



# Likviditetsverktyg i värdepappersfonder och specialfonder

---

1 juni 2021



Dnr 21-3338

## Innehåll

Likviditetsverktyg i värdepappersfonder och specialfonder.....	1
Förord .....	3
Sammanfattning .....	4
Inledning .....	6
Swing pricing .....	14
Avgifter för utspädningsskydd .....	25
Inlösenpärarrar .....	29
Inlösenförfarandet, inlösenfrekvens och uppsägningstider .....	35

## Förord

Regeringen har i regleringsbrevet för budgetåret 2021 gett Finansinspektionen i uppdrag att utreda behovet av ytterligare verktyg för hantering av likviditetsrisker, till exempel så kallat justerat fondandelsvärde (*swing pricing*), på den svenska fondmarknaden. Finansinspektionen ska även utreda förutsättningarna för att införa sådana verktyg i Sverige och ge förslag till hur en eventuell reglering av sådana verktyg bör utformas.

Finansinspektionen överlämnar här sin rapport.

Stockholm den 1 juni 2021

Erik Thedéen  
Generaldirektör

## Sammanfattning

Finansinspektionen (FI) har utrett behovet av ytterligare verktyg för hantering av likviditetsrisker i värdepappersfonder och specialfonder samt förutsättningarna för att införa sådana verktyg i Sverige. FI bedömer att en viss form av swing pricing redan är möjlig att använda. I rapporten lämnar FI förslag på hur en reglering av swing pricing, avgifter för utspädningsskydd och inlösenpärar kan utformas. FI belyser också vissa frågor om inlösenförfarandet, inlösenfrekvens och uppsägningstider i fonderna och konstaterar bland annat att den svenska fondlagstiftningen tillåter att värdepappersfonder är öppna för inlösen endast en gång i veckan.

### Finansinspektionens uppdrag

Regeringen har i regleringsbrevet för budgetåret 2021 gett FI i uppdrag att utreda behovet av ytterligare verktyg för hantering av likviditetsrisker på den svenska fondmarknaden. FI ska även utreda förutsättningarna för att införa sådana verktyg i Sverige och ge förslag till hur en eventuell reglering av sådana verktyg bör utformas.

### Finansinspektionens utredning och slutsatser

FI har valt att utreda tre verktyg för hantering av likviditetsrisker (fortsättningsvis likviditetsverktyg) i värdepappersfonder och specialfonder: *swing pricing*, *avgifter för utspädningsskydd* och *inlösenpärar med brytgränser*.

FI anser, till skillnad från tidigare ställningstaganden som myndigheten gjort, att det finns övervägande fördelar med swing pricing som gör att verktyget bör tillåtas. FI ser också behov av de ytterligare likviditetsverktyg som behandlas i rapporten. Enligt FI finns det därför skäl att tillåta att fondbolag, förvaltningsbolag och förvaltare av alternativa investeringsfonder (fondförvaltare) använder verktygen i fonderna.

FI bedömer samtidigt att den svenska fondlagstiftningen redan tillåter att fondförvaltare använder vissa av de verktyg som rapporten avser, nämligen en form av swing pricing (som i rapporten benämns *justerat försäljnings- och inlösenpris*) och avgifter för utspädningsskydd.

FI anser att villkoren för användning av de olika verktygen bör regleras i lag och föreskrifter.

I rapporten belyser FI också vissa frågor om regelverket kring inlösenförfarandet, inlösenfrekvens och uppsägningstider i värdepappersfonder och specialfonder. FI gör bland annat bedömningen att den svenska fondlagstiftningen tillåter att värdepappersfonder är öppna för inlösen endast en gång i veckan.

Slutligen lämnar FI ett antal förslag till reglering av likviditetsverktyg i värdepappersfonder och specialfonder samt de närliggande frågor som tas upp i rapporten. Dessa sammanfattas nedan.

## Finansinspektionens förslag

FI lämnar sammanfattningsvis följande förslag till regeringen (Finansdepartementet):

- En reglering av *swing pricing* i värdepappersfonder och specialfonder införs i lag. FI bemyndigas att meddela föreskrifter om utformningen och tillämpningen av modeller för *swing pricing* samt andra krav som fondförvaltare behöver uppfylla när de använder *swing pricing*. FI föreslår att detta arbete prioriteras.
- En reglering av avgifter för utspädningsskydd (*anti-dilution levies*) i värdepappersfonder och specialfonder införs i lag. FI bemyndigas att meddela föreskrifter om utformningen och tillämpningen av modeller för avgifter för utspädningsskydd samt andra krav som fondförvaltare behöver uppfylla när de tar ut sådana avgifter.
- En reglering av inlösen spärrar med på förhand angivna brytgränser (*redemption gates*) i värdepappersfonder och specialfonder införs i lag. FI bemyndigas att meddela föreskrifter om utformningen av inlösen spärrar och de närmare formerna för användningen av dem.
- Det görs en översyn av principerna om inlösen av fondandelar i värdepappersfonder och specialfonder och det regleras ytterligare i lag hur principerna ska tillämpas.
- Det anges i lag att värdepappersfonder ska vara öppna för inlösen av fondandelar minst två gånger i månaden.
- Det föreskrivs i lag vilken längsta uppsägningstid som får tillämpas för inlösen av fondandelar i värdepappersfonder och specialfonder.

## Inledning

Oron på finansmarknaderna i spåren av pandemikrisen gjorde att förvaltare av vissa värdepappersfonder, inte minst sådana fonder vars medel är placerade i företagsobligationer, behövde klara krav på stora inlösen från andelsägarna. Händelserna visar på vikten av att fondförvaltare kan hantera likviditetsrisker i sin verksamhet.

## Uppdraget

I regleringsbrevet för budgetåret 2021 har FI fått i uppdrag att utreda behovet av ytterligare verktyg för hantering av likviditetsrisker, till exempel så kallat justerat fondandelsvärde (*swing pricing*), på den svenska fondmarknaden. FI ska även utreda förutsättningarna för att införa sådana verktyg i Sverige och ge förslag till hur en eventuell reglering av sådana verktyg bör utformas.

## Bakgrund och syfte

Att det finns likviditetsrisker i fonder blev tydligt i samband med den finansiella turbulens som uppstod i spåren av coronapandemins utbrott våren 2020. Under en kort period ökade utflödena kraftigt ur vissa typer av fonder i Sverige och utomlands. Det skedde samtidigt som – och i samspel med – att likviditeten i viktiga tillgångsmarknader försämrades. Fondförvaltare sålde tillgångar för att hantera utflödena och använde även en rad olika verktyg för hantering av likviditetsrisker (*likviditetsverktyg*) för att klara påfrestningarna. Vilka åtgärder som vidtogs varierade mellan olika typer av fonder och mellan länder, bland annat beroende på att utflödenas storlek varierade samt att fondvillkor och nationella regelverk skiljer sig åt mellan länderna, även inom EU.<sup>1</sup>

Osäkerheten under inledningen av coronapandemin fick konsekvenser för fondmarknaden inte minst i Sverige. Det osäkra konjunkturläget väckte farhågor om kreditvärdighet hos många företag, inklusive sådana som gett ut företagsobligationer. Det bidrog till mycket stora utflöden ur svenska företagsobligationsfonder, vilket tvingade många fondförvaltare till betydande obligationsförsäljningar för att möta fondspararnas krav på inlösen. Det blev svårt både att ge ut nya företagsobligationer och att hitta nya köpare till dem som redan var utgivna. Marknaden för företagsobligationer präglades under perioden av så låg likviditet och pristransparens att det var svårt att värdera fondernas obligationsinnehav och därmed att ange ett rättvisande värde på fondandelarna. Flera fondförvaltare valde i det läget att senarelägga försäljning och inlösen av fondandelar i ett antal av sina

---

<sup>1</sup> Europeiska systemrisknämndens (ESRB) rapport *EU Non-Bank Financial Intermediation Risk Monitor 2020* (nedan ESRB 2020), s. 7.

fonder.<sup>2</sup> Som skäl för senareläggning åberopade fondförvaltarna att det var svårt att värdera vissa fonders tillgångar på ett rättvisande sätt, inte att det i sig var svårt eller omöjligt att sälja tillgångar för att kunna lösa in andelar. Den akut stressade situationen pågick under en förhållandevis kort tid. Efter omfattande åtgärder från regeringar och centralbanker för att stötta ekonomin, inklusive vissa insatser riktade särskilt mot marknaden för företagsobligationer, förbättrades läget från april 2020 och framåt.<sup>3</sup> Som en följd av detta blev även läget på fondmarknaden lugnare.

Genom att den underliggande osäkerheten snabbt minskade undveks mer omfattande effekter på ekonomin av störningarna på tillgångs- och fondmarknaderna. Händelserna visar ändå på vikten av att fondförvaltare kan hantera likviditetsriskerna i sin verksamhet. Fondförvaltarna ska se till att likviditetsprofilen för fondens tillgångar överensstämmer med villkoren för inlösen av fondandelar, samt säkerställa att fonden har beredskap att möta oväntat stora utflöden och andra störningar som kan uppkomma.

I vissa situationer kan det finnas behov av särskilda åtgärder. Tillgång till tydligt reglerade likviditetsverktyg kan då vara värdefullt. Vissa sådana verktyg kan bidra till att andelsägarna behandlas rättvist om och när en fond utsätts för likviditetspåfrestningar genom att kostnaderna för att hantera inlösen bärs av dem som orsakar dem. Vissa likviditetsverktyg har även förutsättningar att dämpa utflöden, särskilt i stressade marknadslägen där transaktionskostnaderna är höga. Genom att se till att dessa kostnader bärs av dem som begär inlösen kan verktygen i någon mån minska fondförvaltares behov av en snabb och omfattande försäljning av mindre likvida tillgångar i en redan ansträngd situation. Det kan i sin tur bidra till att motverka spridningseffekter av sådana försäljningar. Det kan göra värdepappersmarknaderna mindre störningskänsliga och därmed bidra till att värna den finansiella stabiliteten.

Som nämns ovan tillämpar EU-länder olika regler rörande likviditetsverktyg i fondverksamhet. Europeiska systemrisknämnden (ESRB) lämnade i december 2017 en rekommendation till Europeiska kommissionen att föreslå ett gemensamt ramverk för likviditetsverktyg för fonder hemmahörande i EU.<sup>4</sup> Enligt ESRB bör

---

<sup>2</sup> En fondförvaltare får senarelägga inlösen av fondandelar om det finns särskilda skäl för åtgärden och den är motiverad av hänsyn till fondandelsägarnas intresse (4 kap. 13 a § lagen [2004:46] om värdepappersfonder (LVF)). Det kan röra sig om fall när tillgångarna i fonden på grund av särskilda omständigheter inte kan värderas på ett adekvat sätt eller där likviditeten i de underliggande tillgångarna är otillfredsställande (prop. 2010/11:135 s. 259).

<sup>3</sup> I Sverige stöttades kreditförsörjningen på flera sätt. Riksbanken köpte dock, till skillnad från vissa andra centralbanker, inga företagsobligationer under våren utan endast företagscertifikat, dvs. kortfristiga värdepapper utgivna av privata företag.

<sup>4</sup> Europeiska systemrisknämndens rekommendation av den 7 december 2017 om likviditetsrisker och finansiella hävstångseffekter i investeringsfonder (ESRB/2017/6) (nedan ESRB 2017).

det gemensamma regelverket tillåta ett brett utbud av likviditetsverktyg, även om vissa verktyg inte är lämpliga eller nödvändiga för alla typer av öppna fonder.<sup>5</sup> Även Europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten (Esma) har uttryckt att tillgången till likviditetsverktyg bör vara densamma inom EU.<sup>6</sup>

Fondförvaltare på den svenska marknaden har i dag begränsad tillgång till likviditetsverktyg. Även de rättsliga ramarna för vissa av de verktyg som redan finns bör kunna förtydligas och utvecklas. Det är rimligt att anta att större utflöden och stressade situationer uppkommer på den svenska fondmarknaden från tid till annan. FI anser, i likhet med ESRB och Esma, att fondförvaltare bör ha tillgång till ändamålsenliga likviditetsverktyg för att bättre kunna hantera sådana situationer.

Som framgår ovan har både ESRB och Esma efterfrågat ett gemensamt regelverk för likviditetsverktyg. Även om tillgången till likviditetsverktyg således kan komma att regleras på EU-nivå anser FI att det redan nu finns skäl att på nationell nivå se över fondförvaltares tillgång till likviditetsverktyg och hur de bör regleras.

Ett första steg tas i denna rapport. FI har utifrån uppdraget från regeringen valt att utreda ett antal likviditetsverktyg som förekommer i andra länder. Rapporten syftar till att analysera vilken funktion verktygen kan fylla och (översiktligt) hur de kan utformas samt hur en eventuell reglering av verktygen kan se ut.

I rapporten uppmärksammar FI även att villkoren för hur ofta en fond är öppen för inlösen av fondandelar är viktiga för likviditetshanteringen. I fonder som är öppna för inlösen mer sällan än dagligen kan fondförvaltare hantera likviditeten på ett annat sätt (och även hålla tillgångar med andra egenskaper) än i fonder med daglig inlösenrätt. Det gäller särskilt om förvaltaren också kräver att begäran om inlösen ska ges in en viss tid innan inlösen sker (uppsägningstid). FI har därför även utrett vissa frågor om regelverket kring inlösenförfarandet. FI föreslår att lagstiftaren ser över och tydligare anger i lag hur principerna om inlösen ska tillämpas. FI förordar särskilt förtydliganden kring förhållandet mellan tidpunkterna för begäran om och verkställande av inlösen samt utbetalning av inlösenbelopp.

## Kort om värdepappersfonder<sup>7</sup>

Värdepappersfonder består av finansiella tillgångar som köpts in med medel som skjutits till från allmänheten, ofta hushåll. En värdepappersfond förvaltas av ett

---

<sup>5</sup> Bilaga 1 till ESRB 2017.

<sup>6</sup> Esmas brev till Europeiska kommissionen *Ref: Review of the Alternative Investment Fund Managers Directive*, ESMA34-32-550, 2020, s. 8. Se även Esmas rapport *Recommendation of the European Systemic Risk Board (ESRB) on liquidity risk in investment funds*, ESMA34-39-1119, 2020 (nedan Esma 2020), s. 8 och 59 ff.

<sup>7</sup> Detta avsnitt handlar om värdepappersfonder och fondbolags verksamhet i allmänna termer. Dock kan noteras att med fondförvaltare i rapporten avses fondbolag, förvaltare av alternativa investeringsfonder (AIF:er) i form av specialfonder och förvaltningsbolag (utländska företag som i sitt hemland har tillstånd att förvalta fondföretag).



fondbolag,<sup>8</sup> och ägs gemensamt av dem som skjutit till medlen. Förenklat äger spararna (fondandelsägarna) andelar i fonden i proportion till hur stora medel var och en satt in i fonden.

Förvaltaren sprider fondens placeringar direkt eller indirekt över ett stort antal olika värdepapper, vilket sänker risken i den gemensamma tillgångsportföljen. Från spararnas synpunkt är en sådan fond ett medel för att få tillgång till en bred uppsättning värdepapper, till exempel olika aktier, utan att på egen hand behöva välja och köpa respektive sälja enskilda aktier. Förvaltaren kan dessutom, inom ramen för fondbestämmelserna, löpande anpassa fondens portfölj. Sådana anpassningar kan ske i syfte att förbättra avkastningen (eller sänka risken) eller efterbilda sammansättningen av ett angivet index. Förvaltaren erbjuder genom portföljkonstruktion och förvaltning en tjänst i form av *paketering och riskspridning till begränsad kostnad*.<sup>9</sup> Det finns fonder med inriktning mot olika typer av värdepapper, men gemensamt är just att de ger sina andelsägare möjlighet att placera i färdigförpackade och löpande förvaltade tillgångsportföljer.

Andelsägarna har samtidigt rätt att på begäran få sina andelar inlösta i utbyte mot kontanta medel. Det gör att fondandelar i vissa avseenden även är mer likvida än de ingående värdepapperen. Exempelvis kan spararen genom att sälja fondandelar få tillgång till betalningsmedel utan att behöva ta hänsyn till fondens exponering mot enskilda värdepapper. På så sätt erbjuder en fondförvaltare också andelsägarna *likviditetstjänster*. Även denna tjänst bygger på en form av riskspridning. Genom att alla andelsägare inte löser in sina andelar samtidigt (samt att fonden är öppen för nya sparare som vill köpa andelar och att fonden har inbetalningar från utdelningar, återbetalningar från tillgångar som löper ut samt normala försäljningar av tillgångar), uppstår ett löpande flöde av betalningar som ofta inte innebär ett större nettoutflöde än att förvaltaren kan hantera det genom att hålla en mindre kassa. Därigenom kan huvuddelen av fondens tillgångar placeras långsiktigt i avkastande värdepapper.

En värdepappersfond är således en sparform som gör att spararna kan placera i potentiellt mer högavkastande tillgångar än bankinlåning samtidigt som placeringen är likvid i meningen att fondandelarna lätt kan omvandlas till betalningsmedel. Det är två önskvärda egenskaper samlade i en sparform. Det är därmed inte förvånande att sådana fonder dragit till sig enorma summor sparande världen över.

---

<sup>8</sup> En värdepappersfond kan också förvaltas av ett förvaltningsbolag.

<sup>9</sup> En annan sak är att förvaltaren tar ut en avgift av andelsägarna och på så sätt tar i anspråk en del av de fördelar som följer av att förvalta stora tillgångsportföljer. Fondavgifter är en viktig konsumentskyddsfråga som dock inte behandlas i denna rapport.

## Likviditetsrisker i fonder och deras hantering

### Likviditetsrisker och deras hantering i allmänhet

Kombinationen av tillgångar i form av värdepapper och andelsägarnas rätt till (snabb) inlösen innebär en risk. Fondförvaltaren måste ha beredskap att hantera större nettoutflöden än normalt, så att rätten till inlösen enligt lag och villkoren i fondbestämmelserna kan upprätthållas. Detta kan beskrivas som att fondförvaltaren måste hantera den *likviditetsrisk* som finns i fonden.<sup>10</sup>

Att likviditetsriskhantering i fondverksamhet regleras är motiverat av både konsumentskydds- och stabilitetsskäl. Såväl enskilda sparare som finansmarknaden i stort måste skyddas genom regler och tillsyn som säkerställer att fondförvaltare balanserar tillgångarnas egenskaper – i första hand möjligheten att omvandla dem till likvida medel – och den skyldighet som förvaltaren har att lösa in fondandelar i enlighet med lag och fondvillkor.

När andelsägare vill utnyttja sin rätt att lösa in andelar, kan fondförvaltaren behöva sälja tillgångar i fonden för att frigöra medel för att fullgöra sin skyldighet mot andelsägarna. Ju mindre likvida tillgångarna är, desto högre kan transaktionskostnaden för fonden att sälja tillgångar bli. Att behöva göra stora betalningar till de sparare som vill lösa in andelar kan således bli kostsamt för fonden och därmed för de kvarvarande andelsägarna. Om många fonder med samma inriktning samtidigt måste sälja en viss typ av tillgångar, kan även marknadspriset på tillgångarna sjunka. Det sänker värdet på andelarna ytterligare, vilket kan göra att ännu fler andelsägare vill lösa in sina andelar om de befarar att värdenedgången kommer att bestå eller fortsätta. I värsta fall kan ett sådant självförstärkande förlopp hota den finansiella stabiliteten och tillgången till krediter för företag som använder obligationsmarknaden för att finansiera sin verksamhet (eller kräva stora och potentiellt kostsamma stödåtgärder från statens sida för att motverka ett sådant hot).

Hur stor likviditetsrisken är beror primärt på tillgångarnas egenskaper och hur den marknad där de handlas fungerar. En fond som enbart håller tillgångar med en väl fungerande andrahandsmarknad, som aktier i större noterade företag eller svenska statspapper, har liten likviditetsrisk på tillgångssidan. Genom att tillgångarna är lätta att sälja kan fondförvaltaren erbjuda andelsägarna rätt till daglig inlösen och på så sätt utan problem ta likviditetsrisk på åtagandesidan. Att tillgångarna är likvida minskar dessutom sannolikheten att andelsägarna ska begära inlösen av oro för att andelsvärdet ska gå ner till följd av att andra begär inlösen.

---

<sup>10</sup> Det finns även kostnader kopplade till inflöden av nya medel till en fond som behöver hanteras av fondförvaltaren (och i regelverket) för att tillvarata andelsägarnas intressen. De är dock normalt mindre akuta och medlen för att hantera dem därför mindre drastiska. För enkelhets skull behandlas därför i detta inledande avsnitt endast fallet med inlösen.

Det är viktigt att fondförvaltaren när fondens portfölj konstrueras och fondbestämmelserna fastställs ser till att det finns en matchning mellan de tillgångar som ingår i fonden och fondens inlösenvillkor. Om fonden har ett stort inslag av tillgångar som är svårare att omvandla till betalningsmedel bör förvaltaren överväga om inlösen ska kunna ske mer sällan än dagligen.<sup>11</sup> Detta begränsar andelsägarnas tillgång till sitt sparande, men på ett sätt som anges på förhand och som dessutom kan skydda andelsägarna som kollektiv mot höga kostnader till följd av snabba och omfattande försäljningar av tillgångar.

En matchning mellan tillgångarnas egenskaper och fondens inlösenvillkor är grunden för god likviditetsriskhantering i en fond. Inlösenvillkoren får därtill inte bestämmas enbart utifrån ideala eller ens normala förutsättningar när det gäller tillgångarnas likviditet och andelsägarnas benägenhet att begära inlösen. Fondförvaltaren måste ha beredskap att klara sina åtaganden även i ansträngda lägen, till exempel oväntat stora utflöden.

### Särskilt om likviditetsverktyg

När fondförvaltare säljer av tillgångar för att andelsägare som begär inlösen ska kunna få ut sina pengar uppkommer transaktionskostnader. Om detta sker i ett stressat marknadsläge, och det rör sig om tillgångar med begränsad likviditet, kan transaktionskostnaderna bli högre – till och med avsevärt högre – än under normala förhållanden. För att hantera situationer där stora kostnader uppstår kan det finnas behov av särskilda verktyg för att fördela dessa mellan andelsägarna på ett rättvist sätt som också värnar den finansiella stabiliteten. Det kan till exempel handla om att låta de andelsägare som löser in andelar (eller tecknar nya andelar) bära dessa kostnader. En variant är att inlösen sker till ett något lägre pris, eller att köp sker till ett något högre pris, än andelsvärdet beräknat på sedvanligt sätt. Detta motsvarar i grova drag vad som kallas *swing pricing*. Det är ett verktyg som är relativt vanligt i andra länder och pekats också särskilt ut i regeringens uppdrag till FI.

Ett liknande verktyg är *avgifter för utspädningskydd (anti-dilution levies)*. Sådana avgifter tas ut från investerare vid försäljning respektive inlösen av fondandelar för att kompensera fonden för kostnader för köp eller försäljning av tillgångar som sker till följd av försäljning eller inlösen av andelar. Skillnaden mot *swing pricing* är främst att kostnaderna täcks med en avgift. I praktiken kan skillnaden för investerarna i många fall vara liten, eftersom verktygen går att kalibrera så att de ger likvärdiga effekter.

Ett ytterligare verktyg är inlösen spärrar (*redemption gates*). En vanlig form av inlösen spärr är att det fastslås att om inlösen begärs för ett belopp som överstiger

---

<sup>11</sup> I rapportens sista avsnitt tar FI upp frågan om det bör vara tillåtet för fondförvaltare att använda uppsägningstider för inlösen i värdepappersfonder. Om en sådan ordning möjliggörs kan förvaltare således använda uppsägningstider vid sidan av eller i stället för att inlösen sker mer sällan än dagligen.

till exempel en viss procent av fondens totala värde, kan förvaltaren senarelägga inlösen av den överskjutande delen. Den kan exempelvis föras över till nästa handelsdag, fördelat proportionerligt mellan andelsägarna. Detta utgör en form av senareläggning av inlösen. Det faktum att sådana inlösen spärrar förutsätter att brytgränsen för senareläggningen bestäms i förväg kan göra denna form av senareläggning mer förutsägbar än andra (även partiella) former av senareläggning.

## Vad behandlas i rapporten?

### Likviditetsverktyg

Det finns ingen uttömmande uppräkningslista av likviditetsverktyg. FI konstaterar att det i många fall också saknas enhetliga definitioner av verktygen. De är till exempel inte definierade i EU-lagstiftningen. Det går att jämföra med hur det ser ut i andra länder, men såväl nationella definitioner som nationella lösningar kan variera kraftigt. FI har av bland annat denna anledning utgått från den kartläggning som Esma gjorde under 2020 av likviditetsverktyg i Ucits-fonder<sup>12</sup> och alternativa investeringsfonder (AIF:er) inom EES.<sup>13</sup> Den gav en lista på nio (delvis överlappande) verktyg. Endast senareläggning av inlösen är tillåtet i samtliga länder.<sup>14</sup> FI har inom ramen för detta uppdrag inte möjlighet att gå igenom alla verktyg som listas. Några av dem får också ses som så drastiska att det inte är motiverat att överväga att tillämpa dem i Sverige.

FI har valt att analysera hur *swing pricing*, *avgifter för utspädningsskydd* och *inlösen spärrar med brytgränser* fungerar och hur de rättsliga förutsättningarna för att tillämpa dem ser ut. Urvalet styrs av att dessa verktyg är vedertagna i flera viktiga medlemsstater inom EU och det finns ett värde i att svenska regler inte utan särskilda skäl avviker från dem som tillämpas i andra länder eftersom svenska fondförvaltare och fonder konkurrerar med förvaltare och fonder hemmahörande i dessa länder. Mycket talar också för att åtminstone några av dessa verktyg kommer att inkorporeras i kommande EU-reglering.

### Inlösenförfarandet och närliggande frågor

Inom ramen för arbetet med rapporten har FI utrett vissa frågor om regelverket kring inlösenförfarandet, inlösenfrekvens och uppsägningstider i värdepappersfonder och specialfonder. FI anser att lagstiftaren bör se över reglerna om

---

<sup>12</sup> Företag för kollektiva investeringar i överlåtbara värdepapper i den mening som avses i artikel 1.1 i Europaparlamentets och rådets direktiv 2009/65/EG av den 13 juli 2009 om samordning av lagar och andra författningar som avser företag för kollektiva investeringar i överlåtbara värdepapper (fondföretag).

<sup>13</sup> Esma 2020.

<sup>14</sup> Esma 2020, s. 36.

inlösenförfarandet och ytterligare reglera detta i lag. FI har också valt att lämna vissa förslag på regler om inlösenfrekvens och uppsägningstider.

## Rapporten avgränsas till värdepappersfonder och specialfonder

På den svenska fondmarknaden förekommer i huvudsak två fondtyper: värdepappersfonder och AIF:er. De regleras primärt av lagen (2004:46) om värdepappersfonder (LVF) respektive lagen (2013:561) om förvaltare av alternativa investeringsfonder (LAIF), vilka genomför Ucits-direktivet<sup>15</sup> respektive AIFM-direktivet<sup>16</sup>.

AIFM-direktivet reglerar i huvudsak fondförvaltaren och inte fonden i sig, medan Ucits-direktivet reglerar både förvaltaren och fonden. Av bland annat detta skäl finns det typiskt sett färre begränsningar avseende vilka likviditetsverktyg som kan användas i AIF:er.<sup>17</sup> Det gäller dock inte för de AIF:er som utgör specialfonder, det vill säga som förvaltas enligt LAIF och uppfyller de särskilda villkoren i 12 kap. LAIF (se 1 kap. 11 § 23 LAIF). Dessa omfattas i många avseenden av samma eller motsvarande regler som värdepappersfonder.

Mot denna bakgrund har FI valt att utreda likviditetsverktyg i fråga om värdepappersfonder och specialfonder, men inte andra AIF:er. De frågor om inlösenförfarandet, inlösenfrekvens och uppsägningstider som tas upp i slutet av rapporten är på motsvarande sätt begränsade till värdepappersfonder och specialfonder.

---

<sup>15</sup> Europaparlamentets och rådets direktiv 2009/65/EG av den 13 juli 2009 om samordning av lagar och andra författningar som avser företag för kollektiva investeringar i överlåtbara värdepapper (fondföretag).

<sup>16</sup> Europaparlamentets och rådets direktiv 2011/61/EU av den 8 juni 2011 om förvaltare av alternativa investeringsfonder samt om ändring av direktiv 2003/41/EG och 2009/65/EG och förordningarna (EG) nr 1060/2009 och (EU) nr 1095/2010.

<sup>17</sup> Jfr Esma 2020.

## Swing pricing

Swing pricing används för att fördela kostnader som uppstår för fonder vid köp och försäljning av tillgångar, till de andelsägare som orsakar kostnaderna. FI anser numera att det finns övervägande fördelar med swing pricing, ur både konsumentskydds- och stabilitetsperspektiv, som gör att verktyget bör få användas. FI bedömer också att en viss form av swing pricing redan är tillåten. I dagsläget saknas dock en tydlig reglering av verktygets användning. En sådan reglering skulle öka förutsättningarna för en enhetlig och förutsebar tillämpning samt underlätta FI:s tillsyn över hur swing pricing används.

### Vad är swing pricing?

När investerare tecknar eller löser in andelar i en fond kan fondförvaltaren behöva köpa eller sälja tillgångar i fonden (underliggande tillgångar) för att tillmötesgå investerarnas begäran. Vid handeln med underliggande tillgångar uppstår kostnader för fonden. Kostnaderna kan till exempel utgöras av transaktionsavgifter och skatter eller orsakas av skillnaden mellan köp- och säljkurs (*spread*) eller att priset på tillgångarna ändras (nedan gemensamt kallade transaktionskostnader). Kostnaderna minskar fondförmögenheten eller, med andra ord, orsakar en utspädning av fondens och fondandelarnas värde. Vid betydande nettoflöden in i eller ut ur fonden kan kostnaderna bli större.

I vanliga fall beräknas fondens och fondandelarnas värde samt försäljnings- och inlösenpriset för fondandelarna en viss dag, utan beaktande av de framtida transaktionskostnader som kan uppstå för fonden till följd av köp eller försäljning av underliggande tillgångar. Det innebär att kostnaderna i stor utsträckning inte bärs av de andelsägare som orsakat dem genom att teckna eller lösa in andelar, utan av befintliga eller kvarvarande andelsägare som därmed i förlängningen riskerar att drabbas av en utspädning av fondandelsvärdet.<sup>18</sup> Detta kan ge andelsägare incitament att lösa in fondandelar före andra (*first mover advantage*) och leda till en risk för ett snabbt utflöde ur fonden (*run*). I förlängningen kan det leda till att marknadspriset på tillgångarna sjunker och att värdet på fondandelarna minskar ytterligare. Det kan göra att ännu fler andelsägare löser in sina andelar. Det kan

---

<sup>18</sup> Begreppsanvändningen här syftar främst till att åskådliggöra vilka andelsägare som får bära kostnaderna trots att de inte har orsakat dem. När tillgångar måste köpas till följd av inflöde i fonden, är det de *befintliga* andelsägarna – i förhållande till de nya – som (också) bär kostnaderna. Om fondens tillgångar i stället måste säljas på grund av utflöde ur fonden drabbar kostnaderna de *kvarvarande* andelsägarna – i förhållande till dem som löser in andelar. I realiteten bärs dock kostnaderna av samtliga andelsägare som har ett sparande i fonden när kostnaderna väl uppstår för fonden.

leda till ett självförstärkande förlopp som ytterst kan utgöra ett hot mot den finansiella stabiliteten.

Fondförvaltare använder swing pricing för att omfördela kostnaderna till de andelsägare som orsakar nettoflödena och därmed kostnaderna. Detta sker genom att antingen fondandelsvärdet eller försäljnings- och inlösenpriset för fondandelarna justeras. Vid nettoinflöden justeras värdet eller priset uppåt och vid nettoutflöden justeras värdet eller priset nedåt. Justeringen resulterar i att andelsägarna vid nettoflöden in i fonden betalar ett högre försäljningspris för fondandelarna än vad de annars skulle göra, och att de vid nettoflöden ut ur fonden erhåller ett lägre inlösenpris än vad de annars skulle göra. Swing pricing kan användas under såväl normala som ansträngda marknadsförhållanden.

## Två olika metoder för swing pricing

Det finns ingen enhetlig definition av swing pricing. Under arbetet med denna rapport har två metoder för swing pricing identifierats. Den ena innebär att fondandelsvärdet justeras och benämns i fortsättningen *justerat fondandelsvärde* eller *justerat andelsvärde*. Den andra går ut på att försäljnings- och inlösenpriset för fondandelarna justeras och benämns fortsättningsvis *justerat försäljnings- och inlösenpris*. När båda metoder åsyftas används begreppet swing pricing.

## Justerat fondandelsvärde

Justerat fondandelsvärde verkar vara den mest vedertagna metoden för swing pricing. Det är till exempel den metod som ESRB och Internationella organisationen för värdepapperstillsyn (Iosco) beskriver.<sup>19</sup> Det justerade andelsvärdet ligger till grund för priset på fondandelarna den aktuella handelsdagen, det vill säga att försäljnings- och inlösenpriset motsvarar det justerade andelsvärdet. Det fastställs endast ett fondandelsvärde (det justerade andelsvärdet) som tillämpas på både försäljning och inlösen av fondandelar.

---

<sup>19</sup> ESRB och Iosco beskriver swing pricing som att fondens *net asset value* eller NAV justeras (se ESRB 2017 s. 20 och Ioscos rapport *Open-ended Fund Liquidity and Risk Management – Good Practices and Issues for Consideration – Final Report, FR02/2018* [nedan Iosco – Good Practices], s. 23). “Net asset value” bör motsvara nettotillgångsvärde på svenska. I den svenska översättningen av ESRB 2017 har net asset value emellertid översatts till fondandelsvärde (se s. 12). Liknande översättningsfrågor förekommer även i den svenska översättningen av Ucits-direktivet. Det förekommer även exempel på modeller som innebär att just andelsvärdet justeras (se Association Française de la Gestion Financière riktlinjer *Swing pricing and variable Anti dilution levies [adl] code of conduct for asset managers*, 2016, ändrade i november 2020 [nedan AFG:s riktlinjer]).



## Justerat försäljnings- och inlösenpris

Fondbolagens förening har i en framställning till FI lyft fram en alternativ metod för swing pricing.<sup>20</sup> Den innebär att fondens och fondandelarnas värde beräknas som vanligt, utan hänsyn till framtida transaktionskostnader. Kostnaderna beaktas i stället när försäljnings- och inlösenpriset för fondandelarna bestäms. Det innebär att fondandelarna åsätts ett pris som i viss mån avviker från deras värde. I likhet med justerat andelsvärde fastställs ett gemensamt pris som tillämpas på både försäljning och inlösen av fondandelar. Utifrån hur Fondbolagens förening har beskrivit metoden uppfattar FI det som att resultatet i stort sett blir detsamma för den som köper eller löser in andelar, oavsett vilken av de båda metoderna för swing pricing som används.

FI handlägger för närvarande en ansökan från ett fondbolag om godkännande av ändring i fondbestämmelser, som innebär att bolaget ska få använda denna metod för swing pricing i en av sina värdepappersfonder.

## Modeller för swing pricing

### Beräkning av kostnader och justeringsfaktor

Fondförvaltaren använder en justeringsfaktor (*swing factor*) för att justera andelsvärdet. Vid fastställandet av justeringsfaktorn kan förvaltaren behöva beakta bland annat likviditeten i underliggande tillgångar, skillnaden mellan köp- och säljkurs i underliggande tillgångar, marknadspåverkan vid transaktioner med underliggande tillgångar samt transaktionsavgifter och skatter. Exakt vilka typer av kostnader och andra faktorer som kan eller bör beaktas är dock en komplex fråga, som kräver närmare analys.

Fondförvaltaren kan antingen använda en gemensam justeringsfaktor på alla nettoflöden, eller flera justeringsfaktorer beroende på hur stora nettoflödena är. I det senare fallet uttrycks storleken på nettoflödena i olika gränsvärden och det fastställs olika justeringsfaktorer kopplade till respektive gränsvärde. Det görs för att ta höjd för att större nettoflöden kan orsaka procentuellt högre kostnader än mindre nettoflöden. Syftet är att åstadkomma en justering av andelsvärdet som så långt som möjligt kompenserar fonden för kostnaderna.

Enligt FI:s mening bör modeller för justerat försäljnings- och inlösenpris kunna utformas på samma vis.

---

<sup>20</sup> Se Fondbolagens förenings framställning om tillämpning av swing pricing, 2020 (<https://www.fondbolagen.se/globalassets/regelverk/framställningar/framställning-om-tillampning-av-swing-pricing.pdf>).



### Full eller partiell justering

Det finns olika former av justerat fondandelsvärde. Så kallad full justering (*full swing pricing*) innebär att andelsvärdet justeras vid varje nettoinflöde eller netto-utflöde, oavsett storleken på dessa. Vid så kallad partiell justering (*partial swing pricing*) justeras andelsvärdet endast när nettoflödet överstiger ett tröskelvärde (till exempel en viss procent av fondförmögenheten).

Även i detta avseende bedömer FI att modeller för justerat försäljnings- och inlösenpris bör kunna utformas på samma sätt.

## Hur ser det ut i andra länder?

Swing pricing är tillgängligt för Ucits-fonder i ungefär en tredjedel av länderna inom EES, däribland Finland, Luxemburg, Frankrike, Tyskland och Irland.<sup>21</sup> De nationella lösningarna varierar, men innefattar i huvudsak en kombination av lagreglering, föreskrifter eller anvisningar från den behöriga myndigheten och riktlinjer från den nationella branschföreningen. I de flesta av de uppräknade länderna är lagregleringen mycket övergripande. Myndighetsföreskrifter och vägledande dokument ger tydligare ramar för och ytterligare vägledning kring tillämpningen av swing pricing. Slutligen förekommer ofta någon form av branschstandard.

Som nämns ovan finns ingen enhetlig definition av swing pricing. Justerat fondandelsvärde verkar vara den metod som är vanligast förekommande. Eftersom nationella definitioner och regleringar varierar är det dock möjligt att det redan förekommer varianter av justerat försäljnings- och inlösenpris i andra länder.

### Finland

I den finländska lagen som reglerar Ucits-fonder beskrivs övergripande vad syftet med swing pricing är och vilken typ av kostnader som omfattas. I lagen anges även att metoden ska vara överskådlig och också i övrigt vara förenlig med fondandelsägarnas intresse.<sup>22</sup> Den behöriga myndigheten har utfärdat anvisningar för tillämpningen av verktyget, som beskriver vilken information om verktyget som bör finnas i fondens stadgar, prospekt, faktablad och marknadsföringsmaterial.<sup>23</sup>

### Luxemburg

Lagstiftningen i Luxemburg som reglerar Ucits-fonder innehåller inga specifika bestämmelser om swing pricing. Användningen av verktyget granskas av den

---

<sup>21</sup> Esmä 2020, s. 36. Swing pricing tillämpas av ett stort antal irländska Ucits-fonder. Det finns emellertid inte några specifika bestämmelser om swing pricing i den irländska lagstiftning som reglerar Ucits-fonder. Frågan om hur swing pricing tillämpas i Irland behandlas därför inte närmare i rapporten.

<sup>22</sup> 10 kap. 4 § andra stycket lagen om placeringsfonder (213/2019).

<sup>23</sup> Punkt 10.1.3 i Finansinspektionens föreskrifter och anvisningar 3/2011, Organisatoriska krav och uppföranderegler för placeringsfondsverksamhet.

behöriga myndigheten Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), i samband med att fondens konstitutionella dokument godkänns. CSSF har gett ut ett dokument med frågor och svar om tillämpningen av swing pricing.<sup>24</sup> I dokumentet beskrivs bland annat vilka organisatoriska krav som ställs på fondförvaltare som tillämpar swing pricing och vilken information om swing pricing som ska finnas i fondens prospekt, årsberättelser och halvårsredogörelser.

Branschföreningen i Luxemburg, Association of the Luxembourg Fund Industry (ALFI), har gett ut riktlinjer för swing pricing.<sup>25</sup> Riktlinjerna anger bland annat vad som bör beaktas vid fastställandet av tröskelvärden och justeringsfaktorer. De behandlar även ett antal olika frågor så som operativa frågor samt frågor om styrning och transparens.

## Frankrike

Den franska tillsynsmyndigheten, L'Autorité des marchés financiers (AMF), har infört bestämmelser om swing pricing för Ucits-fonder.

Branschföreningen i Frankrike, Association Française de la Gestion Financière (AFG), har gett ut riktlinjer för tillämpningen av swing pricing.<sup>26</sup> Riktlinjerna är föremål för godkännande av AMF. Riktlinjerna anger allmänna principer för tillämpningen av swing pricing och beskriver olika beräkningsmetoder. Riktlinjerna behandlar även frågor om styrning, transparens och hantering av intressekonflikter.

## Tyskland

I Tyskland tillåts både full och partiell swing pricing. I lagen beskrivs övergripande vad swing pricing innebär. Av regelverket följer också att information om swing pricing ska tillhandahållas i fondbestämmelser och prospekt.<sup>27</sup>

## Justerat fondandelsvärde historiskt

Investeringsfondsutredningen föreslog 2010 i sitt betänkande Fondverksamhet över gränserna – Genomförande av UCITS IV-direktivet (SOU 2010:78) att möjligheten att använda justerat fondandelsvärde skulle införas i lag och utarbetade ett förslag till lagreglering. Förslaget föranleddes bland annat av stora fondbyten inom premiepensionssystemet, som konstaterades orsaka omfattande kostnader för befintliga och kvarvarande andelsägare.

---

<sup>24</sup> CSSF:s dokument *FAQ CSSF – Swing Pricing Mechanism*, 2020.

<sup>25</sup> ALFI:s riktlinjer *Swing pricing guidelines*, 2015.

<sup>26</sup> AFG:s riktlinjer.

<sup>27</sup> 1 § punkt 19 nr 34a, 168 § punkt 1a, 162 § punkt 2 nr 16 och 165 § punkt 2 nr 41 Kapitalanlagegesetzbuch.

I betänkandet angavs att justerat fondandelsvärde var en modell som inte ansågs förenlig med fondlagstiftningen, mot bakgrund av principen att den egendom som ska ingå i en fond ska värderas med ledning av gällande marknadsvärde och likabehandlingsprincipen.<sup>28</sup> Investeringsfundsutredningen föreslog bland annat att det skulle införas en bestämmelse i lag om att fondbolag i vissa fall fick tillämpa justerat fondandelsvärde för beräkning av fondandelsvärdet.<sup>29</sup> Den andra metoden för swing pricing – justerat försäljnings- och inlösenpris – berördes inte i betänkandet.

FI framförde i sitt remissyttrande över betänkandet kritik mot förslaget att införa justerat fondandelsvärde, bland annat utifrån olika nackdelar som metoden var förenad med. FI påpekade också att vissa frågor om metodens tillämpning och reglering behövde utredas närmare.

Regeringen ansåg att frågan om användning av justerat fondandelsvärde var komplicerad och att dess förutsättningar och konsekvenser behövde analyseras mer innan en lagändring kunde bli aktuell. Regeringen valde att inte föreslå några bestämmelser om justerat fondandelsvärde.<sup>30</sup>

## Behov av swing pricing i Sverige

### Nuvarande ordning

Som framgår ovan har metoden för justerat fondandelsvärde behandlats i ett tidigare lagstiftningsärende. Regeringen valde att inte gå vidare med Investeringsfundsutredningens förslag att införa metoden i Sverige. FI har vid flera tillfällen kommunicerat att det inte är möjligt att tillämpa justerat andelsvärde enligt gällande rätt. Det har inte framkommit tillräckligt starka skäl att nu göra en annan bedömning.

Den alternativa metoden för swing pricing, som innebär att försäljnings- och inlösenpriset justeras i stället för andelsvärdet, har däremot inte varit föremål för någon närmare utredning. Prissättningsmetoden är tvärtom en till synes ny företeelse, i vart fall i Sverige. Det anges inte i fondlagstiftningen hur försäljnings- och inlösenpriset för fondandelarna ska beräknas. Grunderna för beräkning av detta pris ska emellertid anges i fondbestämmelserna (4 kap. 8 § andra stycket 6 LVF). FI bedömer att varken det bakomliggande Ucits-direktivet eller nuvarande regelverk i LVF utgör hinder mot att tillämpa en prissättningsmetod som innebär

---

<sup>28</sup> SOU 2010:78 s. 364.

<sup>29</sup> SOU 2010:78 s. 51.

<sup>30</sup> Prop. 2010/11:135, s. 268 ff.

att försäljnings- och inlösenpriset justeras på det sätt som beskrivs närmare ovan, förutsatt att fondbestämmelserna som anger metoden är skäliga för andelsägarna.<sup>31</sup>

## Fördelar och nackdelar

FI bedömer således att det med nuvarande fondlagstiftning är möjligt att tillämpa den metod för swing pricing som innebär att det görs en justering av försäljnings- och inlösenpriset för fondandelarna.

FI konstaterar samtidigt att både syftet med och följderna av de båda metoderna för swing pricing som presenteras i rapporten är desamma, det vill säga att fonden kompenseras för transaktionskostnader genom att andelsägarna betalar eller erhåller ett försäljnings- eller inlösenpris där kostnaderna har beaktats. Modeller för justerat fondandelsvärde respektive justerat försäljnings- och inlösenpris bör även kunna utformas på nästan identiska sätt, med undantag för i vilken led justering sker. Förfarandena är således i de allra flesta avseenden både principiellt och praktiskt sett identiska. Det innebär också att både för- och nackdelarna med samt de frågor som behöver regleras i fråga om respektive metod i stort sett är desamma.

I det följande redogör FI för för- och nackdelar med swing pricing. Därefter belyser FI olika frågor som behöver regleras när det gäller swing pricing och föreslår hur en reglering skulle kunna utformas.

Ett syfte med swing pricing är att fördela transaktionskostnader till de andelsägare som orsakar dem. Syftet kan alltså sägas vara att behandla andelsägarna rättvist, genom att förhindra att vissa andelsägare förfördelas på grund av andra andelsägares agerande. Verktøget är på så sätt förenligt med en av de grundläggande principerna i fondregelverket.

Verktøget kan även minska incitamenten för andelsägare att lösa in sina andelar före andra i syfte att dra fördel av lägre kostnader. Därmed kan tillhörande snabba och omfattande försäljningar undvikas och nettoflöden i fonderna stabiliseras. Verktøget kan även skapa incitament till kontracykliskt beteende (det vill säga att investerare tecknar andelar under en period med nettoutflöden), eftersom investerarna kan dra fördel av att priset på andelarna justerats ned.

---

<sup>31</sup> Se dock 7 kap. 8 § första stycket Finansinspektionens föreskrifter (FFFS 2013:9) om värdepappersfonder (fondföreskrifterna) som genomför artikel 8.2 i kommissionens direktiv 2010/43/EU av den 1 juli 2010 om genomförande av Europaparlamentets och rådets direktiv 2009/65/EG när det gäller organisatoriska krav, intressekonflikter, uppföranderegler, riskhantering och innehållet i avtalet mellan ett förvaringsinstitut och ett förvaltningsbolag (genomförandedirektivet). Även med beaktande av denna bestämmelse gör FI, i ljuset av vad som i övrigt följer av Ucits-direktivet och LVF, ingen annan bedömning.

Swing pricing väcker emellertid ett antal frågor. Till att börja med kan tillämpningen av swing pricing vara komplex och medföra kostnader för fondförvaltaren. Metoden ställer höga krav på löpande kontroll, uppföljning och utvärdering samt information till andelsägarna. Vidare anser FI att det finns en inbyggd risk för att andelsvärdet eller försäljnings- och inlösenpriset justeras i sådan utsträckning att fonden överkompenseras för transaktionskostnaderna. Denna överkompensation kan uppstå som ett resultat av såväl felaktiga beräkningsmodeller som felaktiga antaganden om framtida nettoflöden. Alla dessa moment kan innebära en utmaning för fondförvaltare, även om större förvaltare kan ha bättre kapacitet att hantera dem.

Eftersom swing pricing tillämpas beroende på nettoflöden i fonden beaktas inte den enskilda andelsägarens transaktion. Om fondförvaltaren exempelvis tillämpar swing pricing på grund av stora uttag från en enskild andelsägare så kommer även andelsägare som samtidigt gör små uttag att påverkas av det justerade andelsvärdet eller försäljnings- och inlösenpriset.

Som FI framförde redan i ovannämnda yttrande, kan andelsägarna inte på förhand veta om swing pricing kommer att användas eller inte i fråga om just deras transaktioner i fonden, eftersom detta också är beroende av hur andra andelsägare väljer att agera. Andelsägarna kan inte heller på förhand veta hur mycket andelsvärdet eller försäljnings- och inlösenpriset kommer att justeras. Det ger en mindre förutsägbarhet och transparens jämfört med om kostnaderna i stället påförs i form av en försäljnings- eller inlösenavgift.

## Swing pricing behöver regleras

Till skillnad från vad FI gav uttryck för i sitt remissvar på Investeringsfundsutredningens betänkande, anser myndigheten numera att det finns övervägande fördelar med swing pricing som gör att verktyget bör tillåtas. Verktyget gör det möjligt att fördela kostnader till följd av andelsägares teckning och inlösen av fondandelar, mer rättvist mellan andelsägarna. Det kan således främja ett adekvat konsumentskydd. Swing pricing kan också ha viss stabiliserande inverkan, vilket kan bidra till lägre transaktionskostnader totalt sett. Det finns i det avseendet ingen anledning att skilja mellan de båda metoder för swing pricing som beskrivs ovan, eftersom de är i praktiken likvärdiga, förutsatt att villkoren för deras tillämpning ser likadana ut. Swing pricing används dessutom redan i många andra länder och det finns överväganden om att införa gemensamma regler på EU-nivå.

Swing pricing är emellertid i princip helt oreglerat i den svenska lagstiftningen. Samtidigt är det viktigt att verktyget tillämpas på ett korrekt och rättvist sätt. Enligt FI:s mening förutsätter det reglering i lag och föreskrifter. Det finns därför skäl att införa en reglering i lag och ge FI bemyndigande att närmare reglera villkoren för att verktyget ska få användas. Det skulle öka förutsättningarna för en enhetlig och

förutsebar tillämpning, vilket är nödvändigt för att FI ska kunna utöva en effektiv tillsyn över hur swing pricing används.

## Reglering av swing pricing

### Introduktion

Frågan om reglering av swing pricing är komplex och mångfacetterad. FI bedömer att ett antal olika frågor behöver regleras, så som övergripande principer för att verktyget ska få användas, de närmare formerna för verktyget och vilken information om verktyget som ska finnas i bland annat fondbestämmelser och informationsbroschyrer.

En central fråga som lagstiftaren bör ta ställning till är vilken eller vilka metoder för swing pricing som ska vara tillåtna: justerat fondandelsvärde eller justerat försäljnings- och inlösenpris, eller båda. De båda metoderna bör i förekommande fall regleras på samma sätt.

En annan viktig fråga är på vilken nivå regleringen ska finnas. FI anser att de övergripande reglerna bör anges i lag. Vidare bedömer FI att det kan finnas behov av att meddela föreskrifter dels om hur modeller för swing pricing ska utformas och tillämpas, dels om vilken information om swing pricing som ska finnas i fondbestämmelser, informationsbroschyrer, årsberättelser och halvårsredogörelser.

I detta avsnitt belyser FI ett antal frågor som behöver utredas och regleras. Vissa frågor är inte nya, utan togs upp redan i det lagstiftningsärende som beskrivs ovan. Redogörelsen är inte uttömmande utan syftar till att åskådliggöra vilket utrednings- och regleringsbehov som finns.

### Allmänna principer

FI anser att det bör anges i lag att swing pricing får användas i värdepappersfonder och specialfonder. Eftersom det inte finns en enhetlig definition av verktyget, bör lagen innehålla en beskrivning av vad som avses med swing pricing. Det bör därvid också anges under vilka förutsättningar som verktyget får användas (så som vilka kostnader som får beaktas) och vad syftet med verktyget är. Detta kan formuleras på olika sätt, till exempel på så sätt att verktyget får användas för att förhindra att kostnader, som uppkommer på grund av andelsägares transaktioner i fonden, belastar andra andelsägare i form av utspädning av fondandelsvärdet. Förslagen i denna del motsvarar ungefär Investeringsfundsutredningens förslag.

Det bör även finnas regler om utformningen och tillämpningen av modeller för swing pricing samt andra krav som fondförvaltare behöver uppfylla när de använder swing pricing. I vissa länder har den nationella branschföreningen utarbetat riktlinjer och branschstandarder för tillämpningen av verktyget. De

franska riktlinjerna som nämns ovan anger bland annat vilka typer av kostnader som kan beaktas och att fondförvaltaren bör fastställa interna regler om verktyget och dess tillämpning. FI bedömer att reglerna kan behöva vara förhållandevis detaljerade. Det kan därför vara lämpligt att de finns på lägre nivå än i lag. Det bör emellertid framgå av lag att modeller för swing pricing ska utformas på ett sätt som är förenligt med fondandelsägarnas gemensamma intresse. De ytterligare regler som behövs bör dock finnas i föreskrifter. Det föreslås därför att FI bemyndigas att meddela föreskrifter med det innehållet.

Som FI påpekade i sitt yttrande över Investeringsfundsutredningens betänkande behöver vissa ytterligare frågor ses över särskilt. En sådan fråga är utifrån vilket värde – det vanliga eller det justerade – som avgifter (så som förvaltningsavgifter) ska tas ut. En annan fråga är hur tillämpningen av swing pricing förhåller sig till kravet på att fondförvaltarens prissättningsmodeller och värderingssystem ska vara rimliga, korrekta och transparenta.<sup>32</sup>

FI konstaterar att självreglering kan vara ett alternativ, eller komplement, till föreskrifter. FI bör dock ha möjlighet att meddela föreskrifter för det fall någon självreglering inte kommer till stånd eller myndigheten bedömer att den behöver kompletteras.

## Fondbestämmelser

Tillämpningen av swing pricing ställer särskilda krav på fondförvaltaren.

I samband med förvaltarens ansökan om godkännande av fondbestämmelser eller ändringar i dem kan FI pröva om förvaltaren har de rutiner och processer samt den kompetens som krävs för att få använda verktyget.

Fondbestämmelserna bör därför ange om swing pricing kan användas och en beskrivning av metoden. Det är lämpligt att detta krav på vad fondbestämmelserna ska innehålla uttryckligen framgår av lag (det vill säga av 4 kap. 8 § LVF). Det kan även finnas behov av föreskrifter som närmare reglerar vilken information om swing pricing som ska anges i fondbestämmelserna.<sup>33</sup>

## Information till andelsägarna

Tillämpningen av swing pricing förutsätter att investerare får tillräcklig information om vad verktyget innebär och hur det kan påverka deras investeringar. Som ovan nämns kan en tillämpning av swing pricing uppfattas som mindre transparent än uttag av avgifter, eftersom de kostnader som påförs investerarna inte

---

<sup>32</sup> Se 16 kap. 1 § tredje stycket fondföreskrifterna. Bestämmelsen genomför artikel 22.3 i genomförandedirektivet.

<sup>33</sup> FI har enligt 18 § 13 förordningen (2013:588) om värdepappersfonder respektive 5 § 14 förordningen (2013:587) om förvaltare av alternativa investeringsfonder bemyndigande att meddela föreskrifter om innehållet i fondbestämmelser respektive vad en AIF-förvaltare ska iakttä för att uppfylla bestämmelserna i 12 kap. 3 § LAIF.

redovisas som just en avgift. Investeraren kan dessutom inte på förhand veta om andelsvärdet eller försäljnings- och inlösenpriset kommer att justeras och med hur mycket. Det är därför viktigt att investerare får tydlig och lättillgänglig information om hur metoden fungerar samt att de behandlas lika med avseende på tillgången till information.

För att säkerställa att investerarna får tillräcklig information om verktyget, bör informationsbroschyren innehålla information om att fondförvaltaren har möjlighet att använda swing pricing och de närmare detaljerna för verktygets tillämpning och utformning. Även årsberättelser och halvårsredogörelser bör innehålla information om tillämpningen av swing pricing. Det kan således finnas behov av föreskrifter som reglerar dessa krav.<sup>34</sup>

### Självreglering

Även när det gäller informationskraven bedömer FI att självreglering kan vara ett alternativ eller komplement till föreskrifter.

## Förslag till reglering

FI föreslår följande:

- Det anges i lag att swing pricing får användas i värdepappersfonder och specialfonder.
- Det införs en beskrivning i lag av vad som avses med swing pricing.
- Det anges också i lag under vilka förutsättningar som swing pricing får användas och vad syftet med verktyget är.
- Det föreskrivs i lag att modeller för swing pricing ska utformas på ett sätt som är förenligt med fondandelsägarnas gemensamma intresse.
- Det föreskrivs också i lag att fondbestämmelserna ska ange om swing pricing kan användas och en beskrivning av metoden.
- FI bemyndigas att meddela föreskrifter om utformningen och tillämpningen av modeller för swing pricing samt andra krav som fondförvaltare behöver uppfylla när de använder swing pricing.

---

<sup>34</sup> FI har enligt 18 § 16 och 18 förordningen om värdepappersfonder respektive 5 § 8 och 15 förordningen om förvaltare av alternativa investeringsfonder bemyndigande att meddela föreskrifter om innehållet i informationsbroschyren, årsberättelser och halvårsredogörelser.



## Avgifter för utspädningsskydd

Avgifter för utspädningsskydd tas ut från investerare vid försäljning respektive inlösen av fondandelar. Syftet är att fördela fondens kostnader för köp och försäljning av underliggande tillgångar. FI bedömer att fondlagstiftningen tillåter att sådana avgifter tas ut. Det finns emellertid ingen närmare reglering av verktygets tillämpning. Verktyget har också många likheter med swing pricing. FI anser att det därför finns skäl att reglera avgifter för utspädningsskydd på liknande vis som swing pricing.

### Vad är avgifter för utspädningsskydd?

Avgifter för utspädningsskydd tas ut från investerare vid försäljning respektive inlösen av fondandelar. Avgifterna tas ut för att kompensera fonden för de kostnader för köp eller försäljning av underliggande tillgångar som drabbar fonden till följd av investerares teckning eller inlösen av fondandelar (transaktionskostnader). Avgifterna kan utformas så att de utgår under såväl normala som ansträngda marknadsförhållanden. I likhet med swing pricing är syftet att förhindra att kostnader som uppkommer på grund av andelsägares teckning och inlösen av andelar belastar befintliga eller kvarvarande andelsägare, det vill säga att förhindra utspädning av fondförmögenheten.

Fondförvaltaren kan använda samma process för att beräkna transaktionskostnaderna när avgifter för utspädningsskydd tas ut som när swing pricing används.<sup>35</sup>

Avgifter för utspädningsskydd skiljs ofta från andra former av avgifter för försäljning och inlösen av fondandelar.<sup>36</sup> En utgångspunkt är att avgifter för utspädningsskydd alltid ska utformas så att de tillfaller fonden; det följer redan av syftet med dem. Gränsdragningen mellan olika former av avgifter som tillfaller fonden är emellertid inte helt tydlig, exempelvis vad gäller just syftet med avgifterna. Med avgifter för utspädningsskydd avses i den fortsatta framställningen sådana avgifter som tas ut för att kompensera fonden för transaktionskostnader i syfte att förhindra utspädning av fondförmögenheten.

---

<sup>35</sup> Jfr AFG:s riktlinjer.

<sup>36</sup> Se till exempel ESRB 2017 och Esma 2020.

## Hur ser det ut i andra länder?

Avgifter för utspädningsskydd förekommer i knappt en tredjedel av länderna inom EES, däribland Luxemburg, Irland och Frankrike.<sup>37</sup> Liksom för justerat andelsvärde förekommer olika nationella lösningar så som lagreglering och riktlinjer från nationell branschförening. I Luxemburg är verktygets användning i stort sett oreglerad. Även i Irland är regleringen begränsad och uppställer endast krav på att vissa övergripande principer för verktygets användning anges i fondens konstitutionella dokument. De franska riktlinjerna för användning av swing pricing som nämns ovan omfattar också tillämpningen av avgifter för utspädningsskydd. Riktlinjerna anger således allmänna principer för att avgifterna ska få tas ut och beskriver olika beräkningsmetoder. Riktlinjerna behandlar också frågor om styrning, transparens och hantering av intressekonflikter.

## Behov av avgifter för utspädningsskydd i Sverige

### Nuvarande ordning

Det svenska fondregelverket medger att avgifter tas ut för försäljning och inlösen av fondandelar i värdepappersfonder och specialfonder (jfr 4 kap. 8 § första stycket 9 LVF respektive 12 kap. 3 § LAIF). Det är inte närmare reglerat hur avgifterna får utformas, så som i vilket syfte avgifterna får tas ut. Det är möjligt att utforma avgiftsuttaget på ett sådant sätt att avgifterna tillfaller fonden.

FI bedömer att den nuvarande utformningen av LVF och LAIF tillåter att fondförvaltare tar ut avgifter för utspädningsskydd i värdepappersfonder och specialfonder.

### Fördelar och nackdelar

För- och nackdelarna med avgifter för utspädningsskydd är i stora delar desamma som för swing pricing. I likhet med swing pricing är syftet med avgifterna att andelsägarna ska behandlas rättvist och att förhindra att andelsägares investeringar späds ut på grund av kostnader som beror av andra andelsägares transaktioner i fonden. Det finns också en risk för att fonden överkompenseras för transaktionskostnaderna, precis som när swing pricing tillämpas.

Till skillnad från swing pricing ger avgifter för utspädningsskydd inte investerare incitament att agera på ett kontracykliskt sätt eftersom investerarna i detta fall inte gynnas av de mer fördelaktiga försäljnings- eller inlösenpriser som tillämpningen av swing pricing medför. Avgifter för utspädningsskydd är emellertid mer transparenta än swing pricing.

---

<sup>37</sup> Esma 2020.

## Regleringsbehov

Som framgår ovan bedömer FI att den nuvarande fondlagstiftningen tillåter att avgifter för utspädningsskydd tas ut. Regelverket innehåller emellertid ingen närmare reglering av verktygets tillämpning. Verktyget har dessutom många likheter med swing pricing och det finns därmed ett liknande behov av att reglera verktyget. FI anser därför att det är lämpligt att avgifter för utspädningsskydd ytterligare regleras i lag och föreskrifter.

## Reglering av avgifter för utspädningsskydd

Lagen innehåller ingen närmare reglering av avgifter för utspädningsskydd. Liksom swing pricing syftar avgifterna till att kompensera fonden för transaktionskostnader som uppstår vid handel med underliggande tillgångar i fonden. Enligt FI:s mening förutsätter detta att avgifterna tas ut endast om det finns ett nettoflöde i fonden. Om avgifter tas ut i en situation där in- och utflödena är lika stora, riskerar fonden att få ersättning för kostnader som i själva verket aldrig uppkommer eftersom in- och utflödena matchar varandra. Eftersom verktyget således har många likheter med swing pricing bör de övergripande principer som FI föreslår ska gälla för swing pricing, också tillämpas i fråga om avgifter för utspädningsskydd.

FI bedömer även att behovet av detaljreglering i form av föreskrifter i många delar är detsamma i fråga om avgifter för utspädningsskydd som i fråga om swing pricing, vad gäller såväl utformningen och tillämpningen av avgiftsmodeller, som vilken information om verktyget som ska finnas i fondbestämmelser, informationsbroschyrer, årsberättelser och halvårsredogörelser. Dessutom kan självreglering vara ett alternativ eller komplement till föreskrifter, på samma sätt som gäller för swing pricing.

FI anser mot denna bakgrund att frågorna som behöver regleras avseende avgifter för utspädningsskydd i många delar är desamma som avseende swing pricing. Det finns därför skäl att reglera avgifter för utspädningsskydd på liknande vis som swing pricing. FI hänvisar till avsnittet om swing pricing där myndigheten redogör närmare för dessa frågor.

Som FI konstaterar ovan finns vissa gränsdragningsfrågor kring hur avgifterna skiljer sig från andra avgifter för försäljning och inlösen som tillfaller fonden. Dessa frågor bör lagstiftaren hantera vid utformningen av regleringen.

## Förslag till reglering

FI föreslår följande:

- Det anges i lag att avgifter för försäljning och inlösen i värdepappersfonder och specialfonder får tas ut i syfte att förhindra att kostnader som uppkommer på

grund av andelsägares transaktioner i fonden belastar andra andelsägare (avgifter för utspädningsskydd).

- Det tas in en beskrivning i lag av vad avgifter för utspädningsskydd är.
- Det föreskrivs i lag att modeller för avgifter för utspädningsskydd ska utformas på ett sätt som är förenligt med fondandelsägarnas gemensamma intresse.
- Det anges i lag att fondbestämmelserna ska ange fondförvaltarens avgifter för utspädningsskydd och en beskrivning av avgiftsmodellen.
- FI ges bemyndigande att meddela föreskrifter om utformningen och tillämpningen av modeller för avgifter för utspädningsskydd samt andra krav som fondförvaltare behöver uppfylla när de tar ut avgifterna.

## Inlösenpärrar

Vid stora utflöden ur en fond kan fondförvaltaren behöva sälja fondens tillgångar. Inlösenpärrar ger förvaltaren möjlighet att senarelägga inlösen av fondandelar. Det kan göra att förvaltaren kan sälja tillgångarna på ett ordnat sätt och undvika snabba och potentiellt kostsamma försäljningar. FI bedömer att fördelarna med verktyget överväger nackdelarna och att det finns skäl att tillåta en viss form av inlösenpärrar. FI anser att detta förutsätter en reglering av verktyget i både lag och föreskrifter.

### Vad är inlösenpärrar?

Inlösenpärrar är en form av senareläggning av inlösen av fondandelar. Vid stora utflöden ur en fond kan fondförvaltaren behöva sälja fondens tillgångar. En inlösenpärr ger förvaltaren möjlighet att sälja tillgångar på ett ordnat sätt och undvika snabba och potentiellt kostsamma försäljningar.

Inlösenpärrar kan utformas på olika sätt. En vanlig form av inlösenpärr innebär att det fastslås en brytgräns, exempelvis en viss procent av fondförmögenheten. Om den totala inlösenbegäran vid en given tidpunkt överstiger brytgränsen kan förvaltaren senarelägga inlösen av den överskjutande delen, som exempelvis förs över till nästa handelsdag.<sup>38</sup>

Nedan behandlar FI behovet av och förutsättningarna för att i Sverige införa inlösenpärrar med på förhand angivna brytgränser. Andra former av inlösenpärrar behandlas därmed inte.

### Hur ser det ut i andra länder?

Inlösenpärrar kan användas i Ucits-fonder i en dryg tredjedel av länderna inom EES, däribland Finland, Frankrike, Irland och Luxemburg.<sup>39</sup> Länderna har valt olika lösningar med avseende på bland annat om regleringen finns i lag eller på lägre nivå. I Finland tillåts att omfattande inlösen av andelar begränsas, under förutsättning att det anges i fondbestämmelserna.<sup>40</sup> I det irländska regelverket anges att inlösenpärrar får användas när begäran om inlösen överstiger tio procent av antingen antalet utestående fondandelar eller fondförmögenheten, och att samtliga begäran om inlösen den dagen ska reduceras *pro rata*.<sup>41</sup> I Frankrike har

<sup>38</sup> Se till exempel ESRB, 2017 s. 20 f. och Iosco – Good practices, s. 30.

<sup>39</sup> Esma 2020.

<sup>40</sup> 10 kap. 6 § lagen om placeringsfonder.

<sup>41</sup> Artikel 33 i Irländska centralbankens akt om UCITS, 2019 (S.I. No. 230/2019).

den behöriga myndigheten utfärdat en instruktion för användningen av inlösen-spärrar som anger olika villkor för deras användning, bestående av bland annat regler om informationsgivning till investerare och tillsynsmyndigheten, prospekt-innehåll samt vilka procentuella gränser som får tillämpas och hur de ska beräknas. Instruktionen innehåller också exempel på vilka sorters brytgränser som får användas utifrån bland annat hur ofta fonderna är öppna för inlösen.<sup>42</sup>

## Behov av inlösen-spärrar i Sverige

### Nuvarande ordning

I Sverige tillåts, som huvudregel, inte senareläggning av inlösen av fondandelar i värdepappersfonder. Utgångspunkten är att en fondandel, på begäran av dess ägare, omedelbart ska lösas in om det finns medel tillgängliga i fonden. Om medel för inlösen behöver anskaffas genom försäljning av egendom som ingår i fonden, ska försäljning ske och inlösen verkställas så snart som möjligt (4 kap. 13 § LVF).

Ett fondbolag får dock senarelägga inlösen av fondandelar om det finns särskilda skäl för åtgärden och den är motiverad av hänsyn till andelsägarnas intresse (4 kap. 13 a § LVF<sup>43</sup>). Som utgångspunkt gäller samma regler för inlösen av andelar i specialfonder (se 12 kap. 5 § LAIF).

När bestämmelsen i 4 kap. 13 a § LVF fick sin nuvarande utformning redogjorde lagstiftaren närmare för under vilka förutsättningar som inlösen av fondandelar kan senareläggas. Stora utflöden ur fonden är ett exempel på en sådan situation som kan motivera en senareläggning.<sup>44</sup> Senareläggningen kan, om omständigheterna så kräver, vara partiell förutsatt att det görs delutbetalningar och att andelsägarna behandlas lika.<sup>45</sup>

Fondförvaltare kan därmed redan i dag använda en form av partiell senareläggning. Det finns emellertid ingen möjlighet i lag att använda inlösen-spärrar med på förhand angivna brytgränser. FI anser därför att tillämpningen av sådana inlösen-spärrar förutsätter att förfarandet regleras särskilt i lag.

### Fördelar och nackdelar

En inlösen-spärr kan ge förvaltaren möjlighet att hantera inlösenbegäran och avvecklingen av de underliggande tillgångarna i fonden över en viss tidsperiod.

---

<sup>42</sup> AMF:s instruktion *Conditions for setting up redemption gate mechanisms* (DOC-2017-05).

<sup>43</sup> Bestämmelsen gör det även möjligt för fondbolaget att senarelägga försäljning av fondandelar. Eftersom inlösen-spärrar endast syftar till att begränsa inlösen av fondandelar behandlas inte möjligheten till en liknande form av senareläggning av försäljning av fondandelar i denna rapport.

<sup>44</sup> Jfr prop. 2010/11:135 s. 259 och 260.

<sup>45</sup> Prop. 2010/11:135 s. 260.

Inlösenpärrar ger alltså förvaltaren mer tid och flexibilitet att säkerställa en ordnad försäljning av fondens tillgångar.

Förvaltaren kan med hjälp av en inlösenpärr också hantera olika likviditetsproblem utan att behöva senarelägga inlösen av fondandelar helt och hållet. Fondbolagens förening har framhållit att möjligheten att använda inlösenpärrar kan innebära att en fond kan hållas öppen även under extraordinära marknadsförhållanden samtidigt som andelsägarnas intressen skyddas.

Till skillnad från andra former av senareläggning av inlösen, kan inlösenpärrar med på förhand angivna brytgränser öka transparensen och förutsägbarheten gentemot andelsägarna. Det förutsätter dock att fondförvaltaren, i bland annat fondbestämmelserna och informationsbroschyren, informerar andelsägarna om att en inlösenpärr får användas i fonden och vad det innebär.

FI anser att den främsta nackdelen med inlösenpärrar, precis som senareläggning i andra fall, är att de begränsar andelsägarnas grundläggande rätt att få sina andelar inlösta när de begär det. Det kan också finnas en risk för att fondförvaltaren anpassar fondens likviditetsprofil utifrån förutsättningen att inlösenbegäran över en viss brytgräns alltid kommer kunna skjutas upp.

### Inlösenpärrar bör tillåtas

FI bedömer att det finns skäl att tillåta att inlösenpärrar används i värdepappersfonder och specialfonder. FI beaktar särskilt att likviditetsverktyget skulle ge fondförvaltare möjlighet att hantera inlösenbegäran och försäljning av underliggande tillgångar i fonden på ett ordnat sätt, utan att inlösen behöver senareläggas helt och hållet. Ett annat skäl att tillåta inlösenpärrar är att de kan vara mer transparenta och förutsägbara för andelsägarna, än andra former av senareläggning av inlösen, eftersom brytgränsen för inlösenbegäran bestäms i förväg.

Den främsta nackdelen med inlösenpärrar är att de begränsar andelsägarnas inlösenrätt. Det är emellertid något som är gemensamt för alla former av senareläggning av inlösen, och de övergripande principerna för senareläggning är redan reglerade i lag. Om fondförvaltare skulle välja att använda (aktivera) inlösenpärrar skulle de därför i flera avseenden behöva göra samma avvägningar som de redan i dag behöver göra när de beslutar om senareläggning av inlösen. FI bedömer att de särskilda frågor som uppstår i fråga om inlösenpärrar kan hanteras genom införandet av tydlig reglering.

FI anser vid en sammanvägd bedömning att fördelarna med inlösenpärrar överväger nackdelarna. Myndigheten anser därför att det bör införas en möjlighet för fondförvaltare att använda verktyget i värdepappersfonder och specialfonder.

## Regleringsbehov

FI:s bedömning är att införandet av inlösenpärarrar i Sverige förutsätter reglering i både lag och föreskrifter. En sådan reglering skulle syfta till att skapa ett enhetligt och förutsebart förfarande för användningen av likviditetsverktyget. FI:s överväganden i denna del och förslag till reglering redogörs för i nästföljande avsnitt.

## Reglering av inlösenpärarrar

### Allmänna principer

Den form av inlösenpärarrar som FI föreslår en reglering av, innebär att fondförvaltare ska kunna senarelägga inlösen som överstiger en på förhand angiven brytgräns. FI anser att brytgränsen ska framgå av fondbestämmelserna. FI föreslår därför att det anges i lag att fondförvaltare får senarelägga inlösen av fondandelar i värdepappersfonder och specialfonder, som överstiger en i fondbestämmelserna angiven brytgräns.

Det bör av lagen framgå att senareläggning bara får ske om det finns särskilda skäl för åtgärden och den är motiverad av hänsyn till fondandelsägarnas intresse (jfr 4 kap. 13 a § LVF). En eventuell reglering i lag av inlösenpärarrar kan därför lämpligen införas i, eller i anslutning till, bestämmelsen i 4 kap. 13 a § LVF.

Förarbetena till LVF innehåller uttalanden i vissa principiella frågor som aktualiseras vid senareläggning av inlösen av fondandelar, till exempel vad gäller lika-behandling av andelsägarna och avvägning mellan olika andelsägares intressen. Av skälen framgår också under vilka förutsättningar en senareläggning får vara partiell.<sup>46</sup> FI bedömer att dessa principiella uttalanden i många delar har samma bäring på senareläggning som sker genom aktiveringen av en inlösenpärarr.

Vissa frågor behöver dock ses över särskilt. Det gäller bland annat i vilken ordning inlösenorder ska verkställas. Vid senareläggning i vanliga fall ska begäran om inlösen verkställas i den ordning de kom in.<sup>47</sup> Om order hanteras på samma sätt när inlösenpärarrar används kan det emellertid utgöra incitament för andelsägarna att lösa in sina andelar före övriga andelsägare. En sådan ordning skulle alltså kunna bidra till att skapa utflöden ur fonden från första början. En orderhantering som i stället sker *pro rata* kan motverka detta. En annan fråga är i vilken ordning fondförvaltaren ska hantera order som kommer in efter det att en inlösenpärarr har aktiverats. Det är lämpligt att lagstiftaren utreder dessa frågor.

Det är också lämpligt att lagstiftaren utreder hur lång en senareläggning får vara när inlösenpärarrar används och vilka omständigheter som ska beaktas vid den

---

<sup>46</sup> Se prop. 2010/11:135 s. 260 f.

<sup>47</sup> Se prop. 2010/11:135 s. 260.



bedömningen.<sup>48</sup> Det kan till exempel behöva tas ställning till i vilken mån längden på senareläggningen får anpassas till fondens inlösenfrekvens, i synnerhet för specialfonder som får vara öppna för inlösen endast en gång om året (se 12 kap. 6 § andra stycket LAIF).

## Den närmare utformningen av inlösen spärrar

Utöver de allmänna principerna som anges ovan, bedömer FI att det kan finnas behov av regler om hur inlösen spärrar närmare får utformas. Nivån på brytgränsen kan behöva anpassas utifrån exempelvis fondens inlösen- och värderingsfrekvens och därför bli föremål för detaljerad reglering. Eftersom senareläggning av inlösen endast får ske om det finns särskilda skäl för åtgärden, får nivån inte bestämmas på ett sådant sätt att inlösen spärran begränsar andelsägarnas rätt att under normala marknadsförhållanden få sina andelar inlösta. Även vilken sorts brytgräns som ska användas (exempelvis en viss procent av fondförmögenheten eller en viss beloppsgräns) kan variera.

Eftersom reglerna kan bli förhållandevis detaljerade bör de anges i föreskrifter. Det föreslås därför att FI får bemyndigande att meddela föreskrifter om utformningen av inlösen spärrar och de närmare formerna för användningen av dem i värdepappersfonder och specialfonder. Det bör emellertid ankomma på lagstiftaren att ge vägledning kring vilka brytgränser som kan vara lämpliga med hänsyn till olika omständigheter så som fondens inlösenfrekvens.

## Fondbestämmelserna

Eftersom den reglering i lag som FI föreslår ovan innebär att brytgränsen för inlösen spärrar ska anges i fondbestämmelserna, bör det också föreskrivas i lag att fondbestämmelserna ska ange om en inlösen spärr får användas och de närmare formerna för detta (det vill säga i 4 kap. 8 § LVF). Eftersom fondbestämmelser måste godkännas, underställs användningen och utformningen av inlösen spärrar härigenom FI:s granskning. Det kan även finnas behov av föreskrifter som närmare reglerar vilken information om inlösen spärrar som ska anges i fondbestämmelserna.

## Information till andelsägarna

En ytterligare förutsättning för att inlösen spärrar ska få användas är att andelsägarna får tillräcklig information om verktyget. Det kan därför finnas behov av föreskrifter som reglerar vilken information om inlösen spärrar som informationsbroschyrer ska innehålla.

---

<sup>48</sup> Jfr prop. 2010/11:135 s. 261. Där finns vissa uttalanden om längden på senareläggningen.

Andelsägarna bör också informeras särskilt när inlösenpärrarna har aktiverats, vilket bör anges i lag (jfr 4 kap. 13 a § andra stycket LVF).

## Information till Finansinspektionen och behöriga myndigheter

Det bör finnas en skyldighet i lag för fondförvaltaren att utan dröjsmål underrätta FI om att en inlösenpärr har aktiverats samt att underrätta inspektionen om att senareläggningen har upphört (jfr 4 kap. 13 a § andra och tredje styckena LVF).

Det bör också anges i lag att behöriga myndigheter i andra länder inom EES där fondandelar marknadsförs, ska underrättas om att en inlösenpärr har aktiverats (jfr 4 kap. 13 a § andra stycket LVF).

## Förslag till reglering

FI föreslår följande:

- Det anges i lag att fondförvaltare får senarelägga inlösen av fondandelar i värdepappersfonder och specialfonder, som överstiger en i fondbestämmelserna angiven brytgräns, om det finns särskilda skäl för åtgärden och den är motiverad av hänsyn till fondandelsägarnas intresse (inlösenpärr).
- Det anges i lag att fondförvaltaren utan dröjsmål ska underrätta FI och andelsägarna om att en inlösenpärr har aktiverats.
- Det anges i lag att fondförvaltaren ska underrätta FI om att senareläggningen har upphört.
- Det anges också i lag att fondförvaltaren ska underrätta behöriga myndigheter i andra länder inom EES där fondandelar marknadsförs, om att en inlösenpärr har aktiverats.
- Det föreskrivs i lag att fondbestämmelserna ska ange om en inlösenpärr kan användas och de närmare formerna för detta.
- FI ges bemyndigande att meddela föreskrifter om utformningen av inlösenpärrar och de närmare formerna för användningen av dem.

## Inlösenförfarandet, inlösenfrekvens och uppsägningstider

FI efterfrågar förtydliganden i lag av hur principerna om inlösen av andelar i värdepappersfonder och specialfonder ska tillämpas. Vidare bedömer FI att den svenska fondlagstiftningen tillåter att värdepappersfonder är öppna för inlösen av andelar en gång i veckan, men föreslår att de får möjlighet att vara öppna för inlösen endast två gånger i månaden. FI anser också att det finns behov av att tillåta uppsägningstider i värdepappersfonder och föreslår att uppsägningstider i både värdepappersfonder och specialfonder regleras i lag.

### Inlösenförfarandet

#### Inlösen omedelbart eller så snart som möjligt

Andelsägare har rätt att på begäran få sina fondandelar omedelbart inlösta om det finns medel tillgängliga i värdepappersfonden. Om medel för inlösen behöver anskaffas genom försäljning av egendom som ingår i fonden, ska försäljning ske och inlösen i stället verkställas så snart som möjligt (se 4 kap. 13 § första stycket LVF).

I samband med den översyn av reglerna om inlösenfrekvens som föreslås nedan föreslår FI att lagstiftaren ser över och ytterligare reglerar i lag hur principerna om inlösen av fondandelar i värdepappersfonder ska tillämpas. FI förordar särskilt förtydliganden kring förhållandet mellan tidpunkterna för begäran om och verkställande av inlösen samt utbetalning av inlösenbeloppet.

#### Undantag för specialfonder

Reglerna i 4 kap. 13 § första stycket LVF har också gjorts tillämpliga för inlösen av andelar i specialfonder (12 kap. 5 § LAIF). Samtidigt har specialfonder möjlighet att vara öppna för inlösen endast en gång om året (12 kap. 6 § andra stycket LAIF). FI föreslår att det förtydligas i lag i vilken utsträckning som reglerna om inlösenförfarandet i 4 kap. 13 § LVF är tillämpliga för specialfonder som är öppna för inlösen mer sällan än värdepappersfonder.<sup>49</sup> Det bör också förtydligas i lag hur

---

<sup>49</sup> Jfr prop. 2002/03:150 s. 311. Där framgår att bestämmelsen om att fondandelar på begäran av andelsägare omedelbart ska lösas in modifieras av möjligheten för specialfonder att få undantag jämlikt 6 kap. 1 § lagen (2004:46) om investeringsfonder (nuvarande 12 kap. 6 § LAIF). Jfr även prop. 2012/13:155 s. 501, av vilken framgår att 12 kap. 5 § LAIF innebär att bland annat 4 kap. 13 § LVF gäller oförändrad för specialfonder.

reglerna samspelar med användandet av uppsägningstider för inlösen i specialfonder.

### Inlåsnings genom avgiftsuttag

Fondlagstiftningen innehåller inga regler om hur avgifter för inlösen av andelar får utformas. Det finns specialfonder i vilka fondförvaltaren tar ut höga avgifter för inlösen av andelar som innehafts kortare tid än ett visst antal år. Ett annat förekommande exempel är att avgifter tas ut för inlösen om inte andelsägaren delar upp sin inlösenorder över en längre period. Dessa sorters avgifter riskerar att ha en avskräckande effekt på andelsägare som överväger att lösa in sina andelar. Eftersom det saknas regler om hur avgifterna får utformas, kan frågan om avgifters utformning endast bli föremål för prövning inom ramen för den allmänna skälighetsbedömning av fondbestämmelserna som FI ska göra när fondförvaltaren ansöker om att fondbestämmelserna (eller ändringar i dem) ska godkännas. Det är lämpligt att lagstiftaren ser över om det bör införas regler i lag som anger (och begränsar) hur avgifterna får utformas.

## Inlösenfrekvens i värdepappersfonder

### Beskrivning av frågeställningen

En central fråga för likviditetshandlingen i fonder är hur ofta fonderna är öppna för inlösen (inlösenfrekvens). Inlösenfrekvensen är styrande för fondens kortsiktiga likviditetsbehov och förvaltarens behov av åtgärder för att fullgöra sin skyldighet att lösa in andelar på begäran av andelsägarna.

### Nuvarande ordning

Artikel 76 i Ucits-direktivet ställer krav på att fonden ska offentliggöra bland annat försäljnings- och inlösenpris åtminstone två gånger per månad.<sup>50</sup> Detta har tolkats som att Ucits-fonder ska vara öppna för inlösen minst två gånger i månaden.<sup>51</sup>

Vid sidan av de svenska reglerna om att inlösen ska ske omedelbart eller annars verkställas så snart som möjligt, finns ett krav på att fondbolag minst en gång varje vecka ska beräkna och på lämpligt sätt offentliggöra fondandelsvärdet för en värdepappersfond (se 4 kap. 10 § femte stycket LVF). Regleringen har tolkats som ett krav på att värdepappersfonder måste vara öppna för inlösen minst en gång per vecka.<sup>52</sup> Som framgår ovan behöver dock specialfonder inte vara öppna för inlösen av andelar oftare än en gång per år.

---

<sup>50</sup> De behöriga myndigheterna får dock enligt andra stycket i artikel 72 medge att uppgifterna offentliggörs endast en gång per månad, förutsatt att andelsägarnas intressen inte åsidosätts härigenom.

<sup>51</sup> Jfr ESRB 2017, s. 15.

<sup>52</sup> Se bland annat prop. 2010/11:135 s. 244.

## Fördelar och nackdelar

Nästan samtliga värdepappersfonder är i dag öppna för daglig handel. Under våren 2020 efterfrågade bland annat Fondbolagens förening en möjlighet för värdepappersfonder att vara öppna för inlösen endast två gånger per månad.

Fondbolagens förening har i huvudsak hänvisat till att det är tillåtet enligt Ucits-direktivet och att det saknas skäl att ha en strängare reglering för svenska fonder.

Det finns ett övergripande krav på att de tillgångar som en värdepappersfond investerar i ska vara likvida (jfr 5 kap. 1 § andra stycket LVF). Det finns emellertid fonder som investerar i tillgångar som typiskt sett är mindre likvida. Som tidigare nämnts ska det finnas en samstämmighet mellan likviditetsegenskaperna för tillgångarna i fonden och de villkor för inlösen av fondandelar som gäller för fonden.

Att erbjuda möjlighet för värdepappersfonder att bättre anpassa villkoren för inlösen (handel endast två gånger i månaden) till likviditetsprofilen för tillgångarna skulle kunna minska risken för att obalanser byggs upp. Det innebär att andelsägarna redan vid investeringstillfället är medvetna om hur ofta de kan begära inlösen av sina andelar.

Fördelarna med mindre frekvent handel ska samtidigt ställas i relation till andelsägarnas intresse av att få sina andelar inlösta när de begär det. FI bedömer att många konsumenter som investerar i värdepappersfonder har en förväntan, utifrån hur marknaden växt fram i Sverige, på att kunna lösa in sina andelar på daglig basis. Många distributörer ställer också krav på daglig inlösen, och det utgör en förutsättning för att fonden ska få tas upp på Pensionsmyndighetens fondtorg.

Konsumenter har dock sedan lång tid tillbaka en möjlighet att investera i specialfonder, som i vissa fall medger rätt till inlösen endast en gång om året. Dessa två fondtyper marknadsförs ofta parallellt, trots att de kan ha olika inlösenfrekvens.

## Värdepappersfonder bör få vara öppna för inlösen endast två gånger i månaden

FI bedömer att det är lämpligt att de svenska reglerna anpassas till regeln i Ucits-direktivet om att fondens försäljnings- och inlösenpris ska offentliggöras minst två gånger per månad. FI ser inga skäl till att värdepappersfonder ska behöva vara öppna för inlösen oftare än vad som följer av Ucits-direktivet. FI föreslår därför att värdepappersfonder måste vara öppna för inlösen minst två gånger i månaden.

## Regleringsbehov

Som framgår ovan har den svenska lagstiftningen tolkats som att värdepappersfonder måste vara öppna för inlösen minst en gång per vecka. Det krävs därför lagändring för att värdepappersfonder i stället måste vara öppna för inlösen minst två gånger i månaden.

## Förslag till reglering

FI föreslår att det anges i lag att värdepappersfonder måste vara öppna för inlösen minst två gånger i månaden. Detta bör regleras i 4 kap. 13 § LVF. Bestämmelsen i 4 kap. 10 § femte stycket LVF bör samtidigt justeras så att inlösenfrekvensen stämmer överens med hur ofta andelsvärdet ska beräknas och offentliggöras.

## Uppsägningstider

### Beskrivning av frågeställningen

Fonders inlösenfrekvens har nära samband med frågan om uppsägningstider för inlösen av andelar. Med uppsägningstid avses hur lång tid före inlösentillfället andelsägarna måste meddela fondförvaltaren att de vill lösa in sina andelar. Den tidpunkt som anmälan om inlösen senast måste ha kommit in till förvaltaren kan kallas för bryttidpunkten. Ett system där sänkt inlösenfrekvens kombineras med krav på att inlösen begärs viss tid i förväg ger fondförvaltare ytterligare tid att hantera betalningsflödena i fonderna.

### Hur ser det ut i andra länder?

Möjligheten att tillämpa uppsägningstid varierar mellan de olika medlemsländerna i EES. I Österrike är det till exempel möjligt att tillämpa en uppsägningstid om två veckor för Ucits-fonder, medan det i Tyskland är tillåtet med uppsägningstider på upp till en månad. I Frankrike ges också möjlighet att tillämpa en uppsägningstid, där tiden mellan begäran om inlösen och verkställandet av inlösen får uppgå till högst tio arbetsdagar. Irland saknar specifika regler om uppsägningstider men tillåter att medlen betalas ut till andelsägaren tio arbetsdagar från begäran.

### Nuvarande ordning

Reglerna om inlösen i 4 kap. 13 § LVF bör typiskt sett utgöra hinder för fondförvaltare att tillämpa uppsägningstider för inlösen av andelar i värdepappersfonder. Det är dock inte ovanligt att förvaltare av specialfonder som inte är dagligt handlade tillämpar uppsägningstider, där anmälan om inlösen måste vara förvaltaren tillhanda ett antal dagar, veckor eller månader före inlösentillfället.

### Fördelar och nackdelar

Uppsägningstider ger fondförvaltaren mer tid att avveckla tillgångar i fonden för att kunna lösa in andelar på andelsägarnas begäran. Förvaltaren får på så sätt en större flexibilitet i sin likviditetshantering. FI bedömer att en fond som är öppen för inlösen veckovis, eller varannan vecka, vid inlösentillfället kommer att tvingas hålla en liknande likviditet som en daglighandlad fond.

Uppsägningstider kan emellertid innebära en inskränkning i andelsägarnas rätt att på begäran få sina andelar inlösta. Uppsägningstider ställer krav på framförhållning

från andelsägarna, på så sätt att andelsägarna viss tid före inlösentillfället måste anmäla att de vill lösa in sina andelar. De innebär också att andelsägare måste vänta längre på att få sina inlösenorder verkställda än om uppsägningstider inte används, särskilt om anmälan om inlösen lämnas in kort tid efter bryttidpunkten. Detta blir desto mer påtagligt ju mer sällan fonden är öppen för inlösen av andelar.

## Uppsägningstider bör få användas i värdepappersfonder

Som konstateras ovan har värdepappersfonder enligt den nuvarande fondlagstiftningen möjlighet att vara öppna för inlösen endast en gång i veckan. Det föreslås också att värdepappersfonder ska få vara öppna för inlösen endast två gånger i månaden. Enligt FI medför en sådan ordning – det vill säga där värdepappersfonder inte måste vara öppna för inlösen varje dag – ett behov för fondförvaltare att använda uppsägningstider i fonderna. Även om uppsägningstider innebär en viss inskränkning i andelsägares rätt att få sina andelar inlösta när de begär det, anser FI att fördelarna med uppsägningstider överväger nackdelarna.

## Behov av reglering

FI anser att tillämpningen av uppsägningstider i såväl värdepappersfonder som specialfonder bör regleras. Det är inte lämpligt att detta görs på lägre nivå än i lag.

## Förslag till reglering

FI föreslår att det föreskrivs i lag vilken längsta uppsägningstid som får tillämpas för inlösen av fondandelar i värdepappersfonder. FI anser att en lämplig ordning är att uppsägningstiden som mest får vara lika lång som perioden mellan varje inlösentillfälle. För en fond som till exempel är öppen för inlösen en gång i veckan, skulle fondförvaltaren därmed få ställa upp villkor om att begäran om inlösen ska ha kommit in senast en vecka före inlösentillfället.

FI föreslår också att det regleras i lag vilken längsta uppsägningstid som får tillämpas för inlösen av andelar i specialfonder. Liksom för värdepappersfonder är det lämpligt att uppsägningstiden som utgångspunkt som mest får motsvara perioden mellan varje inlösentillfälle. Det framstår dock som mindre lämpligt att tillåta uppsägningstider som överstiger tre månader, eftersom det i kombination med lägre inlösenfrekvens riskerar att skapa alltför stora inlåsnings effekter i fonderna. Det kan särskilt noteras att tillämpningen av uppsägningstider i specialfonder som är öppna för inlösen endast en gång om året innebär att investerarnas kapital kan komma att låsas in i perioder som överstiger ett år.<sup>53</sup> FI bedömer dock att fondförvaltare bör få tillämpa viss uppsägningstid även för dessa fonder. FI föreslår därför att uppsägningstiden för en specialfond som längst får motsvara perioden mellan varje inlösentillfälle, men aldrig överstiga tre månader.

---

<sup>53</sup> Jfr prop. 2002/03:150 s. 256.