

Sammanfattning¹

Inledning

Utredningen har haft till uppgift att göra en förutsättningslös översyn av lagstiftningen om värdepappersfonder och andra företag för kollektiva investeringar (dir. 1999:108). I tilläggsdirektiv har utredningen också getts i uppdrag att lämna förslag på hur de nya s.k. ucitsdirektiven (2001/107/EG och 2001/108/EG) skall genomföras i svensk lagstiftning (dir. 2002:48).

I detta delbetänkande lämnas förslag på en ny reglering för fondsparandet. Den nuvarande lagen om värdepappersfonder ersätts med en ny lag om investeringsfonder. Lagen reglerar såväl värdepappersfonder, som överensstämmer med ucitsdirektivets krav, som specialfonder dvs. fonder som på något sätt avviker från bestämmelserna i ucitsdirektivet och som därför inte får marknadsföras och säljas fritt utanför Sverige. Specialfonder benämndes tidigare nationella fonder. Värdepappersfonder och specialfonder sammanförs i den gemensamma benämningen investeringsfonder.

I ett slutbetänkande – som skall föreläggas regeringen senast vid utgången av november månad 2002 – kommer utredningen att behandla bl.a. frågor om förvaringsinstitut, avveckling, sammanslagning och delning av fonder, möjligheten att i vissa fall vägra inlösen av fondandelar, kontrolluppgifter samt andra regler som syftar till att förstärka konsumentskyddet.

Utgångspunkter för arbetet

Det främsta skälet att reglera fondsparandet är intresset och behovet av att skydda konsumenterna. Konsumentskyddsintresset tar sin utgångspunkt i att fondsparandet ofta är av stor privat-

¹The summary is available in English in a separate issue. Ett särtryck av sammanfattningen finns på engelska.

ekonomisk betydelse och att produkterna och de överväganden som krävs i fondsparandet är komplexa. Fondspararna befinner sig dessutom i ett informationsunderläge gentemot fondbolaget som har sin grund i att avtal om fondsparande sluts innan resultatet av sparandet är känt.

Utredningen har inte funnit att det i detta sparande finns några systemrisker som är unika för fondmarknaden och som skulle kunna motivera en reglering av fondsparandet. Fondsparandet är visserligen en del av värdepappersmarknaden som i sig möjligen kan skapa systemriskliknande effekter. Det beror dock i så fall inte enbart på fondsparandet.

Fondspararna utsätts emellertid för en finansiell risk, dvs. en risk för att avkastningen blir något annat än förväntat. Denna risk hanteras bäst med placeringsregler där ett övergripande krav på riskspridning finns för alla fonder som regleras av lagen om investeringsfonder. Fondspararen utsätts även för en risk att få en dålig rådgivning. Denna risk behandlas bara indirekt av utredningen eftersom en särskild utredning i frågan har pågått parallellt (SOU 2002:41). Fondspararna utsätts också för en administrativ risk, dvs. en risk för att fondspararnas medel inte finns tillgängliga den dag de skall användas. Denna risk hanteras bl.a. genom regler som skiljer fondspararnas tillgångar från fondbolagens tillgångar. Slutligen är risken för intressekonflikter mellan fondbolagen och fondandelsägarna viktiga att analysera och motverka i den mån det är möjligt.

Utredningens förslag grundar sig huvudsakligen på de nya bestämmelserna i ucitsdirektiven. Ucitsdirektiven är till största delen s.k. minimidirektiv som ger medlemsstaterna möjlighet att föreskriva strängare regler. Vissa bestämmelser i ucitsdirektiven behöver således inte införas i den nationella lagstiftningen; denna bedömning görs av varje medlemsstat.

Nya regler för fondbolagen

Fondbolag måste ha Finansinspektionens tillstånd att förvalta investeringsfonder. Fondbolag får också ta emot uppdrag från andra fondbolag att förvalta fonder, hjälpa till med försäljningen eller på annat sätt utföra arbetsuppgifter som ingår i fondförvaltningen. Ett fondbolag får däremot inte tillhandahålla s.k. individuell portföljförvaltning (uppdrag att förvalta enskildas värdepapper

enligt särskilt avtal). I denna del väljer utredningen att inte införa den möjlighet som ges i ucitsdirektivet. Detta beror framför allt på de intressekonflikter som kan uppstå om fondförvaltning och individuell förvaltning sammanblandas i ett och samma bolag.

Svenska fondbolag får verka fritt och sälja andelar i värdepappersfonder inom EES-området. På samma sätt får de utländska fondbolag som har fått tillstånd i enlighet med ucitsdirektivet verka här i Sverige.

Krav på fondbolagen

Det är endast fondbolag som tillåts förvalta investeringsfonder. Den tidigare möjligheten för t.ex. värdepappersbolag att förvalta vissa typer av fonder upphävs.

I enlighet med de nya bestämmelserna i ucitsdirektivet måste fondbolag uppfylla vissa kapitalkrav. Dessa kapitalkrav går längre än de nuvarande. Vidare uppställs krav på styrelsen, verkställande direktören och andra som leder verksamheten i bolaget. Nytt är också att fondbolagets organisation skall beskrivas i en verksamhetsplan. Därutöver föreskrivs krav på fondbolagets ägare och att fondbolaget inte får ingå i en svåröverskådlig företagsgrupp. I likhet med annan finansiell lagstiftning införs också s.k. sundhets- och uppföranderegler som anger hur fondbolagen skall bedriva sin verksamhet så att allmänhetens förtroende upprätthålls.

Uppdragsavtal

Fondbolag får genom ett särskilt uppdragsavtal lämna över delar av sin verksamhet till andra företag. Detta var möjligt även tidigare enligt Finansinspektionens praxis. Nu införs uttryckliga regler i lagen om investeringsfonder i enlighet med de nya bestämmelserna i ucitsdirektiven.

Även om t.ex. förvaltningen av en värdepappersfond läggs ut på någon annan har dock fondbolaget kvar det juridiska ansvaret gentemot fondandelsägarna.

Finansinspektionens tillsyn

Liksom tidigare utövar Finansinspektionen tillsyn över fondbolagen. Inspektionen får enligt de nya lagreglerna dock utökade möjligheter att ingripa mot fondbolag. Inspektionen får således om det behövs återkalla ett tillstånd, meddela varning eller förelägga fondbolaget att vidta rättelse. Inspektionens beslut kan också förenas med vite.

Information

Fondbolagen skall upprätta och skicka ut information till andelsägarna. Som tidigare skall det finnas en informationsbroschyr och varje år skall halvårsredogörelser och en årsberättelse upprättas. En nyhet är att fondbolagen även skall upprätta informationsblad som på ett mer överskådligt sätt presenterar viktig information om fondbolaget och fonden. Dessa informationsblad skall ha en enhetlig utformning i Europa och är tillkomna för att underlätta för andelsägare att jämföra olika fonder med varandra.

Informationsbladet skall alltid erbjudas dem som vill köpa fondandelar. Övrig information skall kostnadsfritt skickas till de fondandelsägare som begär det.

Värdepappersfonder

Utredningen föreslår nya placeringsregler för värdepappersfonderna i enlighet med bestämmelserna i ucitsdirektivet. Vidare förtydligas vad som gäller om fondbolaget i fondverksamheten ingår förpliktelser för en fonds räkning.

Den grundläggande fondstrukturen behålls. De tillgångar som ingår i en värdepappersfond ägs således av andelsägarna gemensamt. Fondbolaget sköter alla angelägenheter som rör fonden och beslutar t.ex. i vilka tillgångar medlen skall placeras. Tillgångarna skall förvaras av ett förvaringsinstitut, som oftast är en bank. Fondbolaget och förvaringsinstitutet står under Finansinspektionens tillsyn.

Tillåtna tillgångsslag

Enligt de nya bestämmelserna i ucitsdirektiven och i lagen om investeringsfonder får värdepappersfonden möjlighet att investera i fler tillgångsslag än tidigare. Medel får placeras i överlåtbara värdepapper, penningmarknadsinstrument, tillgodohavanden hos kreditinstitut, fondandelar och finansiella derivatinstrument (dvs. optioner, terminskontrakt m.m. vars värde beror på en underliggande finansiell tillgång såsom aktier, obligationer etc.). Ett fondbolag fick även tidigare använda sig av olika derivatinstrument, men då endast i syfte att göra förvaltningen effektivare. Enligt de nya bestämmelserna får placeringar i derivatinstrument göras på samma sätt som investeringar i t.ex. aktier eller obligationer.

Genom de nya bestämmelserna möjliggörs också för fondandelsfonder, dvs. sådana fonder som investerar i andra fonder.

Utgångspunkten för innehav av olika tillgångar såsom värdepapper, penningmarknadsinstrument och derivatinstrument är att dessa är noterade eller handlas på en börs eller en annan reglerad marknad. Den främsta anledningen till detta är att tillgångarna härigenom lätt skall kunna värderas så att kursen på fondandelarna i sin tur kan bestämmas. Tillgångarna kan också lättare säljas för det fall fondandelsägarna vill lösa in sina andelar i fonden. I viss omfattning tillåts emellertid att fonden placerar medel i onoterade värdepapper och penningmarknadsinstrument. En fond får också placera i s.k. OTC-derivat, dvs. derivatinstrument som inte handlas över en reglerad marknad utan direkt mellan parterna. I sådana fall ställs särskilda krav på motparten.

Kravet på att tillgångarna skall vara noterade och handlas på reglerade marknader ställs på alla de finansiella tillgångar som en fond får placera i.

Riskspridning

En fond måste sprida sina risker. För detta ändamål finns en rad bestämmelser som avser att förhindra för stora placeringar i enskilda tillgångar. Dessa riskspridningsregler är i stort sett oförändrade vad gäller aktier och obligationer. En fond får t.ex. som huvudregel investera maximalt 5 procent av sin förmögenhet i en och samma aktie eller obligation. Från denna huvudregel finns som tidigare ett antal undantag. En nyhet är dock att indexfonder

får placera upp till 20 procent av sin förmögenhet i ett och samma värdepapper om syftet är att efterbilda ett visst index. I vissa särfall kan t.o.m. denna gräns höjas till 35 procent av fondens förmögenhet, men i så fall endast för en enda aktie eller obligation.

Riskspridningsregler finns även för övriga tillgångsslag som en fond investerar i.

Andra bestämmelser till skydd för fondandelsägarna

Vid sidan av det krav som ställs på tillgångarna och bestämmelserna om riskspridning finns ytterligare regler som avser att stärka skyddet för fondandelsägarna. Fondbolaget skall som tidigare informera andelsägarna om sin placeringsinriktning, men nytt är att fondbolaget särskilt skall ange om fonden förväntas variera kraftigt i värde på grund av hur fondförmögenheten placeras. Lagen om investeringsfonder innehåller även vissa förbud för fondbolag såsom att ta ut vissa avgifter i fondandelsfonder som placerar medel i andra fonder som förvaltas av samma fondbolag. Vidare får ett fondbolag inte ta upp lån hur som helst.

Regler avsedda för att begränsa fondernas inflytande

Ett fondbolag får heller för en värdepappersfonds räkning förvärva aktier i sådan omfattning att fondbolaget får möjlighet att *utöva ett väsentligt inflytande* i ett aktiebolag. Denna regel överensstämmer med ucitsdirektiven, men är en nyhet jämfört med nuvarande svenska regler. Enligt nuvarande bestämmelser får nämligen en fond maximalt äga aktier motsvarande *5 procent av röstvärdet i ett företag*. Den procentuella begränsningen ersätts således med en mer beskrivande bestämmelse.

Motsvarande bestämmelser, dock angivna i procentsatser, finns också för obligationer, fondandelar och andra tillgångsslag.

Dessa bestämmelser avser att begränsa fondernas inflytande över ett visst bolag eller för att motverka att fonden äger för stor del av de obligationer som har utfärdats av en emittent. Reglerna kompletterar de allmänna riskspridningsreglerna som bara tar sikte på investeringen i förhållande till fondens förmögenhet. Om en stor värdepappersfond som exempel förvärvar aktier för motsvarande 5 procent av *fondförmögenheten* (enligt de allmänna riskspridnings-

reglerna) i ett litet eller medelstort aktiebolag, kan fonden däri-genom komma att bli störste ägare eller på annat sätt få ett stort inflytande i bolaget. Detta innebär en särskild risk utöver de rent marknadsmässiga riskerna.

Nytt är att fondbolagen i fondbestämmelserna skall ange hur de avser att agera i ägarfrågor som uppkommer med anledning av en fonds innehav. Denna bestämmelse kompletterar branschens själv-reglering.

Ansvar för fondens förpliktelser

Utgångspunkten är att en värdepappersfond inte får ikläda sig förpliktelser. Samtidigt finns det en rad bestämmelser i fondbolag-stiftningen som möjliggör för fondbolaget att ingå förpliktelser för en fonds räkning. Ett fondbolag får för en värdepappersfonds räkning som exempel ta mindre kortfristiga lån. Ett annat exempel är att det för placeringar i derivatinstrument ofta fordras att säkerhet ställs. Enligt tidigare förarbetsuttalanden bör fondbolagen också ha möjlighet att använda egendom som ingår i fonden för att ställa sådan säkerhet.

Numera intas i lagen om investeringsfonder – som ett förtydligande - en uttrycklig bestämmelse som anger att fond inte kan ikläda sig förpliktelser *i större omfattning än vad som anges i lagen*. I sådana fall får fondbolaget också ställa fondens egendom till säkerhet för de förpliktelser som har ingåtts för fondens räkning.

Specialfonder

Reglerna för specialfonder tydliggörs i förhållande till de gällande reglerna för s.k. nationella fonder. I lagen om investeringsfonder anges uttryckligen vilka regler som gäller för värdepappersfonder och vilka regler som specialfonder kan få undantag ifrån. Värdepappersfonder och specialfonder har emellertid vad gäller t.ex. förvaring av fondernas tillgångar och tillsyn en gemensam reglering.

Specialfonder skall placera sina medel enligt principen om risk-spridning. Till skillnad från bestämmelserna för värdepappersfonder anges inte några procentuella begränsningar avseende enskilda innehav. Specialfonderna får i stället i sina fondbestämmelser ange vilken placeringsinriktning de skall tillämpa och

beskriva denna på ett relevant sätt. Hur kravet på riskspridning skall tillgodoses skall framgå av fondbestämmelserna.

Specialfonder kan också få utökade möjligheter att placera i olika tillgångar, exempelvis att investera i större omfattning i onoterade bolag än vad som medges för värdepappersfonder. Likaså kan specialfonder begära undantag från andra regler såsom de om belåning, blankning m.m.

Alla specialfonder skall i fondbestämmelserna ange vilken risknivå de eftersträvar att hålla i förvaltningen. Den faktiska risknivån (realiserade volatiliteten) som fonden har haft skall dessutom kommuniceras till fondandelsägarna så att de kan jämföra olika fonders risknivåer.

Särskilda regler för hedgefonder

En traditionell investeringsfond är normalt beroende av stigande marknadspriser för att skapa en positiv avkastning. Hedgefonder är samlingsnamnet på fonder som förvaltas på ett mer fritt sätt och där avsikten normalt är att skapa en positiv avkastning oberoende av marknads utveckling. Förvaltaren kan använda sig av en rad olika metoder och strategier och i allmänhet utnyttjas förvaltningsorganisationens specifika kompetens inom ett visst område. En följd av detta är att hedgefonder är en mycket heterogen kategori av fonder, men också att förvaltarnas skicklighet blir betydligt mer avgörande för fondens avkastning än för traditionella fonder. Detta 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.

Det är idag möjligt att bilda hedgefonder enligt reglerna för de s.k. nationella fonderna. Några närmare överväganden avseende hedgefonder har dock inte gjorts i tidigare förarbeten. I andra länder är investeringar i hedgefonder oftast förbehållna endast institutionella investerare. Utredningen har därför övervägt ytterligare bestämmelser för hedgefonder i syfte att skapa ett gott konsumentskydd.

Om hedgefonder riktar sin försäljning av andelar till konsumenter får detta ske endast via en fondandelsfond. Förvaltaren till en fondandelsfond kan därmed sätta samman en portfölj av flera

olika hedgefonder vilket medför en riskspridning för fondspararen. Fondandelsfonden behöver inte enligt utredningens förslag enbart investera i andelar i hedgefonder, utan kan komponera en portfölj med såväl hedgefonder som traditionella fonder. I ett sådant fall säkerställs att hedgefonden utgör en rimlig andel av ett totalt sparande.

Några motsvarande begränsningar för att sälja andelar i hedgefonder till institutionella placerare eller s.k. kvalificerade investerare uppställs inte.

Alternativa placeringstillgångar

Utredningen har övervägt om specialfonder skall få placera i andra tillgångsslag än som tillåts för värdepappersfonder. I exempelvis Tyskland och Storbritannien får fonder investera i fastigheter. 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. Fastigheter som ägs via fonder skulle dock med nuvarande skatte regler få en gynnad skattesituation jämfört med hur fastigheter ägs idag. Det ligger utanför utredningens mandat att närmare ange lösningar på detta problem. Vidare skulle omfattande förändringar av fondlagstiftningen avseende den grundläggande juridiska konstruktionen och placeringsbestämmelser m.m. krävas om fonder skulle tillåtas att investera i fastigheter. Utredningen lägger därför inte fram något förslag till s.k. fastighetsfonder.

Utredningen föreslår däremot att specialfonder får, med Finansinspektionens godkännande, placera sina tillgångar inte enbart i finansiella derivatinstrument, utan även i derivatinstrument med andra underliggande tillgångar. Som förutsättning krävs emellertid att derivatet handlas på en fungerande finansiell marknad och inte medför en möjlighet att fysiskt leverera eller ta emot den underliggande tillgången.

Möjligheten att begränsa inträde och utträde ur fonderna

Investeringsfonder som sparform är förbehållen kollektiva investeringar och måste därför vara spridd till en större krets sparare. Utredningen föreslår dock att specialfonder kan få tillstånd att

begränsa sin kundkrets under förutsättning att den inte är alltför snävt bestämd och att den kan definieras utan problem. På detta sätt möjliggörs för specialfonder som exempelvis vänder sig endast till ett företags anställda eller endast till medlemmar i en arbetstagarorganisation.

En specialfond får också neka en investerare att förvärva andelar i fonden om en försäljning exempelvis skulle strida mot lag eller annan författning.

Utgångspunkten är att investeringsfonder är öppna, dvs. ger andelsägarna rätt att när som helst få sitt andelsinnehav inlöst av fonden. Det kan dock finnas skäl att i vissa fall tillåta inskränkningar i denna rätt. Begränsningar i inlösen av andelar kan därför godtas om fondspararna på förhand är informerade om när fondbolaget löser in andelarna. En specialfond måste dock vara öppen för inlösen av andelar minst en gång per år.

Utredningen har övervägt möjligheten att ha helt slutna fonder, där andelsägarna under en längre period låser sin investering. Ett sådant behov kan t.ex. finnas om fonden tillhandahåller riskkapital till mindre, onoterade bolag som kanske precis har kommit igång med sin verksamhet (riskkapitalfonder, entreprenörsfonder). Investeringsfonder är dock av andra skäl inte lämpliga för omfattande investeringar i mindre onoterade bolag.

Ett alternativ till helt slutna fonder finns i de investmentbolag som handlas över börsen. Investmentbolagen har som affärsidé att skapa avkastning åt sina aktieägare och de har ett riskspridningskrav på sina placeringar. Det gör att de dessutom liknar placeringar i investeringsfonder.

Specialfonder för kvalificerade investerare

Fondsparandet är främst avsett för ett större kollektiv av konsumenter. Det är dock vanligt att även institutionella placerare gör investeringar 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. De näringsrättsliga inslagen i fondlagstiftningen med tillståndskrav och tillsyn kan

också många gånger vara till fördel även för institutionella investerare.

Utredningen föreslår därför att låta fondlagstiftningen omfatta även specialfonder som är avsedda för investerare som inte är i behov av ett sedvanligt konsumentskydd. Dessa fonder kan få obegränsade undantag från lagens krav på placeringar och information och får också vara helt slutna. Kravet för att få sådana undantag är att fonderna bara vänder sig till de investerare som vid ett och samma tillfälle placerar åtminstone 500 000 kronor i fonden.

Associationsrättsliga fonder

Fondsparandet är uppbyggt kring fondförmögenheten. I Sverige, liksom övriga nordiska länder, Tyskland m.fl. länder, har fonden ingen självständig rättslig betydelse. Det är fondandelsägarna som äger ideella andelar i fondförmögenheten och det är fondbolaget som sköter om alla angelägenheter som rör fonden. Mellan fondandelsägarna och fondbolaget finns ett avtal om hur förvaltningen skall gå till och hur rättigheterna till fondförmögenheten skall fördelas. Ramarna för detta avtal är beskrivna i lagstiftningen och i fondbestämmelserna. Den svenska konstruktionen brukar kallas för en kontraktsrättslig modell.

I många länder finns, ofta jämsides med den kontraktsrättsliga modellen, även en associationsrättslig konstruktion. Så är fallet i t.ex. USA, Frankrike, Luxemburg och Storbritannien. I dessa länder ägs fondförmögenheten av ett aktiebolag och inte av andelsägarna. Andelsägarna äger i stället aktier i aktiebolaget. Aktiebolaget kan antingen själv förvalta fondförmögenheten eller lägga ut förvaltningen på ett utomstående fondbolag. Det sistnämnda är allra vanligast.

Utredningen diskuterar frågan om det i Sverige skall finnas regler för associationsrättsliga fonder. Fördelarna är bl.a. att andelsägarna (dvs. aktieägarna) får en tydligare roll i likhet med vad som gäller för "vanliga" aktiebolag. Aktieägare kan rösta på bolagsstämman och skulle på detta sätt få en större juridisk möjlighet att utöva inflytande på fondverksamheten. De som leder aktiebolaget får också klarare mandat och vissa formella intressekonflikter undviks. Det finns dock en rad svårigheter med att införa en möjlighet för associationsrättsliga fonder. Den svenska lagstift-

ningen för aktiebolag och ekonomiska föreningar måste anpassas till behovet av att hålla fonderna öppna. Aktiebolag kan nämligen inte enligt nuvarande aktiebolagslag utfärda nya aktier om någon vill spara i en fond och kan inte heller dra in aktier vid inlösen. Det finns även andra bestämmelser i den associationsrättsliga lagstiftningen som fordrar särskilda överväganden.

Utredningen finner således att 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.

Övergångsbestämmelser

Enligt övergångsbestämmelserna i ucitsdirektiven skall medlemsstaterna börja tillämpa de nya reglerna senast den 13 februari 2004. Direktiven medger att fondbolag och fonder med tillstånd enligt de äldre bestämmelserna får fortsätta sin verksamhet fram till senast den 13 februari 2007. Svenska fondbolag och fonder som vill fortsätta sin verksamhet skall således ha fått nytt tillstånd enligt lagen om investeringsfonder senast den 13 februari 2007.