

Regeringskansliet
Finansdepartementet
103 33 STOCKHOLM

Investeringsfonder – förslag till ny lag (SOU 2002:56)

(Fi 2002/2544)

1 Inledning och utgångspunkter

Utredningens uppgift har varit att göra en förutsättningslös översyn av lagstiftningen om värdepappersfonder och andra former för kollektiva investeringar. I det remitterade delbetänkandet presenteras förslag till en ny lag om investeringsfonder. Däri ingår både traditionella värdepappersfonder och specialfonder, t.ex. hedgefonder. Förslaget bygger på EU:s s.k. ucits-direktiv. Eftersom dessa är minimidirektiv har utredningen också haft att analysera om det är lämpligt att i svensk lagstiftning införa strängare regler.

Utredningen anger som utgångspunkt för arbetet att det främsta skälet att reglera fondsparande är intresset och behovet att skydda konsumenterna. Utredningen konstaterar samtidigt att några särskilda systemrisker som motiverar reglering av fondsparande inte föreligger.

Riksgäldskontoret instämmer i utredningens bedömning av vari regleringsmotiven består. En avgörande fråga rör dock *hur långt* det finns anledning att gå i syfte att skydda konsumenterna. Här finns avvägningar i förhållande till strävan att bevara effektiva finansmarknader, liksom till principer om valfrihet och avtalsfrihet. Enligt Riksgäldskontorets bedömning kan utredningens slutsatser om hur dessa avvägningar bör göras ifrågasättas. Diskussionen rör delvis vad som är en rimlig ambitionsnivå när det gäller konsumentskydd, dvs. hur högt målet bör sättas, men kontoret finner också anledning att diskutera effektiviteten i vissa av de medel som utredningen arbetar med.

Information är en nödvändig förutsättning för att spararen ska kunna fatta övervägda beslut. Lagförslaget innehåller också skärpta krav på den information som fondbolagen måste lämna. Utredningen lägger emellertid också stor vikt vid olika former av beteenderegler för fondbolagen. Enligt Riksgäldskontorets bedömning är det – till skillnad från informationskrav – tveksamt om målet gott konsumentskydd verkligen främjas av detta slags regler. Det finns inslag i regelverket som riskerar att ge oinformerade

sparare intryck att skyddsnivån är högre än den i själva verket är. Det kan göra att de inte tar del av informationen på ett tillräckligt kritiskt sätt. Resultatet kan i många fall bli att de tar större risker än de inser. Riksgäldskontoret inriktar sitt remissvar på dessa principfrågor kring regelverkets uppbyggnad och avstår från att yttra sig om implementeringen av direktivens mer tekniskt orienterade regler.

2 Konsumentskydd – synpunkter på mål och medel

Utredningens principiella analys av fondsparande och konsumentskydd (avsnitt 5.2.2) pekar på ett föredömligt sätt på att det finns latent motstånd mellan högt satta konsumentskyddsambitioner, å ena sidan, och mål om effektivitet och valfrihet, å den andra. De uppstår bl.a. genom att starkt konsumentskydd kan hämma konkurrens och förnyelse på sparmarknaden, liksom hämma effektiviteten på kapitalmarknaden mer generellt.

Utredningen pekar också på risken att regleringar gör att fondsparande framstår som ett säkert alternativ: ”Lagstiftningen ger således sparandet legitimitet vilket kan medföra att konsumenten är mindre vaksam vilket i sin förlängning kan innebära att regleringen i sig skapar behov av ytterligare regler. Det är emellertid inte lämpligt att reglera så långt att regleringen inte förutsätter att individen informerar sig om fondsparandets olika möjligheter och risker. Fondsparandet är inte en obligatorisk produkt och konsumenten behöver således inte utsätta sig för de risker som är förknippade med fondsparande.” (s. 245–246).

Riksgäldskontoret instämmer i dessa resonemang. Kontoret vill särskilt betona betydelsen av att spararen har korrekt och begriplig information om fondernas inriktning och egenskaper. Detta är en förutsättning för att spararen ska kunna fatta genomtänkta beslut om sitt fondsparande. Enligt Riksgäldskontorets bedömning har det funnits brister i detta avseende under senare år. I marknadsföringen lyfte fondbolagen ofta fram historiska avkastningssiffror utan att tydliggöra de risker som fondsparande i aktier alltid för med sig. Det gäller aktieplacering i allmänhet och i än högre grad bransch- och sektorfonder med snävare inriktning. När dessa risker nu har materialiserats finner många sparare att de gjort placering som var mer riskfyllda än de insett.

Erfarenheterna av de senaste årens börsutveckling torde komma att påverka spararnas beteende framöver. De kommer att kräva mer information och vara mer skeptiska till de uppgifter som lämnas om fonderna. Ökad försiktighet är en i grunden sund utveckling, efter åren med överdriven tilltro till de resultat som fondsparande kan tänkas ge. Denna utveckling understöds av de förslag till regler om bättre information om investeringsfonder som utredningen lägger fram. Riksgäldskontoret tillstyrker utredningens förslag i dessa delar.

Enligt kontorets mening finns det dock inslag i regelverket som inte självklart överensstämmer med den grundsyn på information och vikten av att

den enskilde sätter sig in i fondsparandets möjligheter och risker som utredningen redovisar. I synnerhet gäller detta risken för att fondsparande genom reglernas utformning ska framstå som ett säkrare alternativ än det i verkligheten är. Som exempel på förslag som ger oönskade bieffekter diskuterar kontoret kravet på riskspridning respektive sundhets- och uppföranderegler. Kontoret tar också upp utredningens förslag rörande konsumenters möjlighet att placera i hedgefonder.

2.1 Diversifieringskrav

I konsekvens med sina utgångspunkter anser utredningen att det inte finns skäl att begränsa konsumenterna till fonder med låg risk. Utredningen konstaterar också att även traditionella fonder kan vara förknippade med hög finansiell risk, t.ex. genom att inrikta sig på placeringar i viss bransch eller visst land där riskerna är höga. Trots detta anser utredningen att krav på riskspridning bör gälla för såväl värdepappersfonder som specialfonder.

Följden är att *riskspridning* blir en definierande egenskap hos en investeringsfond. Från investerarens synpunkt har emellertid fondens *risknivå* större betydelse. Riskspridningskravet minskar därmed inte investerarens behov av att studera fondens placeringsbestämmelser för att bilda sig en uppfattning om fonden överensstämmer med egna behov och önskemål. Frågan är därmed om det generella riskspridningskravet är ändamålsenligt.

Det kan t.o.m. hävdas att riskspridningskravet är kontraproduktivt från konsumentskyddssynpunkt. En oinformerad investerare kan felaktigt ges intrycket att riskspridning är *tillräckligt* för att ge låg risknivå och därmed vara benägen att hantera alla av staten auktoriserade fonder som mer eller mindre likvärdiga, utan att granska fondens placeringsbestämmelser. Bindande regler av detta slag kan således bidra till att lagstiftningen, just på det sätt som utredningen varnar för, invaggar investerare i falsk trygghet.

Enligt utredningen är det inte meningen att lagstiftningen skall förutsätta att fondspararen ska vara förtrogen med principerna om diversifiering. Samtidigt argumenterar utredningen för att spararna ska klara att basera sina val mellan fonder på grundval av uppgifter om risknivån mätt som standardavvikelse och/eller Value-at-Risk (VaR). Riksgäldskontoret anser att det är svårt att se varför diversifiering som oavvislig regel ska vara ett viktigt skydd för en investerare som förväntas förstå VaR-mått, ett långt mer komplext begrepp. Dessutom kan standardavvikelse och VaR beräknas även för icke-diversifierade portföljer, t.o.m. för enskilda tillgångar, varför riskspridningskravet framstår som överflödigt.

Riksgäldskontoret uppfattar det som ofrånkomligt att lagstiftningen bygger på förutsättningen att den enskilde spararen har att bedöma egenskaperna hos de fonder de överväger att investera i. Med den utgångspunkten, som utredningen också har, bortfaller motivet för ett generellt diversifieringskrav.

När det gäller ucitsfonder är dock diversifieringskravet fastlagt i EG-direktivet och därmed ofrånkomligt. Det kan också vara ändamålsenligt att skilja ut dessa som en mer standardiserad och (normalt) mindre riskfylld typ av fonder och därmed mer lämpliga för relativt oinformerade sparare. I den kategorin är det möjligt för sparare som inte kan eller vill sätta sig in i mer komplexa produkter att hitta standardiserade och lättbegripliga alternativ. Genom de hårdare reglerna för ucitsfonder kan lagstiftaren således underlätta den mindre kunnige spararens beslut.

Däremot är det enligt kontorets uppfattning inte motiverat att ställa motsvarande krav på specialfonder. Risken är att det motverkar sitt syfte genom att minska spararnas benägenhet att informera sig om fondens placeringsinriktning, vilket är ett allvarigare problem när det gäller specialfonder givet att dessa kan ha så fundamentalt olika egenskaper. Nackdelarna med ett diversifieringskrav synes i detta fall överväga, särskilt som det skulle lägga hinder för i och för sig helt legitima och rimliga fondkonstruktioner vid sidan av gruppen av standardiserade ucitsfonder. Följaktligen avstyrker Riksgäldskontoret förslaget att riskspridning ska vara ett krav även på specialfonder.

2.2 Sundhets- och uppföranderegler

Utredningen föreslår att det i lagen ska införas ett krav på att verksamheten bedrivs så att ”allmänhetens förtroende för fondmarknaden upprätthålls och enskildas kapitalinsatser inte otillbörligen äventyras samt i övrigt så att rörelsen kan anses sund” (1 kap. 14 § första stycket). Vidare innehåller paragrafen en lista med krav på hur fondbolag ska agera. Kraven är en uppräkningslista av positivt värdeladdade ord, som ”ärligt och rättvist”, ”skicklighet, omsorg och skyndsamhet” etc.

Uppförandereglerna är delvis direkt hämtade ur ucitsdirektivet. Däremot finns inte, att döma av utredningens skrivningar, någon direkt motsvarighet i direktivet till kraven i första stycket, annat än i form av krav på *sunda* förvaltnings- och redovisningsförfaranden och interna kontrollmekanismer. Utredningens motiv för att införa de generella bestämmelserna i paragrafens första stycke är primärt att motsvarande bestämmelser finns i andra lagar samt i föreskrifter från Finansinspektionen.

Riksgäldskontoret noterar att det mot bakgrund av de senare årens erfarenheter finns anledning att ifrågasätta den information och råd som lämnas i samband med försäljning av fonder till allmänheten. Tveklöst har allmänhetens förtroende för fonder som sparprodukter minskat till följd av de förluster som uppstått, i första hand i aktieinriktade fonder. Motsvarande förtroendebrister finns när det gäller andra delar av den finansiella marknaden.

Det kan konstateras att konsumentskyddet i detta avseende inte fungerat väl under de gångna årens överhettningssperiod på aktiemarknaden. Lagstiftningen bör också verka för en förbättring av beteendet hos aktörerna

på finansmarknaderna. Den får dock inte ta sig sådana uttryck att den leder till missförstånd om hur långt konsumentskyddet faktiskt sträcker sig. En överdriven trygghetskänsla kan vara mer problematisk från konsumentskyddssynpunkt än en realistisk otrygghet. Det måste också finnas rimliga förväntningar på vad tillsynsmyndigheten kan åstadkomma.

Riksgäldskontoret anser att utredningens förslag till sundhets- och uppföranderegler kan ge upphov till misstolkningar. Kontoret ifrågasätter därför om bestämmelser av detta slag är ändamålsenliga som led i strävan att uppnå ett gott konsumentskydd. De är även förknippade med andra nackdelar. Enligt Riksgäldskontorets bedömning förtjänar denna typ av regler därför ytterligare analys.

Sundhet utan koppling till specifika områden (som i direktivtexten) är svårtolkat för både fondbolag och tillsynsansvariga. Det är därmed oklart hur sundhet ska fungera som bas för tillsyn och ingripanden, även om det inte går att invända mot ambitionen att fondverksamhet, liksom annan ekonomisk verksamhet, ska vara sund.

Även målet att *upprätthålla allmänhetens förtroende för fondmarknaden* är problematiskt. Det är t.ex. oklart vad som menas med fondmarknaden, i bestämd form singularis. Som utredningen dokumenterar finns det brett spektrum av fonder, med olika inriktning och risknivå. Det är därmed svårt att se fondmarknaden som en enhet för vilken det är ändamålsenligt att hysa (eller sakna) förtroende.

Förtroende är bra för den enskilde bara om det är välgrundat. Det kan inte generellt förutsättas vara fallet, åtminstone inte i den bemärkelsen att alla typer av sparare bör hysa förtroende för att alla slags fonder kan vara lämpliga för dem. Från konsumenternas synpunkt är det mer rimligt att se ett mått av misstro som en skyddande faktor i kontakter med fondbolag (och finansinstitut i övrigt). Skepsis gentemot fondbolagen och de produkter de erbjuder gör att spararen studerar fondinformationen med mer kritiska ögon. Omvänt gäller att alltför hög grad av förtroende gör att informationskraven riskerar att vara verkningslösa, därför att spararna inte finner anledning att sätta sig in i materialet innan de fattar beslut.

Uppförandereglerna i paragrafens andra stycke är förknippade med likartade problem. Det är svårt att tro att en investerare som räknar med att fondbolag i alla lägen betar sig enligt dessa bestämmelser känner anledning att ifrågasätta de produkter och förslag som de föreläggs. Investeraren bör också ha rätt att förutsätta att bolaget förtjänar förtroende och följer reglerna; i annat fall skulle Finansinspektionen ha ingripit.

Problemet blir särskilt tydligt i kombination med kravet att fondbolag inte otillbörligen får äventyra spararnas kapitalinsats. Det finns, och bör finnas, en rad fonder som innebär betydande risker för spararnas kapitalinsats. Frågan blir därmed vad som menas med *otillbörligen*. När det gäller syn på risk torde det finnas stora skillnader mellan sparare; det som är en rimlig

risk för den ena kan vara (subjektivt eller objektivt) olämplig risk för någon annan, t.ex. beroende på hur stor del av sitt kapital som spararen lagt i fonden. Det går emellertid inte att ingripa mot ett fondbolag för att det tillhandahåller en fond som är (i någon mening) olämpligt riskfylld för vissa investerare.

Resultatet blir således att det finns fonder som är synnerligen riskfyllda i en marknad där allmänheten tänks agera med fullt förtroende för att fondbolagen inte äventyrar deras sparande. Den situationen är inte stabil. Förr eller senare inträffar händelser som gör att riskerna materialiseras och besvikelser drabbar placerare som gått in i fonder vars egenskaper de inte fullt ut satt sig in i. De kommer då inte enbart att vara besvikna på fondbolagen utan även på Finansinspektionen och lagstiftaren, som inte givit dem det skydd som de räknade med. Reaktionen på sådana besvikelser kan bli krav på hårdare regler, och i förlängningen en fondbolagslagstiftning som inriktas på att hålla nere risktagandet i fonderna. Utrymmet för konkurrens och förnyelse, som utredningen med rätta vill slå vakt om, riskerar därmed att på sikt begränsas.

Som kontoret noterar ovan är utredningen medveten om dessa risker, men de synes inte i tillräcklig grad ha påverkat de framlagda förslagen. Enligt Riksgäldskontorets bedömning avspeglar dessa oklarheter att utredningen inte gjort en mer ingående analys av *hur* skyddsintressena ska kunna tillfredsställas. De förluster som många sparare drabbats av efter de senaste årens upp- och nedgångar avspeglar primärt att allmänheten länge hyste ett *överdrivet förtroende* för aktiemarknaden och därmed indirekt för fondmarknaden. Det är inte önskvärt att söka bevara (eller återupprätta) en obalanssituation som den som rådde under slutet av 1990-talet.

Vad som är önskvärt i nuvarande omständigheter är att söka återupprätta *en skälig grad* av tilltro till fondsparande hos spararna i gemen. Här lämnar utredningens förslag, som Riksgäldskontoret framhåller ovan, viktiga bidrag genom krav på bättre och begripligare information. Finansinspektionen får här också en viktig uppgift att genom föreskrifter ge närmare riktlinjer för fondbolagens information. Likaså är det viktigt att reglerna följs upp så att spararna får det stöd för sina beslut som de behöver.

Mot denna bakgrund anser Riksgäldskontorets att det krävs ytterligare analys för att motivera förslaget att införa bestämmelser som tar sikte på *allmänhetens förtroende* i lagstiftningen om investeringsfonder. Kontoret noterar att formuleringen först föreslogs 1984 av värdepappersmarknadsutredningen (SOU 1984:2). Den syftade bl.a. till att ge underlag för den dåvarande bankinspektionen att ge ut allmänna rekommendationer om etik på värdepappersmarknaden. Att tala om värdepappersmarknaden (i singularis) var logiskt 1984 när Stockholms fondbörs hade ett formellt börsmonopol och valutareglering gjorde att värdepappersplaceringar i utlandet var omöjliga. Att tjugo år senare och i en annan institutionell miljö, t.ex. präglad av stora valmöjligheter för spararna, införa samma formulering i lagstiftningen om investeringsfonder är inte lika logiskt. Kontorets pre-

liminära bedömning är att övervägande skäl talar för att ta bort bestämmelsen i annan finansiell lagstiftning snarare än att införa den på ytterligare ett område.

Uppförandereglererna är i huvudsak hämtade från ucitsdirektivet. Följaktligen måste bestämmelser med motsvarande innebörd införas i den svenska lagstiftningen avseende värdepappersfonder. Det borde dock vara möjligt att finna en annan utformning som ger tydligare vägledning för berörda företag, liksom för tillsyn och ingripanden från Finansinspektionen. En möjlighet kan vara att koppla beteendet tydligare till specifika områden, t.ex. så att kravet på att fondbolag ska följa fondbestämmelser anges som ett uttryck för "ärlighet". Det faktum att motsvarande bestämmelser finns i lagen om värdepappersrörelse är inte tillräckligt som motiv för att välja den föreslagna utformningen.

2.3 Placeringar i hedgefonder

Utredningen föreslår att hedgefonder endast ska få säljas till konsumenter via fondandelsfonder med minst fem innehav. Argumentet är att spararen i annat fall blir utsatt för de specifika risker som är hänförlig till en hedgefond, t.ex. att en speciell förvaltare ska lämna fonden eller att förvaltaren ska ta extrema risker för att öka sitt eget resultatberoende arvode. Utredningen drar slutsatsen att dessa risker är så stora att kravet på riskspridning i den enskilda hedgefonden inte är tillräckligt.

Utan att ifrågasätta att sådana risker finns anser Riksgäldskontoret att förslaget präglas av missriktade konsumentskyddsambitioner. En hedgefond är inte generellt mer riskfylld än t.ex. en specialiserad ucitsfond. Inget hinder finns dock för spararen att lägga hela sitt sparande i en sådan fond. En hedgefond är heller inte generellt mer riskfylld än ett enskilt aktieinnehav. Inget hinder finns heller för småsparare att köpa aktier direkt. Tillämpades utredningens synsätt på direktinvesteringar i värdepapper borde det införas ett förbud för värdepappersbolag att sälja en viss aktie till en sparare om de inte först kontrollerat att vederbörande har en diversifierad (aktie)portfölj.

Riksgäldskontoret anser att det är olämpligt att på detta sätt förutsätta att alla *delar* i en sparares tillgångsportfölj, var och en för sig, ska vara väldiversifierade. Ansvar för den totala portföljens sammansättning måste ligga på den enskilde. Vad som närmast motsvarar placeringsregler för hur enskilda hushåll får fördela sitt sparande kan därmed inte uppfattas som en rimlig ordning, vare sig generellt eller för fondplaceringar. Därmed måste det vara möjligt även för en sparare utan miljonförmögenhet att lägga kapital i en enskild hedgefond om hon bedömer det som lämpligt.

Mot denna bakgrund avstyrker Riksgäldskontoret förslaget att hedgefonder endast ska få tillhandahållas till konsumenter via fondandelsfonder.

3 Slutsatser

Riksgäldskontoret kan i allt väsentligt ställa sig bakom de utgångspunkter för fondlagstiftningen som utredningen redovisar. Kontoret anser emellertid inte att utredningens förslag i alla delar avspeglar dessa utgångspunkter. I synnerhet gäller det risken för att regelverket bidrar till att invagga spararna i tron att de inte behöver informera sig om fondsparandets olika möjligheter och risker.

Ett konsistent regelverk måste verka för att spararna görs medvetna om att de inte kan underlåta att bedöma fonders egenskaper. I annat fall kommer informationskraven i många fall att vara verkningslösa. I medvetande om att fondplaceringar kan vara förknippade med finansiell risk uppmuntras spararna att tänka igenom sina placeringar och att använda det beslutsunderlag fondbolagen måste tillhandahålla. En medveten sparare är bättre rustad att fatta kloka beslut än en som förlitar sig på att fondbolaget ska se till att beslutet blir klokt sett ur spararens perspektiv. Kontoret vänder sig därför mot regler som kan ge intryck att spararen ska kunna hysa (obegränsat) förtroende för fondbolag och inte behöva oroa sig för sina kapitalinsatser.

Enligt Riksgäldskontorets bedömning ger ett regelverk som bygger på att fondbolagen har ansvar för att lämna korrekt och begriplig information samtidigt som den enskilde har ansvar att aktivt ta del och värdera denna information bäst förutsättningar för att kombinera effektivt konsumentskydd och med en väl fungerande fondmarknad. Ett regelverk med en sådan inriktning bygger primärt på krav på information om fondbestämmelser och vad dessa betyder för fondens risknivå. Tillsynen skulle därutöver gå ut på att säkerställa att fondbolagen också följer de fondbestämmelser de lagt fast och även i övrigt har goda rutiner för att hantera spararnas medel.

Det kan invändas att vissa sparare inte har förutsättningar att tolka och värdera den information de får och att dessa behöver det särskilda stöd som diversifierings- och uppförandereglerna är tänkta att ge. Det är emellertid inte troligt att målet att skydda de mest utsatta konsumenterna mot felbeslut verkligen kan nås med det föreslagna regelverket (och rimliga tillsynsinsatser). Med den ambitionen måste regleringen utsträckas till att styra det absoluta risktagandet i godkända fonder. Men som utredningen påpekar är ett sådant system inte motiverat, givet att det finns säkra sparalternativ vid sidan av fondmarknaden. Det faktum att det även finns en rad osäkra alternativ vid sidan av fondmarknaden, t.ex. direktägda värdepapper, stärker den slutsatsen.

Riksgäldskontoret konstaterar att en finansiell reglering med ambitionen att oinformerade sparare ska kunna känna sig trygga, mer eller mindre oavsett vilka transaktioner de ger sig på, allvarligt skulle försämra spar- och kapitalmarknadens effektivitet. Följaktligen är den enda långsiktigt hållbara lösningen att arbeta för att spararna blir medvetna om de risker som finansiella tjänster är förknippade med. Ett viktigt verktyg finns i den information

som fondbolagen, i enlighet med utredningens förslag, ska lämna. Föreskrifter om och tillsyn av fondbolagens information är en viktig uppgift för Finansinspektionen. Dessutom krävs mer upplysningsinsatser i samhället i stort. En central roll i detta sammanhang kan spelas av Konsumenternas bank- och finansbyrå. Enligt Riksgäldskontorets bedömning kan det finnas skäl att förstärka dess ställning och resurser som oberoende rådgivningsorgan.

I detta ärende har riksgäldsdirektören Thomas Franzén beslutat, efter föredragning av chefekonomen Lars Hörngren. I den slutliga handläggningen har även juristen Magnus Georgsson deltagit.

Thomas Franzén

Lars Hörngren