

2003-03-07

Yttrande över Värdepappersfondsutredningens slutbetänkande (SOU 2002:104)

1. INLEDNING

Sveriges riksbank har beretts tillfälle att yttra sig över värdepappersfondsutredningens slutbetänkande "Investeringsfonder – Förvaringsinstitut, avgifter m.m.", SOU 2002:104. I betänkandet kompletteras vissa delar av förslaget till ny lag om investeringsfonder, som presenterades i SOU 2002:56. Förslaget är baserat på det reviderade s.k. ucitsdirektivet¹.

Riksbankens två huvudsakliga verksamhetsmål är att upprätthålla ett fast penningvärde och att främja ett säkert och effektivt betalningsväsende. Förändrade regler för investeringsfonder har knappast någon tydlig eller direkt effekt på möjligheterna att bedriva en effektiv penningpolitik. Inte heller torde regleringen av investeringsfonder direkt påverka stabiliteten i betalningsväsendet. Utformningen av fondlagstiftningen kan dock inverka på effektiviteten på värdepappersmarknaderna och därmed indirekt vara relevant för Riksbankens mål. En ineffektiv värdepappersmarknad kan t.ex. komma att leda både till lägre tillväxt och till störningar av den finansiella stabiliteten i vid bemärkelse. Riksbankens kommentarer sker därför med denna utgångspunkt.

2. RIKSBANKENS SYNPUNKTER

2.1. Övergripande synpunkter

Riksbanken hade gärna sett att utredningen i sina betänkanden på ett mer utförligt sätt baserat de ekonomiska argumenten för reglering på en analys av marknadsmisslyckanden. Vedertagen ekonomisk teori pekar på att det finns anledning att införa sektorspecifik reglering, utöver de regleringar som gäller för annan ekonomisk verksamhet, endast om marknadsmisslyckanden kan påvisas. Dessutom måste kostnaden för en reglering vara lägre än kostnaderna för de olägenheter som kvarstår på en oreglerad marknad och som skulle

¹ Rådets direktiv (1985/611/EEC) senast ändrat genom Europaparlamentets och rådets direktiv (2001/108/EC).

ha eliminerats genom reglerna. Utredningen skulle ha vunnit på en djupare analys av denna typ av samhällsekonomiska kostnader och intäkter.

Skyddet av fondandelsägarna är centralt i utredningen. Mot denna bakgrund hade även en mer principiell diskussion om fondandelsägarnas skyddsbehov stärkt utredningens argumentation. Betänkandet hade också mer utförligt kunnat belysa frågan om det, i en allt mer internationaliserad miljö, ens är möjligt att, med nationell lagstiftning eller EU-direktiv, effektivt skydda fondandelsägarna.

Utredningen baserar istället i stor omfattning sina förslag på existensen av asymmetrisk information och olika former av intressekonflikter, t.ex. mellan fondandelsägare och fondbolag. Riksbanken delar utredningens åsikt att sådana förekommer och kan inverka menligt på effektiviteten på fondmarknaden. De medför dock inte alltid marknadsmisslyckanden. I många fall kan marknaden själv lösa problem med asymmetrisk information och intressekonflikter. Det är inte heller i alla delar tydligt om dessa problem är större på fondmarknaden än på andra marknader. Den ekonomiska analysen av motiven kring fundamenten för särskilda regleringar för fondmarknaden blir därför oklar.

2.2. Riksbankens invändningar

Flera av utredningens förslag reser den principiella frågan om vilka problem som bäst hanteras via lagstiftning. I något fall riskerar lagen att bli verkningslös. Ett exempel är utredningens förslag att fondbolagen tydligt ska redovisa de intressekonflikter som finns, t.ex. kontrakt med närstående och ställningstaganden i ägarfrågor. Förslaget ter sig vällovligt ur informationssynpunkt. Det är dock tveksamt om effekten på fondernas och fondandelsägarnas beteenden av den informationen blir stor.

I andra fall innebär utredningens förslag en alltför detaljerad reglering. Riksbanken skulle i dessa fall förorda mer av ramlagstiftning, med större möjligheter för tillsynsmyndighet och bransch att definiera detaljerna. Ett exempel är informationen till andelsägarna. Enligt utredningens förslag ska fonden informera varje andelsägare om de totala kostnaderna, inklusive transaktionskostnader, dvs. använda totalkostnadsandelen (TKA) som kostnadsmått. Utvecklingen av branschpraxis går dock mot ett annat kostnadsmått. Riksbanken har ingen synpunkt på vilket mått som är mest relevant men vill avråda från en alltför detaljerad lagstiftning. En rimligare ordning vore att i lagen kräva att varje fondandelsägare får relevant kostnadsinformation samt att hänskjuta definitionen till tillsynsmyndigheten.

I något fall riskerar utredningens förslag få mindre önskvärda konsekvenser. Ett exempel är förslaget att förbjuda förvaringsinstitutet att ingå i samma koncern som fondbolaget. Ur ett principiellt perspektiv innebär ett sådant förbud en inskränkning i avtalsfriheten. Ur en praktisk synvinkel kan det leda till ökade kostnader för fondandelsägarna, p.g.a. minskade möjligheter att ta till vara stordriftsfördelar mellan fondbolag och förvaringsinstitut. Syftet med det föreslagna förbudet förefaller också oklart. Utredningen konstaterar själv att några ”konkreta exempel på uppkomna fall av dåligt hanterade intressekonflikter är svåra att finna” (sid. 53). Förslaget riskerar också att skapa konkurrensproblem. Med nuvarande marknadsstruktur skulle förslaget innebära att en banks fondbolag i praktiken skulle tvingas ha förvaringsinstitutet hos en konkurrent, och därmed – för denna – avslöja alla detaljer om fondens investeringar och strategier. Vidare pågår inom EU-kommissionen en översyn av regleringen av förvaringsinstitutet. Analysen ska presenteras under februari

2004. Det finns därför såväl principiella, praktiska som taktiska skäl att nu undvika att införa ett förbud som går utöver vad ucitsdirektivet föreskriver.

2.3. Förslag Riksbanken instämmer i

Riksbanken delar dock utredningens ståndpunkt att informationen till fondandelsägarna är viktig. En fondandelsägare bör inte få sämre information om fonden än en aktieägare får om ett företag. Det är därför naturligt att fondbolagets revisor ska granska de räkenskaper som ligger till grund för fondens årsberättelser och inte bara fondbolagets räkenskaper, även om själva fonden inte är en juridisk person. Riksbanken stöder därför förslaget om revisionsplikt för fonderna. Vidare är det naturligt, vilket utredningen också konstaterar, att de enskilda fondbestämmelserna relativt detaljerat anger de principer som ska användas för att värdera eventuella onoterade värdepapper. Tillsynsmyndigheten bör beakta detta i sitt godkännande av fondbestämmelserna.

Utredningen drar också slutsatsen att det är viktigt att regelsystemet inte försvårar fondandelsägarnas möjligheter att byta fond. Utredningen konstaterar att ett "borttagande av kapitalvinstbeskattningen vid fondbyte skulle ge fondandelsägarna en bättre möjlighet att visa vad de anser om fondbolagens agerande" (sid. 156). Riksbanken delar utredningens uppfattning att den nuvarande kapitalbeskattningen leder till en olycklig inlåsnings effekt, vilket försämrar effektiviteten på fondmarknaden. Inlåsnings effekter är problematiska av flera skäl. För det första begränsar de konkurrensen direkt på fondmarknaden, genom att förhindra eller försvåra för fondandelsägarna att byta leverantör. För det andra får de negativa konsekvenser i vidare bemärkelse, genom att försvåra ägarstyrningen i företagen. Fondandelsägarna har ingen möjlighet att yttra sig och rösta på bolagsstämmor etc. utan representeras där av fondbolaget. Genom att alla fondandelsägare normalt är små i förhållande till fonden, leder bl.a. snålskjutsproblemet i praktiken också till att fondandelsägarna inte kan påverka fondbolagets ägarstrategi. Det enda återstående sättet att utöva inflytande är därför att sälja – d.v.s. rösta med fötterna. Inlåsnings effekterna för fondspararna omöjliggör eller fördyrar detta alternativ och riskerar därmed, enligt Riksbanken, att försämma ägarkontrollen av företagen och i förlängningen påverka företagets effektivitet negativt. I takt med att det indirekta ägande har ökat under senare år har detta problem accentuerats. Det är därför angeläget att minska olika inlåsnings effekter, t.ex. inom reglerna för pensionssparandet och inom skattelagstiftningen.

Möjligen är problemet extra tydligt på fondmarknaden men problemet är egentligen mer generellt. Riksbanken anser det önskvärt om inlåsnings effekter och asymmetrier i kapitalbeskattningen så långt möjligt kunde elimineras inte bara på fondmarknaden utan på hela sparandemarknaden. Dessa problem riskerar annars att få negativa konsekvenser för konkurrensen på värdepappersmarknaden i stort och i förlängningen på tillväxten och stabiliteten i det finansiella systemet. Det kan därför finnas anledning för regeringen att göra en mer genomgripande översyn av kapitalbeskattningen för att eliminera snedvridande regler, förbättra konkurrensen överlag och underlätta för både direkta och indirekta ägare att rösta med fötterna i syfte att förbättra ägarstyrningen.

På direktionens vägnar:

Lars Heikensten

Eva Cory

I beslutet har deltagit Lars Heikensten (ordförande), Eva Srejber, Villy Bergström, Lars Nyberg, Kristina Persson och Irma Rosenberg.

Föredragande har varit Jonas Niemeyer.