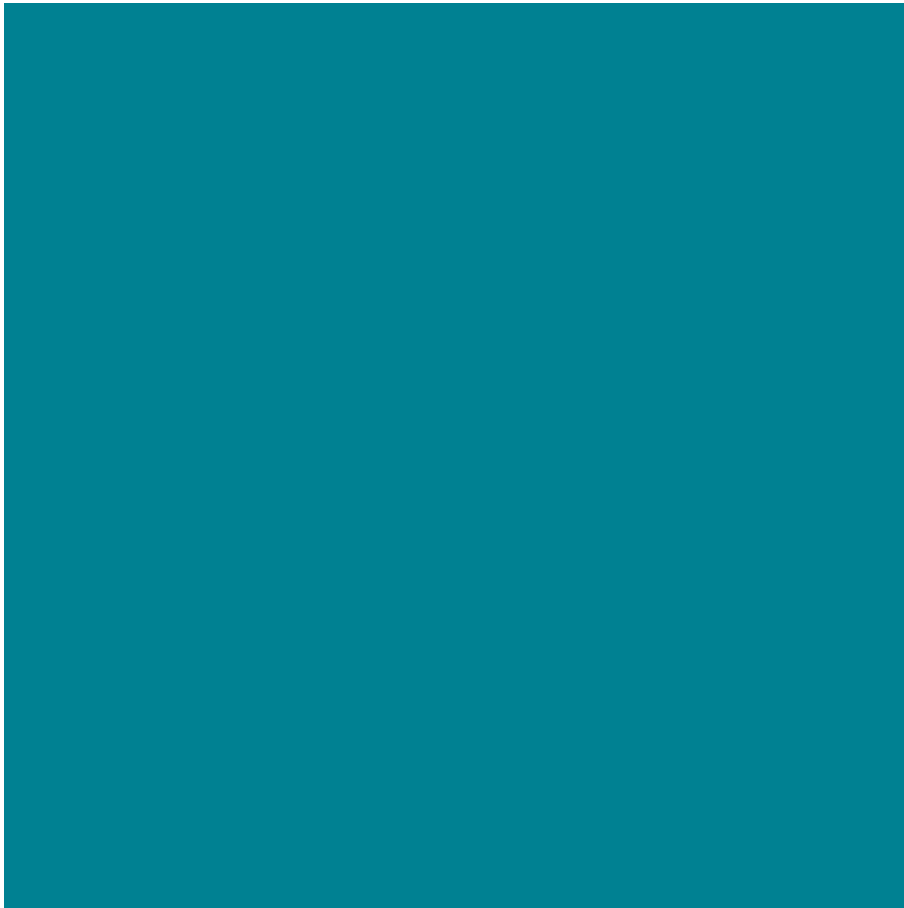




# Sen fondhandel och market timing

2004 : 3



# Sen fondhandel och market timing

## INNEHÅLL

SAMMANFATTNING	3
UTGÅNGSPUNKTER	5
Sen handel	6
"Market timing"	6
Konsekvenser av företelserna	7
Reglering	7
UNDERSÖKNINGENS RESULTAT	9
Sen handel	9
Bryt- och värderingstidpunkt	9
Förekomst av sen handel	10
Rutiner och kontroller	10
"Market timing"	11
Möjlighet till "market timing"	11
Åtgärder vidtagna av fondbolagen	12
Förekomst av "market timing"	13
Rutiner och kontroller	13
Etiska riktlinjer	13
SLUTSATSER	15
Sen handel	15
"Market timing"	16
Etiska riktlinjer	18
Förslag från Finansinspektionen	19
Åtgärder vidtagna sedan undersökningen inleddes	19
Fortsatt granskning	19

# Sammanfattning

Finansinspektionen (FI) har granskat sen fondhandel och ”market timing” samt hur fondbolagen säkerställer att dessa företeelser inte förekommer eller åtminstone inte är till nackdel för andelsägarna.

3

FI har inte funnit något som tyder på att sen handel förekommer, det vill säga att kunder tillåts handla till känd kurs. Däremot kan FI mot bakgrund av vad som framkommit i undersökningen inte helt utesluta att ”market timing” förekommer, det vill säga att kunder genomför kortsiktig handel i syfte att utnyttja felprissättningar. Med anledning av detta föreslår FI följande:

- Att order som inkommer till fondbolag efter bryttidpunkt inte ska accepteras. Vid särskilda skäl, exempelvis tekniska problem, kan undantag medges av fondbolag under förutsättning att det finns dokumenterade instruktioner för hur det ska hanteras. FI vill understryka att samtliga andelsägare ska kunna köpa och lösa in andelar på lika villkor och det kan aldrig accepteras att någon kundkategori särbehandlas.
- Att berörda fondbolag ser över och åtgärdar strukturen för bryt- och värderingstidpunkter för de fonder där fondbolagen har gjort bedömningen att ”market timing” kan förekomma.
- Att fondbolag, mot bakgrund av hur bryt- och värderingstidpunkter är fastställda även inför andra åtgärder som syftar till att begränsa eller förhindra ”market timing”.
- Att fondbolagen inför rutiner som möjliggör kontroll och övervakning av fondflöden i syfte att upptäcka ”market timing”.
- Att fondbolag har rutiner för händelser som medför att en marknadsvärdering enligt befintliga metoder inte går att genomföra. Exempelvis en alternativ metod för marknadsvärdering där underliggande marknad varit stängd och där marknadspåverkande information kommit. Om inte en marknadsvärdering av fonden kan erhållas ska fonden inte vara öppen för köp och inlösen av andelar.

# Utgångspunkter

5

Finansinspektionen har i en undersökning granskat företeelserna ”sen handel” och ”market timing” samt hur fondbolagen säkerställer att dessa företeelser inte förekommer eller åtminstone inte är till nackdel för kollektivet av andelsägare. Som en del i undersökningen har FI även valt att granska om fondbolagen har antagit etiska riktlinjer och om dessa reglerar hanteringen av anställdas och närståendes handel med andelar i fondbolagets egna fonder.

Företeelserna sen handel samt ”market timing” har uppmärksammats internationellt sedan det under hösten 2003 uppdagades omfattande missförhållanden i ett stort antal amerikanska fondbolag. Fondbolagen har tillåtit vissa kunder att handla med fondandelar efter stängning, det vill säga på andra villkor än övriga andelsägare, samt att genomföra korttidshandel och har genom detta utnyttjat felprissättningar i andelskurserna<sup>1</sup>. Dessa beteenden har kommit att benämnas ”sen handel” respektive ”market timing”. Båda företeelserna har varit till nackdel för de långsiktiga andelsägarna. Incitamentet för fondbolagen att tillåta dessa beteenden har varit att volymerna i fonderna har ökat och på sätt har även intäkterna från förvaltningsavgifterna stigit.

Med anledning av att dessa beteenden kan skada övriga andelsägare ansåg FI att det var viktigt att genomföra denna undersökning. Sammanlagt nio svenska fondbolag<sup>2</sup> med ca 85 procent av det förvaltade kapitalet på den svenska fondmarknaden har granskats. Med hänvisning till att syftet med undersökningen är att granska företeelserna samt att undersökningsresultaten ska kunna presenteras i rapporten utan hänsyn till sekretessproblematik har fondbolagens namn utelämnats i redovisningen av resultat och slutsatser.

## Sen handel

Köp och inlösen av fondandelar tillåts fastän fonden formellt har stängt för sådan handel. Genom detta tillåts vissa investerare att handla på kända andelskurser och kan då utnyttja marknadspåverkande information som inkommit efter det att fonden har stängt.

## ”Market timing”

Investerare kan genom köp och inlösen av fondandelar utnyttja tidszonskillnader mellan de olika marknader där fondens innehav är placerade. Marknadspåverkande information som inkommit efter det att underliggande marknad har stängt, men före den tidpunkt där fonden stänger för handel med fondandelar, gör att fondens andelskurs inte alltid reflekterar ett ”korrekt” värde.

1 Med andelskurs avses fondens NAV-kurs, Net Asset Value, vilket är marknadsvärdet av en fondandel, dvs. tillgång minus skulder genom antalet utestående andelar.

2 Alfred Berg Fonder AB, Banco Fonder AB, Folksam Fond AB, Handelsbanken Fonder AB, Länsförsäkringar Fondförvaltning AB, Nordea Fonder AB, Robur Fonder AB, SEB Fondförvaltning AB och Skandia Fonder AB.

## Sen handel

De problem som kan vara förknippade med köp och inlösen av fondandelar hänger samman med att fonder normalt värderas en gång per dag. Till skillnad från exempelvis en noterad aktie så förändras inte fondens andelskurs löpande under dagen. Order som inkommer någon gång under handelsdagen, men före fondens s.k. bryttidpunkt för köp och inlösen av andelar, får den aktuella dagens andelskurs som fastställs efter bryttidpunkten. Om en order registreras efter ett visst klockslag, den s.k. bryttidpunkten, utförs ordern till följande bankdags andelskurs. Med värderingstidpunkt avses tidpunkten för när kurserna för de värdepapper som ingår i fonden läses av. Genom användning av fastställda bryt- och värderingstidpunkter möjliggör fondbolagen att kunder erhåller en andelskurs som är beroende av tidpunkten för kundens begäran om köp eller inlösen.

Investerare som inkommer med en order efter bryttidpunkten ska således inte veta till vilken kurs som ordern kommer att genomföras och inte kunna dra nytta av information som eventuellt inkommit efter värderingstidpunkten. Betydelsen av detta blir tydlig om det exempelvis kommit kurspåverkande information efter värderingstidpunkten som gör det sannolikt att kurserna kommer att ta en viss riktning kommande handelsdag. Investerare ska, vid investering i en fond, inte kunna dra nytta av information som presenterats efter att fonden värderats om villkoren inte är desamma för samtliga investerare.

Med sen handel avses att köp eller inlösen av fondandelar accepteras efter det att bryttidpunkten för försäljning och inlösen av andelar har passerats, fonden värderats och fondandelarnas värde beräknats. Investerare kan då exempelvis köpa en fond till en andelskurs som inte avspeglar den senaste informationen.

*"Allowing late trading is like allowing betting on a horse race after the horses have crossed the finish line".<sup>3</sup>*

### "Market timing"

Med "market timing" menas att investerare kan utnyttja tidszonsskillnader mellan de olika marknader där fondens innehav är placerade eftersom fondandelskursen endast fastställs en gång per dag. Tidszonsskillnader gör att andelskurserna inte nödvändigtvis reflekterar ett "korrekt" värde. "Market timing" kan vara möjlig i fonder som har innehav som helt eller delvis handlas på marknader som ej är öppna vid tidpunkten för fastställande av andelskursen. Om tidpunkten exempelvis är på eftermiddagen svensk tid kan flera timmar "gammal" prisinformation komma att användas vid värderingen av exempelvis innehaven i en Japanfond, där börserna stänger kl. 07.00 svensk tid. Om marknadspåverkande information har kommit efter den japanska börsernas stängning så är det sannolikt att den andelskurs som sätts på eftermiddagen inte avspeglar ett "korrekt" värde.

<sup>3</sup> Citat Elliot Spitzer i inlaga State of New York against Canary Capital etc.

## Konsekvenser av företeelserna

Investerare som genomför handel till kända eller felprissatta kurser, s.k. arbitragehandel, kan skada övriga långsiktiga andelsägare genom att det kan ske en utspädning av fondens värde. Vinster som genereras genom att investerare handlar till dessa kurser sker på bekostnad av andelsägarkollektivet. Investerarna ”kommer in” till för låga kurser, och ”kommer ut” till för höga kurser. När en investerare köper eller löser in fondandelar måste fondens förvaltare köpa tillgångar respektive sälja fondens underliggande tillgångar. Om inte förvaltaren har någon möjlighet att köpa eller sälja dessa värdepapper till det pris som dessa värderades till i samband med värderingen av fonden, det vill säga andelskursen reflekterar inte de aktuella marknadsvärdena av innehaven, så sker en utspädning av fondens värde.

Om det sker många stora kortsiktiga affärer så måste fondens förvaltare parera det med många köp och försäljningar av underliggande värdepapper vilket leder till högre transaktionskostnader för fonden. Det är framförallt i internationella aktiefonder som arbitragemöjligheter uppstår då dessa har betydligt kraftigare svängningar i andelsvärdena än exempelvis räntefonder.

## Reglering

I lagen om värdepappersfonder framgår att andelarna i en värdepappersfond ska vara lika stora och medföra lika rätt till den egendom som ingår i fonden. Vidare framgår att värdet av en fondandel är fondens värde delat med antalet fondandelar, att fondens värde ska beräknas enligt de grunder som framgår av fondbestämmelserna samt att den egendom som ingår i fonden ska värderas med ledning av gällande marknadsvärde. Av lagen om värdepappersfonder framgår även att fondbestämmelserna ska ange grunderna för beräkning av försäljnings- och inlösenpris för fondandelar samt var och hur försäljning och inlösen av fondandelar ska ske.

Enligt FI:s föreskrifter (FFFS 1997:11) om värdepappersfonder ska det av fondbolagens fondbestämmelser framgå vilka principer som används då försäljnings- eller inlösenkurs i fonden fastställs. Det ska särskilt anges om försäljning eller inlösen ska ske till en för andelsägaren vid tillfället för begäran om försäljning eller inlösen känd kurs eller ej. Normalt framgår det av fondbestämmelserna att handel ska ske till ej känd kurs. Om fondandelsägare tillfogats skada genom överträdelse av lag eller fondbestämmelser ska fondbolaget enligt lagen om värdepappersfonder ersätta skadan. Om ett fondbolag visat sig olämplig att utöva fondverksamhet kan FI återkalla tillståndet.

Det finns i lag och föreskrifter ingen särskild bestämmelse som reglerar kortsiktig spekulation i handel med fondandelar. Däremot ska fondbolaget enligt lagen om värdepappersfonder vid varje tillfälle se till att uteslutande tillvarata andelsägarnas gemensamma intressen.

Den 1 april 2004 träder en ny lag om investeringsfonder i kraft. I anslutning till den nya lagen kommer FI även meddela nya föreskrifter om investeringsfonder. I den nya lagen införs ett uttryckligt sundhetskrav. Av sundhetskravet framgår att ett fondbolag ska driva sin verksamhet så att allmänhetens förtroende för fondmarknaden upprätthålls och enskildas kapitalinsatser inte

otillbörligen äventyras samt i övrigt så att verksamheten kan anses sund. I övrigt innebär den nya lagstiftningen inga väsentliga förändringar jämfört med de regler som har redogjorts för ovan och som är relevanta för denna undersökning.



# Undersökningens resultat

## SAMMANFATTNING:

9

- Fondbolagen i undersökningen har uppgett att det idag inte finns möjlighet att handla till känd kurs i deras fonder. FI har dock noterat att vissa affärer kan genomföras efter bryttidpunkten.
- Fondbolagens redogörelser visar att de har instruktioner, rutiner och kontroller som ska säkerställa att handel till känd kurs inte ska kunna förekomma.
- I samtliga fondbolag som ingår i undersökningen finns det möjlighet till "market timing" i en eller flera av fondbolagets fonder där innehav helt eller delvis handlas på marknader som ej är öppna vid tidpunkten för fastställande av andelskursen.
- De fondbolag som ingår i undersökningen gör den sammanfattande bedömningen att "market timing" inte förekommer i deras fonder.
- Flera av fondbolagen saknar dock idag särskilda rutiner för att granska och övervaka eventuell förekomst av "market timing".
- Samtliga fondbolag som omfattades av undersökningen uppger att de har fastställt etiska riktlinjer.

## Sen handel

### *Bryt- och värderingstidpunkt*

Merparten av fondbolagen som ingått i FI:s undersökning använder sig av samma bryttidpunkt för samtliga fonder, det vill säga även de fonder som har innehav på olika geografiska marknader. Bryttidpunkten hos de olika fondbolagen varierar men är i huvudsak mellan kl. 14.30 och 16.30 svensk tid. Värderingstidpunkten sker vid ungefär samma tid, dock oftast något senare.

Några få bolag har valt att differentiera bryttidpunkten beroende på vilka underliggande marknader fonden investerar i. Exempelvis har ett fondbolag i undersökningen valt att ha fyra olika bryttidpunkter. Detta fondbolag har satt bryttidpunkten med hänseende dels till när handel pågår på respektive marknad som fonden investerar i, dels till fondbolagets behov av tid för att beräkna andelskursen och rapportera den till media. Flera av bolagen i undersökningen hänvisar till behovet av att i tid hinna värdera fonderna innan kurserna ska rapporteras till media. Det förekommer även skilda bryttidpunkter beroende på vilken kundkategori som avses. I ett fall har privatkunder en bryttidpunkt som är satt flera timmar före den bryttidpunkt som gäller för koncerninterna kunder.

De fondbolag som förvaltar "hedgefonder" har rutiner för dessa fonder som

skiljer sig åt från övrigt fondutbud. Dessa fonder är vanligtvis endast öppna för handel vid månadsskiften alternativt kvartalsskiften och har ofta bryttidpunkt flera dagar innan värdering av fonden genomförs.

### ***Förekomst av sen handel***

Samtliga tillfrågade fondbolag i undersökningen har uppgivit att det idag inte finns möjlighet för kunder att handla till känd kurs i deras fonder. Några av fondbolagen uppger dock att det förekommer order som inkommer till fondbolagen först efter det att både bryt- och värderingstidpunkt har passerats. I vissa avseenden kan det betraktas som handel till känd kurs. Fondbolagen anger flera orsaker till att handel efter bryttidpunkt förekommer, bl.a.:

*Administrativa:* utformning av system och tidpunkt för datakörningar gör att vissa koncerninterna kunder kan inkomma med aggregerade order efter bryttid.

*Särskilda avtal:* exempelvis PPM och vissa fondförsäkringsbolag tillåts inkomma med order efter bryttidpunkten hos några bolag.

*Tekniska skäl:* exempelvis störningar i de tekniska systemen, driftsavbrott, problem med fördelning av pengar mellan fonder hos fondförsäkringsbolag.

*Rättelser:* vid exempelvis handläggningsfel.

Fondbolagen poängterar att slutkunderna har inkommit med order om köp eller inlösen före bryttidpunkten, och att transaktionerna således inte har skett i spekulationssyfte. För exempelvis fondförsäkringskunder uppger fondbolagen att det finns avtal och rutiner som ska säkerställa att de bakomliggande kunderna till fondförsäkringsbolagen i sin tur har inkommit med order i rätt tid till fondförsäkringsbolaget. Även PPM:s slutkunder ska ha inkommit med begäran i rätt tid. Vid tekniska fel så uppger fondbolagen att det endast är de kunder som inkommit med begäran i rätt tid som erhåller dagens kurs.

Ett av fondbolagen uppgav att det gick att handla till känd kurs i några av fondbolagets fonder innan bryttidpunkter infördes. Ett fåtal kunder utnyttjade detta under vintern 1997-1998. Samma fondbolag uppmärksammade även handel efter bryttidpunkt inom det s.k. IPS-systemet. Förklaring i detta fall var att det lokala kontoret haft brister i sina kontrollrutiner.

### ***Rutiner och kontroller***

Fondbolagens redogörelser visar att de har instruktioner, rutiner och kontroller som ska säkerställa att handel till känd kurs inte ska kunna förekomma.

Rutinerna och kontrollerna skiljer sig åt mellan bolagen, men generellt säkerställer bolagen att sen handel inte förekommer genom olika systemlösningar där order som registreras efter bryttidpunkt automatiskt genomförs till andelskursen påföljande bankdag. Tidpunkter för köp- och inlösenorder som inkommer exempelvis via fax kontrolleras och genomförs till nästkommande dags kurs om de registreras efter bryttidpunkten.

Vissa order som inkommer direkt till fondbolaget regleras via samarbetsavtal och bevakningen sköts då manuellt. Några fondbolag uppger att internrevision samt complianceenheter genomför kontroller löpande eller genom stickprov vid speciella händelser.

## ”Market timing”

### *Möjlighet till ”market timing”*

I alla fondbolag som ingår i undersökningen finns det, mot bakgrund av när bryt- respektive värderingstidpunkter är fastställda, möjlighet till ”market timing” i en eller flera av fondbolagets fonder. ”Market timing” är möjlig i fonder där innehav helt eller delvis handlas på marknader som ej är öppna vid tidpunkten för fastställande av andelskursen. Flertalet av fonderna i fondbolagen har innehav som handlas på marknader som är öppna vid värderingstidpunkten, som vanligen är på eftermiddagen svensk tid. Följaktligen finns det generellt ingen möjlighet till ”market timing” i dessa fonder. Som nämnts finns det dock ett antal fonder där ”market timing” är möjlig. Möjligheten finns framförallt i:

- Japan-, Asien-, Pacific-, Tillväxtmarknads- och Fjärran Östernfonder.  
Dessa fonder har huvudsakligen innehav som handlas på börser som stänger på morgonen eller förmiddagen svensk tid.
- Globalfonder.  
Dessa fonder har normalt innehav som handlas på börser i alla tidzoner. Ibland är dock innehaven som berörs så liten del av fonden att ”market timing” inte praktiskt är möjligt, det vill säga andelskursen påverkas i mycket liten utsträckning.

Flertalet av fondbolagen har en värderings- och bryttidpunkt i ovanstående fonder, i linje med övriga fonder i fondbolaget, på eftermiddagen svensk tid. Ett par bolag har tidigare lagt bryttidpunkten för sina Japan-, Asien- och Pacificfonder till morgonen svensk tid, kl. 06.00 samt kl. 09.00. Ett bolag har för sina Asien- och Japanfonder infört en bryttidpunkt kl. 15.30 dagen före kursdagen. Detta innebär att kunder inte kan handla på felprissatta kurser då fonden kurssätts först påföljande bankdag. För globalfonderna är värderings- och bryttidpunkterna hos fondbolagen på eftermiddagen svensk tid, i vissa fall före amerikanska börsens öppning och i andra fall efter dess öppning.

För merparten av fondbolagen innebär det således att en kund kan lägga in en order i exempelvis en Japanfond till och med kl. 15.00 - 16.00 svensk tid och få den andelskurs som grundar sig på de marknadsvärden som fondens innehav hade vid den japanska börsens stängning kl. 07.00 svensk tid. Om det då exempelvis har inträffat marknadspåverkande händelser eller annan information som indikerar att börsen kommer att ta en viss riktning kommande handelsdag, så finns det möjlighet att använda sig av informationen genom att köpa eller lösa in andelar till en andelskurs som grundar sig på de värden som gällde på morgonen. Exempelvis kan investerare följa utvecklingen av de japanska aktier som är noterade i USA.

Även i globalfonder kan marknadspåverkande händelser innebära att kursen vid bryttidpunkten inte avspeglar ett korrekt värde. Exempelvis har ett fondbolag bryttidpunkt kl. 14.30 och då kan dels morgonens slutkurser från Asien vara missvisande, dels kan det ha kommit indikationer, exempelvis genom europabörsernas utveckling eller amerikanska terminspriser, i vilken riktning den amerikanska marknaden kommer att öppna. Detta kan påverka andelskursen relativt mycket i globalfonder där en stor del av innehaven utgörs av amerikanska innehav.

FI har även efterfrågat en redogörelse för rutiner vid värdering av fonder där underliggande marknad helt eller delvis är stängd p.g.a. helgdag eller av annan anledning. Bolagen har generellt ingen särskild princip för värdering vid sådana tillfällen, utan använder sig av senaste kända kurs det vill säga gårdagens kurser om marknaden är helt stängd.

I undersökningen framkom att ett fondbolag har valt att fastställa värderings-tidpunkten, det vill säga då avläsning av värdepapperspriserna sker, i fon-derna 15 minuter innan bryttidpunkt för handel sker. Följaktligen innebär det att kunder kan handla på upp till 15 minuter ”gamla” kurser, och har möjlig-het att utnyttja marknadspåverkade händelser som eventuellt inträffar under denna tidsperiod medan börserna fortfarande är öppna.

Ett annat fondbolag har en bryttidpunkt två timmar efter börsens stängning i sin Amerikafond. Mellan kl. 22.00 (amerikanska börsens stängning svensk tid) och kl. 00.00 kan således kunder via internet handla till ”gamla” kurser som kan ha påverkats av kursdrivande nyheter efter börsens stängning, exem-pelvis bolagsrapporter som presenterats. Vid de allra flesta tillfällen borde detta sakna betydelse men vid stora marknadshändelser skulle detta kunna ha en påverkan och möjliggöra ”market timing”.

Ovanstående är exempel på några av de möjligheter till ”market timing” som FI har noterat i fondbolagens svar.

### ***Åtgärder vidtagna av fondbolagen***

Innan undersökningen påbörjades hade flera av bolagen vidtagit åtgärder som enligt deras bedömning begränsar eller förhindrar förekomsten av ”market timing” i fonderna, bl.a.:

- *Inlösenavgifter.* Tre av fondbolagen har infört en inlösenavgift på 1 pro-cent för korttidshandel<sup>4</sup>. Avgiften gäller även vid byte mellan fonder. Undantag från denna avgift kan medges av vissa fondbolag.
- *Differentiering av bryttidpunkter.* Några av fondbolagen har tidigare lagt bryttidpunkten för exempelvis Asienfonder alternativt kurssättning av fonden dagen efter bryttidpunkten.
- *Längre handelscykler vid order som gäller byten mellan olika fonder.* Exempelvis genomförs inte köp och inlösen samma dag vid fondbyten hos ett par av fondbolagen, utan köpet genomförs först till påföljande dags kurs.
- *Omvärdering av slutkurser.* Ett fondbolag anger att vid större marknads-rörelser sammankallas en ”kurssättningskommitté” för att bedöma om värdepapperskurserna vid värderingstidpunkten är missvisande och om det därför är befogat att justera andelskurserna. Kommittén beslutar även om fonderna ska kurssättas mer än en gång per dag. Fondbolaget uppger att det hittills inte har fattats något beslut om att justera någon andelskurs eller om att kurssätta en fond flera gånger på en och samma dag.

Sedan FI:s undersökning påbörjades har ett fondbolag valt att tidigare lägga bryttidpunkten för sin Japan- och Pacificfond till kl. 06.00, för att därmed

<sup>4</sup> Varierar mellan 1 mån och 12 mån beroende på fondbolag.

begränsa möjligheten till "market timing". Ett annat fondbolag planerar att under innevarande år implementera ett nytt andelsägarsystem som kan hantera olika bryttidpunkter.

### ***Förekomst av "market timing"***

Fondbolagen har redogjort för sin bedömning av om "market timing" förekommer i deras fonder. Sammanfattningsvis är deras bedömning att det inte förekommer. Ett fondbolag uppger dock att det inte förekommer i sådan utsträckning att det skulle innebära att andelsägarna blir lidande. Ett annat fondbolag medger att de inte har en total bild av situationen och följaktligen inte kan garantera att det inte förekommer. De uppger dock att de inte har upplevt "market timing" som ett problem.

13

Det påpekas i undersökningssvaren att även om det finns möjligheter till att utnyttja marknadsrörelser så kan valutakursrörelser gå i motsatt riktning vilket bör begränsa möjligheten till "market timing". Valutarörelser har dock generellt haft lägre svängningar historiskt än aktiekurser.

Flera av fondbolagen uppger att de historiskt har haft kunder som har ägnat sig åt eller som de misstänkt har ägnat sig åt "market timing". Exempelvis hade ett bolag kunder som lämnade fondbytesorder precis före bryttidpunkten ibland annat deras Japan- och Penningmarknadsfond. Detta ledde till höga transaktionskostnader, då fondbolaget fick köpa och sälja innehav för att möta in- respektive utbetalningarna till kunderna.

Ett annat fondbolag hade misstanke om "market timing" i flera av sina fonder. Korttidsaffärerna upphörde när fondbolaget införde en inlösenavgift. Avgiften togs dock bort när fondbolaget bedömde att korttidsaffärerna hade upphört.

Ytterligare ett annat fondbolag konstaterade genom stickprov att kortsiktiga affärer genomfördes i fonderna innan de ändrade sin bryttidpunkt. Dessa transaktioner hade enligt fondbolaget en övervikt av "vinstaffärer".

### ***Rutiner och kontroller***

Flera av fondbolagen saknar idag särskilda rutiner för att granska och övervaka eventuell förekomst av "market timing". Några av fondbolagen uppger dock att de har rutiner och kontroller för att upptäcka om "market timing" förekommer. Det kan röra sig om bl.a. stickprov i fondflöden, bevakning av flöden strax före bryttidpunkter, signallistor på stora flöden.

Ett fondbolag har sedan undersökningen inleddes satt ett nytt system i produktion för daglig kontroll av större transaktioner i fonderna. Syftet är att bevaka eventuell förekomst av "market timing". Ett fondbolag anser att en periodisk kontroll där extraordinära fondandelsaffärer granskas bör införas.

## **Etiska riktlinjer**

I lagen om värdepappersfonder framgår att anställda i ett fondbolag, innefattande personer som har insyn i fondbolagets dagliga handel, får köpa och lösa in andelar i fonden för egen räkning. Utgångspunkten i lagstiftningen är således att anställda i ett fondbolag får placera i fondbolagets egna fonder.

I FI:s allmänna råd<sup>5</sup> om riktlinjer för hantering av etiska riktlinjer framgår att riktlinjerna bör behandla väsentliga problemområden där etiska frågor särskilt kan uppstå samt innehålla handlingsregler som syftar till att säkerställa att verksamheten vid varje tidpunkt bedrivs inom ramen för gällande regelverk och på ett etiskt godtagbart sätt. Av de etiska riktlinjerna bör vidare framgå hur hanteringen av egna eller närståendes värdepappers- och valutaaffärer ska skötas.

14

Samtliga fondbolag som omfattades av undersökningen uppger att de har fastställt etiska riktlinjer. Samtliga fondbolag utom ett har antagit Fondbolagens förenings etiska riktlinjer samt, i anslutning till dessa, regler om egna och närståendes värdepappersaffärer m.m. för anställda i Fondbolagens förenings medlemsföretag.

Av Fondbolagens förenings regler om egna och närståendes affärer med finansiella instrument och valuta framgår kortfattat att anställda och närstående ska anmäla sina affärer i finansiella instrument, innefattande fondbolagets egna fonder, till arbetsgivaren det vill säga fondbolaget. Vidare framgår av reglerna att innehavstiden för förvärvade finansiella instrument, med vissa undantag, ska överstiga en månad. Regelbundet fondsparande ska anmälas vid första förvärvet och därefter ska eventuella beloppsförändringar av sparandet anmälas. Engångsförvärvade fondandelar av ett belopp om 15 000 kr eller högre ska omfattas av minsta innehavstid om en månad. Belopp lägre än 15 000 kr omfattas inte av en månadsregeln. Däremot ska alla avyttringar oavsett belopp, innefattande byten med föregående försäljning av fondandelar, anmälas till arbetsgivaren. Vidare framgår att anställdas affärer ska handläggas som normala kunduppdrag samt utföras av annan medarbetare än den anställde själv, såvida inte någon form av självbetjäning avsedd för kunder (ex. telefon eller internet) kan utnyttjas.

---

5 FFFS 1998:22

# Slutsatser

15

- FI har i sin granskning av fondbolagen inte funnit något som tyder på att kunder tillåts handla till känd kurs. FI har dock funnit att vissa order tillåts att inkomma efter fondens bryttidpunkt.
- FI är av uppfattningen att det inte kan accepteras att det förekommer olika bryttidpunkter för olika kundkategorier för samma fond.
- FI:s bedömning är att bryt- och värderingstidpunkterna inte genomgående är fastställda på ett sätt att de förhindrar ”market timing”.
- I undersökningen har det framkommit att det i vissa fall saknas rutiner att kontrollera och övervaka förekomsten av eventuell ”market timing”.
- FI är av uppfattningen att det är av stor vikt att de bolag som saknar rutiner för att granska fondflöden inför sådana för att kunna upptäcka korttidshandel i spekulations syfte.
- FI kommer i den löpande tillsynen granska fondbolagens rutiner och kontroller för att säkerställa att handel till kända kurser inte förekommer. FI kommer även att följa utvecklingen över fondbolagens åtgärder för att förhindra ”market timing”.

## Sen handel

FI har i sin granskning av fondbolagen inte funnit något som tyder på att kunder tillåts handla till känd kurs. Samtliga fondbolag har visat på interna kontrollsystem och rutiner som syftar till att säkerställa att sen handel inte ska kunna ske. Kontroll och rutiner skiljer sig något åt mellan fondbolagen men deras gemensamma bedömning är att ingen kundkategori ska ha möjlighet att handla till känd kurs i spekulations syfte. Innan bryttidpunkter infördes gick det dock att handla till kända kurser i några fonder i ett av fondbolagen, vilket utnyttjades av ett fåtal kunder. Problemen upphörde när fondbolaget införde bryttidpunkter.

FI har dock funnit att vissa order i dag tillåts att inkomma efter fondens bryttidpunkt. Det poängteras av de berörda fondbolagen att det inte sker av spekulations skäl. Exempelvis tillåts vissa fondförsäkringsbolag och PPM komma in med sina aggregerade order efter bryttidpunkten i några fondbolag. Genom detta förfarande förlitar sig fondbolaget på att den som är förvaltarregistrerad för sina kunders räkning verkligen fått in bakomliggande order i rätt tid. Kontrollen flyttas därmed från fondbolaget.

Erfarenheter från fondaffärerna i USA visar att vissa investerare har kunnat ägna sig åt sen handel bland annat genom att ”maskera” order så det framstår som att dessa ska genomföras för pensionslösningar motsvarande de svenska fond- och livförsäkringsbolagen.



Trots att order som inkommer via vissa fondförsäkringsbolag och PPM inte sker i spekulations syfte och att de bakomliggande kunderna har inkommit med sina order i rätt tid, så anser FI att det är olämpligt att ”vissa” kundkategorier tillåts handla efter bryttidpunkt. Genom detta förfarande ger fondbolagen möjligheter för vissa kunder men inte alla. Fondsparande är en kollektiv investeringsform där alla andelsägare ska likabehandlas. Trots att syftet inte är att missgynna någon framför en annan anser FI att det är viktigt för fondbolagen att säkerställa att det inte finns någon som helst misstanke om att somliga investerare tillåts handla till känd kurs, vilket skulle kunna bli ett resultat av order som inkommer efter bryttidpunkt.

Andra anledningar till att order inte inkommer före bryttidpunkt är av tekniska skäl samt rättelser. Förekomsten av tekniska störningar och rättelser är dock svårt att helt undvika och medför ibland förseningar av order. Det är mycket viktigt att fondbolagen har rutiner och kontroller på plats som säkerställer att ingen order som inkommer efter bryttidpunkt genomförs till samma dags kurs om inte godtagbara skäl finns. Rättelser skulle teoretiskt kunna vara ett verktyg för att försöka handla till känd kurs.

Fondbolagen bör se till att det finns fastställda instruktioner och rutiner för hur rättelser ska hanteras. Av instruktionen bör bl.a. framgå en attestordning för hur rättelser ska godkännas, hur de ska dokumenteras samt hur de ska kontrolleras. Det är av stor vikt att rättelserna kontrolleras av någon som är oberoende i förhållande till den som beslutar om och den som genomför rättelserna. Fondbolagen måste fortlöpande kontrollera och säkerställa att handel till känd kurs inte sker. Det är även betydelsefullt att den enskilda fonden inte belastas av kostnader som inte är hänförlig till fondens transaktioner, exempelvis vid rättelser.

Som nämnt är det av stor vikt att alla andelsägarna behandlas lika. Sammanfattningsvis är FI därför av uppfattningen att det generellt inte bör förekomma olika bryttidpunkter för olika kundkategorier för samma fond.

## ”Market timing”

Fondbolagen har gjort bedömningen att ”market timing” inte förekommer, även om några av fondbolagen inte helt kan utesluta att det förekommer och uppger att det är svårt att få en total överblick över situationen. FI kan mot bakgrund av vad som framkommit i undersökningen inte helt utesluta att ”market timing” förekommer, även om FI inte fått några indikationer på att det skulle vara vanligt förekommande.

FI:s bedömning är att bryt- och värderingstidpunkterna inte genomgående är fastställda på ett sätt som eliminerar förutsägbarhet i andelskurser och därmed ”market timing”. Majoriteten av fondbolagens Japan-, Asien- och globalfonder marknadsuppdaterar inte priserna på hela eller delar av innehaven. De åtgärder som införts är bara delvis effektiva. Möjligheter för kunder att generera vinster på övriga andelsägars bekostnad kvarstår således. Det bör poängteras att möjligheten varierar kraftigt hos de olika fondbolagen i undersökningen beroende på vilka åtgärder de vidtagit.



För de allra flesta av fonderna är det dock inget problem, utan kurserna läses av när underliggande innehav handlas på en öppen marknad. För andra fonder, exempelvis vissa globalfonder med kursättning efter amerikanska börsens öppning, utgör innehav på stängda marknader normalt så pass liten del att de inte utgör ett praktiskt problem.

Fondbolagen i undersökningen har generellt inga särskilda rutiner för värdering av fonder vid helgdagar. FI anser att det skulle kunna vara ett problem och kunna förstärka arbitragemöjligheterna exempelvis om stora kurspåverkande händelser skulle inträffa när underliggande marknad är stängd men fonden ändå är öppen för handel till ”gamla” priser. Förvaltaren kan ju inte köpa motsvarande värdepapper på den underliggande marknaden då marknaden är stängd. Genom detta förfarande öppnar fondbolagen upp möjligheter för ”market timing”. Ett fondbolag uppger dock att de kan justera andelskursen om de bedömer att fondens andelskurs skulle ha påverkats mer än plus/minus 1 procent om den underliggande marknaden hade varit öppen. De har också en kursättningskommitté som vid speciella marknadshändelser sammankallas för att avgöra om det finns ett behov av att justera andelskursen till en kurs om den bedöms vara missvisande. De har i dagsläget inte fattat något sådant beslut.

17

I lagen om värdepappersfonder framgår att fondens värde ska beräknas enligt de grunder som bestäms i fondbestämmelserna samt att den egendom som ingår i fonden ska värderas med ledning av gällande marknadsvärde. FI anser att det är av stor vikt att det framgår av fondbestämmelserna samt att fondbolagen har rutiner för hur fonden värderas i situationer när ett marknadsvärde för hela eller delar av fonden inte kan erhållas. FI anser vidare att en fond ska vara värderad med ledning av gällande marknadsvärde vid de tidpunkter när fonden är öppen för försäljning och inlösen av andelar. Det är viktigt att fondbolaget tillser att bristande rutiner vid värdering av fonden inte öppnar möjligheter för ”market timing”.

Generellt är det oklart vilka särskilda värderingsrutiner fondbolagen har vid större marknadspåverkande händelser, som skulle kunna innebära att andelskursen inte avspeglar ett korrekt värde.

Inlösenavgifter för korttidshandel försvårar handel i syfte att utnyttja felprissättningar, vilket även stöds av det som framkommit i undersökningen. Det är viktigt att avgiften tillfaller fonden och inte fondbolaget, då exempelvis transaktionskostnaderna i fonden kan öka genom frekvent kortsiktig handel. Enligt FI kan avgifter för korttidshandel vara en bra åtgärd men avgifter löser dock inte problemet helt<sup>6</sup>. En inlösenavgift på 1 procent är inte alltid tillräckligt verkningsfull vid stora marknadssvängningar, vilka inte varit ovanliga de senaste åren.

Avgifter kan även appliceras selektivt vilket undersökningen ger stöd för att så sker – vissa kunder har medgivits undantag från avgifter. Genom detta kan det inte helt uteslutas att fondbolag ger särskilda investerare möjlighet till att korttidshandla på felprissatta kurser i fonderna. FI vill understryka att inget i undersökningen tyder på att så sker.

6 Flera akademiska studier visar att utspädning existerar trots åtgärder som exempelvis avgifter.

En annan nackdel med avgifter är att det drabbar även de andelsägare som inte har för avsikt att spekulera i kurserna, vilket naturligtvis kan minska attraktionen av fonder som produkt. Om endast vissa bolag inför avgifter så riskerar kunder som utnyttjar arbitrage att flytta till de bolag som inte infört avgifter. Vid införande av avgifter är det viktigt att de införs enhetligt för att få önskvärd effekt, det vill säga även omfattar fonder som ingår i exempelvis fond- och kapitalförsäkringar.

Andra former av åtgärder som vidtagits av fondbolag i undersökningen har varit att kurssätta fonder med placeringsinriktning mot de asiatiska marknaderna till påföljande dags kurs. Genom detta förhindras spekulering i kurser och ”market timing” hanteras.

I undersökningen har det framkommit att det i vissa fall saknas rutiner att kontrollera och övervaka förekomsten av eventuell ”market timing”. Om fondflöden, det vill säga köp och inlösen i fonderna, granskas och analyseras så skulle förekomst av korttidshandel i spekulations syfte kunna upptäckas.

Medan undersökningen pågick så införde ett av bolagen en rutin för att kunna kontrollera stora fondflöden i syfte att stävja eventuell ”market timing”. FI är av uppfattningen att det är viktigt att de bolag som idag saknar rutiner för att granska fondflöden inför sådana. Utan sådana rutiner är det svårt för fondbolaget att överblicka förekomst av ”market timing” och därmed eventuella konsekvenser det kan få för andelsägarna. Fondbolag ska agera i andelsägarnas gemensamma intresse och det är viktigt att fondbolagen ser till att investerarnas intressen inte undermineras, exempelvis genom att arbitragemöjligheter existerar.

## Etiska riktlinjer

De etiska riktlinjer som flertalet av bolagen har antagit bör säkerställa att anställda i fondbolagen inte har möjlighet att handla på andra villkor än övriga andelsägare, det vill säga i det här sammanhanget inte har möjlighet till ”market timing” genom korta affärer samt att handla till kända kurser. Förutsättningen för att reglerna om anställdas och närståendes egna affärer ska vara verkningsfulla är att de strikt tillämpas i verksamheten samt att fondbolaget har ett internt kontrollsystem som innefattar kontroll och uppföljning av efterlevnaden av regelverket.

FI anser att det är mycket viktigt att fondbolagen har etiska riktlinjer samt ett regelverk för anställdas affärer i de egna fonderna. FI vill vidare uppmärksamma fondbolagen om vikten av att upprätta rutiner för egna fondandelsfonders<sup>7</sup> samt andra egna fonders handel med fondandelar ur det egna fondutbudet. Rutinerna bör säkerställa att de intressekonflikter som finns i anslutning till dessa interna affärer hanteras på ett tillfredsställande sätt samt att dessa fonder handlar på samma villkor som övriga kunder. Noteras bör att ett fondbolag enligt den nya lagen om investeringsfonder inte får ta ut någon avgift för försäljning och inlösen av andelar i den fond som den egna fondandelsfondens tillgångar placeras i.

<sup>7</sup> Med fondandelsfonder, även kallade fond-i-fonder, menas fonder som placerar fondens tillgångar i andra fonder.

## Förslag från Finansinspektionen

### *Mot bakgrund av ovanstående föreslår FI följande:*

- Att order som inkommer till fondbolaget efter bryttidpunkt inte ska accepteras. Vid särskilda skäl, exempelvis tekniska problem, kan undantag medges av fondbolaget under förutsättning att det finns dokumenterade instruktioner om hur det ska hanteras. FI vill understryka att samtliga andelsägare ska kunna köpa och lösa in andelar på lika villkor och det kan inte accepteras att någon kundkategori särbehandlas.
- Att berörda fondbolag ser över och åtgärdar strukturen för bryt- och värderingstidpunkter för de fonder där bolagen har gjort bedömningen att "market timing" kan förekomma.
- Att fondbolag, mot bakgrund av hur bryt- och värderingstidpunkter är fastställda, även inför relevanta åtgärder som syftar till att begränsa eller förhindra "market timing".
- Att fondbolagen inför rutiner som möjliggör kontroll och övervakning av fondflöden i syfte att upptäcka "market timing".
- Att fondbolag har rutiner för händelser som medför att en marknadsvärdering enligt befintliga metoder inte går att genomföra. Exempelvis en alternativ metod för marknadsvärdering där underliggande marknad varit stängd och där marknadspåverkande information kommit. Om inte en marknadsvärdering av fonden kan erhållas ska fonden inte vara öppen för köp och inlösen av andelar.

19

## Åtgärder vidtagna sedan undersökningen inleddes

Sedan FI inledde sin undersökning i december 2003 så har ett par av fondbolagen vidtagit åtgärder i syfte att begränsa "market timing". Ett fondbolag har tidigare lagt bryttidpunkten för deras Japan- och Pacificfond till klockan 06.00. Före ändringen så var bryttidpunkten kl. 16.30.

Ett annat fondbolag har infört en ny rutin för daglig kontroll över större transaktioner. Fondbolaget har därmed möjlighet att på daglig basis följa kundernas köp och inlösen av fondandelar samt större transaktioner.

## Fortsatt granskning

Resultaten i undersökningen bygger på en undersökning där FI inte på plats har kontrollerat att samtliga svar är fullständiga i alla delar och att de även efterlevs i praktiken ute på fondbolagen. FI kommer därför i den löpande tillsynen att fortsätta granska fondbolagens rutiner och kontroller för att säkerställa att handel till kända kurser inte förekommer, bl.a. kommer stickprov ute på fondbolagen att genomföras. FI kommer även att noggrant följa utvecklingen över fondbolagens åtgärder för att förhindra att korttidshandel som missgynnar övriga långsiktiga andelsägare sker. Skulle FI upptäcka något som är i strid med gällande regler och vad som kan anses som en sund fondverksamhet kommer FI att vidta åtgärder.

# Finansinspektionens rapporter

finns på [www.fi.se](http://www.fi.se)

- 2004:2 Internaffärer i nio livbolag
- 2004:1 Bankernas klagomålshantering
- 2003:4 Från konto till konto V
- 2003:3 Finanssektorns stabilitet 2003
- 2003:2 Intressekonflikter i livbolagen
- 2003:1 Stärkt skydd för trafikskadade – åtgärder och förslag
- 2002:9 Från konto till konto IV
- 2002:8 Riskmätning och kapitalkrav II
- 2002:7 Finanssektorns stabilitet 2002
- 2002:6 Från konto till konto III
- 2002:5 Vägar till en utvecklad e-service
- 2002:4 FI:s samverkan med granskningsmän
- 2002:3 Från konto till konto II – bankernas åtgärdsplaner
- 2002:2 Från konto till konto I – bankernas överföringstider
- 2002:1 Agenda för en ny marknadstillsyn
- 2001:8 Where to Go after the Lamfalussy Report
- 2001:7 Fondbolagens information och interna kontroll
- 2001:6 Finanssektorns stabilitet 2001
- 2001:5 Den finansiella infrastrukturens sårbarhet
- 2001:4 Internet, normer och marknad – en internationell utblick
- 2001:3 Aktiemarknad för alla – nya krav i ny miljö
- 2001:2 Missvisande kreditupplysningar – åtgärder och förslag
- 2001:1 Riskmätning och kapitalkrav



Finansinspektionen  
Box 6750, 113 85 Stockholm  
Tel 08-787 80 00  
Fax 08-24 13 35  
[finansinspektionen@fi.se](mailto:finansinspektionen@fi.se)