbegrips i koncernbegreppet anges i 1 kap. 2 § punkten 10 och diskuteras i avsnitt 8.3.4.

6 §

Denna paragraf skapar utrymme för s.k. indexfonder av viss karaktär, se även avsnitt 8.4. Bestämmelsen är ny och återfinns i artikel 22a i ucitsdirektivet. Det är inte alla indexfonder som godkänns. En första förutsättning är att det är fråga om index för aktier eller skuldförbindelser. En andra är att indexet har godkänts som jämförelseindex för fonder enligt denna paragraf. Finansinspektionen bör godkänna index som följer de i paragrafen uppräknade förutsättningarna.

I andra stycket intas den begränsningen att en indexfond inte får investera mer än 20 procent av sina tillgångar i värdepapper som utfärdats av en och samme emittent. Vid placeringen måste också beaktas de röstbegränsningsregler m.m. som anges i 19 §.

I tredje stycket finns intagen en bestämmelse som tar sikte på marknader med exceptionella marknadsvillkor. Om så är fallet får en indexfond i ett fall exponera sig upp till 35 procent av fondens värde mot ett enskilt värdepapper.

7 §

Bestämmelsen tar sikte på vissa obligationer och skuldförbindelser som utfärdas av en stat, kommun, myndighet m.m. och som av den anledningen anses vara förknippade med en lägre risk. Av denna anledning medges undantag från de huvudsakliga placeringsbestämmelserna. Denna paragraf motsvarar 20 § lagen om värdepappersfonder och artikel 23 i ucitsdirektivet.

8 §

Paragrafen motsvarar 24 § lagen om värdepappersfonder och artikel 26.1 i ucitsdirektivet. Värdepappersfonder får således förvärva aktier, konvertibla skuldebrev eller skuldebrev förenade med optionsrätt till nyteckning utan hinder av begränsningsreglerna om förvärvet grundas på fondens tidigare innehav. Den bestämmelsen utvidgas till att gälla även om det är fråga om teckningsrätter för penningmarknadsinstrument. Ucitsdirektivets skrivning föranleder dock inte någon lagändring eftersom penningmarknadsinstrument är en form av skuldebrev. En särskild hänvisning har gjorts till penningmarknadsinstrument i andra meningen.

Följaktligen får en fond delta i t.ex. fondemissioner eller nyemissioner som har ett samband med fondens tidigare innehav. Sådana aktier skall dock avyttras så snart det är lämpligt, om innehavet annars överstiger begränsningarna i 5 §.

Tillgodohavanden hos kreditinstitut

9 §

Denna bestämmelse är ny och är fristående från den allmänna bestämmelsen i 25 § första stycket om likvida medel. Bestämmelsen behandlas i avsnitt 8.5. En värdepappersfond får som ett led i en placeringsstrategi och med stöd i nya artikel 19.1 (f) i ucitsdirektivet investera i tillgodohavanden hos vissa kreditinstitut.

Investeringar enligt denna paragraf skall vara likvida och fonden får placera medel endast på konton där insatta medel kan tas ut omedelbart eller efter en uppsägningstid som inte får överstiga 12 månader.

10 §

En värdepappersfond måste enligt bestämmelsen begränsa sin exponering mot ett och samma kreditinstitut eller, om kreditinstitutet ingår i en koncern, mot alla kreditinstitut som ingår i en och samma koncern, till högst 20 procent av fondens värde (artikel 22.1 i ucitsdirektivet). En renodlad kontantfond måste således sprida sina innehav på minst fem olika kreditinstitut (se vidare i avsnitt 8.5).

I fondförvaltningen måste emellertid även de generella begränsningsreglerna i 20 och 21 §§ beaktas.

Derivatinstrument

11 §

Bestämmelsen är ny och motsvarar artikel 19.1 (g) i ucitsdirektivet (se vidare avsnitt 8.6.1 och 8.6.2). En värdepappersfond får numera som ett led i sin investeringsstrategi investera i noterade derivat och s.k. OTC-derivat. Det är fråga om finansiella derivat och liknande kontantavräknande instrument med i lagen angivna underliggande tillgångar. Därmed får värdepappersfonden inte investera i t.ex. råvaruderivat.

Investeringar i OTC-derivat fordrar att motparten står under tillsyn. Därmed innebär bestämmelsen att OTC-derivat kan förvärvas endast från en finansiell mellanhand i vars tillstånd från inspektionen ingår handel med derivatinstrument. Det är väsentligt att en sådan institution tar på sig motpartsrisken och det är därför inte tillräckligt att institutionen intar rollen som förmedlare. Här bör noteras en skillnad från vad som gäller enligt Finansinspektionens föreskrifter. I 6 kap. 1 § fjärde stycket Föreskrifter (FFFS 1997:11) om värdepappersfonder anges nämligen möjligheten att i vissa fall förvärva köpoptioner som ett bolag ställt ut avseende aktier i ett annat bolag. Dessa bolag behöver inte enligt föreskrifterna stå under tillsyn. Inspektionen torde därför tvingas att ändra sina föreskrifter, åtminstone avseende värdepappersfonder.

Det fordras vidare att derivaten är föremål för en tillförlitlig och verifierbar värdering från dag till dag samt att fondbolaget för en fonds räkning kan avsluta sin affär.

12 §

Denna bestämmelse är, som 11 §, ny och motsvarar artikel 21.3 i ucitsdirektivet. Paragrafen konkretiserar vilken riskspridning som fordras vid investeringar i derivat och behandlas i avsnitt 8.6.3. Till skillnad från investeringar i t.ex. överlåtbara värdepapper anges inte några direkta procentuella begränsningar. Det låter sig nämligen inte göras på samma sätt eftersom derivatinstrument kan innehas med såväl positiv som negativ positionering. I stället koncentrerar

sig denna begränsningsregel på exponeringens storlek. I första stycket finns en hänvisning till de begränsningsregler som gäller för respektive *underliggande* tillgång. Dessa begränsningar behöver dock inte beaktas om en indexfond enligt 6 § använder sig av derivatinstrument i syfte att efterbilda ett index. Enligt 6 § gäller nämligen gränser på 20 respektive 35 procent. Sådana indexbaserade derivatinstrument får således innehas om de procentuella begränsningarna i 6 § respekteras.

I andra stycket anges den yttersta gränsen för sådana exponeringar med hänvisning till fondens nettovärde. En fond får därför inte ens tillfälligtvis, genom belåning eller på annat sätt, ta exponeringar som överstiger fondens värde.

Tredje och fjärde stycket beskriver hur beräkningen av exponeringarnas storlek skall göras.

13 §

I paragrafen, som motsvarar den nya artikel 22.1 i ucitsdirektivet, finns en särregel för investeringar i OTC-derivat. En fond får inte ta allt för stor exponering mot en och samma motpart. Riskexponeringen har inte med derivatet i sig att göra, utan är förknippad med risken att motparten skall falla. Det spelar härvid inte någon roll om det är fråga om derivat med olika underliggande tillgångar såsom en köpoption på Ericsson och en på Nokia. Är motparten ett kreditinstitut som omnämns i 9 § (se avsnitt 8.5) kan fonden ta positioner upp till 10 procent av fondens värde och i annat fall upp till 5 procent.

14 §

Vid sidan av de begränsningsregler som angetts i 12 och 13 §§ finns i denna paragraf kompletterande regler i syfte att skapa ett god riskhantering i fonder som investerar i derivat. På så sätt säkerställs att fondförvaltaren fortlöpande är medveten om riskerna förknippade med investeringar i derivatinstrument. Bestämmelsen är som de tidigare lagrummen ny efter den modell som anges i ucitsdirektivet (artikel 21.1).

*Fondandelar**15 §*

En värdepappersfond får enligt bestämmelsen i första stycket investera i fondandelar. Lagen möjliggör för såväl renodlade fondandelsfonder (även kallade fond-i-fonder eller liknande) som fonder som investerar i såväl värdepapper som fondandelar. Investeringar i fondandelar behandlas i avsnitt 8.7.

I paragrafen anges vilka typer av andra fonder en värdepappersfond får investera i. Det är fråga om andra svenska värdepappersfonder och vissa svenska specialfonder. Därutöver får medel placeras även i utländska värdepappersfonder, dvs. sådana fonder som är registrerade i något EES-land och som är underkastade ucitsdirektivets bestämmelser. Dessa fonder behöver dock inte vara anmälda till Finansinspektionen enligt 1 kap. 4 §. Värdepappersfonder får slutligen även investera i andelar i vissa andra utländska fonder. Det kan t.ex. vara fonder som är registrerade i ett EES-land, men som inte i alla delar följer ucitsdirektivet (nationella fonder), men det kan också vara fonder registrerade någon annanstans i världen. För dessa utländska fonder fordras emellertid att de uppfyller vissa grundkrav. Inte heller dessa fonder behöver vara registrerade eller anmälda i Sverige, men skall uppfylla de krav som anges i 1 kap. 5 § för försäljning här i landet.

En förutsättning för investeringar i fondandelar är dock enligt andra stycket att den andra fonden, vare sig det är en värdepappersfond eller inte, själv enligt sina fondbestämmelser, sin bolagsordning eller motsvarande grunddokument inte får investera mer än 10 procent av sina tillgångar i andra fonder. Genom den bestämmelsen förhindras fondandelsfonder som investerar i andra fondandelsfonder.

16 §

Paragrafen motsvarar de nya bestämmelserna i artikel 24.1 och 24.2 i ucitsdirektivet. Begränsningsreglerna behandlas närmare i avsnitt 8.7.2.

I första stycket intas en riskspridningsregel som begränsar värdepappersfondens exponering mot en och samma fond. Regeln innebär att en fondandelsfond, som investerar enbart i andra fonder, måste fördela sitt innehav på minst fem andra fonder.

Bestämmelsen i andra stycket inskränker möjligheten att investera i andra fonder än värdepappersfonder. Andelar i sådana andra fonder eller fondföretag får inte tillsammans uppgå till mer än 30 procent av värdepappersfondens värde.

17 §

I paragrafen finns en regel som möjliggör för investeringar i andra fonder även om värdepappersfonden därigenom tar för stor exponering mot en enskild emittent jämfört med vad som tillåts enligt de allmänna begränsningsreglerna. En värdepappersfond behöver således inte av den anledningen hålla reda på vilka innehav den andra fonden har. Det kan ju också vara svårt att få sådan information annat än i efterhand.

18 §

Första stycket, som motsvarar artikel 24.3 andra stycket i ucits-direktivet, innehåller särskilda krav på information som skall lämnas av fonder som investerar en betydande del av sina medel i andra fonder. Vad som avses med betydande del diskuteras i avsnitt 8.7.5. Det är fråga om uppgifter om hur stora kostnaderna kan bli som mest för förvaltningen av fonden och de fonder i vilka investeras.

Andra stycket anger vad som gäller för investeringar i närstående fonder (se också avsnitt 8.7.4). Investerar en värdepappersfond i en annan fond som förvaltas av samme förvaltare eller ett närstående bolag skall inte någon avgift för transaktionerna tas ut. Ett sådant förbud minskar således risken för att illojala förvaltare genom omfattande affärer ökar sina intäkter på bekostnad av andelsägarna. Tidigare fanns även ett förbud mot debitering av förvaltningsavgifter. Det förbudet har tagits bort i ucitsdirektivet vilket torde ha samband med att förvaltningen av en fond genererar kostnader som en förvaltare rimligen bör få ersättning för. I stället finns det informationskrav som anges i första stycket. Vidare har tidigare krav på tillstånd tagits bort.

Generella begränsningar

19 §

Som tidigare får en värdepappersfond inte äga allt för stor del av de värdepapper m.m. som utfärdats eller tillhandahålls av en emittent. Denna regel skall inte förväxlas med de begränsningar som relateras till fondens värde. Här är det i stället emittentens eller den andra fondens storlek som är relevant. Tanken från början synes ha varit att en fond tar en särskild risk om fonden har en allt för stor ägarandel, men i tidigare förarbetsuttalanden har snarare fondernas kontroll över ett enskilt företag betonats.⁵

Med hänsyn till de nya bestämmelserna om investeringar i penningmarknadsinstrument och i fondandelar intas i första stycket begränsningar för dessa typer av finansiella instrument. Ändringarna motsvarar de som gjorts i artikel 25.2 i ucitsdirektivet.

I första stycket tas även in en regel som tar sikte på innehav av aktier utan rösträtt. En sådan bestämmelse fanns redan tidigare intagen i artikel 25.2 i ucitsdirektivet, men inte i den motsvarande paragrafen i lagen om värdepappersfonder. Det framgår inte av tidigare förarbetsuttalanden varför så inte är fallet. Den typen av aktier förekommer inte i Sverige, men eftersom värdepappersfonder har möjlighet att gå utanför vårt lands gränser bör regeln få sin motsvarighet i svensk fondlagstiftning.

Bestämmelsen i första stycket 2 anger att obligationer och andra skuldförbindelser inte får överstiga 10 procent av emittentens utestående lån. Undantag görs dock för lån som är utfärdade eller garanterade av vissa angivna emittenter. Lagtexten justeras i syfte att förtydliga att undantaget avser lån som emitterats eller garanteras av stater, oavsett om det är fråga om EES-stater eller inte. Så är nämligen fallet enligt artikel 25.3 i ucitsdirektivet.

I andra stycket intas en bestämmelse som återfinns i artikel 25.2 i ucitsdirektivet, men som tidigare inte har införlivats i svensk rätt.

Tidigare bestämmelse i lagen om värdepappersfonder stadgade att en fond inte fick förvärva aktier som representerade mer än 5 procent av det samlade röstvärdet för ett bolags samtliga aktier. Den bestämmelsen ersätts med en ny i paragrafens tredje stycke. Den tidigare 5 procentsregeln har kritiserats för att vara strängare än motsvarande bestämmelse i ucitsdirektivet. Den gjorda änd-

⁵ Se t.ex. prop. 1989/90:153, s. 67.

ringen avser att göra den svenska regeln direktivkonform. Utredningen redogör för sina överväganden i dessa frågor i avsnitt 8.12.

20 §

I paragrafen finns en bestämmelse som avser att komplettera de angivna lagrummen. I dessa lagrum finns allmänna begränsningar för vilken exponering en fond får ta gentemot en och samma motpart. En fond skulle emellertid med en kombination av olika investeringar i olika tillgångsslag få en större exponering mot en enskild motpart än vad som formellt sett är möjligt enligt respektive investerings begränsningsregler. Här intas därför en bestämmelse som tar sikte på sådana kombinationer. Riskexponeringen får således inte överstiga totalt 20 procent av fondens värde. Äger en fond t.ex. aktier i FöreningsSparbanken tillsammans med penningmarknadsinstrument som utgetts av banken samt utnyttjar möjligheten att ha medel insatta på ett konto i banken, måste fonden se till att dessa investeringar tillsammans inte överstiger 20 procent. Paragrafen motsvarar artikel 22.2 andra stycket i ucitsdirektivet.

21 §

Bestämmelsen, som återfinns i artikel 22.5 andra stycket i ucitsdirektivet, avser, som föregående paragraf, att komplettera andra begränsningsregler i lagen. Denna regel omfattar fler lagrum än 20 § och ger för handen att sådana investeringar som avses i de uppräknade lagrummen tillsammans aldrig får överstiga 35 procent av fondens värde. Denna gräns sammanfaller med indexfondernas maximala riskexponering under exceptionella marknadsförhållanden och 35 procentspärren kan därför med fog ses som den absolut högsta möjliga exponeringen mot en enskild motpart.

22 §

Paragrafen, som motsvarar artiklarna 41 och 42 i ucitsdirektivet, ändras på så sätt att förbudet mot s.k. oäkta blankning i första stycket punkten 3 även omfattar de uppräknade finansiella instrumenten.

En skillnad från den äldre bestämmelsen i lagen om värdepappersfonder är att förbudet för fondbolag att i fondverksamheten ha hand om egendom som ingår i fonden inte finns här. Det förbudet har i stället flyttats till en egen bestämmelse i 3 kap. 3 §.

Allmänna bestämmelser

23 §

Det kan vara svårt för nystartade fonder att hålla sig inom de begränsningsregler som räknas upp i paragrafen och samtidigt fatta vettiga och ekonomiskt riktiga investeringsbeslut. Det finns därför praktiska skäl att tillåta tillfälliga avvikelser. Finansinspektionen får för en enskild värdepappersfond besluta att avvikelse får ske från begränsningsreglerna under sex månader från det verksamheten påbörjats, under förutsättning att fonden har en lämplig fördelning av sina placeringar med hänsyn till den riskspridning som är förenad med fondens placeringsinriktning enligt fondbestämmelserna.

Bestämmelsen motsvarar artikel 26.1 i ucitsdirektivet och huvudsakligen 21 § i lagen om värdepappersfonder. I enlighet med ändringarna i ucitsdirektivet får inspektionen besluta om avvikelser från bestämmelserna för överlåtbara värdepapper och penningmarknadsinstrument, inkluderande reglerna för indexfonder, insättningar hos kreditinstitut, investeringar i s.k. OTC-derivatinstrument och investeringar i fondandelar.

24 §

En värdepappersfond kan av flera olika skäl komma att överskrida de gränser som anges i detta kapitel. En naturlig effekt av detta är då att fondbolaget skall rätta till förhållandet. Denna bestämmelse anger grunderna för detta efter modell i t.ex. föreslagna 5 kap. 4 § andra stycket och 8 § och i nuvarande 19 § andra stycket lagen om värdepappersfonder.

25 §

Denna paragraf ger en fondförvaltare rätt att för en fonds räkning vidta åtgärder som egentligen inte kan inordnas under placeringar eller investeringar.

Enligt första stycket får en fond ha de likvida medel som behövs för verksamheten. Denna rätt skall således inte sammanblandas med möjligheten att investera i insättningar hos kreditinstitut. Det sistnämnda fordrar stöd i fondbestämmelserna, medan likvida medel enligt denna paragraf inte kräver något sådant uttryckligt stöd. Utredningen har redogjort för sina överväganden i avsnitt 8.5.

Bestämmelsen i andra stycket, som behandlats närmare i avsnitt 8.9, återfinns i en annan lydelse även i lagen om värdepappersfonder (25 §). Den nya skrivningen grundar sig i artikel 21.2 första stycket i ucitsdirektivet och det faktum att en fond numera har möjligheten att investera i derivatinstrument. Om en fond, enligt sina fondbestämmelser, får använda sig av åtgärder för att effektivisera förvaltningen enligt denna paragraf, och därvid använder sig av derivat, skall de regler som gäller för investeringar i derivatinstrument även tillämpas för sådana derivat.

Det uppdras åt Finansinspektionen att meddela de närmare föreskrifter som behövs avseende vilken teknik och vilka instrument som får användas för att effektivisera förvaltningen.

6 kap. Förvaltning av specialfonder

Allmänna bestämmelser

1–2 §§

Som framgår redan av definitionen i 1 kap. 2 § behöver en specialfond inte nödvändigtvis rikta sig till allmänheten. Här ligger en skillnad jämfört med vad som gäller för värdepappersfonder. Utredningens överväganden i denna del återfinns i avsnitt 9.7.

Förvaltaren av en specialfond kan också i vissa fall förvägra en intresserad investerare möjligheten att förvärva andelar i fonden. Det kan t.ex. bero på att fondbolaget annars skulle begå en lagöverträdelse enligt bestämmelserna i ett annat land. För att säkerställa att ingen obehörigen, t.ex. i konkurrensbegränsande syfte, förvägras skall inspektionen granska sådana fall. Möjligheten att neka någon att köpa andelar bör användas försiktigt. Om ett fond-

bolag missbrukar denna möjlighet kan det vara skäl att återkalla tillståndet. I vissa fall kan fondbolaget även ådra sig skadeståndsansvar.

Det kan finnas skäl att inte neka, men begränsa möjligheten att förvärva andelar. Det kan t.ex. vara fråga om specialfonder som investerar eller använder sig av modeller som fordrar viss kontinuitet. På samma sätt kan det finnas skäl att ange när en andelsägare kan få sina andelar inlösta. Härigenom kan fondverksamheten drivas mer effektivt och framför allt billigare än annars. En specialfond som vill använda sig av belåning kan därvid få förmånligare villkor om det investerade kapitalet förblir orört under en viss period.

Det finns för närvarande inte skäl att i fondlagstiftningen möjliggöra för helt stängda fonder där andelsägarna inte har någon möjlighet att få sitt innehav inlöst. Andelsägare och intresserade investerare skall därför tillförsäkras en rätt att åtminstone en gång per kalenderår förvärva respektive lösa in andelar. Specialfonder som riktar sig enbart till kvalificerade investerare kan dock få särskilt undantag från ettårsregeln.

Placeringsbestämmelser

3–6 §§

Placeringsbestämmelserna för värdepappersfonder anges i 5 kap. Det fordras inte lika detaljerade bestämmelser för specialfonderna. Utgångspunkten är nämligen att 5 kap. gäller även specialfonder om inte särskilt undantag har medgetts. Möjligheten att få undantag från samtliga bestämmelser i 5 kap. ger utrymme för många olika fondtyper och en dynamisk fondmarknad. Exakt vilka undantag som kan komma ifråga är svårt att ange i lagstiftningen (se också i allmänmotiveringen i avsnitt 9.5.3). Utgångspunkten är dock att samtliga bestämmelser i 5 kap. kan komma ifråga. För att bibehålla ett grundläggande konsumentskydd måste dock alla specialfonder som riktar sig till konsumenter tillämpa principen om riskspridning, se vidare i avsnitt 9.5.2. Finansinspektionen får i sin tillståndsgivning inte heller medge undantag som skulle strida mot de allmänna bestämmelserna i lagen. Andelsägarnas gemensamma intresse fordrar t.ex. att placeringsinriktningen kan beskrivas på ett fullgott sätt och göras tydlig för de som investerar i fonden. Vill

således fondbolaget som ett exempel bilda och förvalta en fond-andelsfond som investerar i andra fonder än de som godkänns i 5 kap., är förutsättningen att en godtagbar och synbar avgränsning kan göras i fondbestämmelserna. Allmänt hållna undantag bör inte få förekomma.

Specialfonder får beskriva sin placeringsinriktning på olika sätt. De kan t.ex. använda sig av olika procentuella begränsningar på samma sätt som för värdepappersfonder. Specialfonderna kan dock även komma att beskrivas på ett annorlunda sätt. Fondbolaget kan finna det mer lämpligt att i sin information till andelsägarna närmare redogöra för inom vilka ramar positioner normalt sett görs. Det är också lämpligt att fondbolag redovisar specialfondens risknivå med hjälp av ett riskmått som tar hänsyn till detta. Finansinspektionen får meddela de närmare föreskrifterna om detta (se avsnitt 9.5.4).

Specialfonder får också till skillnad från värdepappersfonder investera i derivat med andra underliggande tillgångar än rent finansiella. Det kan vara olika råvaruderivat, men även andra underliggande tillgångar kan komma ifråga. Huvudsaken är att dessa derivatinstrument handlas på en fungerande finansiell marknad och att det inte finns någon möjlighet att fysiskt leverera eller ta emot den underliggande tillgången. Se avsnitt 9.6.3.

Hedgefonder

7–8 §§

Utredningens överväganden framgår av avsnitt 9.5.5.

Hedgefonder är sådana specialfonder som har en placeringsinriktning som direkt eller indirekt syftar till att skapa en absolut avkastning, oberoende av marknadens utveckling. Med absolut avkastning menas att avkastningen skall vara positiv, dvs. över noll. Målsättningen skiljer sig mot traditionella fonder som anses ha en ”bra” avkastning om de överträffar sitt jämförelseindex. Detta gäller oavsett om index avkastning varit negativ. Om indexets avkastning exempelvis är –10 procent kan en traditionell fond anses ha haft en ”bra” avkastning om resultatet blir –9 procent. Hedgefonder däremot jämför sig ofta med den riskfria räntan och eftersträvar att överträffa denna. För att kunna göra det måste hedgefonden över tiden ha en positiv avkastning eftersom den nominella

riskfria räntan i princip alltid är över noll. Detta åstadkoms normalt genom att använda sig av olika finansiella instrument och investeringsstrategier. Det kan t.ex. vara användandet av derivatinstrument, belåning och blankning eller kombinationer av dessa.

Hedgefonder kan utgöra ett utmärkt komplement till annat sparande och det är därför angeläget att bibehålla möjligheten för konsumenter att spara i hedgefonder. Idag begränsar många fondförvaltare möjligheten att köpa andelar i hedgefonder genom olika beloppsgränser. Det finns dock hedgefonder där beloppsgränserna är så låga att konsumenter i allmänhet kan få tillträde till fonden. Hedgefonder är dock på ett helt annat sätt än traditionella fonder beroende av fondförvaltarens kompetens och omdöme. Den fria placeringsinriktningen är nödvändig för att uppnå målet med en absolut avkastning oberoende av marknadens utveckling, men medför också att andelsägarna får en sämre bild av vad fondförvaltaren kan göra. Det finns därför skäl att låta hedgefonder säljas till konsumenter endast via s.k. fondandelsfonder. På så sätt uppnås en riskspridning även mot flera hedgefonder och förvaltare.

Hedgefonder får också sälja fondandelar direkt till vissa investerare. Det är sådana investerare som vid ett och samma tillfälle placerar minst 500 000 kronor i fonden. Dessa investerare får med hänsyn till sin kapitalstyrka anses vara tillräckligt kvalificerade för att kunna inhämta och förstå relevant information om hedgefonden. Dessa investerare får i vart fall anses inse behovet av att i annat fall låta någon annan bedöma investeringen för deras räkning (se också i kommentaren till 9 §).

Dessa bestämmelser tar således sikte på hur ett fondbolag får sälja fondandelar i en hedgefond. I praktiken får en hedgefond två typer av andelsägare; fondandelsfonder och kvalificerade investerare.

Definitionen av hedgefonder syftar på de fonder vars fondbestämmelser är så vida att det på förhand med ledning av placeringsbestämmelserna inte går att säga vilken inriktning fonden kommer att ha. Specialfonder som i viss begränsad omfattning använder sig av derivat, blankning och belåning utöver vad som är tillåtet för värdepappersfonder behöver inte nödvändigtvis falla inom definitionen för hedgefonder.

Specialfonder för kvalificerade investerare

9 §

Utredningens överväganden framgår av avsnitt 9.9.3.

Många bestämmelser i den föreslagna lagen avser att skapa ett gott konsumentskydd. Omvänt innebär detta att fonder som inte vänder sig till konsumenter kan tillåtas ha något annorlunda regler. Alltjämt är dock den grundläggande strukturen densamma, t.ex. regler för förvaringsinstitut, tillsyn, fondbestämmelser och avveckling. Specialfonder som riktar sig till allmänheten får enligt 5 § placera sina medel med andra begränsningar än vad som gäller för värdepappersfonder. Detsamma gäller belåning och blankning. Specialfonder som riktar sig enbart till kvalificerade investerare får härutöver beviljas undantag från bestämmelserna om information, om fonden skall vara (helt) stängd för in- och utträde, om reglerna för uppdragsavtal etc. Här är värt att påpeka att utredningen föreslår lättnader endast i fondlagstiftningen. Andra regler till skydd för konsumenter kvarstår. Det innebär att den av utredningen föreslagna definitionen, att investerare skall anses vara kvalificerade om de kan investera en halv miljon kronor, inte nödvändigtvis får någon betydelse i annan lagstiftning.

I andra stycket regleras möjligheten att sälja andelar i specialfonden till andra fonder. En tänkbar situation är att en fondandelsfond ser denna typ av specialfond som en bra investering. Det bör därvid inte vara något problem för den fondandelsfonden att placera en halv miljon kronor vid ett och samma tillfälle. Om fondandelsfonden i sin tur säljs till konsumenter kommer dessa att indirekt bli exponerade mot fonder enligt denna paragraf. Detta är inte önskvärt. Målgruppen är enbart kvalificerade investerare och inte - ens via en fondandelsfond som mellanhand - konsumenter. Andelar i specialfonder för kvalificerade investerare får därför säljas endast till sådana fonder som enligt sina fondbestämmelser också har krav på att investeraren vid ett och samma tillfälle placerar minst en halv miljon kronor. På grund härav kan fondbolag som vill sälja andelar i hedgefonder till såväl kvalificerade investerare som fondandelsfonder enligt 8 § inte begära undantag enligt denna paragraf.

Denna paragraf möjliggör för en rad olika fondtyper. Det är dock rimligt att anta att många av de bestämmelser som special-

fonden kan välja bort ändå kommer att gälla även för denna typ av fonder.

7 kap. Kapitalkrav m.m.

1–3 §§

I paragraferna anges de allmänna kapitalkraven för ett fondbolag (se avsnitt 7.3). Basen är det startkapital om 125 000 euro som ett fondbolag skall ha enligt 2 kap. 4 §. Därutöver måste fondbolaget ha ytterligare medel, vars storlek beror dels på fondbolagets omkostnader, dels på det förvaltade fondkapitalet. Avsikten är att upprätthålla en solid ekonomisk bas för verksamheten och främja en kontinuerlig förvaltning av fonden.

I 8 kap. 15 § andra stycket stadgas att Finansinspektionen, som ett alternativ till återkallelse av tillståndet, får förelägga ett fondbolag att vidta rättelse om bolagets egna medel understiger vad som krävs här.

8 kap. Tillsyn

Upplysningsskyldighet

1 §

Paragrafen motsvarar 39 § lagen om värdepappersfonder med det tillägget att tillsynen avser även utländska aktörer i Sverige. Dessa står primärt under tillsyn i hemlandet, men det kan i vissa fall finnas skäl för inspektionen att se över deras verksamhet. Tillsynen i denna del kan läsas tillsammans med möjligheten för inspektionen att ingripa mot utländska företag (17, 19–20 §§).

Ägarprövning m.m.

2–9 §§

Utredningens överväganden redovisas i avsnitt 7.6.

Motsvarande bestämmelser återfinns i annan finansiell lagstiftning och infördes år 1996. Se mer om detta i prop. 1995/96:173, s. 61 ff.

*Hur tillsynen skall bedrivas**10–12 §§*

Dessa bestämmelser motsvarar de som finns i 40–42 §§ lagen om värdepappersfonder.

*Ingripanden mot fondbolag**13–17 §§*

Utredningens överväganden finns redovisade i avsnitt 7.10.

Enligt lagen om värdepappersfonder har Finansinspektionen möjlighet att ingripa mot ett fondbolag antingen genom varning eller genom återkallelse av tillståndet. Nu föreslås inspektionen även få en möjlighet att förbjuda fondbolaget att vidta viss åtgärd eller ge ett föreläggande om rättelse. Dessa möjligheter har inspektionen i annan finansiell lagstiftning.

Inspektionens sanktionstrappa kan sägas gå från förbud/rättelse till varning och slutligen återkallelse av tillståndet. Denna upptrappning framgår också av paragrafernas placering.

De förelägganden och beslut om förbud som inspektionen meddelar kan också förenas med vite (23 §).

Bestämmelserna om när ett tillstånd skall återkallas är utformade efter modell i ucitsdirektivet (artikel 5a). En särreglering görs också av de fall när fondbolag understiger kapitalkraven i 8 kap. 1–3 §§. Sådana situationer är givetvis allvarliga och kan vara skäl för återkallelse av tillståndet. Det kan dock finnas tillfälliga orsaker till detta och därför har inspektionen en möjlighet att förelägga fondbolaget att vidta rättelse. Ett sådant föreläggande behöver dock inte göras om inspektionen bedömer att fondbolaget inte kan vidta rättelse.

Bestämmelsen i 16 § motsvarar 43 a § lagen om värdepappersfonder som infördes genom SFS 1992:1320.⁶

⁶ Se prop. 1992/93:90, s. 75.

*Särskilda bestämmelser om ingripanden mot utländska företag**18–21 §§*

Utländska förvaltningsbolag med hemvist i ett land inom EES (18 §) driver verksamhet här med stöd av sitt hemlands auktorisation. Det är också primärt hemlandets behöriga myndigheter som utövar tillsyn över förvaltningsbolaget. Det kan dock uppstå situationer där inspektionen finner skäl att ingripa. Det kan vara om förvaltningsbolaget i sin verksamhet här överträder fondlagstiftningen eller på något annat sätt visat sig vara olämplig. Modellen är då att inspektionen först skall förmå förvaltningsbolaget att vidta rättelse. Om detta inte kan ske skall ärendet överlämnas till hemlandets behöriga myndigheter. Finns det trots detta behov av ytterligare ingripanden från inspektionens sida återstår möjligheten för inspektionen att förbjuda ytterligare åtgärder här i landet. Tillsynen kan därför sägas vara delad mellan de behöriga myndigheterna i hemlandet och Finansinspektionen.

I 20 och 21 §§ finns bestämmelser som tar sikte på utländska fondföretag. För EES-fondföretag är sanktionsmöjligheterna snarlika de som gäller för förvaltningsbolag med säte i ett land inom EES. För andra fondföretag gäller motsvarande bestämmelser som för svenska fondbolag.

Utredningens överväganden avseende EES-bolag återfinns i avsnitt 7.14.3. Bestämmelserna om fondföretag motsvarar de som finns i 44 a och 44 b §§ lagen om värdepappersfonder.

*Ingripanden mot den som saknar tillstånd**22 §*

Paragrafen motsvarar 44 § lagen om värdepappersfonder.

*Vite**23 §*

Finansinspektionen får förena förelägganden och beslut om förbud med vite (se avsnitt 7.10.4). Bestämmelsen är utformad efter förebild i 6 kap. 12 § lagen (1991:981) om värdepappersrörelse. Genom

denna bestämmelse får inspektionen en enhetlig katalog av sanktioner mot olika finansiella företag.

Frågor om utdömande av vite prövas av länsrätten i Stockholms län och med iakttagande av förfarandet i lagen (1985:206) om viten.

9 kap. Upphörande och överlåtelse av fondverksamhet m.m.

1–7 §§

Bestämmelserna motsvarar de som gäller idag och som återfinns i 33–38 §§. Lagtexten har dock anpassats till den föreslagna terminologin och omfattar således alla investeringsfonder, vare sig det är fråga om värdepappersfonder eller specialfonder. Utredningen avser att återkomma i frågor som rör upphörande, sammanläggning, delning etc. i slutbetänkandet.

8 §

Bestämmelsen motsvarar 10 a § lagen om värdepappersfonder som infördes genom SFS 1992:1320 och som faller tillbaka på förbudet i artikel 1.5 i ucitsdirektivet. Enligt ucitsdirektivet får nämligen en värdepappersfond inte ombildas till ett företag för kollektiv investering som ligger utanför direktivets tillämpningsområde. På grund av förbudet kan därför en värdepappersfond omskapas till t.ex. en specialfond endast genom en upplösning av fonden med en efterföljande återuppbyggnad i annan form.⁷

10 kap. Överklagande m.m.

1 §

Paragrafen reglerar möjligheterna till överklagande. Första stycket motsvarar 46 § första stycket lagen om värdepappersfonder. Finansinspektionens beslut om att kalla till sammanträde med fondförvaltarens styrelse (9 kap. 11 §) och att förelägga den som bedriver verksamhet att lämna de upplysningar som behövs för att bedöma om lagen är tillämplig (9 kap. 22 § andra stycket) får inte

⁷ Prop. 1992/93:90, s. 44 och s. 71.

överklagas. Annars skulle den som vill tredskas fördröja inspektionens utredning i onödan.⁸

Andra beslut av Finansinspektionen enligt denna lag får överklagas till länsrätt.

Vissa beslut får dock överklagas direkt till kammarrätt (2 st.). Det är fråga om beslut om tillstånd, om godkännande av fondbestämmelserna samt beslut om ingripanden mot en fondförvaltare. I dessa fall bör förfarandet skyndas på. Utredningens överväganden överensstämmer med de överväganden som redovisats i prop. 1994/95:27. Se också avsnitt 7.12.1.

2 §

Bestämmelsen motsvarar 47 § lagen om värdepappersfonder. Fondbolag och förvaringsinstitut är enligt bestämmelsen skadeståndsansvariga oberoende av fel eller försummelse om de överträder lagen eller fondbestämmelserna. I övrigt gäller skadeståndslagens bestämmelser. I vissa fall kan även tänkas uppkomma ett kontraktsrättsligt skadestånd.

13.2 Förslaget till lag om ändring i lagen (1941:416) om arvsskatt och gåvoskatt

Utredningens överväganden redovisas i avsnitt 9.9.4.

Bestämmelserna i lagen bör gälla alla typer av investeringsfonder. Det bör gälla såväl värderingsregeln i 23 § B som bestämmelsen om gåvoskatt för utdelning från fonder i 37 § 3 mom. Det framgår inte av förarbetena till bestämmelserna om någon skillnad avsågs mellan värdepappersfonder enligt ucitsdirektivet och nationella fonder. Skäl torde saknas att göra en sådan skillnad.

13.3 Förslaget till lag om ändring i föräldrabalken (1949:381)

Bestämmelserna i 13 kap. 5 § och 14 kap. 5 § reglerar hur medel som tillhör omyndiga respektive sådana som står under förvaltning m.m. får placeras utan att överförmyndarens samtycke inhämtas.

⁸ Prop. 1989/90:153, s. 75.

Bland annat får tillgångarna placeras i andelar i värdepappersfonder. Någon annan ändring görs inte än att paragraferna hänvisar till lagen om investeringsfonder. Därmed omfattar den ”fria” placeringssektorn endast värdepappersfonder och inte specialfonder. Placeringar i specialfonder får göras efter överförmyndarens tillstånd enligt 13 kap. 6 § och 14 kap. 6 §.

Utredningens överväganden redovisas i avsnitt 9.9.4.

13.4 Förslaget till lag om ändring i kupongskattelagen (1970:624)

I linje med vad utredningen har anfört i avsnitt 9.9.4 föreslås att hänvisningarna i kupongskattelagen till värdepappersfonder ändras till hänvisningar till investeringsfonder. Det är främst fråga om hur kupongskatten på utdelningar från fonder skall behandlas, särskilt förvaltningsregistrerade fondandelar. Härvid bör ingen skillnad göras på utdelningar från värdepappersfonder och utdelningar från specialfonder.

13.5 Förslaget till lag om ändring i lagen (1972:262) om understödsföreningar

Nuvarande ordalydelse infördes år 1995 med hänsyn till att tidigare angivna ”aktiefond” utmönstrades i och med införandet av lagen om värdepappersfonder.⁹ På motsvarande sätt anpassas nu lagen till lagen om investeringsfonder.

13.6 Förslaget till lag om ändring i aktiebolagslagen (1975:1385)

I 3 kap. 16 § aktiebolagslagen anges att fondbolaget jämte fondens beteckning skall antecknas i aktieboken och i aktiebrev i stället för fondandelsägarna. Denna bestämmelse har betydelse för alla investeringsfonder som investerar i aktier, oavsett om de är värdepappersfonder eller specialfonder. Lagrummet anpassas därför till lagen om investeringsfonder.

⁹ SFS 1995:784, prop. 1994/95:74, s. 308.

13.7 Förslaget till lag om ändring i försäkringsrörelselagen (1982:713)

Lagen ändras med anledning av den föreslagna lagen och den nya terminologin. Sparande via fondanknutna försäkringar får idag göras i både värdepappersfonder och nationella fonder. Någon skillnad avses inte (se avsnitt 9.9.4).

13.8 Förslaget till lag om ändring i bankrörelselagen (1987:617)

I 2 kap. 2 § första stycket 11 finns en bestämmelse som anger att en bank får vara förvaringsinstitut för värdepappersfonder. Paragrafen ändras i enlighet med lagen om investeringsfonder.

13.9 Förslaget till lag om ändring i lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument

Definitionen av fondpapper i 1 kap. 1 § ändras till att uttryckligen avse andelar i specialfonder. Paragrafen bör därför hänvisa till andelar i investeringsfonder. Bestämmelsen i 2 kap. 1 § andra stycket 2 om att prospekt inte behöver upprättas om emissionen eller erbjudandet avser andelar i värdepappersfonder ändras i enlighet med den nya terminologin i lagen om investeringsfonder. Undantaget avser såväl andelar i värdepappersfonder som andelar i specialfonder.

13.10 Förslaget till lag om ändring i lagen (1991:981) om värdepappersrörelse

Bestämmelsen i 1 kap. 3 b § ändras till att avse förmedling av investeringsfonder. Detta innebär en utökning jämfört med tidigare förhållanden. Enligt förarbetsuttalanden avses nämligen inte nationella fonder. Genom ändringen kommer dock försäkringsmäklare, under de förutsättningar som anges i paragrafen, att kunna förmedla även specialfonder. Utredningens överväganden redovisas i avsnitt 9.9.4.

13.11 Förslaget till lag om ändring i lagen (1992:160) om utländska filialer

Bestämmelsen i 3 § ändras med hänsyn till lagen om investeringsfonder och den nya kapitel- och paragrafindelningen.

13.12 Förslaget till lag om ändring i lagen (1992:1610) om finansieringsverksamhet

I 3 kap. 1§ andra stycket 9 finns en bestämmelse som anger att ett kreditmarknadsbolag får vara förvaringsinstitut för värdepappersfonder. Paragrafen ändras i enlighet med lagen om investeringsfonder.

13.13 Förslaget till lag om ändring i lagen (1993:931) om individuellt pensionssparande

Individuellt pensionssparande får ske bl.a. i andelar i investeringsfonder, dvs. i både värdepappersfonder och specialfonder. Utredningens överväganden återfinns i avsnitt 9.9.4. Härigenom uppnås överensstämmelse med vad som gäller t.ex. i försäkringsrörelselagen. Sparande i specialfonder kan utgöra ett bra komplement till övrigt sparande samtidigt som ett gott konsumentskydd upprätthålls. Specialfonder är underkastade principen om riskspridning, står under Finansinspektionens tillsyn och skall ha sina tillgångar förvarade av ett förvaringsinstitut.

13.14 Förslaget till lag om ändring i mervärdesskattelagen (1994:200)

I 3 kap. 9 § mervärdesskattelagen anges att bl.a. förvaltning av värdepappersfonder inte utgör skattepliktig verksamhet. Det framgår inte i förarbetena till paragrafen om även förvaltning av nationella fonder skall omfattas. Syftet med regeln är dock att undanta olika former av finansiella tjänster från skatteplikten och bestämmelsen bör därför även avse förvaltning av nationella fonder. Lagbestämmelsen bör därför ändras till att hänvisa till förvaltning av investeringsfonder, inkluderande såväl värdepappersfonder som specialfonder. Se avsnitt 9.9.4.

13.15 Förslaget till lag om ändring i lagen (1997:323) om statlig förmögenhetsskatt

I 12 § i lagen regleras hur värdepappersfonder skall värderas vid beräkningen av statlig förmögenhetsskatt. Hänvisning görs till 48 kap. 21 § inkomstskattelagen (1999:1229) och terminologin bör därför överensstämma med den lagen (se nedan). Någon materiell ändring avses inte (se vidare i avsnitt 9.9.4).

13.16 Förslaget till lag om ändring i skattebetalningslagen (1997:483)

I 12 kap. 9 a § anges hur en värdepappersfond skall behandlas om den är föremål för sammanläggning eller delning. Paragrafen ändras med anledning av den föreslagna lagen om investeringsfonder och den nya terminologin. Se också avsnitt 9.9.4.

13.17 Förslaget till lag om ändring i lagen (1998:674) om inkomstgrundad ålderspension

I 8 kap. 2 och 3 §§ lagen om inkomstgrundanden ålderspension anges vilka typer av fonder – och under vilka förutsättningar – som kan vara föremål för sparande inom systemet. Enligt gällande bestämmelser får sparande ske endast i värdepappersfonder och i nationella fonder som följer ett visst index och som godkänts. I och med de nya bestämmelserna i ucitsdirektivet (5 kap. i lagen om investeringsfonder) behöver inte särskilt undantag göras för nationella indexfonder. Detta innebär att endast värdepappersfonder är tillgängliga inom PPM-systemet. Utredningen har inte funnit skäl att föreslå en lagändring som ger även specialfonder tillgång till systemet (se avsnitt 9.9.4).

Lagens 8 kap. 3 § ändras för att överensstämma med lagen om investeringsfonder. I andra stycket tas hänvisningen till nationella fonder bort. Av 8 kap. 2 § följer nämligen att endast värdepappersfonder kan komma i fråga. Redan av den bestämmelsen följer således att specialfonder undantas från PPM-systemet. Av samma skäl tas 8 kap. 3 § tredje stycket bort. Att värdepappersfonder får efterbilda index följer nämligen av 5 kap. 6 § lagen om investeringsfonder.

13.18 Förslaget till lag om ändring i inkomstskattelagen (1999:1229)

Inkomstskattelagen ändras i de delar den hänvisar till lagen om värdepappersfonder. Vidare byts ordet värdepappersfond ut mot ordet investeringsfond. Härigenom kommer bestämmelserna i lagen att omfatta även specialfonder (nationella fonder). Idag regleras uttryckligen endast värdepappersfonder i inkomstskattelagen. Enligt rättsfallet RÅ 1996 ref. 32, till vilket hänvisas i förarbetena till inkomstskattelagen, har skattereglerna för värdepappersfonder emellertid ansetts tillämpliga på nationella fonder. Terminologin i lagen kan därför ändras utan att det därigenom uppkommer en materiell ändring av skattelagstiftningen. Se också avsnitt 9.9.4.

I 48 kap. 16 § inkomstskattelagen finns en bestämmelse som tar sikte på äldre andelar i värdepappersfonder. Även om den föreslagna terminologin är ny bör den paragrafen ändras i syfte att skapa enhetlighet.

13.19 Förslaget till lag om ändring i lagen (2000:35) om byte av redovisningsvaluta i finansiella företag

Definitionen av fondbolag i 2 § första stycket 4 b ändras i enlighet med den nya kapitel- och paragrafindelningen i lagen om investeringsfonder.

13.20 Förslaget till lag om ändring i lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder)

Enligt 5 kap. 2 § får Sjunde AP-fonden inte genom Premiesparfonden eller Premievalsfonden utöva sådan verksamhet som avses i 6 kap. lagen om investeringsfonder. Av 5 kap. 7 § framgår i stället att de placeringsregler som gäller för värdepappersfonder i 5 kap. lagen om investeringsfonder skall tillämpas även för Sjunde AP-fondens fonder. Detta innebär att Sjunde AP-fonden inte kan få undantag från de placeringsregler som gäller för värdepappersfonder. Möjligheten för Sjunde AP-fonden att placera medel i syfte att efterbilda ett index i 5 kap. 2 § andra stycket tas bort. Att detta ändå är möjligt framgår av 5 kap. 6 § lagen om investeringsfonder.

I 5 kap. 7 § hänvisas till en rad bestämmelser i lagen om investeringsfonder. Avsikten är att ge samma ramar för Sjunde AP-fondens verksamhet som gäller för fondbolag. I och med att ucitsdirektivets nya bestämmelser genomförs i den nya lagen om investeringsfonder, blir en rad nya regler tillämpliga för värdepappersfonder. Bl.a. placeringsreglerna och bestämmelserna om information har ändrats. Det ligger visserligen inte i utredningens uppdrag att värdera om Sjunde AP-fonden skall få göra allt det som tillåts för fondbolag enligt ucitsdirektivet. I syfte att uppnå neutralitet föreslår utredningen ändå att dessa nya bestämmelser skall tillämpas även på Sjunde AP-fonden.

I 5 kap. 7 § första stycket sjätte strecksatsen hänvisas till 23 § första stycket 2 och 3 lagen om värdepappersfonder. Det är bestämmelser som avser att förhindra att värdepappersfonder får en allt för stor makt genom att förvärva värdepapper. Paragrafen i lagen om värdepappersfonder är överförd till 5 kap. 19 § lagen om investeringsfonder. Utredningen har därvid föreslagit att den tidigare femprocentsregeln avseende aktieinnehav (införd i nämnda paragrafs första stycke 1) skall ersättas med en allmän bestämmelse som förhindrar att ett fondbolag får ett "väsentligt inflytande över ledningen hos ett aktiebolag". Eftersom 5 kap. 7 § lagen om allmänna pensionsfonder (AP-fonder) inte hänvisar till femprocentsregeln, bör inte heller den nya bestämmelsen omfatta Sjunde AP-fonden.

Vissa helt nya bestämmelser i ucitsdirektivet, som föreslås gälla värdepappersfonder, kan möjligtvis vara lämpliga även för de fonder som Sjunde AP-fonden förvaltar (t.ex. möjligheten att uppdra åt annan att sköta förvaltningen). En sådan bedömning ligger dock utanför utredningens uppdrag.

13.21 Förslaget till lag om ändring i insiderstrafflagen (2000:1086)

Definitionen av fondpapper i 1 § första stycket 4 bör, i likhet med lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument, ändras till att uttryckligen avse andelar i specialfonder. Paragrafen bör därför hänvisa till andelar i investeringsfonder.

13.22 Förslaget till lag om ändring i lagen (2000:1087) om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument

Definitionen av fondpapper i 1 § första stycket 2 bör, i likhet med lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument, ändras till att uttryckligen avse andelar i specialfonder. Paragrafen bör därför hänvisa till andelar i investeringsfonder.

13.23 Förslaget till lag om ändring i lagen (2001:1227) om självdeklarationer och kontrolluppgifter

I lagen regleras bl.a. skyldigheten för fondbolag och andra fondförvaltare att lämna kontrolluppgifter för avyttring av fondandelar. Bestämmelserna har varit föremål för översyn, framför allt med anledning av de s.k. Luxemburgfonderna (prop. 2001/02:25, s. 104 ff.). Är fondandelarna förvaltarregistrerade skall förvaltarna och inte fondbolagen lämna kontrolluppgifter. Detta innebär att en fondandelsägare som äger fondandelar i fond, men har en del förvaltarregistrerat, kan få flera kontrolluppgifter avseende samma fond. Som ett komplement tillämpas därför en begränsad genomsnittsmetod. Se avsnitt 3.14.2 och 3.14.3.

Utredningen har i uppdrag att se över dessa bestämmelser. Några förslag till lagändring i materiellt hänseende lämnas dock inte i delbetänkandet. Terminologin i lagen ändras med anledning av den nya lagen. Vidare tas bestämmelsen i 10 kap. 3 § första stycket 2 bort eftersom endast fondbolag föreslås få förvalta investeringsfonder (avsnitt 9.4).

Särskilda yttranden

Särskilt yttrande av Eva Broms

Jag är på de flesta punkter enig med utredningen beträffande förslaget till implementering av UCITS-direktivets regler samt förslaget till reglering av specialfonder. I några väsentliga avseenden vill jag dock anmäla en annan uppfattning.

Implementering av möjligheten för fondbolag att bedriva individuell kapitalförvaltning

Ett drygt decenniums arbete har ägnats åt att komma fram till nödvändiga förändringar i UCITS-direktivet. FEFSI, den europeiska branschorganisationen, föreslog tidigt att en möjlighet att driva individuell kapitalförvaltning som en sidoverksamhet skulle införas för fondbolagen. Skälet härtill var att man anser att fondbolagen har en förvaltarkompetens som bör tas till vara även vid förvaltning av t ex pensionsstiftelsers medel. Det framstod som svårförståeligt att andra aktörer på den finansiella marknaden, t ex banker och försäkringsbolag, skulle ha ensamrätt att förvalta sådana medel. Kommissionen lade också fram ett sådant förslag, som sedermera antogs av parlamentet och ministerrådet.

UCITS-direktivet ger således medlemsstaterna möjlighet att låta fondbolag bedriva individuell kapitalförvaltning vid sidan av fondverksamheten. Utredningen har dock valt att avstå från att föreslå att en sådan rätt införs. Jag tycker att det är svårförståeligt och olyckligt av flera skäl om förutsättningarna i Sverige kommer att avvika från dem som kommer att gälla i övriga Europa.

Utredningen redovisar tankarna bakom UCITS-direktivet och nämner ett antal fördelar med att ge fondbolag en rätt att bedriva individuell kapitalförvaltning. Bl.a. sägs att fondbolag med sin förvaltarkompetens är väl skickade att även ta hand om förvaltningen

vid individuella uppdrag och att den kollektiva och den individuella förvaltningen har stora likheter med varandra och ger stordriftsfördelar. Utredningen nämner också att en finansiell koncern inte behöver bilda flera bolag om en möjlighet att driva olika verksamheter i samma bolag möjliggörs.

Får fondbolagen bedriva individuell kapitalförvaltning ges fler än andelsägare möjlighet att utnyttja den förvaltningskompetens som byggts upp inom fondbolaget och att få del av en skräddarsydd förvaltning med likartad eller annan inriktning än det utbud av fonder som förvaltaren har. Det kan också medföra samhälls-ekonomiska vinster att fler alternativ erbjuds för förvaltning av t ex pensionsfonder.

Utredningen framhåller risken för intressekonflikter som varande det avgörande skälet till sitt ställningstagande. Den målar upp ett scenario där främst risken för att den individuella, och därmed enligt utredningen ofta ”starke”, uppdragsgivaren på olika sätt skulle prioriteras framför fonden och dess var för sig ”små” andelsägare är överhängande.

Intressekonflikter som de tänkta är vare sig på ett avgörande sätt ”nya” eller ohanterliga. De måste redan idag hanteras i värdepappersbolag med flera diskretionära uppdrag, där man kan se framför sig den förmögne, inflytelserike kunden och den mindre aktiespararen. De måste också tas om hand i fondförvaltning med flera fonder, där kanske en nystartad fond skulle gynnas av att få del av en viss aktiepost. Ett annat exempel är samförvaltning av individuella kundportföljer med fonder efter delegering av förvaltningsuppdrag från ett fondbolag. Inom försäkringsbolagens verksamhetsområde samförvaltas också olika portföljer. Givetvis måste verksamheten kringgärdas av sådana regler att intressekonflikter minimeras och inte leder till icke önskvärda resultat. I UCITS-direktivet finns också regler om verksamhetens bedrivande som syftar till att bl.a. minska intressekonflikter, såsom sundhets- och uppföranderegler och regler för organisationen. Utredningen konstaterar också att föreskrifter från Finansinspektionen och särskilda redovisningsrutiner skulle behövas för det fall fondbolags gavs rätt att bedriva individuell kapitalförvaltning. Detta ser jag som en naturlig följd av en sådan rätt och inte som ett skäl emot att införa denna rätt.

Risken för att intressekonflikter tillåts ge ett för fonden sämre resultat motverkas dessutom effektivt av den genomlysning som råder på fondmarknaden. Att inte de vanliga fondspararna miss-

gynnas kan säkerställas genom öppenhet. Fondens resultat publiceras dagligen, och utvärderingar i media gör att förvaltningen sätts under lupp. Varje dag redovisas värdeförändringen i fonderna öppet och resultatet analyseras bland annat i media. Det bör noteras att förvaltningsresultatet avseende den diskretionära förvaltningen däremot inte publiceras. Även om en fondsparare ensam är en "liten" kund blir de många fondspararna tillsammans de viktigaste kunderna för fondbolagen, något som förtjänar att framhållas.

För sådana fondbolag som ingår i en koncern med värdepappersbolag betyder det naturligtvis mindre att inte få möjlighet att inom ramen för en och samma organisation erbjuda diskretionär förvaltning. För ägare till mindre, fristående bolag betyder det att man måste överväga att bilda egna värdepappersbolag för att kunna tillhandahålla tjänsten, vilket medför behov av aktiekapital och en extra bemanning, administration och systemuppbyggnad. Utredningens förslag är därmed inte konkurrensneutralt.

Som utredningen själv framhåller kan inte Sverige förhindra att fondbolag med säte i andra medlemsländer med stöd av ett europapass kommer att verka i Sverige. Detta gäller också bolag med tillstånd att förvalta individuella portföljer. Då uppstår en situation på den svenska marknaden som är olycklig av två skäl. Dels får vi ingen svensk erfarenhet av att hantera sådana verksamheter, dels uppkommer en konkurrensnackdel för de inhemska bolagen, vilket utredningen också säger sig vara medveten om. En sådan nackdel kommer också att bli kännbar i den mån de svenska bolagen vill verka i andra europeiska länder och inte får fördelen av att kunna använda ett koncept som andra europeiska bolag får utnyttja. Enligt tillgängliga uppgifter kommer samtliga övriga medlemsstater att införa möjligheten för fondbolag att bedriva individuell kapitalförvaltning. Jag anser det vara viktigt att värna svensk kapitalförvaltning och att inte utestänga möjligheten för de svenska fondbolagen att konkurrera på lika villkor med fondbolag i övriga Europa.

EU har i alla sina instanser övervägt för- och nackdelar med att ge fondbolagen möjlighet till individuell portföljförvaltning och kommit fram till att fördelarna överväger. I utredningens motivering för att inte tillåta individuell portföljförvaltning sägs att det är tveksamt om ett genomförande är förenligt med andelsägarnas intresse med hänsyn till de intressekonflikter som i så fall introduceras. Jag vill framhålla att bestämmelsen om andelsägarnas intresse

också finns i direktivet och man har inte funnit att den hindrar ett införande av möjlighet till individuell portföljförvaltning.

Utredningens ställningstagande kan enligt min mening endast tolkas så att det i Sverige skulle föreligga sådana specifika risker att verksamheten kräver en annan lösning än för den europeiska unionens övriga medlemsstater, något som utredningen då bör ha bevisbördan för. Några sådana argument har inte lagts fram.

Reglering för hedgefonder

Även beträffande detta förslag vill jag anmäla en annan mening.

I betänkandet läggs fram förslag till reglering beträffande de icke harmoniserade fonderna, specialfonderna. Specialfonder som vänder sig till allmänheten eller icke kvalificerade investerare skall följa principen om riskspridning. De skall med lämpligt riskmått ange eftersträvad risknivå och till finansinspektionen och andelsägare redovisa faktisk risknivå. Fonder som vänder sig till "kvalificerade" investerare, dvs. fonder som i sina fondbestämmelser tar in en nedre gräns om 500 000 kronor för insättningar, får göra avsteg från bl.a. principen om riskspridning.

För s.k. hedgefonder föreslås en särskild reglering. Icke kvalificerade investerare skall i framtiden endast få placera i sådana fonder som uppfyller hedgefondkriterierna genom att placera i fondandelsfonder. Hedgefonder med ett lägre krav på minsta insättning än 500.000 kronor får således inte längre säljas direkt till allmänheten.

Jag anser att förslaget till reglering för hedgefonder är olyckligt.

Förslaget riskerar att vid ett genomförande fördyra produkten hedgefond och minska valmöjligheten för konsumenten. Jag anser inte heller att det är givet att ett tvång att placera via fondandelsfonder i sig minskar risknivån. Den blir naturligtvis beroende av samtliga i fonden ingående fonders placeringar, risknivå etc.

Jag anser också att förslaget om en gräns i kronor för att skilja mellan hedgefonder som får säljas direkt respektive endast via fondandelsfonder är olämpligt. Vilken gräns i pengar man än väljer riskerar att verka på godtyckligt sätt. En sådan gräns kan styra fel i det att det bör vara hela förmögenhetsmassan som ligger till grund för placeringsbeslutet. Jag kan inte förstå att en investerare som har en större summa att placera och av denna summa vill sätta in kanske 100 000 kronor i en hedgefond ska vara förhindrad att göra

de. Även en liten investerare bör ha tillgång till en hedgefond-placering som en del i en diversifierad portfölj.

Den föreslagna särregleringen i förhållande till övriga specialfonder förefaller svårhanterlig och onaturlig. Jag anser att lagstiftaren inte bör sätta upp några speciella regler för hur hedgefonder skall kunna säljas till allmänheten. Däremot är regler om god information till investerarna och om transparens viktiga för att säkerställa att fondsparare kan bilda sig en uppfattning om vilken produkt de placerar i. Förslaget till reglering för specialfonderna med bl.a. redovisning av såväl eftersträvad som faktisk risk kan också tillämpas på hedgefonder. Härutöver kan Finansinspektionen bemyndigas att sätta ramar för risknivån i hedgefonder som vänder sig till allmänheten, t ex beträffande belåning och bruttoexponering för sådana fonder.

Särskilt yttrande av Kent Janér

Allmänt

Utredningen har föreslagit nya regler för svensk fondverksamhet. Dessa kan översiktligt delas in i två delar. Dels gäller det regler för värdepappersfonder vilka väsentligen vilar på EU-direktivet om ucitsfonder, dels gäller det regler för specialfonder där det funnits betydande utrymme för nationella överväganden.

Båda delarna är i viss utsträckning en kodifiering av den faktiska marknadsutvecklingen, som ofta leds av krav från större institutionella upphandlare av förvaltningstjänster ("best practice"). Genom att lagstiftaren använder sig av en mer modern och ändamålsenlig syn på finansiella instrument och risk är det möjligt att hävda att konsumentskyddet stärkts samtidigt som utbudet av attraktiva sparprodukter ökar och konkurrensen mellan fondförvaltarna skärps.

Säkert kommer tiden – som alltid – att visa att vissa uppdateringar och ändringar av lagen behöver göras, liksom att praxis behöver fastställas och utvecklas inom vissa områden. Likväl anser jag att den föreslagna lagstiftningen lägger en god grund för den framtida utvecklingen av fondmarknaden.

Avvikande uppfattning

Utredningen föreslår att hedgefonder med en minsta investerarinsats understigande 500 000 kronor inte längre får säljas till allmänheten annat än via fondandelsfonder.

Ställningstagandet är enligt utredningen "inte självklart". För och nackdelar med denna inskränkning diskuteras utförligt i utredningstexten. Jag har inga stora invändningar mot det resonemang som förs, men kommer till en annan slutsats.

Enligt min mening bör hedgefonder även fortsättningsvis kunna säljas till allmänheten av följande skäl:

Även småsparare bör ha tillgång till ändamålsenliga sparformer

Utredningen diskuterar riskerna för att sparare kan förlora hela eller stora delar av sina investeringar i hedgefonder vars strategi och förvaltarkompetens de inte kan förväntas förstå. Detta är förvisso en reell risk, men enligt min uppfattning inte av sådan dignitet att det motiverar att utesluta småsparare från marknaden. Såväl teori som praktik visar att hedgefonder ofta på ett utmärkt sätt kompletterar traditionellt sparande, vilket understryks av den snabba tillväxten i hedgefonder i Sverige och internationellt. En vanlig kritik mot hedgefonder är att de vänder sig enbart till institutioner och förmögna privatpersoner. Det förefaller märkligt att befästa detta faktum via lagstiftning och därmed förbjuda sparare som saknar stort sparkapital att själva sätta samman ett effektivt och för dem ändamålsenligt sparande.

Det uppstår en inkonsekvens mot regler kring andra sparprodukter

Enligt utredningens förslag särskiljs hedgefonder från andra fonder, såväl andra specialfonder som ucitsfonder i sina möjligheter att vända sig till allmänheten. Grunderna för detta är tveksamma. Det finns inget som säger att den genomsnittlige hedgefonden skulle vara mer riskfylld än dessa. Tvärtom är det inte svårt att hitta inriktningar på dessa fonder vars risknivå väsentligt överstiger den i en typisk hedgefond.

Risk för minskad konkurrens mellan olika förvaltningsprodukter

Förekomsten av hedgefonder skärper konkurrensen i förvaltningssektorn. Det sker både genom att fler alternativ erbjuds spararen och genom att hedgefonder sätter ökat fokus på sambandet mellan prestation och avgifter. Utredningens förslag riskerar att minska denna konkurrens.

Minskad samhällsekonomisk effektivitet

De finansiella marknaderna – av vilka fondmarknaderna är en del – fyller vissa samhällsekonomiska funktioner. De kanske viktigaste av dessa är att slussa sparande till produktiva investeringar och att sprida risker effektivt så att kostnaden för att bära dessa minskar. Traditionellt fondsparande fyller båda dessa funktioner, men huvudsakligen den förstnämnda. Hedgefonder är mer inriktade på den sistnämnda och har också det förvaltningsmandat som möjliggör detta på ett effektivt sätt. Ett minskat inslag av hedgefonder riskerar att bidra till en mindre korrekt prissättning på de finansiella marknaderna vilket leder till mindre effektivt utnyttjande av samhällets reala resurser och högre riskpremier för företagande.

Särskilt yttrande av Bo Lundgren

På två punkter delar jag inte utredningens analyser och förslag. Dessa är möjligheten för svenska fondbolag att bedriva individuell portföljförvaltning och möjligheten att tillhandahålla andelar i s.k. hedgefonder till allmänheten.

En nyhet i ucitsdirektivet är att medlemsstater ges rätt att auktorisera fondbolag att, vid sidan av fondverksamheten, även förvalta värdepappersportföljer enligt särskilt uppdrag från enskilda investerare (individuell portföljförvaltning eller diskretionär förvaltning). Utredningen anser att det inte är förenligt med konsumentintresset att tillåta fondbolag att tillhandahålla även dessa tjänster. De intressekonflikter som kan uppkomma skulle sätta fondandelsägarna i en sårbar situation med små möjligheter att bevaka sin rätt.

Om det i den svenska lagstiftningen om värdepappersfonder inte skulle införas möjligheter för svenska fondbolag att även bedriva

individuell portföljförvaltning, skulle förmodligen Sverige bli ett av de få länder som inte möjliggör detta. Enligt min uppfattning skulle detta inverka menligt på konkurrensförutsättningarna mellan svenska och utländska fondföretag. Utländska fondföretag, inklusive de som ägs t.ex. av svenska banker, skulle inte kunna förhindras att erbjuda denna tjänst till den svenska marknaden. De skulle därigenom få en konkurrensfördel gentemot svenska fondbolag.

Enligt min uppfattning innebär inte heller en möjlighet för svenska fondbolag att tillhandahålla individuell portföljförvaltning någon större skillnad vad gäller riskerna för intressekonflikter. Redan i dagsläget kan sådana uppkomma vid t.ex. delegering av förvaltningen från ett fondbolag till ett värdepappersbolag. Finansinspektionen bevakar i den löpande tillsynen riskerna för intressekonflikter av alla olika slag mellan fondbolag och t.ex. värdepappersbolag.

Vad därefter gäller s.k. hedgefonder föreslår utredningen att andelar i sådana får säljas till allmänheten endast genom fondandelsfonder, där varje enskild fond inte får utgöra mer än 20 procent av fondandelsfondens förmögenhet.

Det bör, endast om det föreligger mycket starka skäl, i lagstiftning regleras vad som är lämpliga eller olämpliga finansiella produkter för allmänheten. Den mer svårgenomträngliga och i vissa fall mer riskfyllda finansiella produkt som kan anses känneteckna sparande i hedgefonder, utgör enligt min uppfattning inte tillräckligt starka skäl för att begränsa allmänhetens möjlighet att spara i sådana fonder. De särskilda förhållanden som kännetecknar hedgefonder och sparande i sådana bör i första hand lösas genom tydligare och vidgade krav på information. Vad som ytterligare talar mot utredningens förslag är de avgränsningsproblem mellan specialfonder och hedgefonder som detta skapar. Dels kan det vara svårt att tillskapa en tillräckligt klar och tydlig legaldefinition av hedgefonder, dels kommer det i inspektionens tillämpning att bli svåra avgränsningsfrågor när det gäller att avgöra vad som är en specialfond och vad som är en hedgefond.

Särskilt yttrande av Vilhelm Nordenanckar

Information till andelsägarna

Utredningen föreslår att andelsägarna *efter begäran* ska få sig tillränt årsberättelser och halvårsredogörelser med information om vad som behövs för att man ska kunna bedöma en investeringsfonds utveckling och ställning. Detta är gott och väl men enligt min mening inte helt tillfredställande.

Jag anser att andelsägarna *automatiskt* minst en gång per år ska få en förenklad information där det kortfattat, översiktligt och lättbegripligt redogörs för utvecklingen i fonden och viktigare händelser i fondförvaltningen, som kan vara av betydelse för andelsägarna såsom t ex utbyte av fondförvaltare. Denna redogörelse kan liknas vid den typ av information, som ska ges i det föreslagna informationsbladet innan försäljning. Den förenklade redogörelsen skulle kunna skickas ut exempelvis i samband med de lagstadgade utskicken av information om de totala kostnaderna för fonden.

Särskilt yttrande av Anne-Marie Pålsson *

Kärnan i utredningens arbete kan i starkt förenklade termer sägas ha varit att undersöka om fondbolagens förvaltningsuppdrag kan ges friare former och vidgas till att inbegripa fler tillgångsslag och fler finansiella strategier. Vårt uppdrag har i praktiken begränsats till att avgöra om detta kan ske inom ramen för den befintliga fondstrukturen given dels av ucitsdirektiven, dels av den svenska formen för rättslig relation mellan andelsägare och förvaltare/fondbolag.

Enligt min mening har vi löst denna uppgift på ett förtjänstfullt sätt. De ökade risker som är förenade med en friare förvaltning, har uppmärksamrats. Lösningen som utredningen rekommenderat för att lindra de problem som kan komma att uppstå ligger väl inom ramen för den nuvarande strukturen på finansmarknaden och innebär att Finansinspektionens övervakningsuppdrag utökas. Jag står också i huvudsak bakom utredningens analyser och de förslag som presenteras i betänkandet.

* Detta yttrande bygger på ett arbete av A-M. Pålsson och P. Samuelsson, Värdepappersfonder som placeringsform, rapport nr 18, Personal Finance and Family Business Research Program, (2001). Detta forskningsprogram har finansierats av Sparbanksstiftelsen i Malmö.

Skälet till att jag ändå avger ett särskilt yttrande är att jag oroas över vad som inte står där. Utredningens förslag till lättnader i förvaltningsuppdraget bör rimligen leda till att mera kapital allokteras till fonderna. Det problematiska med detta är att den rättsfigur som den svenska fondlagen skapat i flera avseenden är till nackdel för andelsägaren. Särskilt gäller detta den fördelning av rättigheter, som det implicita kontraktet mellan andelsägare och fondbolag/förvaltare ger upphov till. Dessa rättigheter är fundamentala och gäller dels rätten att påverka fondens skötsel, dels rätten att utöva de rättigheter – såsom rösträtten – som är förknippade med de tillgångar som fonden investerat i.

Sett i detta perspektiv hade det varit naturligt om utredningen noga utrett frågan om det nuvarande fondkontraktet i sig är ändamålsenlig ur ett rättighetsperspektiv. Så har också skett och utredningen fann då att inget av de länder den studerat, möjligtvis med undantag från Tyskland, så konsekvent berövat andelsägarna sina rättigheter som Sverige. Trots det valde utredningen i detta delbetänkande att inte föreslå förändringar. Enligt min bedömning är detta otillfredsställande, inte minst mot bakgrund av att utredningen pekat på allvarliga intressekonflikter som finns inbyggda i den rådande fondstrukturen. Det är dessa aspekter som mitt yttrande söker belysa.

Vad är fondsparande

Fondverksamhet väcker en rad komplicerade frågor av såväl juridisk som ekonomisk art. Den nuvarande regleringen av fonderna kan inte sägas fullt ut beakta den allt större betydelse fonderna har fått som placeringsform. Inte heller berör lagstiftningen de konsekvenser för ägandet och ägarrollen som fondernas växande aktieinnehav aktualiserar. Något av ett dilemma uppkommer därför när de problem som fonderna genererar skall analyseras närmare. Det visar sig nämligen ganska omgående att de skär genom en rad olika rättsområden och i betydelsefulla avseenden är gemensamma med exempelvis aktiebolagsrätten utan att fördens skull kunna anknytas till den omfattande forskning som bedrivits i anslutning härtill. Det kan därför sägas vara *implikationerna* av en alltmer omfattande fondverksamhet och regleringen av denna verksamhet som skapar en rad komplicerade problem av sådan tvärsnittskaraktär snarare än företeelsen som sådan. Ambitionen i detta

yttrande inskränker sig därför till att beröra vissa aspekter av fondkonstruktionen.

För att kunna diskutera den nuvarande regleringen av värdepappersfonder och dess ändamålsenlighet måste studieobjektet beskrivas närmare.¹ Inledningsvis beskrivs därför i schematisk form den utveckling som lett fram till att det agentproblem som redan i början av 1900-talet förknippades med aktiebolaget med spritt ägande accentuerats ytterligare genom att sambandet mellan ägande och risktagande saknas nu både på lednings- och ägarsidan. Detta är en konsekvens av fondlagen som utestänger andelsägarna från varje form av inflytande samtidigt som fondbolagen saknar incitament att övervaka.

På basis av detta analyseras därefter några frågeställningar som är särskilt intressanta för detta vidkommande. Vad för slags organiserad samverkan är det för det första fråga om och hur är rättighetsfördelningen mellan parterna utformad? Vilka intressenter är för det andra involverade i denna och vilka drivfjädrar skapar den nuvarande rättsliga regleringen av fondverksamhet?

Från direkt till indirekt ägande

Det traditionella rättsvetenskapliga sättet att se på aktierättens innehåll innebär att kapitalplacering i utbyte mot satsat kapital får en medförvaltningsrätt i form av rösträtt och en andel i företagets vinst i proportion till antalet aktier. Aktieägarna disponerar i principiell mening alla rättigheter som medger användning och överlåtelse av bolagsegendom. All makt över bolaget och dess egendom kan därför härledas till aktierätten. Den rättighetsfördelning som skapas genom aktiebolagslagen återspeglar detta. Den rationella passivitet som följer av att ägarna av de stora bolagen med noterade aktier är många och okoordinerade är en spontan effekt hos marknaden. Aktieägandet är för de allra flesta inskränkt till en finansiell placering och en sparform bland andra. Placeringar uppfattar tydligen också de befintliga styrningsmedlen som tillfredsställande för att de skall vara villiga att satsa kapital även om

¹ I USA har *mutual funds* varit föremål för lagstiftares uppmärksamhet alltsedan 1960-talet. Bland de policystudier som publicerats märks Securities and Exchange Commission, *Report on the Public Policy Implications of Investment Company Growth*, H. R. Rep. No. 2337, 89th Cong. 2d. Sess. (1966); *Institutional Investor Study Report* H. R. Doc. No. 64, 92d Cong. 1st Sess. (1971) Wharton School of Finance, *A Study of Mutual Funds*, H. R. Rep. No. 2274, 87th Cong. 2nd Sess (1962). Särskilt den sistnämnda studien citeras fortfarande ofta.

rätten till inflytande om än inte *de jure* men väl *de facto* är eliminerad.²

De amerikanska författarna Berle och Means beskrev ingående redan på 1930-talet problematiken med den maktkoncentration som kan följa i spåren av aktieägarnas passivitet i förhållande till de större företagen i USA.³ I avsaknad av kontrollägare kommer företagsledningen att få det bestämmande inflytandet över företaget. Alltsedan Berle och Means har diskussionens vågor gått höga hur de i första hand ekonomiska problem som det passiva ägandet skapar bäst skall lösas. Den klassiska formuleringen av detta företagsteoretiska problem är hur den intressekonflikt som uppkommer i spritt ägda företag mellan ägare och ledning skall kunna övervinnas till aktieägarnas fromma.⁴ Det likaledes klassiska rättsliga remediet är lojalitetsplikt.

Genom det institutionaliserade ägandets segertåg har det direkta aktieägandet i företag kommit att ersättas av indirekta ägarformer.⁵ Dessa kan men behöver inte nödvändigtvis uppträda som passiva ägare. Allmänhetens intresse för fondsparande har inneburit att en ny finansiell intermediär – fondbolaget – har kommit att dominera marknaden.

Fondlagen i sin nuvarande och av utredningen föreslagna konstruktion skapar en rättsfigur som kan karaktäriseras av att andelsägarna satsar riskkapital i utbyte mot en andel i fondens värdeökning. Konstruktionen innebär att andelsägare avstår från den rätt till medinflytande över förvaltningen av det företag, i vars aktier fonden investerar och som enligt aktiebolagslagen normalt följer av rösträtten vid aktieförvärv.⁶ Denna rätt har i stället tilldelats fondbolaget. I aktiebolagsrätten anses rösträtten vara en nödvändig om än inte tillräcklig betingelse för förverkligandet av rätten till avkast-

² Man kan i grova drag dela in företagets styrning i två kategorier, intern och extern. Med intern styrning avses sådan påverkan som sker inom ramen för befintliga ägarkategorier genom aktiv närvaro på ägarstämma, i styrelsearbete, nomineringskommittéer etc. Den externa styrningen utgår från de finansiella marknaderna och utgörs i allt väsentligt av hot om uppköp.

³ A. A. Berle och G. C. Means, *The Modern Corporation and Private Property* (1932). Detta mer citerade än lästa arbete har gjort ett outplånligt intryck på förståelsen av aktiebolaget och aktiebolagsrättslig forskning även utanför USA.

⁴ Beroende på ägarförhållandena kan lika gärna konflikten mellan majoritet och minoritet lyftas fram som den dominerande, se C. Bergström och P. Samuelsson, *Aktiebolagets grundproblem*, Stockholm (2000).

⁵ Utvecklingen kan illustreras av följande siffror. År 1970 ägdes 56 procent av de svenska börsnoterade aktierna direkt av hushållen. Motsvarande siffra för 1998 var 15 procent enligt uppgifter från SCB, Börsägandet, FM 20 SM 9901. En stark drivkraft för denna institutionalisering av ägandet är fortfarande utformningen av skattesystemet.

⁶ G. S. Alexander, *Pensions and Passivity*, 56 *Law and Contemporary Problems* 111 (1993).

ning och därtill en viktig komponent i det knippe av rättigheter som konstituerar äganderätten till företag. I så måtto avviker andelsägande enligt fondlagen från den traditionella liberala föreställningen om äganderätt där förvaltningsansvaret ligger hos den som satsar kapital.

En så specialiserad rättighet som en andel i en värdepappersfond är långt mindre omfattande än aktieäggande, men kan trots detta köpas och säljas på liknande sätt. Den kvardröjande frågan är i vilken mån aktieägandets övergång till andelsägande är samordnad med en övervakningsform som inte äventyrar andelsägarnas ekonomiska intressen. Risker är överhängande att värdepappersfonderna skapar nya intressekonflikter med åtföljande agentproblem genom en form av maktutövning med svagt stöd i faktiska ägarförhållanden. Intressant nog innebär fondkonstruktionen i vårt land en parallell till den problematik som Berle och Means poängterade. I spritt ägda företag tenderar makten att tillfalla bolagsledningen, vilket innebär att den eftersträvade balansen mellan risktagande och makt rubbas. Med fonderna sker samma sak på ägarsidan, nämligen att de aktörer som i allt större utsträckning intar ägarrollen också saknar kopplingen till ekonomiskt risktagande.

Värdepappersfonder kan alltså ses som ett betydelsefullt och tydligt urskiljbart steg i en spontan ekonomisk utveckling mot en placeringsform som är anpassad efter det passiva ägandets förutsättningar. Till skillnad från aktieägare saknar dock en fondandelsägare varje möjlighet att påverka dels i vilka tillgångar fonden investerar dels hur den egendom förvaltas som förvärvats för det av honom satsade kapitalet. I stället tillhandahåller staten en lagstiftning som preciserar andelskapets närmare villkor och graden av investerarskydd. På motsvarande sätt som gäller för aktiebolag är fondbolag ålagda att allt beslutsfattande måste ske i andelsägarnas intresse, men övervakningen av fondverksamhet åvilar inte andelsägarna utan Finansinspektionen.

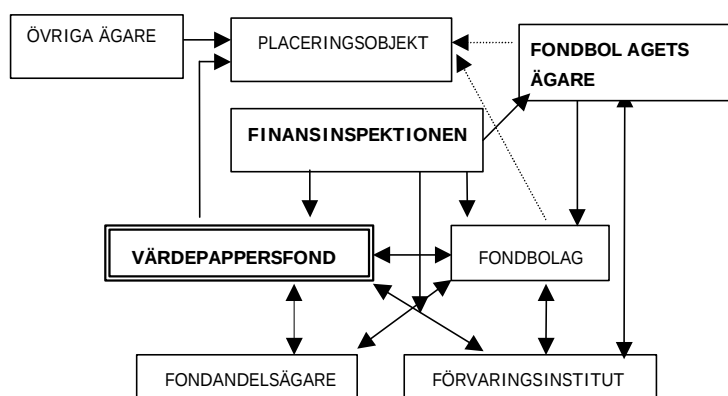
Partsförhållanden

Fondlagen bygger i stor utsträckning på den engelska rättsfiguren *unit trust*. Liksom *unit trust* hänför sig den svenska fondformen till en öppen fond där andelsägaren när som helst kan lösa in sina fondandelar. Till skillnad från förebilden saknar fondlagen regler

om en konstitution som anger den rättighetsfördelning som reglerar förhållandet mellan parterna. I stället utgör fondlagen, den aktuella fondens fondbestämmelser och i viss mån kontraktet mellan andelsägaren och fondbolaget grunden för rättsförhållandet mellan parterna. Av viss betydelse är också Finansinspektionens föreskrifter samt de riktlinjer som utfärdas av Fondbolagens Förening.

Fondlagen utgår från att värdepappersfonder bildas på initiativ av ett fondbolag, som skall vara ett aktiebolag, efter att fondbestämmelserna godkänts av Finansinspektionen. Översiktligt kan förhållandet mellan de olika aktörerna beskrivas sålunda:

Figur 1: Partsförhållandena i översikt.



I centrum för analysen står värdepappersfonden som består av de finansiella instrument – huvudsakligen börsnoterade aktier – som fondförvaltaren investerat andelsägarnas tillskjutna medel i och som till fullo ägs av andelsägarna.

Värdepappersfonden har en speciell juridisk konstruktion. Den kan inte förvärva rättigheter eller ta på sig skyldigheter. Andelar i en fond innebär därför ingen äganderätt till de bakomliggande tillgångarna. Inte heller kan fonden föra talan inför domstol eller någon annan myndighet. Att fondens tillgångar utgör en särskild avskild förmögenhetsmassa som sköts av ett förvaringsinstitut är naturligtvis i sig ett viktigt investerarskydd.

Enligt fondlagen skall en bank eller ett annat kreditinstitut vara förvaringsinstitut. Alla medel som investeras i fonden blir en del av den särskilda förmögenhetsmassa som övervakas av förvaringsinstitutet som i sin tur står under Finansinspektionens tillsyn. Är fondbolaget ägt av en bank, vilket som regel är fallet, kan förvaringsinstitutet vara identisk med ägaren av fondbolaget. Detta bäddar för potentiella intressekonflikter t.ex. rörande avgiftssättningen för de tjänster som förvaringsinstitutet utför, men innebär också en ökad risk vid fallissemang. Överhuvudtaget kommer fondlagen inte att skapa det avsedda investerarskyddet om förvaringsinstitutet och fondbolagets ägare är samma juridiska person eller har starka ägarband.

Enskilda värdepappersfonder ingår inte sällan i stora pooler av fonder, centralt förvaltade av fondbolag. Det är därför inte helt rättvisande att enbart framhäva förhållandet mellan fondandelsägaren och den enskilda värdepappersfonden eller mellan fondandelsägaren och fondbolaget. Ett tredje och kanske viktigare förhållande återfinns mellan fondandelsägaren och fondbolagets ägare. En fond som förvaltas av exempelvis ett fondbolag som ägs av Handelsbanken, kan inte uppfattas som en i alla avseenden självständig juridisk enhet. Det är snarare så att Handelsbanken, som genom sitt fondbolag erbjuder andelsägande i olika specifika fonder, framträder som den egentliga motparten och vars anseende är avgörande för att vissa placerare väljer att placera i just dessa fonder.

Fondlagens uppbyggnad innebär också att Finansinspektionen kommer att inta en mycket central och jämförelsevis aktiv roll. Genom att andelsägarnas möjligheter att påverka fondens verksamhet eller inriktning är obefintlig, kommer inspektionen att i vissa fall att inta en ställning som har drag av motpartsförhållande gentemot fondbolag och fondbolagens ägare. Denna roll framträder tydligt närhelst en fond skall ändra inriktning eller läggas samman med en annan eller på annat sätt förändras. Det investerarskydd som andelsägare erhåller kommer dels att vara beroende av hur fondbolagen utövar sin ägarroll dels hur inspektionen utövar sin övervakningsroll. Att avgöra om investerarskyddet är optimalt är därför svårt att bedöma.

Andelsägarnas inflytande

Utöver de bestämmelser i fondlagen som fastställer vissa av fondbolagets förpliktelser skall det finnas fondbestämmelser som preciserar i vilka kategorier av fondpapper och andra finansiella instrument fondmedlen skall placeras. Det är fondbolaget som sköter hela förvaltningen och hyser kompetent personal för detta ändamål. Andelsägarna har inget inflytande över förvaltningen.

Så har emellertid inte alltid varit fallet. Fram till 1990 gavs andelsägarna viss möjlighet att påverka skötseln av fondens tillgångar via sina representanter i fondbolagets styrelse. Denna skulle bestå av minst fem personer och andelsägarna eller deras intresse-sammanslutning skulle utse en ledamot för varje påbörjat tretal ledamöter. Resten av ledamöterna utsågs av fondbolagets ägare.⁷

I den nuvarande fondlagen saknar emellertid andelsägarna lag-enlig rätt att utse representanter i fondbolagets styrelse, utan dessa tillsätts av fondbolagets ägare. Några skäl till varför denna förändring genomfördes redovisas inte annat än att fondspararna förmodades vara mer intresserade av kvalificerade förvaltartjänster än av inflytande. Lagen tillåter dock enskilda fonder att införa regler för representation i styrelse för att tillgodose önskemål från de andelsägare som föredrar fonder med andelsägarinflytande. Som en direkt konsekvens av detta, har andelsägarna inte längre har något lagstadgat inflytande alls över av fonderna utan deras inflytande begränsas till att sälja sina andelar om de är missnöjda med verksamheten.⁸ Men denna metod är förenad med betydande kostnader – eventuell realisationsvinst kan inte uppskjutas utan måste beskattas omedelbart – varför dess effektivitet i praktiken är begränsad.

Det bärande skälet bakom lagändringen framgår inte klart, men tycks bestå i att berörda parter – fondbolag och bankinspektion (vars uppgifter nu sköts av Finansinspektionen) – ansåg att det vara alltför administrativt betungande och kostsamt att hantera stäm-morna på vilka styrelseledamöterna utsågs.⁹ Detta argument är förståeligt och rimligt, men bortser från att andelsägarna samtidigt

⁷ Kravet på andelsägarnas styrelserepresentation ställdes högre för de nu avvecklade aktie-sparfonderna och allemansfonderna. För allemansfonderna krävdes att minst hälften av styrelseledamöterna skulle utses av andelsägarna. För dem gällde att styrelsen för fondbolaget skulle bestå av minst sju ledamöter. Av dessa skulle flertalet (och bland dem ordföranden) väljas av en fondandelsstämma. Se 7 § SFS 1974: 931 respektive 13 § SFS 1983:890.

⁸ Ds 1989:71 och prop. 1989/90:153.

⁹ Ds 1989:71 s. 48.

frånkänns en väsentlig komponent av investerarskyddet. Ur principiell synvinkel kan ifrågasättas om en sådan ensidig förändring av rättighetsfördelningen till fondbolagens fördel borde genomförts utan att andelsägarna kompenseras för denna försämring.

Förändringar av fondkontraktet

Ett fondbolag kan efter tillstånd av Finansinspektionen lägga samman värdepappersfonder. Tillstånd lämnas med stöd av fondlagen om åtgärden kan anses förenlig med fondandelsägarnas intressen eller om placeringsinriktning och fondbestämmelser är likartade i den nybildade fonden. Sammanläggning förutsätter också att det inte framstår som olämpligt ur allmän synpunkt. En fond kan enligt samma lagrum också delas om det anses förenligt med fondandelsägarnas intressen. När ett tillstånd av endera slag mottagits skall andelsägarna meddelas om detta. Det är först när Finansinspektionen lämnat tillstånd som andelsägarna behöver informeras om förändringarna. Andelsägarnas värde av denna *ex post* information kan dock diskuteras. Genom att informationen ges först efter det att förändringen inträffat, berövas andelsägarna möjligheten att i förväg genom eget agerande (köp alternativt försäljning av andelar) kompensera sig för beslutet i fråga.

Ur detta perspektiv vore det värdefullt att analysera hur en ordning som innebär att andelsägarna informeras innan förändringen träder i kraft skulle kunna utformas. Vilka slags förändringar skall omfattas av ett sådant *ex ante* informationskrav och vilken tidshorisont bör gälla, är exempel på frågor som kan diskuteras. Betydelsen av transparens för en effektiv finansiell marknad kan inte nog framhållas och det förefaller rimligt att detta krav på transparens också bör gälla fondmarknaden.

För närvarande saknar andelsägarna i dessa förändringsfall varje form av inflytande och det är förenat med svårigheter att kontrollera de ekonomiska effekterna av sådana förändringar. Enligt fondlagen har inspektionen ytterst sett att tillgripa en skönsmässig bedömning av om åtgärden kan anses *förenlig med fondandelsägarnas intressen*. I realiteten kommer myndigheten i dessa fall att företräda andelsägarna gentemot fondbolaget. Huruvida detta är en lämplig ordning torde kunna sättas i tvivelsmål. Att dessa regler skulle försätta inspektionen inför kontroversiella ställningstaganden förefaller inte särskilt sannolikt, men det kan inte uteslutas att

övergripande samhällshänsyn i kritiska lägen skulle kunna ta över det renodlade partsintresse som borde styra detta beslutsfattande. Risken för och tvivel om inspektionens opartiskhet skulle kunna minska allmänhetens förtroende för placeringsformen.

Det är dessutom så att inspektionens roll aldrig kan få karaktären av renodlat partsföreträderskap. Rollen som "företrädare" begränsas till de fall fondbolagen behöver denna genom att begära tillstånd för en viss förändring av verksamheten. Inspektionen kan exempelvis inte å andelsägarnas vägnar kräva upphandling av tjänsten som förvaringsinstitut för att garantera lägsta möjliga avgifter. Uppgiften är därför reaktivt snarare än aktivt bestämd

Den berörda ändringsbestämmelsen i fondlagen illustrerar andelsägarnas svaga ställning. Investerarskyddet vilar nära nog uteslutande på *exit*-möjligheten tillsammans med kravet att alla beslut som berör fonden skall vara förenliga med andelsägarnas intressen ("lojalitetsplikten").¹⁰ Eftersom *exit*-möjligheten är starkt beskuren genom skattebestämmelser, kommer lojalitetsplikten att få en närmast exklusiv skyddsfunktion. Andelsägarna har själva ingen möjlighet att ta ställning till om en förändring är önskvärd eller inte. Denna bedömning förutsätts ske i samband med tillståndsprövningen av Finansinspektionen.

Fondbolag som ägare

Fondbolaget och dess förvaringsinstitut skall enligt fondlagen handla oberoende av varandra och uteslutande i andelsägarnas intresse. Lojalitetsplikten omfattar även utövandet av rösträtten i de företag fonden investerar i. Detta är även en naturlig följd av att andelsägarna saknar rätt att utse ledamöter i fondbolagens styrelser och att rösträtten tillkommer fondbolaget.

Andelsägarna kunde fram till lagens revidering 1991 utöva ett visst inflytande över dessa frågor via sitt lagenliga inflytande i fondbolagets styrelse. Ur den enskilde aktieägarens perspektiv innebär det normalt sett ingen uppoffring att avstå från rösträtten utan kan beskrivas som en anpassning av äganderätten som både är naturlig och följdriktig sett ur enskilde *placerares* perspektiv.¹¹ Genom fonderna optimeras deras ekonomiska nytta av aktieinnehav genom

¹⁰ A. Hirschman, *Exit, Voice and Loyalty: Responses to Declines in Firms, Organizations and States* (1970).

¹¹ H. Demsetz, *Toward a Theory of Property Rights*, 57 *American Economic Review* 13 (1967).

diversifiering och låga transaktionskostnader även med ett litet kapital.

Ur det enskilda *bolagets* synvinkel ser problematiken annorlunda ut eftersom en stor ägarandel kan bli maktmässigt oklar. Genom fonderna sugs latent makt upp som inte kan utnyttjas av dem som tillskjutit kapitalet, dvs. andelsägarna. Men denna makt försvinner inte utan absorberas av andra aktörer. Flera möjligheter står här till buds. En innebär att övriga kapitalägare får mer makt genom att deras rösträtter ges ett proportionellt sett högre värde. En annan är att företagsledningen utnyttjar den residuella makt som de passiva ägarna skapar. En tredje består i att fondbolagens ägare verkligen utnyttjat makten enligt sina egna intressen. En fjärde innebär att fondbolaget utnyttjar den makt som rösträtterna erbjuder i andelsägarnas intressen för att maximera avkastningen. Av skrivningen i fondlagen att döma är det endast den sistnämnda möjligheten som är förenlig med lagstiftningens ändamål.

Följdes lagen på detta sätt skulle en överföring av rösträtten från andelsägare till fondbolag vara till fördel för andelsägarna. Den totala övervakningskostnaden minskar om en aktör (fondbolaget) specialiserar sig på övervakning och utför denna uppgift för mångas räkning i stället för att varje andelsägare var för sig skall övervaka.

Det förefaller emellertid inte särskilt realistiskt att fondbolaget tar på sig uppgiften att övervaka skötseln av företag uteslutande i andelsägarnas intresse. Andra ägargrupper med bättre eller sämre förutsättningar till övervakning kan nämligen som följd av fondbolagens aktiva ägande avstå från denna uppgift. Detta skapar ett småskjutsproblem. Tar en enskild fond på sig denna uppgift, kommer kostnaden att belasta andelsägarna som finner att de kan köpa fondens underliggande aktier billigare på marknaden än vad de andelarna kostar om hänsyn tas också till avgiften. Alternativt kan motsvarande fondandelar köpas av ett annat fondbolag som inte avsätter resurser åt övervakning och som därigenom kan ta ut en lägre avgift från sina andelsägare. Den övervakande fonden konkurreras då ut och övervakningen upphör. Aktivt ägande kan därför anses strida inte bara mot fondledningens skyldighet att agera i andelsägarnas intresse utan även mot deras skyldighet att agera i sina ägares intressen. Fondbolaget skall enligt fondlagen vara ett aktiebolag och kravet på att bereda sina ägare maximal vinst är därför framträdande. Samtidigt som makten koncentreras genom att

kapitalet kanaliseras till och genom fonder råder alltså en form av oklarhet ifråga om hur den latent makten kan och bör användas.¹²

Även fonderna lyder därför under de ekonomiska lagar som skapar incitament till passivitet. Detta skapar sina speciella kontroll- och styrningsproblem, ännu i allt för hög grad obearbetade och analyserade. I takt med att värdepappersfondernas ägarandel ökar kommer förr eller senare en brytpunkt där de ägarkategorier som har så stora direkta innehav att de kan motivera övervakningsinsatser att ställas inför frågan om det är ekonomiskt rationellt att genomföra dessa insatser.¹³ Detta förutsätter att fondandelsägare och fondbolagets ägare till övervägande delen har samstämmiga intressen och att den kontroll- och övervakningsfunktion som utövas av fondbolagets ägare är adekvat ur placerarkollektivets synvinkel. Så behöver det givetvis inte vara.¹⁴

Slutsatsen blir att de övervakningsproblem som kan förknippas med aktiebolaget inte får någon lösning genom fonderna. Även om ägandet koncentreras, leder det inte med någon automatik till att övervakningsinsatserna intensifieras. Ett sätt att avhjälpa detta vore att öka de lagstadgade kraven på offentlighet kring vilka överväganden som ligger till grund för fondbolagens maktutövning respektive medvetna passivitet. Ett minimikrav skulle kunna vara att fonder som når ett visst minsta innehav av röster och kapital i ett enskilt bolag avkrävs en tydlig *ägarförklaring* som inte bara innefattar vaga målangivelser. Älägs varje fond en sådan förklaring kan potentiella andelsägare även välja fond med hänsyn taget till hur eventuell makt kommer att utövas. Dessutom skulle fondernas verksamhet kontinuerligt kunna göras till föremål för debatt och kritisk granskning.

¹² Detta har analyserats i A-M Pålsson, *Fondbolagen- de ovilliga och olämpliga ägarna*, Ekonomisk debatt, 29 (2001).

¹³ Den intressanta följdfrågan blir vilka ekonomiska incitament som förmår kontrollägare att företa dessa övervakningsinsatser, se Bergström och Samuelsson (2000).

¹⁴ Sammanslagningen av de båda företagen Astra och Zeneca utgör ett bra exempel på motstridiga intressen. Fondbolagen valde praktiskt taget genomgående att stödja fusionen medan andelsägarna, enligt en opinionsundersökning utförd av Aktiespararna motsatte sig den.

Avslutande synpunkter

Avslutningsvis kan framhållas att konstruktionen av den svenska fondlagen inneburit att fondbolagen kommit att uppträda som en finansiell intermediär med uppgift att sammanföra företag och ägare. Denna intermedieringsfunktion har i praktiken fått till följd att en av de tre rättigheter som normalt förknippas med ägandet av en aktie, nämligen rätten till medinflytande genom utövande av rösträtt vid bolagsstämma, överförts till intermediären. Ägandet har därigenom splittrats mellan andelsägare som tillskjutit kapital och fondbolaget som förvaltar kapitalet.

I svensk rätt finns inget krav på konstitution för en fond. Fondlagen har anammat vissa delar av den engelska fondkonstruktionen *unit trust*, men lagstiftaren har valt att bortse från den rättighetsfördelning som följer av den synnerligen komplexa trusten. För *unit trust* finns det klart utkristalliserade regler om rättighetsfördelningen mellan placerare och de förvaltande organen. Denna återfinns huvudsakligen i reglerna om institutet *trust* samt bestämmelserna i ifrågavarande *trust deed*. Följden av att man utgått från *unit trust*-institutet utan att beakta de bakomliggande rättsförhållanden för denna fondform har skapat anomalier i rättighetsfördelningen i den svenska fondstrukturen, vilket i sin tur skapar en osäkerhet om fondmarknadens villkor.

Argumenten för en reformerad fondstruktur kan flerfaldigas. Till att börja med är det viktigt att ha en associationsform som faktiskt avspeglar den rättighetsfördelning som lagstiftaren åsyftar. Fondlagen ger i sin nuvarande skepnad andelsägarna små möjligheter att övervaka sin placering och det finns inget i dess rättighetsfördelning som garanterar dem inflytande eller form av kontroll såsom andelsägarstämma eller bolagsstämma. Det finns heller ingen rättslig ansvarsfördelning mellan förvaltarorganen med ett inbördes kontrollansvar. Fondbolagen kan dessutom efter tillstånd av Finansinspektionen praktiskt taget utan förvarning förändra eller lägga ner en fond och föreslås nu också kunna delegera en del av verksamheten på någon annan. Finansinspektionen har givits den övervakande roll som andelsägarna borde ha.

Fondkonstruktionen skapar också intressekonflikter som ligger inbyggda i fondindustrins ägarstruktur. Fondlagen är inte anpassad till dessa förhållanden och saknar därigenom effektiva redskap till att begränsa de intressekonflikter mellan andelsägare, förvaltare,

fondbolagens ägare och förvaringsinstitut, som uppkommer i fondverksamheten.

En möjlig väg vore att införa associationsformen investmentbolag med variabelt aktiekapital, s.k. investeringsbolag. Fonden skulle i så fall bli en juridisk person och andelsägarna aktieägare med direkta anspråk på de rättigheter som aktierätten normal är förbunden med. Denna form för fondsparande är den dominerande i USA.¹⁵ Den associationsrättsliga strukturen på fondkontraktet är också vanlig i Europa

Genom en sådan fondform skulle bättre kontroll- och styrningsmöjligheter erhållas, samtidigt som många av de intressekonflikter som uppkommer i det nuvarande systemet kan undvikas. Andelsägarna blir i stället aktieägare med möjlighet till direkt inflytande i bolagets förvaltning, möjlighet att tillsätta ledamöter i styrelsen samt möjlighet att avsätta styrelsen.

Den befintliga strukturens inbyggda intressekonflikter har uppmärksamats av utredningen, men den valde att ändå inte föreslå några förändringar i detta avseende med argumentet att detta skulle kräva långtgående förändringar i den svenska aktiebolagslagen. Argumentet är begripligt, men knappast tillräckligt för att avstå från att föreslå en förändring i kontraktstrukturen. Dessa s.k. investeringsbolag hade nämligen, såsom fallet är i de europeiska länder där dessa fondformer förekommer, kunnat regleras i särskild lag.

Ett alternativ är att utredningen undersöker vilka andra möjligheter som föreligger för att stärka andelsägarnas inflytande och undvika intressekonflikter. Spontant framstår två vägar som framkomliga. Den ena består i att tillåta andelsägarna byte av fond utan att uppkomna realisationsvinster behöver beskattas. Exit-möjligheten blir därigenom mera effektiv och förutom att detta stärker andelsägarnas rättigheter ökar konkurrensen på fondmarknaden.

¹⁵ Lagstiftningen kräver inte uttryckligen detta, men utgår ifrån att de karakteristika för beslutsfattande i olika bolagsorgan som aktiebolagsformen har också appliceras på fonderna. En styrelse skall finnas som övervakar fondens skötsel och de avtal som fonden ingår med förvaltare och utomstående leverantörer av transaktionstjänster. Styrelsen utses genom val av andelsägarna som också beslutar om större förändringar i fondens verksamhet och inriktning. Se Investment Company Act 1940. Lagstiftningen är federal och övervakas av Securities and Exchange Commission (SEC). I lagtexten benämns "mutual funds" *open-ended investment funds*. År 1992 publicerades en betydelsefull rapport om fonderna och dess uppbyggnad i formellt hänseende, se Division of Investment Management, US Securities and Exchange Commission, Protecting Investors: A Half Century of Investment Company Regulation (May 1992).

Den andra möjligheten består i att andelsägarnas ställning i fondbolagens styrelser stärks. Hur detta exakt skall gestalta sig, återstår att undersöka, men en lagreglerad breddning av fondbolagens styrelser förefaller rimligt. Härvidlag bör det noteras att andelsägarna i länder som Norge och Finland, som i likhet med Sverige valt den kontraktsrättsliga formen, garanterats lagstadgad representation i styrelsen. Även Danmark som valt föreningsformen, ger andelsägarna, via syrelserepresentation, ett större inflytande över fonden än vad som är fallet i Sverige.

Att andelsägarnas ställning stärks är viktig inte minst mot bakgrund av att utredningen föreslår att fondbolagens skyldighet att tillsända samtliga andelsägare relevant information ersätts med en skyldighet att tillsända *de andelsägare som så önskar* denna information. Denna föreslagna minskning i informationsplikten, som infördes 1990 som en kompensation för att fondbolagen givits ett friare förvaltningsuppdrag vilket bl.a. annat medgav investeringar i derivatinstrument, är allvarlig. Nu föreslås en ytterligare vidgning av investeringsmöjligheterna parallellt med att informationskravet reduceras. Även om andelsägarna med den föreslagna formuleringen inte berövas sin rätt till information, har de *berövats rätten till automatisk information* – för att få sådan måste de nu göra en aktiv insats.