



Intressekonflikter i fondbolag

2004:8



SAMMANFATTNING	1
INLEDNING	3
Utgångspunkt	3
Fondverksamhet	4
Fondbolag jämfört med livbolag	5
Potentiella intressekonflikter	6
Avgränsning av undersökningen	8
Lagstiftning	9
STYRNING OCH LEDNING	10
Styrelse	10
Verkställande direktören	13
Regler för anställdas egna affärer	15
HANDEL MED VÄRDEPAPPER I FONDBOLAG	17
Handel med närstående bolag	18
"Soft Commission"	24
Handel mellan olika förvaltningsuppdrag	27
Bonus- och incitamentsprogram	28
Handel för flera fonders räkning	30
Emissioner av närstående bolag	32
Värdepapperslån	32
SLUTDISKUSSION	33

Sammanfattning

Finansinspektionen (FI) har genomfört en undersökning om intressekonflikter i fondbolag. Syftet med undersökningen var att kartlägga, granska och analysera de intressekonflikter som kan förekomma i fondbolag samt fondbolagens hantering av dessa.

FI har i undersökningen identifierat ett antal intressekonflikter som kan förekomma och förekommer i fondbolagen. Medan vissa av de identifierade intressekonflikterna enligt FI:s bedömning hanteras på ett tillfredsställande sätt, så hanteras andra bristfälligt. FI har i undersökningen bland annat funnit följande:

- Merparten av fondbolagen lägger en oproportionerligt hög andel av värdepappersaffärerna hos det närstående bolaget. Några av fondbolagen visar enligt FI:s bedömning på brister i hur de säkerställer hanteringen av intressekonflikter i handel med värdepapper för fondernas räkning. Mot bakgrund av detta så kan FI inte utesluta att koncernintresset har påverkat fondbolagens val av mäklare och att andelsägarnas intressen åsidosatts.
- Några fondbolag har bonusprogram som till sin konstruktion skulle kunna missgynna andelsägare.
- Exempel på fondbolag där den verkställande direktören har anställningar eller uppdrag som kan innebära intressekonflikter.
- Flera av fondbolagen säkerställer inte att marknadsmässiga villkor erhålls vid värdepapperslån. Ett fondbolag har tidigare inte krävt in säkerheter vid utlåning av värdepapper till det närstående bolaget.
- Några av fondbolagen saknar rutiner och instruktioner för hur handel för flera fonders räkning, så kallade blockorder, ska genomföras.
- Det förekommer "soft commission"-överenskommelser i några av fondbolagen. FI anser att "soft commission" inte verkar i andelsägarnas bästa.

Med anledning av ovanstående föreslår FI följande åtgärder:

- Fondbolagen ska ha en dokumenterad process för val av mäklare i handel med värdepapper som löpande följs upp av bland annat styrelsen.
- Fondbolagen bör informera om hur bonusprogrammen är beskaffade för förvaltare, analytiker och ledande befattningshavare. FI avser att under hösten 2004 behandla frågan om information ytterligare och återkomma med förslag på eventuell reglering i detta avseende.
- Den verkställande direktören bör i princip endast vara anställd i fondbolaget samt inte ha några andra uppdrag, funktioner eller engagemang i annat bolag som kan innebära en intressekonflikt. FI kommer vid prövning av nya verkställande

direktörer upprätthålla principen ovan samt vara restriktiv i bedömningen av vilka övriga uppdrag, funktioner och engagemang som kan accepteras.

- Värdepapperslånehanteringen ska vara föremål för kontinuerlig utvärdering och uppföljning så att marknadsmässiga villkor kan säkerställas för andelsägarna.
- Fondbolagen ska vid blockorder ha tydliga instruktioner och rutiner för hur blockorder ska hanteras samt löpande följa upp att instruktionerna och rutinerna efterlevs. Instruktionerna för blockorderhantering ska bland annat innefatta följande:
 - Fördelning mellan fonder ska vara klar innan ordern läggs.
 - Principer för hur fördelningen sker samt till vilket pris, exempelvis efter fondernas storlek respektive genomsnittskurs.
- FI kommer framöver att fördjupa den analys som har påbörjats inom "soft commission" och fortsätta driva frågan i dialog med branschen för att utreda en eventuell reglering i syfte att stärka konsumentskyddet.

Utöver detta anser FI att styrelsen har en central funktion i att säkerställa att andelsägarnas intressen tillvaratas. FI har därför för avsikt att utreda frågan om styrelsens sammansättning i fondbolag vidare under hösten 2004.

Inledning

Utgångspunkt

Finansinspektionen (FI) har mot bakgrund av de intressekonflikter och den därpå följande förtroendekris som under år 2003 uppmärksammades inom vissa livbolag genomfört en undersökning av intressekonflikter i fondbolag.

Syftet med undersökningen var att kartlägga, granska och analysera de intressekonflikter som kan förekomma i fondbolag samt fondbolagens hantering av dessa. Kartläggningen har särskilt varit fokuserad på styrning, värdepappersaffärer och intressekonflikter mellan fonder samt mellan fonder och andra förvaltningsuppdrag.

Kartläggningen omfattade ett urval om nio fondbolag enligt nedan.

Tabell 1: Fondbolag som ingått i undersökningen

Fondbolag	Totalt fondvärde per 2004-03-31 (mkr)
Aktie-Ansvar AB	3 496
E. Öhman J:or Fonder AB	3 312
Erik Penser Fonder AB	3 760
Firstnordic Fonder AB	10 500
Handelsbanken Fonder AB	68 935
HQ Fonder Sverige AB	9 415
Nordea Fonder AB	48 020
Robur Fonder AB	128 732
SEB Fonder AB	89 630

Källa: FI

Fondbolagen i undersökningen är utvalda mot bakgrund av syftet med undersökningen. Flertalet av de intressekonflikter som står i fokus för undersökningen förutsätter att fondbolaget ingår i en koncern eller har annat närstående bolag som ägnar sig åt värdepappershandel och/eller förvaltning av andra fonder eller individuella förvaltningsuppdrag.

Av de ca 75 svenska fondbolag som har tillstånd av FI att bedriva fondverksamhet gjordes ett urval av de fondbolag där flertalet av undersökningens frågeställningar var relevanta. Av dessa fondbolag valdes dels ett antal stora fondbolag som står för en stor del av den totalt förvaltade volymen på fondmarknaden¹, dels ett antal mindre och medelstora fondbolag i syfte att komplettera kartläggningen och belysa frågeställningarna från flera synvinklar.

Undersökningen genomfördes genom att fondbolagen på förhand skriftligen besvarade vissa frågeställningar samt skickade in dokumentation till FI. Därefter besöktes samtliga nio fondbolag för att diskutera frågeställningarna med dels ledande befattningshavare, dels andra på förhand icke aviserade befattningshavare. Vid platsbesöket begärde FI stickprov på bland annat transaktionslistor och orderunderlag för att verifiera dokumentation och information från fondbolagen. Stickproven har därefter analyserats för att få

¹ Totalt fondvärde per den 31 mars 2004 var 746 143 mkr.

en uppfattning om eventuella konsekvenser av de intressekonflikter som kan förekomma.

För att kunna jämföra de olika fondbolagen och för att, trots att underlaget är ett urval av fondbolag, kunna få en uppfattning om intressekonflikter på fondmarknaden som helhet har samtliga fondbolag besvarat samma frågeställningar. Även vid platsbesöken har samma frågor diskuterats dock med vissa anpassningar beroende bland annat på organisatoriska skillnader mellan fondbolagen.

Fondverksamhet

För att förstå de intressekonflikter som kan förekomma i fondbolag är det av stor vikt att ha en förståelse för hur fondandelsägarna, fonden och fondbolaget förhåller sig till varandra.

En fond består av tillgångar som tillskjutits av fondens andelsägare. Andelsägaren erhåller fondandelar som utfärdas av fonden. Fondandelarna motsvarar andelsägarens del av nettotillgångarna² i fonden. Alla andelar ska vara lika stora och medföra lika rätt till den egendom som ingår i fonden.³ Andelsägarens enda rättighet gentemot fonden är att äga andelar, köpa och sälja andelar samt ta del av värdeutvecklingen, positiv såväl som negativ, för den egendom som ingår i fonden. Som en konsekvens svarar andelsägaren inte för några förpliktelser som avser fonden⁴. För tillgångarna som andelsägarna tillskjutit köper fonden fondpapper och finansiella instrument i enlighet med fondens placeringsinriktning.

Fonden förvaltas av ett aktiebolag som har tillstånd av FI att driva fondverksamhet, ett fondbolag. Fondbolaget administrerar fonden och fattar alla beslut rörande förvaltningen av fonden samt företräder andelsägarna i alla övriga frågor som rör fonden⁵. För detta tar fondbolaget ut en förvaltningsavgift från fonden som ska täcka fondbolagets kostnader för bland annat förvaltning, administration och information.

Förvaltningsavgiften utgår vanligtvis med en årlig procentuell andel av fondens värde. Den högsta och den gällande avgiften fondbolaget får ta ut ska framgå av fondbestämmelserna och av fondens informationsbroschyr. Andelsägaren erhåller även information i efterhand om vilka kostnader som faktiskt har belastat fonden och andelsägarens innehav i fonden.

Fondbolaget får inte ha hand om fondens tillgångar. Dessa ska förvaras av ett förvaringsinstitut. Utöver att förvara tillgångarna är det förvaringsinstitutets uppgift att verkställa de beslut som fondbolaget fattar samt utgöra en kontrollfunktion i vissa centrala avseenden.⁶

² Fondens tillgångar minus fondens skulder.

³ 30 § lagen (1990:1114) om värdepappersfonder och 4 kap. 10 § lagen (2004:46) om investeringsfonder.

⁴ 8 § lagen (1990:1114) om värdepappersfonder och 4 kap. 1 § lagen (2004:46) om investeringsfonder.

⁵ 12 § lagen (1990:1114) om värdepappersfonder och 4 kap. 2 § lagen (2004:46) om investeringsfonder.

⁶ 15 § lagen (1990:1114) om värdepappersfonder och 3 kap. 2 § lagen (2004:46) om investeringsfonder.

Ett grundläggande krav är att både fondbolaget och förvaringsinstitutet ska handla oberoende av varandra och uteslutande i andelsägarnas gemensamma intresse.⁷

Fondbolag jämfört med livbolag

Som tidigare nämnts är undersökningen av intressekonflikter i fondbolag delvis en konsekvens av de intressekonflikter som orsakade problem i vissa livbolag⁸ under år 2003.

I FI:s rapport ”Intressekonflikter i livbolag”⁹ identifieras intressekonflikter i livbolag av två principiellt skilda slag. Dels konflikter mellan försäkringstagarna som grupp och andra intressenter, dels konflikter inom försäkringstagarkollektivet mellan olika grupper. Vid en jämförelse mellan livbolag och fondbolag är primärt den första intressekonflikten relevant för båda bolagstyperna. Det vill säga bland annat vilka kostnader som legitimt kan belasta försäkringstagarnas eller andelsägarnas avkastning.

Verksamheten i ett fondbolag och i ett livbolag är i vissa avseenden likartad. Försäkringstagarkollektivet i ett livbolag kan jämföras med andelsägarkollektivet i en fond. Båda bolagen ägnar sig åt förmögenhetsförvaltning åt ett kollektiv av försäkringstagare eller andelsägare. Den associationsrättsliga formen för bolagen skiljer sig dock åt. I ett livbolag utgörs riskkapitalet av försäkringstagarnas medel. Det finns i ett livbolag ingen separation mellan bolagets egna medel och de tillgångar som försäkringstagarna har tillskjutit. I ett fondbolag är de medel som tillskjutits av andelsägarna separerade från fondbolaget genom en uppdelning mellan fondbolag och fond. Eftersom livbolagets medel i princip också är försäkringstagarnas finns det i denna typ av livbolag ett vinstutdelningsförbud till ägarna som innebär att allt överskott i livbolaget förr eller senare ska tillfalla försäkringstagarna. Vinstutdelningsförbudet gör att ägarna inte kan få någon direkt avkastning på sin investering. En alternativ intäktsmöjlighet för ägarna är då att sälja tjänster till livbolaget. En liknande situation föreligger för ägarna till ett fondbolag. Vinstutdelningsförbudet kan jämföras med att fondbolagets möjlighet att generera vinst åt ägarna i princip är begränsad till uttaget av fördefinierade avgifter för försäljning, förvaltning och inlösen av fondandelar¹⁰. Även för ägarna till ett fondbolag är således interna affärer, där tjänster säljs till fondbolaget, en alternativ intäktsmöjlighet.

FI har i rapporten ”Interna affärer i nio livbolag”¹¹ presenterat resultatet från en granskning av koncerninterna transaktioner i nio livbolag. I rapporten etablerar FI bland annat en god standard för koncerninterna transaktioner samt ställer vissa ytterligare krav på ökad öppenhet inom detta område.

⁷ 1 § lagen (1990:1114) om värdepappersfonder samt 3 kap. 1 § och 4 kap. 2 § lagen (2004:46) om investeringsfonder.

⁸ Livbolag i detta sammanhang är antingen aktiebolag med aktieägare eller ömsesidiga bolag med försäkringstagarna som ägare. Gemensamt för båda associationsformerna är att de drivs enligt ömsesidiga principer, vilket innebär att överskottet ska tillfalla försäkringstagarna.

⁹ FI:s rapport 2003:3.

¹⁰ Avgifterna ska framgå av fondbestämmelser och informationsbroschyr.

¹¹ FI:s rapport 2004:2.

I livbolagssammanhang är alltså fokus på livbolaget medan det i fondsammanhang är en uppdelning mellan fondbolag och fond. Alla kostnader som belastar ett livbolag belastar också försäkringstagarkollektivet medan de kostnader som belastar ett fondbolag inte direkt belastar kollektivet av fondandebägare. Intressant att studera i fondsammanhang är snarare de kostnader som belastar fonden och som inte täcks av den förvaltningsavgift fonden betalar till fondbolaget.

Potentiella intressekonflikter

Fonder en affärsverksamhet

Fondverksamhet bedrivs vanligtvis som en affärsverksamhet där fondbolagets intresse är att generera vinst till sina ägare samtidigt som andelsägarnas intresse är att få en så god avkastning som möjligt på sitt investerade kapital i förhållande till fondens risknivå och till lägsta möjliga kostnad.

Som nämnts har ett fondbolag begränsade möjligheter att generera intäkter från fondverksamheten. Dels kan intäkter genereras genom uttag av förvaltningsavgifter, dels genom att ta ut avgifter vid försäljning respektive inlösen av andelar. Utökade möjligheter att generera intäkter kommer att finnas för fondbolag som auktoriseras enligt den nya lagen om investeringsfonder. Dessa fondbolag kommer med erforderliga tillstånd kunna ta andra förvaltningsuppdrag utöver fonderna samt utföra visst arbete eller vissa funktioner på uppdrag åt andra företag¹². Av FI:s föreskrifter om investeringsfonder framgår att de fondbolag som har andra förvaltningsuppdrag utöver fonderna ska utfärda instruktioner för hur intressekonflikter som uppstår i samband med utförande av dessa uppdrag ska hanteras.

Om ett fondbolag ingår i en koncern alternativt har andra närstående bolag med samma ägare kan det finnas möjligheter att, utöver fondbolagets vinst, generera intäkter från fondverksamheten till ägarna genom att dessa bolag säljer tjänster till fonden.

Tjänster som betalas av fondbolaget

Vissa tjänster som köps in i fondverksamheten betalas av fondbolaget och vissa tjänster debiteras fonden direkt utöver förvaltningsavgiften. För de tjänster som betalas av fondbolaget med fondbolagets egna medel, och endast indirekt av andelsägarna genom förvaltningsavgiften, är det inte framförallt en fråga om marknadsmässighet i priset på tjänsten utan snarare en fråga om att säkerställa kvaliteten i det som levereras. Exempel på denna typ av tjänster är att vissa fondbolag har lagt ut förvaltningen av fonderna till en kapitalförvaltande enhet inom koncernen eller till annat närstående bolag. Även om förvaltningen är utlagd har fondbolaget och fondbolagets styrelse kvar ansvaret för verksamheten. Fondbolaget ska säkerställa att såväl utläggning av förvaltningen som utläggning av förvaltningen inom koncernen är den bästa lösningen för andelsägarna. Vidare måste det säkerställas att kvaliteten på den levererade förvaltningen är i linje med vad andelsägaren kan förvänta sig som kund i fondbolaget utifrån vad som kommunicerats i fondbestämmelser och informationsbroschyr. Grunderna

¹² 1 kap. 4 § lagen (2004:46) om investeringsfonder.

för beslutet vid köp av tjänster inom såväl som utanför en koncern ska vara andelsägarnas intresse.

Tjänster som betalas av fonden

För tjänster som debiteras fonden direkt, såsom exempelvis courtage för genomförande av värdepappersaffärer, blir förutom kvaliteten även priset en central faktor. För att generera courtageintäkter till av ägarna närstående bolag kan de koncerner som innefattar ett värdepappersinstitut välja att exempelvis lägga en stor andel av fondens handel med värdepapper och valutaväxlingar hos det egna värdepappersinstitutet. Affärer med bolag inom den egna koncernen alternativt med annat närstående bolag är således, som nämnts tidigare, en möjlighet att generera intäkter utöver förvaltningsavgiften fonden betalar till fondbolaget samt hålla dessa intäkter inom ägarnas intressesfär. Otillbörliga intäkter kan genereras bland annat genom att det courtage fonden betalar inte är marknadsmässig samt genom att de finansiella instrumenten fonden köper eller säljer inte är korrekt prissatta. Ytterligare en anledning till att lägga affärer hos det egna värdepappersinstitutet kan exempelvis vara att öka volymerna i värdepappersinstitutets handel och få värdepappersinstitutet att framstå som en mer attraktiv aktör på marknaden.

Värdepapperslån

Fondbolag som för sina fonders räkning ger värdepapperslån har vanligtvis sin motpart i den bank som också är förvaringsinstitut. Vid utlåning av värdepapper inom koncerner kan det finnas risk att villkoren inte är marknadsmässiga och sedvanliga för marknaden.

Emissioner och handel för egen räkning

Vissa värdepappersinstitut som arbetar med "corporate finance" kan som ett led i verksamheten garantera emissioner. En tänkbar intressekonflikt i detta sammanhang är att en fond i ett koncerninternt fondbolag köper finansiella instrument i emissionen med beslutsgrunden att täcka emissionen och inte för att generera avkastning till andelsägarna.

En liknande konflikt finns när ett värdepappersinstitut i en koncern handlar med finansiella instrument för egen räkning, så kallad "trading". I detta fall skulle exempelvis en situation kunna uppstå där ofördelaktiga innehav eller positioner säljs till en fond i koncernen. Värdepappersinstitutet skulle även kunna köpa och sälja värdepapper till fonden som ett led i "tradingen" till för fonden ofördelaktiga priser. Det svagare andelsägarkollektivet skulle i dessa fall bli förfördelat framför koncernens intressen.

"Soft commission"

I vissa fall innefattar det courtage som fonden betalar för värdepappersaffärer tjänster utöver genomförandet av transaktionen, så kallad "soft commission". Genom skriftliga eller muntliga "soft commission"-överenskommelser kan fondbolaget låta fonden betala vissa kostnader som fondbolaget eventuellt borde betala och som borde ingå i den förvaltningsavgift fonden betalar till fondbolaget.

Fondandelsägare - Fondförvaltare

Eftersom ägande och därmed risktagande i fonden är skilt från beslutsfattande avseende fondens tillgångar behöver inte incitamenten för

andelsägare och beslutsfattare i fondbolaget sammanfalla. Detta kan skapa en asymmetrisk struktur, det vill säga att fondbolaget eller individer i fondbolaget kan ta risk med andelsägarnas tillgångar i syfte att skapa egen vinning samt tjäna mer på en uppgång än de förlorar på en nedgång. Den asymmetriska strukturen kan ge upphov till vissa typer av intressekonflikter. Om det exempelvis finns bonusprogram, vilket är vanligt förekommande för förvaltare av fonder, som är strukturerade på visst sätt kan detta skapa incitament för förvaltaren att fatta beslut som är positiva för fondförvaltaren men negativa för andelsägarna. Samma typ av intressekonflikt kan uppstå om en fond har en sk prestationsrelaterad förvaltningsavgift strukturerad på visst sätt. Fondbolaget kan ha incitament att agera på visst sätt som gynnar fondbolaget till nackdel för andelsägarna.

Anställdas egna värdepappersaffärer

Intressekonflikter kan också förekomma om anställda i fondbolaget handlar med finansiella instrument för egen räkning och/eller köper och säljer andelar i fondbolagets egna fonder.

Avgränsning av undersökningen

Flera av de intressekonflikter som framgår ovan och de för andelsägarna negativa konsekvenser som kan uppstå blir uppenbara i och i anslutning till värdepappershandeln för fondernas räkning. FI har därför valt att inrikta kartläggningen på den del av fondbolagens verksamhet som rör förvaltning och värdepappershandel.

Flera av intressekonflikterna skulle i princip inte förkomma om fondbolaget vore fristående och självständigt från andra bolag som hanterar förvaltning och värdepappershandel. Mot bakgrund av detta har FI i undersökningen även valt granska sammansättningen i fondbolagens styrelser och ledning.

Genom avgränsningen utelämnas vissa väsentliga områden där intressekonflikter kan förekomma. Rapporten kommer exempelvis inte omfatta "corporate governance" och ägarstyrningsfrågor. Om fondbolaget ingår i en koncern eller har annat närstående bolag med inflytande över fondbolagets styrning och ledning kan situationer uppstå där fondens tillgångar placeras i vissa företag i annat syfte än att skapa avkastning till andelsägarna. Ägare till fondbolaget kan ha intresse av använda fondens tillgångar till att exempelvis stärka en maktposition. Fondbolaget kan, genom påverkan från ägare, utnyttja rösträtten kopplad till fondens innehav på annat sätt än i andelsägarnas intresse. Undersökningen kommer inte heller behandla frågor om fondbolag och förvaringsinstitut i samma koncern. Detta är områden som kan komma att bli föremål för framtida undersökningar. Intressekonflikter i anslutning till företagssektorn sen fondhandel och market timing har behandlats i FI:s rapport "Sen fondhandel och market timing"¹³ och utelämnas därför i denna rapport.

¹³ FI:s rapport 2004:3.

Lagstiftning

Lagen om värdepappersfonder¹⁴ och lagen om investeringsfonder¹⁵ är båda primärt konsumentskyddslagar. I båda lagarna finns regler som syftar till att dels begränsa och motverka intressekonflikter, dels skapa en öppenhet som synliggör eventuella intressekonflikter.

Av båda lagarna framgår att fondbolaget uteslutande ska handla i fondandelsägarnas gemensamma intresse. I den nya lagen om investeringsfonder har dessutom införts ett sundhetskrav av vilket det framgår att ett fondbolag ska driva verksamheten så att allmänhetens förtroende för fondmarknaden upprätthålls och enskildas kapitalinsatser inte otillbörligen äventyras samt att verksamheten i övrigt kan anses sund¹⁶.

Närmare redogörelser för lagregler samt fondbolagens hantering av de intressekonflikter som omfattas av undersökningen framgår under respektive avsnitt.

¹⁴ Lagen (1990:1114) om värdepappersfonder.

¹⁵ Lagen (2004:46) om investeringsfonder.

¹⁶ 2 kap. 17 § lagen (2004:46) om investeringsfonder.

Styrning och ledning

Styrelsen i ett fondbolag har det yttersta ansvaret för verksamheten. Ansvaret innefattar bland annat att säkerställa att intressekonflikter hanteras och att andelsägarnas intressen tillvaratas. Som en konsekvens av de intressekonflikter med påföljande förtroendekris som uppmärksammades under år 2003 i vissa livbolag införs nya krav i försäkringsrörelselagen på bland annat styrelsesammansättningen i livbolag.

FI:s uppfattning är att:

- Styrelsefrågan har relevans även i fondbolagssammanhang. De resonemang och överväganden som ligger till grund för de förändrade kraven på styrelsen i ett livbolag kan dock inte på ett förenklat sätt överföras till fondbolag. FI har därför för avsikt att utreda frågan om styrelsens sammansättning i fondbolag vidare under hösten 2004.
- Den verkställande direktören bör i princip endast vara anställd i fondbolaget samt inte ha några andra uppdrag, funktioner eller engagemang i annat bolag som kan innebära en intressekonflikt. FI kommer vid prövning av nya verkställande direktörer upprätthålla principen ovan samt vara restriktiv i bedömningen av vilka övriga uppdrag, funktioner och engagemang som kan accepteras.

Styrelse

Styrelsens sammansättning och ansvar

Något som kan vara en källa till intressekonflikter men även ett sätt att hantera intressekonflikter är sammansättningen av styrelsen i ett bolag.

Av lagen om värdepappersfonder och lagen om investeringsfonder framgår att för ett fondbolag gäller vad som är föreskrivet om aktiebolag i allmänhet om inte annat följer av de lagar som reglerar fondverksamhet. Enligt aktiebolagslagen ska ett privat aktiebolag ha en styrelse som består av en eller två ledamöter om det finns minst en suppleant¹⁷. Utöver styrelsen förutsätter FI:s föreskrifter om värdepappersfonder att ett fondbolag har en verkställande direktör¹⁸. I den nya lagen om investeringsfonder framgår att ett fondbolag ska ha en styrelse med minst tre ledamöter samt en verkställande direktör¹⁹.

Styrelsen i ett fondbolag, liksom i aktiebolag i allmänhet, tillsätts av ägarna. Av såväl aktiebolagslagen som de lagar som reglerar fondverksamhet framgår att styrelsen har det yttersta ansvaret för verksamheten. Styrelseordföranden ska enligt aktiebolagslagen leda styrelsens arbete och bevaka att styrelsen fullgör sina uppgifter. Styrelsens ansvar i ett fondbolag

¹⁷ 8 kap. 1 § Aktiebolagslag (1975:1385).

¹⁸ 2 kap. 5 § FFFS 1997:11

¹⁹ 2 kap. 3 § lagen (2004:46) om investeringsfonder.

innefattar bland annat att se till att fondbolaget är organiserat så att intressekonflikter undviks samt att andelsägarnas intressen uteslutande tillvaratas.

Styrelsen utser den verkställande direktören och har som en del i sitt ansvar att löpande utöva tillsyn över och kontrollera den verkställande direktörens arbete. Det är också styrelsen som avsätter den verkställande direktören. Som en konsekvens av detta får den verkställande direktören i ett publikt aktiebolag, enligt aktiebolagslagen, inte vara styrelsens ordförande. En verkställande direktör som även är styrelseledamot kommer, med hänvisning till styrelsens uppdrag och kontrollansvar, att vara en del av den funktion som är satt att kontrollera den verkställande direktören. I ett fondbolag kan det dessutom finnas en intressekonflikt för en verkställande direktör som också är styrelseledamot mellan styrelseledamotens ansvar gentemot ägarna och den verkställande direktörens ansvar för att i den löpande verksamheten uteslutande tillvarata andelsägarnas intressen.

Styrelsen är tillsatt av ägarna och har enligt aktiebolagslagen ett ansvar gentemot aktieägarna. Detta samtidigt som fondbolagstiftningen ålägger styrelsen en skyldighet att uteslutande tillvarata andelsägarnas intressen. Intressen står mot varandra. Sett ur ett konsumentskydds- och fondandelägarperspektiv blir det av central betydelse att ett fondbolag som ingår i en koncern har en styrelse som kan hantera intressekonflikter och som har förutsättningar att fatta självständiga beslut. Om styrelsen i ett fondbolag består av ledamöter som också är anställda i annat bolag i koncernen eller har styrelseuppdrag i sådant bolag kan intressekonflikter uppstå. Om fondbolaget exempelvis genom ett uppdragsavtal med det närstående bolaget låter detta hantera någon del av fondverksamheten kommer styrelseledamöterna företräda både kravställaren och leverantören, vilka vanligtvis har motstridiga intressen.

Styrelsen i livbolag jämfört med fondbolag

FI har i rapporten "Intressekonflikter i livbolag" kommunicerat att FI:s uppfattning är att det typiskt sett finns en större risk att beslut tas i enlighet med ägarens intressen till nackdel för försäkringstagarens intressen i en styrelse där ledamöterna utsetts så gott som helt bland tjänstemän eller styrelseledamöter i ägarbolaget än i en styrelse där ett större antal av ledamöterna saknar bindning till ägaren eller ägaren närstående bolag.

I propositionen "Förstärkt skydd för försäkringstagare i livförsäkringsbolag"²⁰ föreslår regeringen förändrade krav på hur styrelsen ska vara sammansatt i ett icke-vinstutdelande försäkringsaktiebolag och i ett ömsesidigt försäkringsbolag. Propositionen är antagen och de nya bestämmelserna i försäkringsrörelselagen²¹ träder i kraft den 1 juli 2004. Enligt de nya kraven ska styrelseledamöterna i de nämnda bolagstyperna till mer än hälften vara personer som varken är anställda i bolaget eller anställda eller styrelseledamöter i företag som ingår i samma koncern som bolaget eller i en företagsgrupp av motsvarande slag. Ändringarna av lagen ställer även ytterligare krav på att styrelsen ska fastställa riktlinjer för hantering av intressekonflikter.

²⁰ Prop. 2003/04:109.

²¹ Försäkringsrörelselag (1982:713).

Det som framgår av FI:s rapport "Intressekonflikter i livbolag" och de lagändringar som införs i försäkringsrörelselagen är inte uteslutande relevanta för livbolag. Resonemangen kan i delar överföras även till fondbolag.

Vidare har Förtroendekommissionen har i sitt betänkande "Näringslivet och förtroendet"²² kommunicerat uppfattningen att ett fondbolag, i linje med de förändringar som införs i försäkringsrörelselagen för livbolag, ska ha en majoritet styrelseledamöter som är oberoende.

Liksom nämndes i avsnittet "Fondbolag jämfört med livbolag" är verksamheten i ett livbolag och ett fondbolag i vissa avseenden likartad. Verksamheterna skiljer sig dock åt på några punkter. I livbolag är inte försäkringstagarnas medel separerade från livbolaget. I ett fondbolag är andelsägarnas medel placerade i fonden och därmed separerade från fondbolaget. För en försäkringstagare är således fokus på livbolaget och bolagets förvaltning. För en andelsägare är fokus framförallt på fonden och förvaltningen av fonden och inte på fondbolaget. En försäkringstagare har en form av delägarskap i livbolaget medan andelsägaren är delägare i fonden och inte i fondbolaget. Vissa associationsrättsliga överväganden i livbolag är således inte relevanta för fondbolag.

Styrelserna i de undersökta fondbolagen

Vid undersökningen diskuterades styrelsens sammansättning med företrädare för de nio fondbolagen. Fondbolagen tillfrågades bland annat om vad de betraktar som en oberoende ledamot, hur många ledamöter de betraktar som oberoende samt om det finns en strategi för styrelsens sammansättning.

Nedan följer en sammanställning av vad som framkom vid undersökningen om styrelsernas sammansättning i de undersökta fondbolagen. FI har gjort en genomgång av styrelsernas sammansättning utifrån den definition av oberoende ledamot som framgår ovan och som kommer att gälla för livbolagen från den 1 juli 2004. Sammanställningen syftar till att ge en uppfattning om sammansättningen av fondbolagens styrelser jämfört med de krav som framöver kommer att ställas på styrelsen i ett livbolag. Nedanstående sammanställning behöver således inte sammanfalla med fondbolagens egen definition av oberoende styrelseledamot.

²² SOU 2004:47.

Tabell 2: Styrelsens sammansättning

Fondbolag	Antal ledamöter	Antal oberoende ledamöter	Oberoende ordförande	VD i styrelsen
Aktie-Ansvar AB	6	3	Nej	Nej
E. Öhman J:or Fonder AB	6	2	Nej	Nej
Erik Penser Fonder AB	7	0	Nej	Ja
Firstnordic Fonder AB	4	0	Nej	Ja
Handelsbanken Fonder AB	9	3	Nej	Nej
HQ Fonder Sverige AB	6	0	Nej	Ja
Nordea Fonder AB (1)	6	0	Nej	Ja
Robur Fonder AB	6	3	Nej	Ja
SEB Fonder AB	7	0	Nej	Nej

- (1) Enligt uppgift från Nordea Fonder AB kommer ytterligare en ledamot att utses varefter styrelsen kommer uppgå till 7 ledamöter.

Som framgår av tabellen saknar fem av fondbolagen helt styrelseledamöter som är oberoende enligt den definition av oberoende som kommer att gälla för livbolagen. Mot bakgrund av samma definition har inget av fondbolagen en ordförande som skulle betraktas som oberoende. I fem av fondbolagen är fondbolagets verkställande direktör också styrelseledamot.

Slutsatser

Styrelsen i ett fondbolag utses av bolagsstämman och därmed av ägarna till fondbolaget. Att fondbolagsstyrelser har en balans mellan ledamöter med kopplingar till ägarna, fondbolaget och andra bolag inom koncernen respektive oberoende ledamöter skulle, liksom i ett livbolag, kunna vara en proaktiv och förtroendeskapande åtgärd.

FI är av uppfattningen att styrelsen i ett fondbolag har en mycket viktig funktion i att säkerställa att andelsägarnas intressen tillvaratas. FI är dock av uppfattningen att de resonemang och överväganden som ligger till grund för de förändrade kraven på styrelsen i livbolag, mot bakgrund av skillnader mellan bolagsformerna och verksamheten, inte på ett förenklat sätt kan överföras till fondbolag. FI har därför för avsikt att utreda frågan om styrelsens sammansättning i fondbolag vidare under hösten 2004.

Verkställande direktören

Styrelsen i ett fondbolag utser verkställande direktör i fondbolaget. Av aktiebolagslagen framgår att den verkställande direktören ska sköta den löpande förvaltningen enligt styrelsens riktlinjer och anvisningar.

Den verkställande direktören leder och har ansvar för den löpande operativa verksamheten i fondbolaget. Ansvaret innefattar bland annat att fatta väsentliga beslut avseende verksamheten, ingå för andelsägarna väsentliga avtal samt kontrollera att verksamheten bedrivs i enlighet med lagar, föreskrifter och i andelsägarnas intresse. Ansvaret och arbetsuppgifterna är centrala för verksamheten.

Verkställande direktörerna i de undersökta fondbolagen

Vid undersökningen framkom att de verkställande direktörerna i de nio fondbolagen som ingick i undersökningen i flera fall har anställningar och uppdrag vid sidan av anställningen och verkställande direktörskapet i fondbolaget.

Tabell 3: Anställningar och uppdrag för verkställande direktör

Fondbolag	Anställd i annat bolag (1)	Andra uppdrag (2)
Aktie-Ansvar AB	Nej	Ja
E. Öhman J:or Fonder AB	Ja	Nej
Erik Penser Fonder AB	Nej	Nej
Firstnordic Fonder AB	Ja	Nej
Handelsbanken Fonder AB	Ja	Ja
HQ Fonder Sverige AB	Ja	Ja
Nordea Fonder AB	Ja	Ja
Robur Fonder AB (3)	Ja	Ja
SEB Fonder AB	Ja	Ja

- (1) Avser att verkställande direktören även är anställd i annat bolag inom koncernen, exempelvis annat fondbolag eller värdepappersinstitut.
- (2) Avser styrelseuppdrag i annat bolag inom koncernen, exempelvis annat fondbolag.
- (3) Robur Fonder AB uppgav vid besöket att den verkställande direktören efter fondbolagets oauktorisering enligt lagen om investeringsfonder endast kommer att vara anställd i fondbolaget.

Några av fondbolagen uppgav att anställningen inte innebär att den verkställande direktören har något ansvar eller några arbetsuppgifter i annat bolag utöver fondbolaget utan att anställningen är betingad av exempelvis skattemässiga skäl.

Bland fondbolagen finns exempel där den verkställande direktören är anställd i samt har ett direkt ansvar för affärsområden eller enheter i annat bolag än fondbolaget som hanterar viss verksamhet på uppdrag av fondbolaget. Detta står i konflikt med att den verkställande direktören i fondbolaget löpande ansvarar för att kontrollera fondverksamheten, inklusive den verksamhet som är utlagd till annat bolag, samt uteslutande ska tillvarata andelsägarnas intresse. Förhållandet står i konflikt med det grundläggande kravet i FI:s föreskrifter om investeringsfonder²³ på att den kontrollerande funktionen ska vara oberoende i förhållande till de funktioner som ska kontrolleras. Föreskriften om investeringsfonder är inte tillämplig på fondbolag som ännu inte är auktoriserade enligt denna lag. När ett fondbolag ansöker om nya tillstånd enligt den nya lagen om investeringsfonder kommer denna typ av förhållanden innefattas i den prövning av fondbolagen som FI kommer att göra.

Intressekonflikter kan finnas mellan fonder som förvaltas inom ett fondbolag. Dessa fonder ingår i samma kontrollstruktur varvid möjligheten finns att kontrollera att vissa uppdrag inte prioriteras framför andra. I flertalet av de fondbolag där den verkställande direktören är anställd i annat bolag ansvarar den verkställande direktören för eller arbetar med andra

²³ FFFS 2004:2.

förvaltningsuppdrag i något avseende utöver fondbolagets egna fonder. Om den verkställande direktören ansvarar för förvaltning eller har annan anställning som innebär arbete med förvaltning i annat bolag uppstår en intressekonflikt mellan dessa uppdrag och den centrala uppgiften att ansvara för kontroll av att andelsägarnas intressen tillvaratas i förvaltningen i fondbolaget.

Slutsatser

Fondbolaget ska vid organisationen av verksamheten undvika intressekonflikter vilket bland annat innebär att den verkställande direktören inte ska ha andra lojaliteter och intressen som kan stå i konflikt med fondandelsägarnas intressen. Vidare bör den verkställande direktören inte ha andra anställningar och uppdrag som innebär att tillräcklig tid inte kan ägnas åt de arbetsuppgifter och det ansvar som följer med att vara verkställande direktör i fondbolaget.

Med hänvisning till den verkställande direktörens ansvar och centrala funktion i fondbolaget är FI av uppfattningen att den verkställande direktören i princip endast bör vara anställd i fondbolaget samt inte ha några andra uppdrag, funktioner eller engagemang i annat bolag som kan innebära en intressekonflikt. Den verkställande direktören ska i egenskap av verkställande direktör uteslutande tillvarata andelsägarnas intresse i fondbolaget.

FI kommer vid prövningen av nya verkställande direktörer som utses samt i samband med omauktoriseringer av fondbolag i enlighet med lagen om investeringsfonder att upprätthålla principen om att den verkställande direktören endast bör vara anställd i fondbolaget. Vidare kommer FI vara restriktiv i bedömningen av vilka övriga uppdrag, funktioner och engagemang som kan accepteras.

Regler för anställdas egna affärer

Liksom nämndes tidigare kan det finnas en intressekonflikt mellan anställda i ett fondbolag som handlar med finansiella instrument för egen räkning och andelsägarna. De anställda kan exempelvis ha information som kan utnyttjas i egenintresse till nackdel för andelsägarna.

I lagarna om värdepappersfonder respektive investeringsfonder har lagstiftaren uttryckligen reglerat att den som har insyn i ett fondbolags dagliga handel inte för egen räkning får köpa eller sälja finansiella instrument till fonden eller i övrigt handla med fonden²⁴. Förbudet gäller bland annat den som samtidigt är styrelseledamot eller suppleant eller innehavare av en ledande befattning samt den som i övrigt genom förvaltningsuppdrag eller liknande har insyn i fondbolagets dagliga handel. Förbudet omfattar inte köp och försäljning av andelar i egna fonder.

Av FI:s föreskrifter om investeringsfonder framgår att ett fondbolag ska ha regler för anställdas och närståendes egna affärer²⁵. Av föreskriften framgår vilka som ska omfattas av reglerna och vilka begränsningar som ska finnas.

²⁴ 7 § lagen (1990:1114) om värdepappersfonder och 2 kap. 18 § lagen (2004:46) om investeringsfonder.

²⁵ 9 kap. 1 § FFFS 2004:2.

Vidare framgår att styrelsen eller ledningen ska utfärda instruktioner om när och hur kontroll ska ske samt vem som ska vara ansvarig för kontrollen. För de fondbolag som inte är auktoriserade i enlighet med den nya lagen om investeringsfonder gäller enligt FI:s allmänna råd om hantering av etiska frågor att det av fondbolagets etiska riktlinjer bör framgå hur hanteringen av egna och närståendes värdepappers- och valutaaffärer ska skötas²⁶. Vidare har det självreglerande organet Fondbolagens Förening utfärdat regler om egna och närståendes affärer med finansiella instrument och valuta. Reglerna ska utgöra en gemensam standard för föreningens medlemmar.

Regler hos de undersökta fondbolagen

Samtliga nio fondbolag som ingick i undersökningen är medlemmar i Fondbolagens Förening och har antagit regler om anställdas och närståendes egna affärer med innehåll som motsvarar Fondbolagens Förenings regler.

FI har vid platsundersökningarna gjort vissa stickprov hos några av fondbolagen för att granska om fondbolagen har dokumentation över de anställdas värdepappersaffärer samt om styrelsen eller ledningen utsett en ansvarig för att kontrollera efterlevnaden av regelverket. FI har vid undersökningen inte noterat några brister.

Slutsatser

Att fondbolagen har regler för anställdas och närståendes egna affärer med finansiella instrument samt att det finns en kontroll av efterlevnaden av regelverket är av största vikt. Dels för att hantera de intressekonflikter som finns mellan de som omfattas av regelverket och fondandelsägarna, dels för att upprätthålla förtroendet för både det enskilda fondbolaget och för fondmarknaden.

Liksom FI uttryckte i rapporten ”Sen fondhandel och market timing” är en förutsättning för att reglerna ska vara verkningsfulla att de strikt tillämpas samt att det finns ett internt kontrollsystem som innefattar kontroll av efterlevnad av regelverket.

Fondbolaget bör även se till att det finns instruktioner som hanterar andra liknande situationer där intressekonflikter kan förekomma, exempelvis egna fondandelsfonders handel med egna fonder samt fondbolagets eventuella handel med andelar i de egna fonderna²⁷.

Mot bakgrund av vikten av ett fungerande regelverk i detta avseende kommer FI i tillsynen framledes genomföra fördjupade undersökningar av hur fondbolagen efterlever regler för anställdas egna och närståendes värdepappersaffärer.

²⁶ 5 § FFFS 1998:22.

²⁷ Se FI:s skrivelse daterad den 28 juni 2004 tillgänglig på www.fi.se.

Handel med värdepapper i fondbolag

- Undersökningen visar att merparten av fondbolagen lägger en oproportionerligt hög andel av värdepappersaffärerna hos det närstående bolaget. Några av fondbolagen visar enligt FI:s bedömning på brister i hur de säkerställer hanteringen av intressekonflikter i handel med värdepapper. Mot bakgrund av detta kan FI inte utesluta att koncernintresset har påverkat fondbolagens val av mäklare och att andelsägarnas intressen åsidosatts. FI anser att fondbolagen bör åtgärda bristerna genom att ha en dokumenterad process för val av mäklare som löpande följs upp av bland annat styrelsen.
- Flera av fondbolagen i undersökningen använder sig av "soft commission". FI anser att "soft commission" inte verkar för andelsägarnas bästa och att situationen idag inte är tillfredsställande. FI kommer framöver att fördjupa den analys som har påbörjats inom detta område och fortsätta driva denna fråga i dialog med branschen för att utreda en eventuell reglering i syfte att stärka konsumentskyddet.
- Några fondbolag har bonusprogram som till sin konstruktion skulle kunna missgynna andelsägare. FI anser att fondbolagen bör informera om hur bonusprogrammen är konstruerade för fondbolagens ledande befattningshavare, förvaltare och analytiker. Andelsägarna bör få möjlighet att informera sig om i vilken utsträckning deras och förvaltarens intressen sammanfaller. FI avser att under hösten 2004 behandla frågan om information ytterligare och återkomma med förslag på eventuell reglering i detta avseende.
- Fondbolagen ska vid blockorder ha tydliga instruktioner och rutiner för hur blockorder ska hanteras samt löpande följa upp att instruktionerna och rutinerna efterlevs.

Handel med värdepapper för fondernas räkning tillhör kärnverksamheten i fondbolag. Huvudsyftet med värdepappershandeln är att genom köp och försäljningar försöka skapa värde åt andelsägarna i form av ökad avkastning. Handel genomförs bland annat även för att möta in- och utflöden i fonderna. För fondbolag som ingår i koncerner med ett värdepappersinstitut som tillhandahåller flera olika finansiella tjänster, exempelvis mäklari- och corporate finance-tjänster, kan intressekonflikter uppstå när fondbolaget gör transaktioner med det närstående bolaget. Vid sådana tillfällen finns det risk att de sedvanliga marknadsmässiga villkoren sätts ur spel. Det kan finnas risk att rätt pris på värdepapperet inte erhålls eller att ett marknadsmässigt courtage inte betalas. Transaktionskostnader, bland annat courtage, omfattas inte av den förvaltningsavgift som debiteras fonden utan är en kostnad som tillkommer för andelsägarna. Transaktionskostnader kan utgöra stora belopp och då de belastar de enskilda fonderna så har det inverkan på fondernas avkastning. Transaktionskostnadernas storlek varierar från fond till fond,

men det är inte ovanligt att de utgör belopp i nivå med fondernas förvaltningsavgifter.²⁸

Enligt lagen om värdepappersfonder samt lagen om investeringsfonder ska fondbolaget varje år skriftligen informera varje andelsägare i en värdepappersfond om hur stort belopp av de totala kostnaderna som belastat fonden under det närmast föregående kalenderåret som hänförs till andelsinnehavet²⁹. I informationen ska det anges hur mycket av beloppet som avser förvaltningskostnader, inklusive kostnader för förvaring av fondtillgångarna. I de totala kostnaderna ingår även exempelvis courtage. I föreskrifterna till den nya lagen om investeringsfonder framgår att det i faktabladet ska finnas uppgift om de totala kostnaderna, utöver transaktionskostnader, i förhållande till genomsnittlig fondförmögenhet, TER³⁰. Information ska även lämnas om kostnader som inte ingår i TER men som belastar fonden. Genom informationen kan andelsägarna skapa sig en bild över hur kostnadsstrukturen ser ut i fonden och hur dessa kostnader har belastat fonden.

I handeln med räntebärande värdepapper utgår inget courtage utan där består risken i att priset, den så kallade "spreaden" (skillnaden mellan köp- och säljkurs), inte är marknadsmässig.

Vid handel med värdepapper förekommer även så kallad "soft commission" vilket kan bidra till att intressekonflikter uppstår (för definition se nedan under "soft commission").

Även vid värdepapperslån mellan fondbolag och närstående bolag finns det risk för att de marknadsmässiga villkoren sätts ur spel, vilket skulle kunna inverka negativt för de enskilda andelsägarna om en lägre avkastning erhålls.

Som nämndes i inledningen så kan intressekonflikter även finnas mellan olika fonder eller mellan fonder och andra förvaltningsuppdrag, exempelvis till följd av hur bonus- och incitamentsprogrammen är konstruerade. Det kan finnas risk för att vissa fonder förfördelas till förmån för andra fonder eller andra förvaltningsuppdrag.

Nedan belyses några av de identifierade intressekonfliktssituationer, mot bakgrund av de avgränsningar som beskrivs i inledningen.

Handel med närstående bolag

Fondbolagens aktie-, ränte- och valutahandel

I undersökningen framkom att samtliga nio fondbolag köper och säljer värdepapper för fondernas räkning med närstående bolag. Andelen av den totala handeln som sker med det närstående bolaget varierar dock mellan fondbolagen som ingick i undersökningen, enligt nedanstående tabeller.

²⁸ Förvaltningsavgifterna ligger vanligtvis mellan 1,0 – 1,8 procent av fondens värde för aktivt förvaltade aktiefonder. För aktieindexfonder och räntefonder ligger förvaltningsavgifterna normalt något lägre.

²⁹ 27 a § lagen (1990:1114) om värdepappersfonder, 4 kap. 22 § lagen (2004:46) om investeringsfonder.

³⁰ 13 kap. 8 § FFFS 2004:2.

Tabell 4: Andel av handel i svenska aktierelaterade finansiella instrument med närstående bolag. Andel i procent av omsättningen

Fondbolag	2002	2003	Kvartal 1, 2004
Aktie-Ansvar AB	5	25	25
E. Öhman J:or Fonder AB	33	18	34
Erik Penser Fonder AB	98	98	96
Firstnordic Fonder AB	0	0	0
Handelsbanken Fonder AB	40	19	37
HQ Fonder Sverige AB	16	33	38
Nordea Fonder AB	18	24	21
Robur Fonder AB	29	15	10
SEB Fonder AB	17	20	21

Källa: Uppgifter från fondbolagen

Tabell 5: Andel av handel i ränterelaterade finansiella instrument med närstående bolag. Andel i procent av omsättningen

Fondbolag	2002	2003	Kvartal 1, 2004
Aktie-Ansvar AB	0	0	0
E. Öhman J:or Fonder AB	23	27	40
Erik Penser Fonder AB	0	3	1
Firstnordic Fonder AB	26	42	59
Handelsbanken Fonder AB	54	53	39
HQ Fonder Sverige AB	0	0	0
Nordea Fonder AB	26	25	20
Robur Fonder AB	25	15	18
SEB Fonder AB	16	8	12

Källa: Uppgifter från fondbolagen

Som kan utläsas av tabell 4 så sker en betydande andel av handeln i svenska aktier hos flera av fondbolagen med närstående bolag. I flera av fondbolagen är omfattningen av handeln med det närstående bolaget betydligt större än det närstående bolagets marknadsandel på Stockholmsbörsen³¹.

I handeln med utländska aktier (framgår inte av tabellerna) är andelen som genomförs med det närstående bolaget betydligt lägre än jämfört med handeln i svenska aktier i flertalet bolag. Ett fondbolag genomförde dock föregående år huvuddelen av de utländska transaktionerna med det närstående bolaget.

I tabellerna så anges hur stor andel av omsättningen som respektive fondbolag genomför till med det eller de närstående bolagen. Tabellerna visar således inte kostnaderna som har betalats, det vill säga den courtagekostnad som har belastat fonderna. Andelen av courtaget som går till det närstående bolaget kan var lägre eller högre än andelen av omsättningen. Detta beror på vilken courtagesats som fondbolaget i genomsnitt betalar till det närstående bolaget respektive övriga bolag. Courtage är i sin tur endast en del av de totala transaktionskostnaderna som är förknippade med värdepappersaffärer. Transaktionskostnader består även av delar, utöver courtaget, som är svåra att beräkna och kvantifiera.

³¹ Information om bolagens marknadsandelar finns att tillgå på Stockholmsbörsens hemsida.

Exempelvis är det svårt att beräkna kostnaderna i termer av förmåga att exekvera order och orderns marknadspåverkan.

Courtagesatserna på den svenska institutionella marknaden förefaller vara relativt homogena. De flesta av fondbolagen uppger att de vanligtvis betalar ca 0,15 procent i courtage vid köp och försäljningar av svenska aktier. Priset varierar dock beroende av vilket värdepapper som omsätts. Ett par av fondbolagen avviker något när de uppger att de betalar ända upp till 0,30 procent för handel med svenska aktier. När handeln sker med några av de så kallade nätmäklarbolagen, så betalas ett courtage om ca 0,05-0,06 procent. Det lägre courtaget kan förklaras med att dessa transaktioner endast utgörs av exekveringar. Mäklaren tillhandahåller exempelvis inte analys eller rådgivning. I undersökningen har det inte framkommit något som visar att fondbolagen betalar en högre, icke-marknadsmässig courtagesats vid transaktioner med närstående bolag. Courtaget är generellt detsamma som det som erläggs vid transaktioner som genomförs med externa mäklare. Vid handel med utländska aktier så betalas generellt ett högre courtage än vid handel med svenska aktier.

Samtliga fondbolag uppger att de betalar courtage vid svenska aktietransaktioner och att handeln inte sker till så kallade nettopriser, det vill säga när courtaget ingår i priset som betalas för värdepapperet.

Även i handeln med räntebärande värdepapper så väljer flera av fondbolagen att lägga en stor andel av transaktionerna med det närstående bolaget, enligt tabell 5. Inget courtage utgår vid dessa transaktioner utan kostnaden är den så kallade "spreaden", det vill säga skillnaden mellan värdepapperets köp- och säljkurs. Följaktligen är det mycket svårt att fastställa de transaktionskostnader som utgått i handeln.

I fondbolagens handel med valuta så dominerar handeln med det närstående bolaget kraftigt i fyra av fondbolagen. Två av dessa fondbolag gör samtliga av sina valutatransaktioner med det närstående bolaget, medan de andra två gör merparten av transaktionerna med det närstående bolaget. En av förklaringarna som angavs var bland annat att valutahanteringen inte är en aktiv del i fondbolagets placeringsstrategi. Ett annat fondbolag förklarar den höga andelen med att de inte har möjlighet att lägga transaktioner externt på grund av begränsningar i fondbolagets administrativa system. Fondbolaget håller på att implementera ett nytt system vilket framledes kommer att möjliggöra handel i valuta med externa mäklare. De fem fondbolag som inte gör några valutatransaktioner med det närstående bolaget gör valutatransaktionerna uteslutande med den bank som är förvaringsinstitut³² åt fonderna.

Upplysningar om transaktioner med närstående ska enligt FI:s föreskrifter lämnas i årsberättelse och halvårsredogörelse³³. Av upplysningarna ska framgå det sammanlagda värdet av köp och försäljningar som skett för fondens räkning under året med närstående värdepappersbolag. Denna information möjliggör för andelsägarna att skapa sig en uppfattning om i vilken utsträckning fondbolagen väljer att för fondernas räkning handla med

³² För närvarande finns det fem stycken förvaringsinstitut på den svenska marknaden: Svenska Handelsbanken, SEB, Föreningssparbanken, Nordea samt Danske Banks Sverigefilial.

³³ 15 kap. 20 § FFFS 2004:2

det närstående bolaget. Vidare framgår av Fondbolagens Förenings etiska riktlinjer för fondbolag bland annat att fondbolagen vid val av affärspartner ska vinnlägga sig om att denne är seriös och att mellanhavanden görs på strikt marknadsmässiga villkor. Fondbolagen ska offentliggöra hur stor del av handeln med finansiella instrument som skett genom ett närstående värdepappersinstitut.

Utvärdering av mäklare³⁴

Vid handel med värdepapper för fonders räkning så omsätts stora volymer och kostnaderna som belastar fonderna kan vara betydande. All handel för fondernas räkning ska ske uteslutande i andelsägarnas intressen. Detta gäller naturligtvis även handel med närstående bolag. Det är viktigt att det inte råder någon som helst misstanke om att så inte sker. Ett sätt för fondbolag att hantera de intressekonflikter som uppstår är att ha en intern process som säkerställer att andelsägarnas intressen tillvaratas. FI har därför som ett led i undersökningen kartlagt och granskat om fondbolagen har en process för att löpande utvärdera de mäklare som fondbolagen väljer att handla med för fondernas räkning och i vilken utsträckning processen säkerställer att andelsägarnas intressen tillvaratas.

De kriterier som fondbolagen uppställer för val av mäklare är relativt likartade. Generellt gör fondbolagen en samlad bedömning av den service som mäklarna ger. Förmågan att exekvera transaktioner till bra priser är det som de flesta framför som det viktigaste kriteriet. Analys är också ett av de viktigare kriterierna; alltifrån bolags-, kredit-, makro- och strategianalys till riktade analysuppdrag som läggs ut på mäklarna inom särskilda områden eller teman som fondbolagen vill ha belysta. Fondbolagen värdesätter generellt mäklarnas förmåga att komma med nya investeringsidéer men även personliga kontakter och kvalitet i administrativa rutiner har betydelse. Innan fondbolagen börjar handla med en ny mäklare uppgav vissa av fondbolagen att även en riskbedömning görs av mäklaren, utifrån bland annat kreditvärdighet och kapitalstyrka. Detta för att säkerställa att mäklaren kan fullgöra sina åtaganden.

Utifrån de kriterier som fondbolagen ställer upp görs ofta en samlad bedömning av de mäklare som fondbolagen väljer att handla med. Ofta görs bedömningarna av fondbolagets förvaltare, handlare och analytiker samt ibland även av administrativ personal. Omfattningen och strukturen på utvärderingarna skiljer sig åt mellan fondbolagen. Utvärderingarna avseende aktiehandeln är generellt mer omfattande än för räntehandeln. Flera av fondbolagen förklarar detta med att de i handeln med räntebärande papper använder sig av ett begränsat antal mäklare vilket gör att behovet av omfattande utvärderingar är mindre än i aktiehandeln. Bakgrunden är att det endast finns ett fåtal mäklare på den svenska räntemarknaden.

Utvärderingarna hos de större fondbolagen görs löpande, i något fall kvartalsvis men åtminstone årligen, och i flera av fondbolagen summeras bedömningarna ihop till en total rankinglista. Rankinglistan styr sedan affärläggningen och efteråt följer fondbolagen upp utfallet. Detta ska säkerställa att de mäklare som faller bäst ut i bedömningarna – utifrån de kriterier som ställts upp - även är de som får flest transaktioner och

³⁴ Med mäklare avses i detta sammanhang ett värdepappersinstitut som har tillstånd enligt lagen om värdepappersrörelse att bedriva värdepappershandel.

följaktligen oftast erhåller mest courtage. I ett par av fondbolagen fick de närstående bolagen högst andel av transaktionerna trots att de samlade bedömningarna, enligt rankinglistorna, inte visade att de tillhörde de högst rankade mäklarna. Detta förklarades bland annat med att det närstående bolaget hade blivit betydligt bättre sedan tidpunkten för utvärderingen. Av de större fondbolagen så hade alla utom ett fondbolag skriftliga utvärderingar av de mäklare med vilka de handlade räntebärande papper. Avseende aktiehandeln hade samtliga av de större fondbolagen skriftliga, dokumenterade utvärderingar.

I ett av fondbolagen framgick det av fondbolagets verksamhetsplan att de har som praxis att genomföra 25 procent av transaktionerna på vissa marknader med det närstående bolaget.

I de mindre fondbolagen var generellt inte utvärderingsprocessen lika omfattande som i de större fondbolagen. I flera av dessa fondbolag saknades skriftliga, dokumenterade utvärderingar både på aktie- och räntesidan. Utvärderingarna gjordes enligt uppgift från fondbolagen muntligen och mer ad-hoc. Det fanns således inget dokumenterat som visade eller förklarade motiven till val av mäklare.

Vissa av fondbolagen gjorde inte en löpande prövning och utvärdering av handeln med valutor till det närstående bolaget och således kan det inte uteslutas att bättre villkor skulle kunna erhållas med andra mäklare. Samtliga fondbolag, undantaget ett, saknade en skriftlig, dokumenterad utvärderingsprocess för val av mäklare vid handel med valutor.

Samtliga fondbolag i undersökningen utom ett har lämnat upplysningar i årsberättelse och halvårsredogörelse om det sammanlagda värdet av köp och försäljningar som skett för fondens räkning under året med närstående värdepappersbolag. Fondbolaget som inte har lämnat upplysningar uppger att de är av uppfattningen att de inte har något närstående bolag i detta avseende.

Slutsats

Undersökningen visar att merparten av fondbolagen lägger, relativt marknadsandelarna, en oproportionerligt hög andel av aktietransaktionerna hos det närstående bolaget. Även i ränte- och valutahandeln så gör flera fondbolag i mycket hög utsträckning transaktioner med det närstående bolaget. Två av fondbolagen gjorde samtliga valutatransaktioner med det närstående bolaget.

FI har ingen uppfattning om var ett fondbolag väljer att lägga sina värdepappersaffärer, under förutsättning att det sker i andelsägarnas intresse. Det är dock betydelsefullt att fondbolagen vid varje enskild tidpunkt kan säkerställa att de intressekonflikter, som finns vid val av mäklare, kan hanteras på ett tillfredsställande sätt. Det ska inte finnas tvivel eller misstankar om att så inte är fallet. Detta kan uppnås bland annat genom en process och en intern kontrollstruktur som säkerställer att handeln med värdepapper genomförs med de mäklare som är bäst för andelsägarna. Valet av mäklar ska inte styras av andra intressen, exempelvis gynna det närstående bolaget eller erhålla andra tjänster (se nedan under "soft commission").

Undersökningen visar att flera av fondbolagen har en omfattande utvärderingsprocess av mäklare i syfte att säkerställa att andelsägarnas intressen tillvaratas. Enligt FI:s bedömning så visar dock några av fondbolagen brister i hur de säkerställer hanteringen av intressekonflikter i värdepappershandeln. Dels bedöms flera av fondbolagen inte ha en tillfredsställande process för att utvärdera de mäklare med vilka de genomför såväl aktie-, ränte- och valutatransaktioner. Dels så efterlevs inte utfall av mäklarutvärderingar i praktiken. Att några av fondbolagen förklarar avsaknaden av en utvärderingsprocess för val av mäklare i räntehandeln med att de endast handlar med ett fåtal aktörer kan inte anses tillfredsställande. Behovet av utvärderingar kan inte vara avhängigt hur stort antalet mäklare fondbolaget handlar med. Även att ett par av fondbolagen inte efterlever utfallet av den utvärderingsprocess som de själva satt upp finner FI otillfredsställande. Fondbolagen har, enligt FI:s bedömning, inte säkerställt att de handlat i linje med fondlagstiftningens krav om att uteslutande tillvarata andelsägarnas intresse. Behovet av en mer formaliserad och strukturerad utvärderingsprocess bör naturligtvis vara större i ett fondbolag som handlar med många mäklare och för många fonders räkning. Men även i de mindre, medelstora fondbolagen bör det finnas en dokumenterad process för val av mäklare.

Det är även otillfredsställande att fondbolag sätter upp ”praxis” för hur mycket av handeln som ska läggas till det närstående bolaget. Syftet med en utvärderingsprocess är att andelen som läggs till ett visst bolag har sin grund i hur bolaget presterar och inte erhållas med automatik oavsett om det ligger i andelsägarnas intresse. I handeln med valuta så gör flera av fondbolagen ingen upphandling av priser och kontrollen över prisbildningen är bristfällig. Att ett av de större fondbolagen dessutom hänvisar till att de inte har tillräckliga administrativa system för att klara av valutahanteringen med andra bolag än det egna närstående bolaget visar på brister i hur de säkerställer att de tillvaratar andelsägarnas intressen. Genom avsaknad av system har fondbolaget inte ens praktisk möjlighet att tillvarata andelsägarnas intressen inom området.

I undersökningen har inte explicit framkommit att andelsägarna lidit ekonomisk skada till följd av att fondbolagen har låtit andra intressen gå före. Exempelvis har det inte kunnat konstateras att courtagesatserna med det närstående bolaget avvikit på ett ofördelaktigt sätt från gängse marknadsvillkor. FI:s bedömning är att utan en löpande utvärdering och uppföljning finns risk att andra intressen, exempelvis koncernintressen, kan styra. Mot bakgrund av den höga andelen transaktioner till närstående bolag och de brister som kunnat konstateras i flera fondbolag så kan FI inte utesluta att koncernintresset har påverkat fondbolagens val av mäklare och att andelsägarnas intressen åsidosatts.

Ett ytterligare sätt att säkerställa att fondbolag agerar uteslutande i andelsägarnas intresse, i bland annat frågor som denna, är att styrelsen löpande följer upp och utvärderar fondbolagets process för utvärdering och val av mäklare.

”Soft Commission”

Vad är ”Soft Commission”?

Det finns ingen entydig definition av ”soft commission”. Begreppet utvecklades internationellt när olika former av ”rabatter” erhöles vid värdepapperstransaktioner med vid den tiden höga, fasta courtagesatser. Med ”soft commission” avses generellt en överenskommelse där en fondförvaltare får varor och tjänster utöver genomförande av själva transaktionen i utbyte mot att fondförvaltaren styr transaktioner till mäklaren.

Det kan vara en explicit överenskommelse, muntlig eller skriftlig, mellan en förvaltare och mäklare som knyter samman värdet på de erhållna varorna och tjänsterna med en specificerad volym av courtage för genomförandet av transaktionen. Ofta kan varorna och tjänsterna erhållas från en tredje part men betalas av mäklaren. Exempel på varor och tjänster kan vara mjuk- eller hårdvaror till datorer, elektroniska publikationer, analys från tredje part etc.

En form av ”soft commission” är även överenskommelser där det finns en förväntan, däremot inget krav, att fondförvaltaren ska lägga transaktioner hos mäklaren.³⁵ I överenskommelsen ser mäklaren till att fondförvaltare får en kombination av tjänster förutom själva genomförandet av transaktionen, som även dessa betalas via courtage eller ”spread” i kursen. Exempel på tjänster kan vara investeringsanalys, konferenser, frukost- och lunchpresentationer. Kombinationerna av tjänster prissätts normalt inte separat.

Problem med ”soft commission”

Användandet av ”soft commission” för betalning av varor och tjänster förutom själva genomförandet av transaktionen skapar en dålig genomlysning av vad respektive tjänst egentligen kostar, vilket är av betydelse då kostnaderna belastar fonden, det vill säga andelsägarna. Genom att klumpa ihop tjänsterna i ett pris så finns det risk att andelsägarna får betala för tjänster som egentligen borde ha betalats av fondbolaget. Avsaknad av öppenhet medför att det blir svårt för en andelsägare att bedöma om förvaltaren agerar för andelsägarnas bästa.

Det finns en risk att en förvaltares affärsbeslut och val av mäklare för genomförande av transaktionen styrs av andra intressen än andelsägarnas. Förvaltare kan välja att lägga transaktioner hos en särskild mäklare för att kunna få del av de andra tjänster som den mäklaren erbjuder, snarare än att få bästa avslutskurs. För att få del av vissa tjänster kan även en förvaltare handla mer än vad han eller hon annars skulle ha gjort, det vill säga omsättningshastigheten i fonden ökar. En ökad omsättningshastighet medför att transaktionskostnaderna stiger och att fondens avkastning blir lägre.

Ett argument som talar för att ”soft commission” inte inverkar negativt är att en förvaltare huvudsakligen utvärderas utifrån hur fonden avkastar. Då transaktionskostnader påverkar fondens avkastning negativt så kommer

³⁵ Brittiska tillsynsmyndigheten Financial Services Authority, FSA, använder begreppet ”bundled brokerage” (=ihopklumat mäklararvode); CPA 176.

förvaltaren endast ingå "soft commission"-överenskommelser som han eller hon tror skapar mervärde åt andelsägarna.

Förekomst av "soft commission" i undersökningen

Tre av fondbolagen uppger att de har "soft commission"-överenskommelser. Fondbolagen har med "soft commission" avsett explicita överenskommelser med mäklare där varor och tjänster har erhållits från tredje part. Resterande fondbolag uppger att de inte har några sådana avtal, även om det har förekommit tidigare hos några av fondbolagen. Flera av de fondbolag som ingick i undersökning uppgav att de har som policy att inte tillämpa avtal om "soft commission".

Ett av fondbolagen har ett skriftligt avtal med en extern mäklare som gör det möjligt att erhålla "soft commission" för den handel som de väljer att lägga hos mäklaren. Fondbolaget kan tillgodogöra sig ett värde motsvarande courtage eller den överenskomna "spreaden" vid handel med räntebärande instrument gånger en multipel³⁶ om 1,5. Värdet kan i sin tur användas för att upphandla analystjänster, exempelvis teknisk analys, mjukvara för kvantitativ investeringsanalys och avkastningsberäkningar. Värdet av de erhållna tjänsterna motsvarar ett belopp på ca 6-7 mkr.

Ett annat av fondbolagen får genom att lägga transaktioner för deras indexfonders räkning hos en viss mäklare bidrag till en Bloomberg-terminal. Beloppet motsvarar ca 24 000 USD årligen. Fondbolaget menar att terminalen är ett viktigt hjälpmedel i förvaltningen och för att säkerställa den interna kontrollen.

Det tredje fondbolaget har träffat avtal angående två oberoende analystjänster. Värdet av tjänsterna motsvarade föregående år ett belopp på 10 000 USD.

Ovanstående avtal rör sig om relativt små belopp i förhållande till de totala courtagekostnader som fondbolagen erlägger samt fondbolagens totala förvaltade kapital.

Samtliga fondbolag i undersökningen får tillgång till analyser, frukost- och lunchmöten, möjlighet till riktade analysuppdrag, konferenser etc. utöver själva genomförandet av transaktioner.

Några av fondbolagen får också tillgång till olika mjukvaruprogram för finansiell analys genom att de lägger transaktioner hos en viss mäklare. Dessa fondbolag har policies om att inte använda sig av "soft commission" och inkluderar således inte dessa analysprogram under begreppet "soft commission".

Internationell utveckling

"Soft commission" är en fråga som är aktuell i flera andra länder. I England genomför den brittiska tillsynsmyndigheten, FSA, för närvarande en stor studie om "soft commission"³⁷. De belyser där problematiken runt "soft commission" och har lämnat ett antal åtgärdsförslag. FSA har bland annat föreslagit begränsning av de varor och tjänster som kan köpas genom

³⁶ Avser relationen mellan courtage och värdet av erhållna tjänster.

³⁷ Financial Services Authority, CPA 176

courtage eller annat arvode. De föreslår även åtgärder för att öka informationen till kunderna, bland annat genom tydlig information avseende kostnaderna för transaktioner respektive analys. FSA arbetar för närvarande med att undersöka hur dessa förslag kan implementeras i marknaden.

Även i USA förekommer en debatt kring "soft commission". Den amerikanska tillsynsmyndigheten SEC genomför för närvarande omfattande granskningar av fondbranschen, mot bakgrund av de missförhållanden som uppdagades under hösten 2003 bland annat rörande "market timing"³⁸. En av de intressekonflikter som har identifierats är "soft commission". Det har höjts röster i USA för att SEC ska vidta åtgärder för att begränsa omfattningen av "soft commission"³⁹. SEC har tidigare genomfört studier inom området men har ännu inte fattat något beslut i frågan.

Slutsats

FI är av uppfattningen att "soft commission" inte verkar för andelsägarnas bästa. En tydlighet och ökad öppenhet inom detta område skulle stärka konsumentskyddet. Även fondbolagen själva efterlyser tydligare riktlinjer inom området då de – som de själva uttrycker det – kan befinna sig i en "gråzon" mellan vad som kan anses vara rätt eller fel.

Enligt lagen om investeringsfonder ska grunderna för fondbolagets ersättning ur fonden samt de avgifter som fondbolaget får ta ut ur fonden anges i fondbestämmelserna⁴⁰. Detta sätter ramarna för den ersättning för förvaltningen som kan belasta fonden. Till detta kommer rörliga transaktionskostnader som belastar fonden. Utgångspunkten enligt lag är alltså att alla kostnader som hör till förvaltningen ska framgå av och följa fondbestämmelserna.

FI är av uppfattningen att en tydlighet och öppenhet skulle kunna uppnås genom att exkludera varor och tjänster, exempelvis hård- och mjukvaror för datorer och andra elektroniska informationssystem, som kan erhållas genom det courtage som betalas förutom själva genomförandet av transaktionen. Det är svårt att försvara att varor och tjänster som har karaktär av allmänna omkostnader ska betalas via courtage, det vill säga inte betalas av fondbolagen utan av de enskilda fonderna. Andelsägare betalar en förvaltningsavgift som bör inkludera dessa kostnader och det vore därför mer naturligt att belasta fondbolaget för dessa tjänster. FI bedömer att det inte kan ligga i andelsägarnas intresse att dessa varor och tjänster erhålls genom transaktionskostnader som debiteras fonden.

I undersökningen har FI kunnat konstatera att i ett fondbolag betalas exempelvis system som Barra och Six via courtage eller överenskommen "spread", medan andra fondbolag betalar dessa system själva. Det är viktigt att kunder kan jämföra avgifter och kostnader mellan olika fondförvaltare och fonder. I undersökningen var förekomsten av "soft commission" (enligt fondbolagens tolkning) där fondbolagen erhåller informationstjänster eller dylikt relativt liten – tre bolag hade någon form av avtal. Fondbolagen själva framhöll samtidigt att värdet av dessa tjänster var litet och bedömningen är

³⁸ För definition se FI:s rapport 2004:3 "Sen fondhandel och market timing"

³⁹ Bl.a. Investment Company Institute, 16/12 2003 "Request for Rulemaking Concerning Soft dollars and Directed Brokerage"

⁴⁰ 4 kap. 8 § lagen (2004:46) om investeringsfonder.

att en exkludering av dessa tjänster skulle få en mycket begränsad effekt. Eftersom merparten av antalet svenska fondbolag inte ingick i undersökningen finns ingen komplett bild över den totala frekvensen och omfattningen av "soft commission" på den svenska marknaden. Följaktligen är det svårt att i nuläget göra en bedömning av vilka konsekvenser en reglering inom området skulle kunna få. För de mindre fondbolagen kan det tänkas att "soft commission" kan vara av stor betydelse för verksamheten.

Det kan även diskuteras om inte den investeringsanalys etc. som fondbolagen får tillgång till i och med att de genomför transaktioner med mäklare borde täckas av den förvaltningsavgift som andelsägarna redan betalar. Idag separeras inte prissättningen av analystjänster från priset för själva exekveringen utan oftast tillkommer analysen när fondbolagen gör transaktioner med de olika mäklarna. I princip så borde även dessa tjänster täckas av den förvaltningsavgift som andelsägarna betalar. Fondbolagen, särskilt de större, har egna analytiker och kostnaderna för dessa inkluderas i förvaltningsavgiften. Fondbolag framför ofta fondbolagets analyskapacitet som ett skäl till att investera i just deras fonder och det är bland annat för detta som andelsägarna betalar förvaltningsavgifterna. Det är svårt att se skäl för att analyskostnader ska tillkomma utöver förvaltningsavgiften och ett sådant system bidrar till att skapa otydlighet. Det finns dock en svårighet i att avgöra var gränsen går mellan information som är att beteckna som en del av transaktionen och andra analys- och informationstjänster. FI anser inte att kostnaderna för dessa tjänster med automatik ska läggas över på andelsägarna. Huvudregeln bör vara att fondbolagen själva ska stå för analyskostnader via den förvaltningsavgift de tar ut.

Det är viktigt att den svenska utvecklingen inom området går i linje med den internationella utvecklingen eftersom många av mäklarna är internationella aktörer.

FI anser att situationen idag inte är tillfredsställande. Genom användande av "soft commission" så uppstår intressekonflikter där det finns risk att andelsägarnas intressen åsidosätts. FI kommer framöver att fördjupa den analys som har påbörjats inom detta område och fortsätta driva denna fråga i dialog med branschen för att utreda en eventuell reglering i syfte att stärka konsumentskyddet.

Handel mellan olika förvaltningsuppdrag

En del av värdepappersaffärerna som görs i fondbolagen går av olika skäl inte via en extern mäklare utan genomförs internt i fondbolaget. Exempelvis kan det vara en transaktion mellan två av fondbolagets fonder där den ena fonden köper ett värdepapper av den andra fonden. Skäl till detta kan bland annat vara att matcha olika in- och utflöden eller hantera en riskomfördelning i fonderna. Genom att inte använda mäklare så kan fondbolaget undvika en del av transaktionskostnaderna.

I undersökningen framkom att transaktioner mellan fonder, eller mellan fonder och andra uppdrag, inte förekom i någon större utsträckning med undantag av hos ett fondbolag. I det fondbolaget gjordes år 2003 knappt 17 procent av transaktionerna i svenska aktierelaterade instrument internt mellan fonderna. Fondbolaget uppgav att de hade ett stort behov av att

matcha flöden mellan fonderna och ansåg att det var mest förmånligt för andelsägarna om de kunde genomföra dessa transaktioner internt.

Ett av fondbolagen hade en uttrycklig policy att inte göra denna typ av transaktioner på grund av det inte ska uppkomma någon misstanke om att någon fond skulle kunna missgynnas.

Resterande fondbolag genomförde en relativt liten eller ingen andel av transaktionerna internt. Samtliga av fondbolagen uppgav att samtliga transaktioner görs till marknadsmässiga villkor, exempelvis till en kurs mitt i "spreaden" eller till dagens slutkurs. FI tog stickprov på interna transaktioner i några fonder. Stickproven visar att de kurser som transaktionerna genomförts till är inom det spann som det aktuella värdepapperet handlades för på affärsdagen och följaktligen finns det inget som tyder på att marknadsmässiga villkor inte skulle ha gällt vid dessa transaktioner.

Vid interna transaktioner är det viktigt att fondbolagen ser till att avsluten sker på marknadsmässiga villkor så att inte vissa fonder prioriteras på andra fonders bekostnad. Fondbolagen bör ha rutiner för att hantera dessa transaktioner och för att säkerställa att andelsägarnas gemensamma intresse tillvaratas.

Bonus- och incitamentsprogram

Bakgrunden till att fondbolagens bonusprogram har studerats är de intressekonflikter som kan uppstå mellan olika fonder samt mellan fondförvaltare och andelsägare som en följd av hur bonusprogrammen är konstruerade.

Bonusprogram för enskilda förvaltare kan tjäna som ett viktigt styrmedel i fondförvaltningen och kan, om de är rätt utformade, vara i andelsägarnas intresse. Ersättning kopplad till fondernas avkastning ger förvaltarna ett incitament att leverera högre avkastning och kan underlätta hanteringen av vissa av de intressekonflikter som är i fokus för denna undersökning. Bland annat får förvaltaren ett incitament att sänka transaktionskostnaderna och välja den mäklare som levererar den bästa tjänsten. Den enskilde förvaltaren får om bonusen har en stark koppling till fondens avkastning ett högst påtagligt privatekonomiskt skäl att tillvarata andelsägarnas intressen.

Bonusprogrammen kan även leda till intressekonflikter i förvaltningen. I de fall då förvaltaren hanterar ett flertal förvaltningsuppdrag och endast ett fåtal av dessa uppdrag är bonusgrundande kan det leda till att de bonusgrundande uppdragen hanteras förmånligare på de andra icke bonusgrundande uppdragens bekostnad. Exempelvis kan det i samband med köp av värdepapper finnas incitament att fördela inköpta värdepapper på sådant sätt att vissa fonder gynnas. Då förvaltarens prestation relateras till fondens avkastning i förhållande till ett jämförelseindex kan det leda till ökad benägenhet att ta större risker i förvaltningen. Förvaltaren får bonus om index slås men behöver inte betala något om index underskrids. Detta kan öka riskbenägenheten i förvaltningen exempelvis då bonusen baseras på fondens årsavkastning och fondens avkastning mot slutet av året ligger under index. Förvaltaren har då ett incitament att öka risknivån i fonden.

Bonusstrukturen i fondbolagen

Av de undersökta fondbolagen har alla utom ett någon form av bonusprogram för ledande befattningshavare och förvaltare. Bonusprogrammen för förvaltare har något varierande utformning på de olika fondbolagen. De olika programmen har mer eller mindre stark koppling till förvaltningsresultaten. I ett av fondbolagen är bonusen uteslutande baserad på förvaltningsresultatet relaterat till ett jämförelseindex. I övriga fondbolag är bonusen även kopplad till andra kvantitativa kriterier som exempelvis fondbolagets försäljningsutveckling och ekonomiska resultat. På många fondbolag används dessutom olika kvalitativa kriterier, såsom förvaltarnas samarbetsförmåga och förmåga att utveckla verksamheten. Generellt är dock den enskilt viktigaste faktorn i bonusprogrammen den avkastning som förvaltarna presterar.

I flera av fondbolagen är förvaltningsresultatets inverkan på bonusen baserad på ett urval av fonder. Förvaltarna utvärderas således inte på samtliga fonder som de ansvarar för. Detta kan innebära en risk för de fonder vars resultat inte är bonusgrundande. De kan få otillräcklig uppmärksamhet och därigenom sämre avkastning. Ett av fondbolagen uppger att denna brist hanteras genom att den interna uppföljningen av förvaltningen ser till att inga större avvikelser mellan fonderna tillåts. I några av fondbolagen har ledningen möjligheten att minska bonusen för en enskild förvaltare om icke bonusgrundande fonder hanteras på ett sämre sätt än de fonder som är med i bonusprogrammet.

I övriga fondbolag är samtliga fonder som en förvaltare har ansvar för bonusgrundande, antingen direkt eller indirekt genom att likartade fonder anpassas till så kallade modellportföljer⁴¹. Bonusarna är i sin tur kopplade till avkastningen på respektive modellportfölj.

Slutsatser

I flera av fondbolagen är en del av fonderna inte inkluderade i bonusprogrammen. Det är rimligt att andelsägarna får möjlighet att informera sig om i vilken omfattning deras och förvaltarnas intressen sammanfaller. Potentiella och befintliga andelsägare bör ha möjlighet att ta ställning till om det finns risk för att vissa fonder i ett fondbolag riskerar att bli nedprioriterade som en följd av förekommande bonusprogram.

FI anser därför att fondbolagen bör informera om hur bonusprogrammen är beskaffade för förvaltare, analytiker och ledande befattningshavare. När sådan information lämnas bör den vara konkret och ta upp faktorer som är avgörande för bonustilldelningen. Exempel på sådan information skulle kunna vara, vilka fonder som är med i bonusprogrammen, om bonusen är relaterad till kortsiktig eller långsiktig avkastning, om avkastningen relateras till ett jämförelseindex eller till absolut avkastning samt om fondbolagets resultat och nyförsäljning är bonusgrundande.

Fondbolagens informationsgivning avseende bonusprogram är i dagsläget inte reglerad i fondlagstiftningen. FI avser att under hösten 2004 behandla

⁴¹ Med modellportföljer avses fiktiva portföljer sammansatta på ett sådant sätt att de avspeglar fondförvaltningens tro på enskilda värdepapper, marknadstro och riskvilja. Modellportföljerna kan fungera som riktmärke för förvaltningsuppdrag med liknande inriktning.

frågan om information ytterligare och återkomma med förslag på eventuell reglering i detta avseende.

Det bör här framhållas att även Förtroendekommissionen i sitt betänkande argumenterar för att fondbolagen bör tillämpa öppenhet avseende fondförvaltares ersättningssystem.

Handel för flera fonders räkning

I undersökningen har granskats vilka rutiner som tillämpas av fondbolagen vid handel med värdepapper. För fondbolag som hanterar ett flertal olika fonder kan det finnas intressekonflikter mellan de olika fonderna. Det kan även finnas intressekonflikter mellan fondbolagets fonder och andra förvaltningsuppdrag om förvaltningen är utlagd till annat bolag. Handeln kan om den hanteras felaktigt göras på ett sådant sätt att vissa fonder favoriseras på andra fonders bekostnad. Det kan exempelvis finnas incitament, dels för förvaltare att i värdepappershandeln gynna vissa fonder som en följd bonusprogrammets utformning, dels för fondbolagen att främja fonder som har en prestationsbaserad förvaltningsavgift. Fondbolag kan även ha en önskan att i marknadsföringshänseende vilja gynna nystartade fonder.

I fondbolag som hanterar ett flertal förvaltningsuppdrag med likartad placeringsinriktning utnyttjas ofta de stordriftsfördelar som finns i att samordna handeln med värdepapper och valutor. Samordningen syftar till att effektivisera handeln och minska de totala transaktionskostnaderna. Ett sätt att samordna handeln är att göra gemensamma transaktioner för flera fonder samtidigt genom så kallade blockorder. Blockordrar kan utnyttjas för att gynna en fond på bekostnad av en annan om fördelningen mellan fonderna ändras (eller saknas) efter det att ordern har lagts. Exempelvis kan en förvaltare göra ett gemensamt aktieköp på morgonen för ett flertal fonders räkning och inte meddela vilka fonder som är köpare. Förvaltaren kan vänta med fördelningen av transaktionerna till slutet av dagen och bestämma den slutliga fördelningen då det framgår hur kursen på aktien utvecklats under dagen. Om kursen stigit kraftigt under dagen kan förvaltaren välja att i efterhand lägga aktierna i de fonder som ska prioriteras.

Fondbolagens handel med värdepapper

Handeln med värdepapper är organiserad på olika sätt på de undersökta fondbolagen. På vissa av fondbolagen görs aktieaffärerna av förvaltare själva, på andra finns avdelade handlare som har till uppgift att effektuera de köp och försäljningar som förvaltare beslutar om. Ränteaffärer görs i allmänhet av förvaltare själva. Hos samtliga undersökta fondbolag görs i större eller mindre utsträckning transaktioner gemensamt för flera fonder eller andra förvaltningsuppdrag. Hos flera av fondbolagen sker mer än hälften av värdepappersaffärerna genom blockorder. Då gemensam orderläggning görs via blockorder bestäms enligt fondbolagen fördelningen i förväg oftast utifrån storleken på de aktuella fonderna. I de fall då mäklaren gör avslut till olika kurser sker enligt flertalet av fondbolagen en omräkning till genomsnittskurs så att kursen blir densamma för de olika fonderna. Däremot meddelas vanligtvis inte fördelningen till mäklaren i samband med orderläggningen. Detta meddelas av praktiska skäl i efterhand då transaktionen är klar.

I undersökningen har stickprov tagits på transaktioner i fonder och övriga förvaltningsuppdrag med liknande placeringsinriktning och där fondbolagen uppger att handeln sker genom blockorder. Stickproven visar att de olika uppdragen vanligtvis köper och säljer värdepapper till samma kurs. Vissa avvikelser kunde noteras. Inget tydde dock på att någon fond hade missgynnats.

I undersökningen har framkommit att samordningen av order i många fondbolag är komplicerad. I flera fondbolag är fondernas förvaltare i egenskap av anställda i annat bolag även ansvariga för förvaltningen av ett flertal andra förvaltningsuppdrag. Vid gemensam orderläggning mellan fonder och andra förvaltningsuppdrag försvåras samordningen av att såväl fonder som andra förvaltningsuppdrag kan ha olika placeringsinstruktioner både vad gäller vilka värdepapper som får köpas och vilka mäklare som får användas.

Hos merparten av fondbolagen finns instruktioner eller rutiner för hur blockorder ska hanteras. Några av fondbolagen saknar dock sådana instruktioner och rutiner.

Några av fondbolagen menade att likabehandlingen av fonder underlättades genom att organisatoriskt skilja på själva affärsläggningen och förvaltningen. I dessa fondbolag finns speciellt avdelade handlare som har till uppgift att handla värdepapper för samtliga fonder. Dessa handlare har enligt fondbolagen inte ansvar för några enskilda fonder och därmed inga incitament att i värdepappershandeln främja någon enskild fond.

Slutsatser

I fondbolag som förvaltar ett flertal fonder och som samordnar handeln med värdepapper genom blockorder är det av stor vikt att det finns rutiner som säkerställer att inga fonder blir förfördelade. Blockorder kan vara till nytta för andelsägarna om de leder till lägre kostnader och bättre villkor.

I lagen om värdepappersfonder och lagen om investeringsfonder framgår att fondbolag ska ange fondens beteckning vid handel med värdepapper⁴². Huvudregeln är således att fondens namn ska anges för mäklaren i samband med orderläggningen. När värdepapper handlas för en enskild fond, det vill säga inte gemensamt med andra fonder, ska fondbolaget i samband med orderläggningen meddela fondens beteckning till mäklaren. Vid blockorder sker orderläggningen på annat sätt varför fondbolagen måste ha tydliga instruktioner och rutiner för hur blockorder ska hanteras samt löpande följa upp att instruktionerna och rutinerna efterlevs. FI:s inställning är att instruktionerna för blockorderhantering bland annat ska innefatta följande:

- Fördelning mellan fonder ska vara klar innan ordern läggs.
- Principer för hur fördelningen sker samt till vilket pris, exempelvis efter fondernas storlek respektive genomsnittskurs.

⁴² 12 § lagen (1990:1114) om värdepappersfonder och 4 kap. 2 § lagen (2004:46) om investeringsfonder.

Emissioner av närstående bolag

Ovan har några av de intressekonflikter som kan uppstå i och med att mäklari och fondverksamhet finns inom samma koncern belysts. Utöver dessa intressekonflikter så kan det även uppstå intressekonflikter genom att så kallade corporate finance-verksamhet finns inom samma koncern som mäklari, analys och fondverksamhet. Avseende fondverksamheten så kan det finnas misstanke om att ett fondbolags deltagande för fondernas räkning i ”private placements”, börsintroduktioner eller andra emissioner som genomförs av koncernens corporate finance-avdelning kan ske mot bakgrund av andra intressen än enbart andelsägarnas. Exempelvis kan det uppstå misstanke om att svårplacerade emissioner kan läggas i fonderna för att generera intäkter till koncernens corporate finance-avdelning. Det kan naturligtvis även finnas tillfällen där det kan misstänkas att fonderna gynnas till andra kunders nackdel.

Antalet emissioner som fondbolagen i undersökningen deltagit i under de senare åren har varit relativt begränsat till följd av de marknadsförhållanden som rått. De flesta av fondbolagen har endast deltagit i ett fåtal emissioner som det närstående bolaget genomfört. Det är svårt att dra några slutsatser utifrån det begränsade antalet emissioner som varit men FI har generellt inte kunnat se ett mönster i att fondernas andel av emissioner av det närstående bolaget avviker från det totala antalet emissioner som fonderna deltagit i. FI har tagit stickprov på några av emissionerna gjorda av närstående bolag för att se om fondens volym av värdepapperets totala emissionsvolym har avviker från vad som kan anses som normalt men inte funnit något som tyder på detta.

Det är viktigt att fondbolagen ser till att misstankar inte uppstår om att andra intressen än andelsägarnas bästa kan styra vid deltagande i emissioner som hålls av ett närstående bolag. Det ska finnas rutiner som säkerställer att det aldrig kan ifrågasättas att det inte är rent affärsmässiga investeringsbeslut för fondernas räkning som fattas.

Av Fondbolagens Förenings etiska riktlinjer för fondbolag framgår att fondbolaget ska uppge i vilken omfattning fonderna placerat i aktier m.m. i ett bolag i samband med en börsintroduktion och dylikt som hanteras av ett närstående värdepappersinstitut.

Värdepapperslån

Utlåning av värdepapper har en förhållandevis liten betydelse för fondernas avkastning men är dock intressant att studera med tanke på att trasaktionen kan ske med närstående bolag. I FI:s föreskrifter om värdepappersfonder och investeringsfonder framgår det att värdepapperslån endast får ges mot betryggande säkerhet på villkor som är sedvanliga för marknaden.

Utlåning av värdepapper förekommer i sex av de undersökta fondbolagen. Samtliga fondbolag som lånar ut värdepapper har endast en motpart. För fyra av fondbolagen sker all utlåning till ett närstående bolag. Samtliga fondbolag gör sina värdepapperslånetransaktioner med den bank som också är förvaringsinstitut för fonderna. Koncentrationen till en motpart motiveras av fondbolagen med att prisbilden är enhetlig på värdepapperslån och att det av

praktiska och administrativa skäl är enklast att använda sig av endast en motpart.

Undersökningen visar att värdepapperslåneverksamheten är lågprioriterad. Detta har medfört att fondbolagen inte utvecklat relationerna med fler motparter. De affärsmässiga initiativen tas i stor utsträckning av fondbolagens motparter. I flera fall har fondbolagen avropsavtal med sina respektive motparter som på eget initiativ lånar värdepapper. Några av fondbolagen har uttryckt att de har för avsikt att utveckla affärsrelationer med fler motparter. Det har framkommit att ett fondbolag tills helt nyligen underlåtit att kräva in säkerheter för utlånade värdepapper. Fondbolaget har efter att detta uppmärksammats ändrat sina rutiner.

Slutsatser

FI:s uppfattning är att värdepapperslånehanteringen, liksom övrig handel med värdepapper och valutor, bör vara föremål för kontinuerlig utvärdering och uppföljning så att marknadsmässiga villkor kan uppnås för andelsägarna. Det behöver dock inte vara fel att enbart ha en motpart om det bedöms vara i andelsägarnas intresse.

Det finns anledning att ifrågasätta om utlåningen värdepapper alltid sker till marknadsmässiga villkor. Vid värdepapperslånetransaktioner inom koncerner är det av stor vikt att villkoren är marknadsmässiga och sedvanliga för marknaden, vilket bland annat innebär att betryggande säkerheter ställs och marknadsmässiga premier betalas. Det ska även vara klargjort att de värdepapper som utlånas tillhör fonderna och andelsägarna och att det uteslutande är deras intressen som ska vara vägledande.

Slutdiskussion

Syftet med undersökningen var att kartlägga, granska och analysera de intressekonflikter som kan förekomma i fondbolag samt fondbolagens hantering av dessa. Resultatet av undersökningen lägger en grund för FI:s fortsatta arbete inom området intressekonflikter i fondbolag.

I kartläggningen har FI identifierat vissa områden, där intressekonflikter kan förekomma eller förekommer, som inte hanteras på ett tillfredsställande sätt av fondbolagen och som inte adresseras av det ramverk som reglerar verksamheten. FI kommer att fortsätta med fördjupade analyser inom vissa områden och vidare behandling av vissa frågor för kommande förslag till reglering.

FI har bland annat för avsikt att under hösten 2004 utreda frågan om styrelsens sammansättning i fondbolag. Vidare kommer FI vid prövningen av nya verkställande direktörer upprätthålla principen om att den verkställande direktören endast bör vara anställd i fondbolaget samt vara restriktiv i bedömningen av vilka övriga uppdrag, funktioner och engagemang som kan accepteras. FI kommer framöver att fördjupa den analys som har påbörjats inom "soft commission" och fortsätta driva frågan i dialog med branschen för att utreda en eventuell reglering i syfte att stärka konsumentskyddet. FI avser vidare att under hösten 2004 behandla frågan om information om bonusprogram för förvaltare, analytiker och ledande

befattningshavare ytterligare och återkomma med förslag på eventuell reglering i detta avseende.

Mot bakgrund av undersökningen föreslår FI att fondbolagen vidtar vissa åtgärder för att hantera intressekonflikter. FI anser bland annat att fondbolagen ska ha en dokumenterad process för val av mäklare i handel med värdepapper som löpande följs upp av bland annat styrelsen. Även värdepapperslånehanteringen ska vara föremål för kontinuerlig utvärdering och uppföljning så att marknadsmässiga villkor kan uppnås för andelsägarna. Vid blockorder ska fondbolagen ha tydliga instruktioner och rutiner för hur blockorder ska hanteras samt löpande följa upp att instruktionerna och rutinerna efterlevs. Av FI:s föreskrifter om investeringsfonder framgår att verksamhetsplanen för ett fondbolag ska innefatta en redogörelse för de intressekonflikter som fondbolaget har identifierat⁴³. FI:s uppfattning är att styrelsen i ett fondbolag ska ha en plan för hur de intressekonflikter som identifierats ska hanteras och andelsägarnas intresse säkerställas.

Den nya lagen om investeringsfonder innebär att samtliga fondbolag senast i februari 2007 måste söka och få nya tillstånd enligt den nya lagen för att få bedriva verksamhet. FI kommer både vid auktorisationen och löpande göra lednings- och ägarprövningar av fondbolagens ledning och ägare. Ledningsprövningen innebär att styrelseledamöter och vissa ledande befattningshavare lämplighetsprövas mot bakgrund av bland annat eventuella intressekonflikter. FI kommer vid prövningen i samband med auktorisationen ägna särskild uppmärksamhet åt hur fondbolaget hanterar intressekonflikter.

⁴³ 1 kap. 12 § FFFS 2004:2.