RAPPORT DEN 6 APRIL 2006

DNR 05-3631-309

2006 : 5

Avgift efter prestation?

En granskning av avgifter i 47 fondbolag

INNEHÅLL

SAMMANFATTNING 1

UTGÅNGSPUNKTER 3
- Undersökning av 47 bolag 3
- Fondlagstiftningen och konsumentskyddet - lagreglerna 4
- Omfattning av prestationsbaserade avgifter 5
- Avgifter i fondsparande 6

GRANSKNING AV AVGIFTSMODELLERNA 8
- Olika modeller för avgiftsuttag 9
- Storlek på avgiftsuttag 12
- Jämförelseränta 13
- Mätperiod 15
- Kompensation vid underavkastning 18
- Slutsats och förslag till åtgärder 20

GRANSKNING AV AVGIFTERNA 22
- Olika upplägg i bolagen 22
- Brister i bolagen 22
- Slutsats och förslag till åtgärder 24

GRANSKNING AV INFORMATIONEN 26
- Vilken information får fondspararna? 26
- Slutsats och förslag till åtgärder 28

BILAGA - BOLAG SOM INGÅTT I UNDERSÖKNINGEN 30

Sammanfattning

Ett stort och växande antal fondförvaltare tillämpar i dag avgifter som knyts till sparandets avkastning, och därmed till hur förvaltaren lyckats med sitt uppdrag.

Dessa avgiftsmodeller kan utformas på olika sätt, och i många fall är de mycket komplexa. Samtidigt som en prestationsbaserad prissättning allmänt sett är tilltalande, innebär komplexiteten ett grundläggande problem ur ett kundperspektiv. Därför måste det ställas höga krav dels på hur bolagen utformar och tillämpar avgiftsmodellerna, dels på hur man kommunicerar detta till kunden.

Av nästan nittio svenska fond- och värdepappersbolag tillämpar ungefär hälften denna typ av avgiftsmodell i någon form och i någon utsträckning. FI har undersökt samtliga dessa 47 bolag.

FI har i sin undersökning funnit anmärkningsvärda brister i hur några av bolagen beräknar och ser till att korrekta avgifter tas ut. Det har också i vissa fall visat sig finnas bristande kunskaper hos bolagen hur de egna modellerna fungerar.

FI anser att ett bolag som väljer att ha prestationsbaserade avgifter måste kunna beräkna och säkerställa att avgifter beräknas på ett korrekt och tillförlitligt sätt. Bolaget måste bland annat ha bra rutiner så att fel snabbt fångas upp och kan åtgärdas.

- FI förutsätter att samtliga bolag vidtar relevanta åtgärder med anledning av detta och kommer framöver att följa upp att så blir fallet. Vidare förutsätter FI att bolagens styrelser ser till att bolagets revisorer granskar och följer upp dessa frågor.

FI kommer att i prövningen av nya fonder med prestationsbaserade avgifter granska vilka rutiner som bolagen har för att beräkna och kontrollera avgiftsuttag, liksom för bolag som ska eller håller på att omauktoriseras.

När det gäller hur fondspararen informeras finns också vissa brister. Det är av största vikt att bolagen ger korrekt och relevant information, eftersom avgifterna har stor betydelse på avkastningen, och det är lika viktigt att bolagen presenterar den på ett sådant sätt att deras fondsparare har möjlighet att förstå den.

- FI förutsätter att bolagen och dess styrelser gör en genomgång och analys av sin information och genomför relevanta förändringar i fondbestämmelser samt informationsbroschyrer så snart som möjligt. Ändringar av fondbestämmelser kan hanteras inom ramen för omauktorisationen för de bolag som ännu inte är omauktoriserade. Förändringar av fondbestämmelser ska vara genomförda senast februari 2007.

Två mer specifika frågor som berör avgiftsmodellernas konstruktion och som FI anser behöver åtgärdas gäller dels frågan om vilka **mätperioder** som

används i modellerna, dels frågan om hantering av **kompensation vid underavkastning**, dvs. om fondens avkastning för en kortare eller längre period är sämre än den angivna jämförelseräntan.

FI har i undersökningen sett exempel på avgiftsmodeller där mätperioden är utformad på sådant sätt att de i vissa situationer ger orättvisa utfall och kan medföra att fondsparare får betala felaktiga avgifter till bolaget. FI kommer fortsättningsvis inte att godkänna sådana modeller. Befintliga modeller som har sådana egenskaper ska omarbetas eller avvecklas.

Beträffande kompensation för underavkastning anser FI att en fondsparare inte ska behöva räkna med att han eller hon ska betala prestationsbaserade avgifter för en ”prestation” som gett sämre avkastning än den valda jämförelseräntan, vilket kan bli effekten när bolaget har valt att inte kompensera för underavkastning i fonden eller att begränsa villkoren för hur länge en sådan får tillgodoräknas.

Prestationsbaserade avgiftsmodeller som inte kompenserar för tidigare perioders underavkastning är enligt FI:s uppfattning inte acceptabla. Detta gäller för såväl befintliga som nya fonder. För befintliga fonder med sådana modeller föreslår FI att bolagen senast i februari 2007, den tidpunkt då samtliga bolag ska vara omaukoriserade, ska ha sett över och vidtagit relevanta förändringar av modellerna.

Med anledning av detta senare förslag inbjuds samtliga bolag, även bolag som inte ingått i undersökningen, att senast den 24 april 2006 inkomma med synpunkter på den föreslagna förändringen. Möjligheten finns även att inkomma med eventuella synpunkter på andra delar av rapporten. Mejla remissvaret till finansinspektionen@fi.se och ange FI Dnr 06-3422-399.

FI kommer därefter att bjuda in berörda bolag till ett möte för att diskutera frågeställningarna.

Författare: Hanna Nyqvist, Mattias Olander & Åsa Thalén

Utgångspunkter

Finansinspektionen (FI) har genomfört ett antal undersökningar av fondbranschen och de olika frågor som denna verksamhet aktualiserar. För en tid sedan publicerades ”Fondbolagens informationsgivning” (2006:1), och tidigare har FI publicerat rapporterna ”Sen fondhandel och market timing” (2004:3) och ”Intressekonflikter i fondbolag” (2004:8). Dessa finns på www.fi.se.

Denna rapport tar upp frågan om s.k. prestationsbaserade avgifter.[1] Innebörden av att en avgift är prestationsbaserad, är att avgiften som fondspararen betalar på ett eller annat sätt knyts till sparandets avkastning, och därmed till hur förvaltaren lyckats med sitt uppdrag.

Avgiftsstrukturen i en fond har stor betydelse för avkastningen på ett fondsparande. FI har inte tidigare undersökt prestationsbaserade avgifter i fonder. Men i takt med att antalet fonder med en prestationsbaserad avgiftsstruktur har ökat de senare åren och att fler och fler fondsparare har investerat i fonder med sådana avgifter har FI ansett att det är viktigt ur ett konsumentskyddsperspektiv att göra en fördjupad granskning av avgiftsmodellerna. Prestationsbaserade avgifter förekommer i ett stort antal olika typer av fonder och förekommer således inte bara i specialiserade fonder som vänder sig till mer professionella och initierade investerare. Genom att investera i fondandelsfonder, som de senaste åren har vuxit i antal och popularitet, har det även blivit allt vanligare att fondsparare kan få tillgång till ett stort antal fonder, bl.a. så kallade hedgefonder, där kraven på minsta belopp är relativt låga.

Syftet med undersökningen var att få information om de olika avgiftsmodeller som används samt hur dessa modeller tillämpas i bolagen. Vidare granskades vilka konsekvenser olika avgiftsmodeller kan få för fondspararna, samt vilken information bolagen lämnar till fondsparare om fondens avgiftsstruktur.

Undersökning av 47 bolag

Undersökningen har omfattat samtliga 47 svenska fond- och värdepappersbolag som förvaltar fonder med prestationsbaserade avgiftsmodeller.[2]

Samtliga bolag har fått redogöra för ett stort antal frågeställningar, exempelvis för vilken avgiftsmodell som används i vilken fond, på vilka grunder prestationsbaserade avgifter tas ut, hur avgiftsberäkningarna praktiskt genomförs och vilka rutiner bolagen har för att säkerställa att korrekt avgifts tas ut.

[1] Här används begreppet prestationsbaserade avgifter. Kallas även för resultatbaserade avgifter, rörliga avgifter, performanceavgifter etc.
[2] Bolag, samt fonder, som har fått tillstånd efter att undersökningen inleddes ingår inte i undersökningen.

Fondlagstiftningen och konsumentskyddet - lagreglerna

Lagen om värdepappersfonder och lagen om investeringsfonder är båda primärt konsumentskyddslagar.[3] I båda lagarna samt i tillhörande föreskrifter[4] från FI finns bestämmelser som reglerar avgifter i fonder och vilken information som bolagen ska tillhandahålla fondspararna. Som framgår nedan finns inte någon reglering specifikt för prestationsbaserade avgifter, utan de omfattas av de krav som avser avgifter i allmänhet.

Av lagen om investeringsfonder framgår att det för varje fond ska finnas *fondbestämmelser* som upprättas av fondbolaget. I dessa ska grunderna för beräkning av fondbolagets och förvaringsinstitutets ersättning från fonden anges, samt fondbolagets avgifter för försäljning, förvaltning och inlösen av andelar. Av FI:s föreskrifter framgår att det ska finnas uppgift om den högsta avgift som får tas ut ur fonden för att täcka bolagets avgift för förvaltningen. Uppgifterna ska inkludera kostnader för förvaring, tillsyn och revisorer. Avgiften ska anges som en årlig procentuell andel av fondens värde. Om en prestationsbaserad avgift används ska det finnas uppgift om på vilket sätt denna beräknas.

Vidare framgår det av föreskrifterna att det i *faktabladet* ska finnas information om de kostnader som påverkar fondspararna. I *informationsbroschyren* ska det bl.a. lämnas uppgift, i procent av fondförmögenheten, om den högsta samt gällande avgift som bolaget får ta ut för att täcka kostnader för förvaltning, inklusive förvaring, tillsyn och revisorer. Gällande avgift i fonden kan vara lägre än den högsta, maximala avgiften som bolaget har rätt att ta ut och därför ska båda framgå.

Information om kostnader ska även lämnas i *årsberättelse* och *halvårsredogörelse*. Bl.a. framgår av föreskrifterna att det i förvaltningsberättelsen ska redogöras för den sammanlagda förvaltningskostnad som erlagts under året. Ersättningar ska även anges i fondens resultaträkning.

Slutligen framgår det av lagen att fondbolaget varje år skriftligen ska informera varje fondsparare i en investeringsfond om hur stort belopp av de totala kostnaderna för fonden under det närmaste föregående året som hänför sig till andelsinnehavet. I informationen ska det anges hur stor del av beloppet avser förvaltningskostnader, inklusive kostnader för förvaring av fondtillgångarna.[5]

Av lagen framgår även att andelarna i en fond ska vara lika stora och medföra lika rätt till den egendom som ingår i fonden. Vidare ska fondbolaget vid förvaltningen handla uteslutande i fondspararnas gemensamma intresse.

[3] Lagen (1990:1114) om värdepappersfonder ersattes den 1 april 2004 av lagen (2004:46) om investeringsfonder. Ett fondbolag eller annan fondförvaltare ska senast den 13 februari 2007 ha beviljats tillstånd enligt lagen om investeringsfonder, eller upphöra med verksamheten. Fortsättningsvis återges i avsnittet vad som står i lagen om investeringsfonder.
[4] FFFS 1997:11 respektive FFFS 2004:2.
[5] 4 kap. 22 § lagen om investeringsfonder.

Omfattning av prestationsbaserade avgifter

Sammanlagt 47 av 86 fond- och värdepappersbolag har infört prestationsbaserade avgifter i en eller flera av sina fonder. Tillsammans förvaltar dessa 47 bolag sammanlagt 78 fonder med prestationsbaserade avgiftsmodeller. Dessa fonder har tillsammans ett förvaltat kapital på cirka 90 miljarder kronor.[6] Fonder med prestationsbaserade avgifter är till största del specialfonder eller nationella [7] fonder. Sex av fonderna är värdepappersfonder som är harmoniserade dvs. fullt ut följer EG-direktivet.[8]

Fonderna är delvis av olika karaktär och placeringsinriktningarna skiljer sig åt. Drygt hälften av fonderna med prestationsbaserade avgifter är så kallade hedgefonder.

Vad är en hedgefond?
Hedgefonder kännetecknas som regel av att de strävar efter en positiv avkastning oberoende av marknadsutvecklingen, de har s.k. absoluta avkastningsmål, till skillnad från vanliga värdepappersfonder som oftast jämför sig mot ett marknadsindex. Hedgefonder har friare placeringsregler än vanliga fonder och kan i stor omfattning använda sig av bl.a. derivat, belåning, blankning (försäljning av aktier som fonden inte äger) för att uppnå avkastningsmålen. Det finns stora variationer i placeringsinriktning mellan olika hedgefonder. Det finns dock ingen legal eller allmänt vedertagen definition på vad som är en hedgefond, varför FI inte exakt kan fastställa antalet så kallade hedgefonder.

Utöver de så kallade hedgefonderna har även cirka 15 ”vanliga” aktiefonder samt cirka 15 fondandelsfonder valt att ha prestationsbaserade avgifter. Därutöver finns det ett fåtal fonder med annan inriktning.

Utveckling i Sverige och internationellt
Prestationsbaserade avgifter är alltså ganska vanligt förekommande på den svenska fondmarknaden och har blivit betydligt vanligare de senare åren. De första fonderna i Sverige med prestationsbaserade avgifter kom redan år 1996. Efter börsfallet i början av 2000-talet har antalet så kallade hedgefonder ökat kraftigt. Därmed har också antalet fonder med prestationsbaserade avgifter ökat eftersom det hittills främst är hedgefonder som använder denna typ av avgiftssystem. En stor del av nya specialfonder som idag startas har prestationsbaserade avgifter.

Internationellt är prestationsbaserade avgifter generellt vanligt förekommande, särskilt i så kallade hedgefonder. Hur vanligt det är och vad som är tillåtet i olika länder skiljer sig dock åt. Många av de så kallade hedgefonderna är i många länder inte reglerade, står inte under tillsyn och är inte, som i Sverige, konsumentprodukter som vänder sig till allmänheten. Vissa så kallade hedgefonder har även en annan legal struktur än fonder i Sverige.

[6] Per 2005-12-31. Källa: FI
[7] Special- och nationella fonder kallas fonder som har någon form av undantag från lagstiftningen, exempelvis avseende placeringsbegränsningarna. Nationella fonder är uttrycket enligt lagen om värdepappersfonder, specialfonder enligt lagen om investeringsfonder.
[8] Fonderna kallas även för UCITS-fonder och överensstämmer med samma EG-direktiv (UCITS-direktivet).

I Storbritannien tillåter tillsynsmyndigheten FSA prestationsbaserade avgifter[9]. I Tyskland förekommer prestationsbaserade avgifter i olika typer av fonder och är relativt vanligt.

I de övriga nordiska länderna skiljer sig bilden åt mellan olika länder. I exempelvis Finland är prestationsbaserade avgifter tillåtna. Det finns inga begränsningar till vilka fonderna får vända sig till och avgifterna är relativt vanliga i hedgefonder, men förekommer även i andra fonder. I Norge däremot förbjöd år 2001 tillsynsmyndigheten Kredittillsynet så kallade asymmetriska prestationsbaserade avgiftsmodeller i fonder som vänder sig till allmänheten.[10] Fonder som vänder sig till institutionella kunder med minsta insats på 5 miljoner norska kronor får ha dessa modeller.

Avgifter i fondsparande

Avgiftstruktur

I huvudsak finns två olika typer av avgifter i fondsparande:

- Förvaltningsavgifter: fast och prestationsbaserad.
- Försäljnings- och inlösenavgifter.

Den fasta förvaltningsavgiften tas ut av fondbolaget från fonden genom en årlig avgift i procent av den förvaltade fondförmögenheten. Vanligtvis beräknas och reserveras denna avgift dagligen. I fonder som inte har öppet dagligen sker det dock ofta månadsvis eller kvartalsvis. Oavsett värdeutvecklingen på sparandet är den fasta avgiften lika stor i procent av fondförmögenheten, därav benämningen fast avgift.[11]

Förutom den fasta avgiften finns det fonder som även tar ut en prestationsbaserad avgift som baseras på avkastningen i fonden. Avgiften tas ut bara om fondens avkastning överträffar ett valt avkastningsmål, ofta kallad jämförelseränta. Går fonden sämre än jämförelseräntan tas ingen avgift ut. Det finns olika varianter på hur dessa avgifter beräknas vilket behandlas nedan.

Vidare har fondbolaget möjlighet att ta ut försäljnings- och inlösenavgift, vilket en del av fonderna använder sig av. Denna avgift brukar anges i procent av försäljnings- respektive inlösenvärdet. Avgiften tas ut individuellt av fondspararen vid varje transaktion.

Avgifter påverkar värdet på sparandet

Avgifter i fondsparande har de senaste åren periodvis varit föremål för en intensiv debatt. Fondbolag har fått kritik för att de tagit mycket betalt även för direkt dåliga förvaltningsresultat. Avgiften är viktig för fondspararna därför att den påverkar värdet på deras fondsparande. I två fonder med liknande förutsättningar och avkastningsmöjligheter kommer den fonden med lägst avgift att över tiden generera högre avkastning på sparandet.

[9] Det är dock inte särskilt vanligt förekommande då de så kallade hedgefonderna legalt inte är hemmahörande i Storbritannien. FSA (Financial Services Authority) har därför inte information om dessa.
[10] www.kredittilsynet. no. Med asymmetrisk avses att bolaget tar avgift när avkastningen är högre än jämförelsemålet, men inte belastas när avkastningen är lägre.
[11] Den fasta avgiften ligger generellt på ca 1-2 procent för aktivt förvaltade aktiefonder, c a 0,3-0,8 procent för räntefonder.

Då avgiften är avhängig den framtida avkastningen i fonden är det först i efterhand som fondspararen vet hur mycket som har betalats i avgift. När bolagen presenterar fondernas avkastning är avgifterna bortdragna. Utifrån information enbart om avkastningen går det dock inte att veta hur och med hur mycket avgifterna har påverkat avkastningen, samt, då informationen endast visar den historiska avkastningen, vad fondspararen kommer att betala i avgift framöver och hur detta påverkar värdet på sparandet. Avgiftsnivån i fonder med prestationsbaserade avgifter kan periodvis bli väldigt höga. I undersökningen förekommer det att fonder har TER[12] på över 10 procent av fondförmögenheten. Det är därför viktigt att fondspararen får information om avgiftsstrukturen i fonden.

[12] Total expense ratio. Avser de totala kostnaderna (exklusive courtage och andra transaktionsrelaterade kostnader) i förhållande till genomsnittlig fondförmögenhet.

Granskning av avgiftsmodellerna

SAMMANFATTNING

FI har granskat hur avgiftsmodellerna är utformade med fokus på fyra delar.

- Den procentuella storleken på avgiftsuttaget är ungefär lika stor bland fonderna. Flertalet har en prestationsbaserad avgift på 20 procent av överavkastningen, dvs. den avkastning i fonden som överstiger avkastningen på den valda jämförelseräntan.
- Fonderna i undersökningen använder någon form av jämförelseränta/jämförelseindex för att mäta prestationen i fonden. De flesta av fonderna använder sig av en riskfri ränta, ofta 90 dagars statsskuldväxel, som jämförelseränta.
- Ett bolag måste fastställa hur ofta som prestationen ska mätas. De flesta av fonderna i undersökningen gör en avstämning och mäter avkastningen i fonden relativt jämförelseräntan varje kalendermånad eller kalenderkvartal. Om mätperioden inte sammanfaller med när fonden är öppen för försäljning och inlösen kan det uppstå situationer som kan vara till nackdel för vissa fondsparare. Om bolag väljer att ha prestationsbaserade avgiftsmodeller ska dessa konstrueras på ett sådant sätt som innebär att spararna behandlas rättvist och lika.
- De flesta fonderna har modeller som ”kompenserar” fondsparare för perioder där de har haft en utveckling som har varit sämre än jämförelseräntan, dvs. haft en så kallad underavkastning. Tanken är att fondspararen endast ska betala när avkastningen över tiden verkligen varit bättre än det som man jämför sig med. Prestationsbaserade avgiftsmodeller som inte kompenserar för tidigare perioders underavkastning är enligt FI:s uppfattning inte acceptabla.

Nedan redogörs för huvuddragen i de prestationsbaserade avgiftsmodellerna. Inledningsvis beskrivs de två olika modellerna för att ta ut avgifter som finns på marknaden: i rapporten benämnda ”kollektiv” respektive ”individuell” modell, samt eventuella effekter av de olika modellerna.

Därefter redogörs för hur villkoren i modellerna ser ut för de olika fonderna som ingått i undersökningen. Villkoren skiljer sig åt mellan olika fonder och det finns ett stort antal variationer på hur modellerna på marknaden är konstruerade. Redogörelsen är inte heltäckande utan har fokuserat på huvuddragen i modellerna samt vilka konsekvenser de kan få för en enskild fondsparare. Följande villkor redogörs för nedan:

- Storlek på avgiftsuttag
- Jämförelseränta
- Mätperiod
- Kompensation vid underavkastning

I samband med genomgången nedan av huvuddragen av villkoren och dess konsekvenser redogörs för några modeller som ingått i undersökningen och där villkoren är utformade på ett sådant sätt att de, enligt FI:s bedömning, kan leda till nackdelar för fondsparare.

Avslutningsvis redogörs för hur bolagen har beräknat och säkerställt att korrekta avgifter tagits ut ur fonderna, samt hur bolagen informerar om sina prestationsbaserade avgifter.

Olika modeller för avgiftsuttag

När ett bolag planerar att införa prestationsbaserade avgifter i en fond är det viktigt att modellen konstrueras på ett sådant sätt att den tillvaratar fondspararnas gemensamma intressen. En modell ska belöna en förvaltares skicklighet, bra avkastning och får inte leda till att onödigt höga risker tas som inte ligger i fondspararnas intressen. Därför är det viktigt att bolagen funderar på hur de vill att modellen ska fungera och vilka effekter olika villkor kan få. En bra modell ska sammanfläta bolagets och förvaltarens intressen med fondspararnas intressen. En felaktig modell kan få motsatta effekter. Utöver att fastställa villkoren på ett optimalt sätt är det viktigt för bolaget att se till att eventuella intressekonflikter hanteras. Om exempelvis ett bolag har en fond med enbart fast avgift och en med prestationsbaserad avgift, får bolaget inte prioritera den fond, på den andre fondens bekostnad, som ger mest intäkter åt bolaget. Bolaget får inte heller ha en sådan incitament- och bonusstruktur till förvaltare och ledande befattningshavare som gör att andra intressen kan ligga till grund för beslut. Flera bolag har uppgivit att ett sätt att se till att intressena är gemensamma är att förvaltaren har egna pengar investerade i fonden.

Prestationsbaserade avgifter beräknas generellt på två olika sätt, man kan tala om två olika ”modelltyper”.

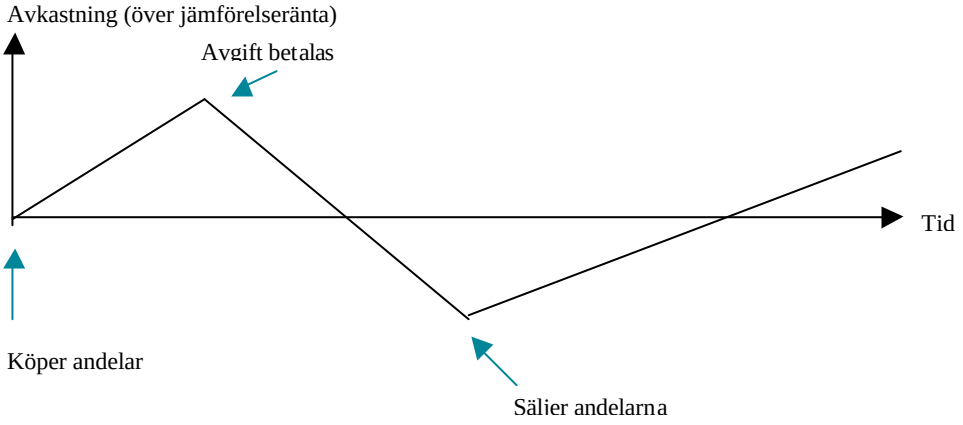
- För det första finns så kallade **individuella modeller** som beräknar avgift efter varje enskild fondsparares specifika avkastning. Denna avgift tas ut ur fonden men belastar respektive fondsparare i förhållande till just dennes avkastning.
- För det andra finns så kallade **kollektiva modeller** som beräknar utifrån fondens avkastning utan hänsyn till om fondsparare har olika avkastning beroende på när de köpt andelar i fonden.

Oavsett vilken modell bolaget väljer att ha i en fond ska bolaget ta ställning och avgöra vilka olika förutsättningar och villkor som ska gälla för att avgift ska kunna tas ut, exempelvis avseende jämförelseränta, mätperiod och möjligheten att tillgodogöra sig eventuell så kallad underavkastning, vilket behandlas nedan.

När ett bolag väljer modell och villkor är det viktigt att bolaget ser till fondspararnas gemensamma bästa och konstruerar en modell som är rättvis. I samtliga avgiftsmodeller, både i de kollektiva och i de individuella, kan det inträffa att fondspararen får betala en prestationsbaserad avgift även om avkastningen när fondspararen slutligen ”går ur” fonden har varit sämre än jämförelseräntan i fonden. Detta kan inträffa om en fond först går bättre än

jämförelseräntan - och avgift betalas - men att fonden därefter går sämre och fondspararen säljer sitt innehav när värdet på innehavet har sjunkit.

Bild 1: Möjlig konsekvens i samtliga modeller



Utgångspunkten är att den faktiska avkastningen endast kan beräknas när investeringen avslutas, dvs. när avkastningen har realiserats. I alla fonder med prestationsbaserade avgifter kan det därför uppstå situationer där fondsparare vid försäljning belastas med en avgift för en värdeutveckling som de inte tagit del av, då bolagen löpande tar ut avgifter och inte avvaktar med detta tills fondspararen har sålt sitt innehav (bild 1). Detta är viktigt för fondspararna att känna till. Situationen blir särskilt påtaglig när en fondsparare inte på frivillig basis säljer sina andelar utan blir ”tvungen” att realisera sina andelar, vilket exempelvis kan ske när en fond upphör.

Individuellt avgiftsuttag

Av totalt 78 fonder med prestationsbaserad avgiftsmodell hade 56 fonder det som i denna rapport benämns individuell prestationsbaserad avgiftsmodell.

Modellen tar alltså hänsyn till varje fondsparares individuella avkastning vid beräkning av avgiften. Beräkning av individuella avgifter kan därför vara mycket komplex och är ett skäl till att vissa bolag istället valt att ha en kollektiv modell, som generellt har ett enklare beräkningsförfarande. Beräkningar kräver god kompetens hos bolaget samt hög administrativ kapacitet och investeringar i system som kan hantera beräkningarna. Detta medför att kostnaderna för att ha en sådan modell kan bli relativt höga, vilket är något bolag måste ta i beaktande när de väljer avgiftsstruktur i en fond. Vidare kan det vara svårt att ha fonden öppen för försäljning och inlösen av andelar dagligen bland annat på grund av komplexiteten i beräkningarna.

Beräkningarna kan skilja sig åt mellan fonder, men de allra flesta reglerar de individuella avgifterna med att emittera så kallade kompensationsandelar[13]. Syftet med kompensationsandelarna är att se till att det blir rättvist i meningen att varje fondsparare betalar en avgift som bygger på just den avkastning han eller hon har haft med hänsyn tagen till när andelarna är köpta. Vidare får fonden genom förfarandet ett andelsvärde på ”fondnivå” istället för att varje enskild fondsparare får ett ”eget” andelsvärde.

[13] Benämns i denna rapport kompensationsandelar. Kan även kallas emissionsandelar.

Kortfattat beräknas avgifterna genom att bolaget utgår från den fondsparare som ska betala den högsta avgiften för perioden (exempelvis med 10 kronor per andel). När avgiften tas ut minskar fondens andelskurs med den högsta avgiften (dvs. med 10 kronor). Detta påverkar samtliga fondsparare i fonden då även deras andelar blir mindre värda när kursen sjunker. De fondsparare som inte ska betala någon avgift eller ska betala en lägre avgift måste därför kompenseras för avgiftsuttaget ur fonden, eftersom värdet på deras innehav annars blir för lågt. I kompensation ”köper” då bolaget nya andelar (så kallade kompensationsandelar) som dessa fondsparare får kostnadsfritt. Varje fondsparare får så många fler andelar så att det sammantagna värdet för fondspararen blir korrekt. För en som inte ska betala avgift är det totala värdet oförändrat. För övriga har värdet minskat med det belopp som motsvarar den avgift som just han eller hon skulle betala. Att en fondsparare inte ska betala lika hög avgift som andra fondsparare beror på att andelarna är köpta vid olika tidpunkter och den individuella avkastningen skiljer sig åt. (Se mer om detta nedan under ”Kompensation för underavkastning”).

Som ovan framgår kan beräkningsförfarandet vara relativt komplext i individuella modeller. En följd av andelsemitteringarna blir att den officiella andelskursen inte blir ”korrekt”[14] för samtliga fondsparare. Andelskursen kommer inte alltid att visa varje fondsparares individuella avkastning. Andelskursen kommer för en del fondsparare att vara lägre än den avkastning som egentligen erhållits. Fondsparare har ju fått andelar i kompensation för att andelskursen sjönk, och värdet av dessa andelar syns inte om man endast tittar på andelskursen. Detta medför att det ibland kan vara svårt för en fondsparare att på ett tydligt och enkelt sätt få en överblick över avkastningsutvecklingen.

Många fondsparare kan köpa andelar genom olika mellanhänder där andelarna kan vara förvaltarregistrerade hos bolaget för kunders räkning. När dessa mellanhänder får kompensationsandelar ska de i sin tur ”fördela” ut andelarna på respektive bakomliggande kund. Flera bolag som deltagit i undersökningen har angivit att detta är komplext och kan skapa förvirring samt leda till många frågor.

Kollektivt avgiftsuttag

Kollektiva modeller är inte lika vanligt förekommande som individuella modeller: 22 av totalt 78 fonder har valt en kollektiv modell. Kollektiv modell innebär att avgiften tas direkt ur fonden och beräknas på totalavkastningen i fonden, oftast jämfört med en jämförelseränta, för en specifik period. Beräkningarna grundar sig inte på fondspararnas individuella avkastning.

En fördel med kollektiv modell jämfört med individuell är att den kollektiva modellen generellt är enklare att administrera. Eftersom bolaget inte behöver hålla isär varje fondsparares individuella avkastning behöver bolaget inte ha lika mycket i systemkapacitet vilket bör medföra lägre kostnader för bolaget. Dock kräver även denna avgiftsmodell hög administrativ kapacitet.

[14] I en fond med endast fast avgift kommer andelskursen att spegla den faktiska avkastningen. Ex. om andelskurs är 120 kr och anskaffningskurs är 100 kr så har avkastningen varit 20 procent.

Slutsats
En individuell modell tar hänsyn till varje enskild fondsparares specifika avkastning vid beräkning av de prestationsbaserade avgifterna medan en kollektiv modell endast tar hänsyn till avkastningen på ”fondnivå”. En individuell modell kräver dock mer i system- och administrativ kapacitet för bolaget, vilket medför ökade kostnader. En kollektiv modell kan dock vara enklare att förstå för en fondsparare, då beräkningarna och avgiftsuttagen oftast är mindre komplexa.

Storlek på avgiftsuttag

Tabell 1: Storlek på avgiftsuttag

Procent av överavkastning	Antal fonder
> 25	1
25	6
20	43
15	13
10	13
Övrigt	2

Den procentuella storleken på avgiftsuttaget är ungefär lika stor bland fonderna. Som framgår av tabellen ovan har de allra flesta fonderna i undersökningen en prestationsbaserad avgift på 20 procent av överavkastningen, dvs. den avkastning i fonden som överstiger avkastningen på den valda jämförelseräntan. Ett antal fonder har 10, 15 respektive 25 procent och en fond betalar hela 50 procent av överavkastningen.

Några fonder har en variant där de tar ut en fast procentsats, exempelvis 0,5 procent, av fondförmögenheten om fondens avkastning har överstigit jämförelseräntan. Det har ingen betydelse med hur mycket den överstigit jämförelseräntan.

Det finns fonder som har begränsningar för hur mycket som maximalt får tas ut i prestationsbaserade avgifter, en begränsning som är uttryckt i procent av fondförmögenheten. Begränsningen är antingen per månad, kvartal eller år. Exempelvis max 4 procent av fondförmögenheten per år, inklusive den fasta avgiften. Detta motiveras bl.a. med att avgiftsuttaget vid perioder med mycket bra avkastning inte ska bli orimligt stort.

I fonder som har ett aktieindex som jämförelseränta kan det hända att avgift får betalas trots att avkastningen i fonden varit negativ. Det förekommer dock att fonder har infört begränsningar så att avgift bara tas ut om avkastningen i fonden varit positiv och högre än jämförelseräntan.

Utöver prestationsbaserade avgifter tar även de allra flesta fonderna ut en fast avgift på cirka 0,5 – 1,5 procent. Tre av fonderna tar inte ut någon fast avgift alls.

Slutsats
Avgiftsnivån i fonderna skiljer sig åt även om de flesta bolagen har valt att ta ut 20 procent av överavkastningen. Några av bolagen har valt att ha någon form av annan eller ytterligare begränsning för avgiftsuttaget.

FI har inte som sin uppgift att reglera prissättningen i fonder, utan detta är en affärsmässig avvägning som bolaget ska göra. Det är dock viktigt att bolagen ser till att prissättningen har en struktur som inte skapar felaktiga incitament hos förvaltarna som inte ligger i linje med fondspararnas intressen. Exempelvis är det viktigt att det finns incitament till att skapa bra avkastning trots att bolaget har nått ”taket” för vad de får ta ut i avgift under en viss period för en fond.

Jämförelseränta

Vid användning av prestationsbaserade avgifter använder sig fonderna av någon form av jämförelseränta/jämförelseindex[15] för att mäta prestationen i fonden. Principen är att avgift endast ska betalas när förvaltaren har gjort bra ifrån sig. För att mäta förvaltarens prestation används någon form av jämförelseränta där avgift endast betalas om fondens avkastning är ”bättre” än avkastningen på jämförelseräntan. De allra flesta av fonderna använder sig av en riskfri ränta, ofta 90 dagars statsskuldväxel, som jämförelseränta. Ett sådant mått visar vanligtvis en positiv avkastning vilket medför att det inte utgår någon avgift om värdet på sparandet har sjunkit. Nästan alla av de så kallade hedgefonderna använder en riskfri ränta, då de anser att det ligger i linje med fondens placeringsinriktning där de oftast eftersträvar en absolut avkastning och inte följer något specifikt marknadsindex. Löptiden för räntan överensstämmer oftast med när fonden är öppen för försäljning och inlösen.

Tabell 2: Jämförelseränta i fonderna

Jämförelseränta	Antal fonder
Räntesats/Ränteindex	60
Aktieindex	10
Övrigt (Kombination)	1
Noll procent (All positiv avkastning)	7

I fonder som jämför sig relativt ett aktieindex utgår avgift generellt även om fondens avkastning har varit negativ. Om fondens avkastning under perioden varit – 7 procent och indexets utveckling varit – 9 procent, utgår avgift. Detta medför att fondspararen får betala en prestationsbaserad avgift – trots att värdet på dennes sparande under perioden minskat.

Några bolag har valt att fonden ska avkasta bättre än en jämförelseränta plus ett visst antal procentenheter innan avgift får tas ut. Exempelvis OMRX T-bill + 2 procentenheter.

[15] Begreppet har olika benämningar ofta beroende på vad fonden jämför sig med. I rapporten benämns det för jämförelseränta oavsett om underliggande ex. är en ränta el. ett aktieindex. Internationellt benämns detta ofta ”hurdle rate”, ”benchmark” etc.

Sju av fonderna har som enda krav för att ta ut avgift att avkastningen är positiv, dvs. det är tillräckligt att avkastningen överstiger noll procent. Detta innebär att de har möjlighet att ta ut prestationsbaserade avgifter så fort fonden har fått en positiv avkastning, trots att avkastningen kan ha varit lägre än avkastningen från exempelvis en riskfri placering.

Slutsats
FI anser att en jämförelseränta ska vara:

- **Relevant**

Fonder ska ha en jämförelseränta som har koppling till fondens placeringsinriktning och i övrigt ligger i linje med fondens mål och strategier. Det är viktigt att det finns ett samband mellan målet för fonden och hur avgifterna beräknas och tas ut.

Om en fond får utdelning på sina placeringar bör ett bolag beakta utdelningar vid val av jämförelseränta. Exempelvis om en fond har ett aktieindex som jämförelseränta ska detta inkludera utdelning. Även eventuella begränsningar som fonder kan ha bör beaktas, exempelvis max 10 procent i ett enskilt bolag.

I undersökningen har det framkommit exempel på jämförelseränta som FI inte anser vara relevant. Exempelvis använder sig ett bolag av riskfri ränta i sin IT-fond, en branschaktiefond som placerar i IT-aktier i hela världen. Fonden är en vanlig värdepappersfond och har inte möjlighet att gå kort exempelvis genom så kallad blankning. Avkastningen i fonden har svängt kraftigt de senare åren. Årsavkastningarna har varierat från +109 procent till – 53 procent, p.g.a. kraftiga rörelser på marknaden för IT-aktier. FI anser inte att det är relevant utifrån denna fonds placeringsinriktning att använda en riskfri ränta som jämförelseränta, då detta inte säger något om hur förvaltaren har presterat. Vid platsundersökningen kunde bolaget inte ge en tillfredsställande förklaring eller motivering till varför fonden använde denna ränta och i fondens faktablad har bolaget angivit att fonden saknar en relevant jämförelseränta när de presenterar fondens avkastning.

För exempelvis fonder med inriktning mot en viss bransch eller en region är det inte heller relevant att använda sig av ett globalt aktieindex som jämförelseränta.

- **Tydlig, etablerad och transparent**

En jämförelseränta måste gå att definiera och det får inte finnas utrymme för subjektiva värderingar vid fastställande av jämförelseräntan. Bolaget måste kunna kommunicera jämförelseräntan och en fondsparare måste kunna kontrollera utvecklingen på denna. Med etablerad avses att det ska vara vedertaget och känt, det får inte vara något eget, ”hemsnickrat” index, som inte går att kontrollera.

FI anser exempelvis inte att ”bästa inlåningsränta” uppfyller kraven på tydlighet och transpararens.[16] I detta fall visade det sig att jämförelseräntan som bolaget valt, ”bästa inlåningsränta”, skapade en otydlighet där bolaget vid platsundersökningen inte kunde uppvisa ett konsekvent val av vilka räntor som hade utgjort grund för de historiska beräkningarna. Följaktligen har inte jämförelseräntan kunnat kommuniceras på ett tydligt sätt varken internt eller till fondspararna.

Det är bolagen själva som ansvarar, och är bäst lämpade, att bedöma vilken jämförelseränta som är mest relevant och lämplig i just deras fond. Bolagen ska dock kunna motivera sitt val av jämförelseränta. Det är viktigt att detta tydligt kommuniceras till fondspararna så att de kan bilda sig en uppfattning om valet av jämförelseränta då detta har en stor betydelse för vilka kostnader som kan komma att belasta fondspararen, och följaktligen får betydelse för den framtida avkastningen på sparandet.

Ett annat bolag har uttryckligen angivit som mål att deras fond ska slå den riskfria räntan, medan prestationsbaserade avgifter utgår redan på avkastning över noll procent, dvs. jämförelseräntan är noll procent. FI anser att det kan vara vilseledande att använda ett mål för fonden, i detta fall en avkastning över riskfria räntan, och ett annat som mål för när en prestation ska anses som bra, dvs. vid beräkning av avgifterna. Bolagen måste vara tydliga och kunna motivera val av mål och jämförelseränta.

Mätperiod

Ett bolag måste fastställa hur ofta som prestationen ska mätas. De flesta av fonderna i undersökningen gör en avstämning och mäter avkastningen i fonden relativt jämförelseräntan varje kalendermånad eller kalenderkvartal. Om exempelvis mätperioden[17] är kalenderkvartal så görs en avstämning vid kvartalets slut för det gångna kvartalet, dvs. perioden sedan avgift sist beräknades. I vissa av fonderna mäts prestationen dock varje dag och några fonder mäter årsvis.

Oftast har fonderna en mätperiod för avgiftsberäkningen som hänger samman med när fonden är öppen för försäljning och inlösen av andelar. Om en fond har öppet kvartalsvis beräknar och bokför fonden även prestationsbaserade avgifter kvartalsvis. En som då köper nya andelar vid kvartalsskiftet köper andelarna till en andelskurs som är beräknad efter eventuella prestationsbaserade avgifter tagits ut ur fonden. De flesta av fonderna i undersökningen är inte öppna dagligen utan månadsvis eller kvartalsvis. Vissa fonder är öppna månadsvis för försäljning av andelar, medan dem är öppna endast kvartalsvis för inlösen av andelar. För de fonder som har kalenderår som mätperiod sker en justering, oftast kvartalsvis när fonden är öppen, när någon fondsparare löser in andelar. Detta för att inte kunna ”undkomma” att betala avgift genom att lösa in andelarna exempelvis kvartalet innan årsskiftet.

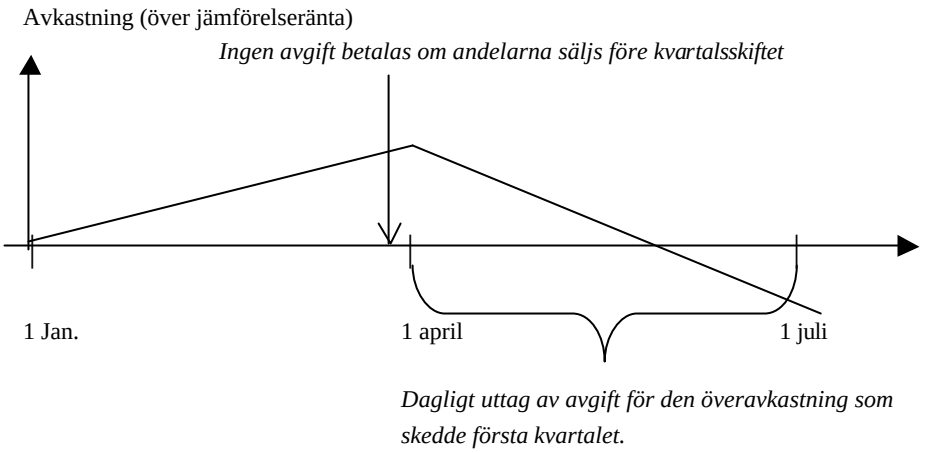
[16] Bolaget hade detta tidigare men jämförelseräntan ändrades efter krav från FI i samband med bolagets omauktorisation 2005. Vid platsundersökningen togs stickprov på historiska avgiftsuttag.
[17] I rapporten används begreppet mätperiod. Det är dock inget allmänt vedertaget begrepp.

I fonder där tidpunkten för när avgift beräknas sammanfaller med tidpunkten för när fonden är öppen och kurssättning sker kommer fondens avkastning att sammanfalla med fondspararens avkastning under perioden.

Resultat av undersökningen
Om mätperioden inte sammanfaller med när fonden är öppen för försäljning och inlösen kan det uppstå situationer som skulle kunna vara till nackdel för vissa fondsparare, beroende av hur bolaget löpande bokför och tar ut avgifterna ur fonden. I undersökningen har det framkommit exempel på kollektiva modeller där beräkning och bokföring av avgifter inte sammanfaller med när fonden är öppen för försäljning och inlösen.

En modell som har en sådan konstruktion är den modell som E. Öhman J:or Fonder AB använder för sin IT-fond respektive Varumärkesfond (bild 2). Fonderna, som är värdepappersfonder, är öppna dagligen samtidigt som bolaget beräknar prestationsbaserade avgifter kvartalsvis. Fondernas prestation mäts genom att jämföra respektive fonds avkastning det senaste kalenderkvartalet med jämförelseräntan för perioden. Vid kvartalets slut beräknas den prestationsbaserade avgiften. Om fonden överträffat sin jämförelseränta bokförs avgiften från fonden dagligen i det *kommande* kvartalet. Fonden har inget “high watermark” och någon underavkastning kan inte tillgodoräknas från ett kvartal till ett annat. Genom konstruktionen kan andelsägare få betala, beroende av när de köper andelarna, för en uppgång de ej tagit del av. Detta kan ske om exempelvis andelar köps i början på andra kvartalet. Fonden kommer dagligen belastas, dvs. NAV-kursen minskar, med prestationsbaserade avgifter som härrör sig till den avkastning som erhölls under första kvartalet. Samtidigt kan vissa andelsägare medvetet eller omedvetet slippa att betala avgift för överavkastning de fått ta del av. Exempelvis kan det ske om andelarna löses in före kvartalsskiftet.

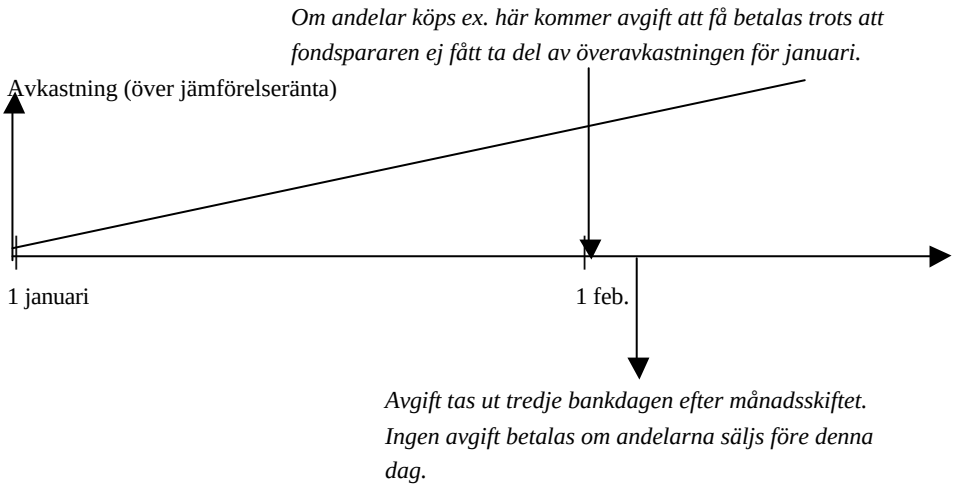
Bild 2: Modell som kan innebära orättvisor



Även den modell som Länsförsäkringar Fondförvaltning AB:s Småbolagsfond (bild 3) har kan innebära att fondsparare får betala avgift för en uppgång de inte tagit del av och vice versa. Fonden är öppen dagligen för försäljning och inlösen. Prestationsbaserad avgift beräknas och uttages dock ur fonden månadsvis. Avgift tas ut tredje bankdagen efter varje månadsskifte. Om en fondsparare exempelvis köper andelar i fonden strax före ett månadsskifte så får denne betala en prestationsbaserad avgift för den överavkastning

fonden har haft under den gångna månaden. Detta trots att denne inte hade något sparande i fonden under den gångna månaden. Likaså kan en fondsparare sälja sina andelar den andra bankdagen i månaden och på så sätt slippa betala avgift för en avkastning den har fått ta del av, då avgiften belastar fonden först tredje bankdagen efter månadsskiftet.

Bild 3: Modell som kan innebära orättvisor



I diskussioner med bolagen kunde bolagen inte motivera varför de valt just dessa modeller men de var medvetna om att modellerna hade vissa brister. De hade dock inte sett över den då de inte hade haft några klagomål och att det inte var någon prioriterad fråga för bolagen.

Slutsats

De finns för- och nackdelar med både en lång och en kort mätperiod. Givet att man ser fondsparande som en relativt långsiktig investering är det svårt att mäta vad som kan anses som en ”god prestation” på en alltför kort tidsperiod. Det kan ifrågasättas om det är förenat med syftet och idén med prestationsbaserade avgifter att mäta och beräkna en prestation dagligen eller ens månatligen eller kvartalsvis. En längre period speglar bättre hur fonden faktiskt har presterat och bör på sikt ha mer med förvaltarens skicklighet än tur att göra, än en kort period. Å andra sidan möjliggör en kort mätperiod ofta en bättre likviditet i fonden. Om fonden är öppen exempelvis månadsvis istället för kvartalsvis, och därmed får en bättre likviditet, så är mätperioden vanligtvis också månadsvis.

Som framgått finns exempel på avgiftsmodeller med sådana villkor som gör att FI, efter att ha analyserat vilka konsekvenser dessa modeller kan få, anser att de inte ska förekomma. Modellerna har en sådan konstruktion att de i vissa situationer är orättvisa och kan medföra att fondsparare får betala felaktiga avgifter till bolaget. Exempelvis kan en fondsparare få betala för en avkastning som överstiger jämförelseräntan som han eller hon inte fått del av. Detta kan ske exempelvis om investeringen görs i slutet av en mätperiod. Dessa modellers konstruktion och komplexitet gör att det är oerhört svårt för en fondsparare att förstå effekterna och hur det kan påverka värdet på deras sparande. Detta gäller även om bolaget skulle informera om effekterna, vilket dock inte har skett i de aktuella fallen.

Med anledning av detta kommer FI framöver inte att godkänna denna typ av prestationsbaserade avgiftsmodeller, eller modeller som kan medföra liknande konsekvenser för fondspararna. Om bolag väljer att ha prestationsbaserade avgiftsmodeller ska dessa konstrueras på ett sådant sätt som innebär att fondsparare behandlas rättvist och lika. Det är viktigt att ingen fondsparare kan förfördelas eller gynnas på andras bekostnad.

Dessa typer av modeller har tidigare godkänts av FI. FI ändrar nu sin tidigare praxis vid bedömning och godkännande av avgiftsmodeller. FI kommer även att se till att de befintliga modellerna kommer att förändras alternativt avvecklas.

Kompensation vid underavkastning

De flesta fonderna har modeller som ”kompenserar” fondsparare för perioder där fondspararen haft en utveckling som har varit sämre än jämförelseräntan, dvs. haft en så kallad underavkastning. Tanken är att fondspararen endast ska betala när avkastningen över tiden verkligen varit bättre än det som man jämför sig med. Om fondspararen haft en period med underavkastning betalar denne ingen prestationsbaserad avgift förrän underavkastningen tagits igen. Dvs. även om fonden i efterföljande period går bättre än jämförelseräntan så betalas ingen avgift förrän fonden har tagit igen tidigare perioders underavkastning eller nått upp till det tidigare högsta värdet där avgift senast betalades. Ofta benämns det tidigare högsta värdet för ”high watermark”[18]. Vanligtvis räknas det tidigare högsta värdet upp med jämförelseräntan.

I vilken utsträckning bolaget kompenserar fondspararen skiljer sig dock åt. De flesta av fonderna som har någon form av kompensation för underavkastning har att avkastningen ska komma ifatt all tidigare underavkastning. Det innebär att fondspararen inte betalar förrän värdet på sparandet är högre än vad det tidigare varit, oavsett hur lång tid det tar. Många av fonderna har dock en begränsning av under hur lång period en fondsparare kan tillgodogöra sig tidigare perioders underavkastning, exempelvis att endast underavkastning det senaste kvartalet eller innevarande år får tillgodoräknas. Därefter ”nollställer” bolaget den ackumulerade underavkastningen och fondspararen får framöver betala för den avkastning som överstiger jämförelseräntan, trots att den föregående perioden kan ha haft en utveckling sämre än jämförelseräntan.

I ett antal av fonderna får fondspararna ingen kompensation alls för tidigare underavkastning, dvs. fonden använder sig ej av ”high watermark”. Så fort en ny period, exempelvis ett nytt kvartal, inleds kommer fondspararen att få

[18] Internationellt, och även i Sverige, benämns detta ofta som ”high watermark”. Det är dock inte alltid som ”high watermark” definieras på samma sätt hos olika bolag. I denna rapport används begreppet när underavkastning tillgodoräknas.

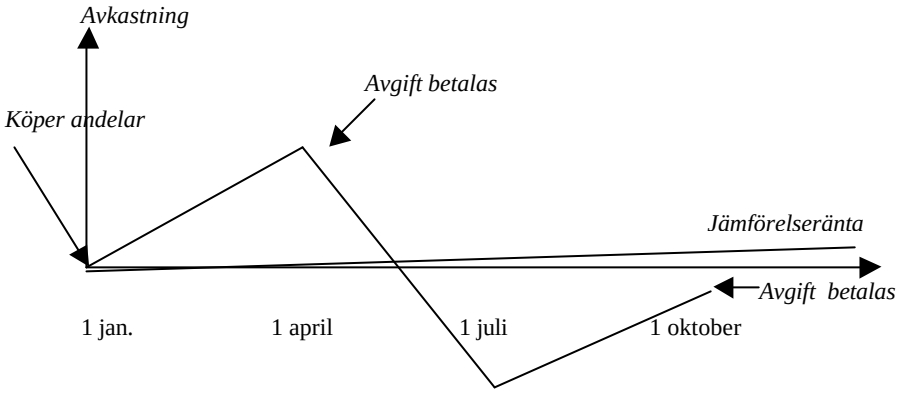
betala när fondens avkastning är bättre än jämförelseräntan, oavsett hur fonden har gått tidigare.

Tabell 3: Kompensation för underavkastning

Villkor	Antal fonder
Kompensation utan begränsningar	63
Kompensation med begränsningar	7
Ingen kompensation alls	8

Avsaknad av ”high watermark” eller begränsningar i villkoren för hur länge underavkastning får tillgodogöras medför att en fondsparare kan komma att få betala för ”samma” uppgång flera gånger beroende av hur fonden utvecklar sig. I en fond som beräknar och betalar prestationsbaserade avgifter exempelvis kvartalsvis kan effekten bli följande:

Bild 4: Avgift betalas flera gånger trots underavkastning



Ovanstående visar att fondsparare får betala prestationsbaserade avgifter till bolaget trots att avkastningen i fonden under perioden har varit sämre än vald jämförelseränta. Under första kvartalet betalar fondsparare för att fonden avkastar bättre än jämförelseräntan. Påföljande kvartal underavkastar fonden och ingen avgift betalas. Fonden som inte har ett ”high watermark” som får flyttas över till nästa period, kan således inte tillgodoräkna tidigare periods underavkastning. Fonden går återigen bättre än jämförelseräntan och 1 oktober utgång får fondspararen betala avgift ännu en gång. Fondspararen har nu fått betala avgift både för första och tredje kvartalet trots han eller hon inte fått någon överavkastning under årets första nio månader.

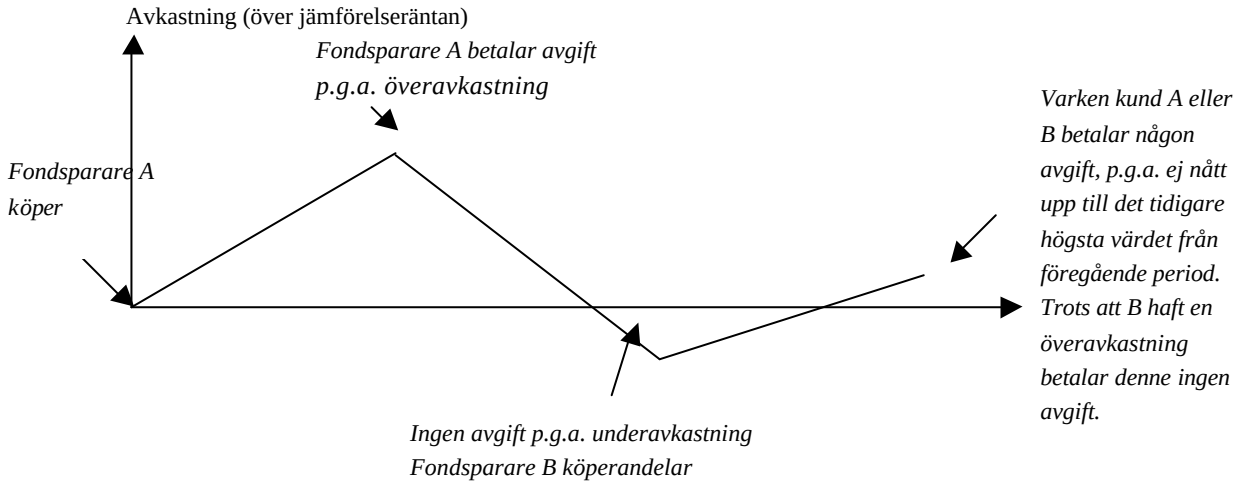
I undersökningen finns exempel på där fondsparare har belastats med prestationsbaserade avgifter under ett kalenderår trots att fonden haft en avkastning som är ändå upp till cirka 50 procent sämre än vald jämförelseränta under samma period.

Free rider-effekt

Om fonden har ett ”high watermark” där underavkastning kan medföras till nästa period, kommer avgift inte att utgå förrän förvaltaren har tagit igen all tidigare underavkastning. Detta kan i kollektiva modeller medföra att en fondsparare, beroende av när andelarna köptes, kan undkomma att betala

prestationsbaserad avgift fastän dennes enskilda avkastning har varit bättre än jämförelseräntan (bild 5).

Bild 5: Free rider-effekt



Denna så kallade free rider-effekt får till följd att medan vissa fondsparare får betala för exempelvis en 5-procentig överavkastning sedan anskaffningen, behöver andra inte göra det. Vid platsundersökningarna har bolagen hävdat att detta naturligtvis inte är optimalt men att ingen enskild fondsparare blir drabbad. Effekten är att några kan undkomma att betala men att det är bolaget som i sådant fall bjuder på denna ”uteblivna” intäkt. I praktiken är problemet även relativt litet enligt bolagen. Har fonden haft en negativ utveckling – med mycket underavkastning – är inflödena sällan stora då få vill gå in i en fond som inte har haft ett bra förvaltningsresultat.

Slutsats och förslag till åtgärder

FI anser inte att det är rättvist mot fondspararna att ha en modell där en fondsparare kan få betala för ”samma” uppgång flera gånger. Ett sparande i en fond betraktas generellt som ett långsiktigt sparande. Detta bör vara en utgångspunkt för hur dessa avgifter tas ut. En fondsparare förväntar sig generellt inte att han eller hon ska betala prestationsbaserade avgifter för en ”prestation” som givit sämre avkastning än den valda jämförelseräntan, vilket kan bli effekten när bolaget har valt att inte kompensera för underavkastning i fonden eller att begränsa villkoren för hur länge en sådan får tillgodoräknas.

Det är ofta väldigt svårt för en fondsparare att förstå konsekvenserna av vad avsaknad av “high watermark” eller begränsningar i sådant kan komma att innebära. Detta bekräftas även av bolagen själva som har redogjort för att de mycket sällan eller aldrig får frågor rörande hur “high watermark” fungerar och vilka effekter det kan medföra (se kapitlet Granskning av informationen). Sådan information är, även om den skulle kommuniceras i högre grad än vad som är fallet idag, vanligtvis svår att ta till sig. FI:s erfarenhet är att bolagen inte heller själva alltid är fullt medvetna om vad effekterna kan bli

för fondspararna, vilket naturligtvis medför att fondspararna får sämre information.

FI anser således att det inte är tillräckligt att informera om detta. Istället ska ett bolag som har beslutat att införa prestationsbaserade avgifter erbjuda fondspararna kompensation för underavkastning. Flertalet av fonderna som idag inte kompenserar för underavkastning, eller har en begränsning i villkoren, är dessutom fonder som har relativt låga, eller inga, insättningsbegränsningar och följaktligen vänder sig till en bredare krets av investerare.

Det har framförts argument från bolag att det är viktigt för bolagen att kunna ha begräsningar i "high watermark" för att bolaget och förvaltaren annars skulle riskera att behöva ta högre risker för att komma ikapp och att intresset att förvalta fonden skulle minska, vilket sammantaget skulle vara till nackdel för fondspararna. FI anser inte att detta är ett tillräckligt skäl som motiverar och uppväger att fondsparare kan drabbas av de negativa effekter som beskrivits. Att engagemanget avtar eller att en förvaltare lämnar en fond kan alltid inträffa när en fond har en dålig utveckling oavsett hur villkoren för "high watermark" ser ut. Även fonder som bara har fasta avgifter riskerar att få "oengagerade" förvaltare om avkastningen är dålig och nettoinflödena är låga och intjäningsförmågan därmed reduceras. Avseende risknivån i fonden kan det även bli motsatta effekter. Om en fond exempelvis endast tillåter att underavkastning får tillgodoräknas under innevarande kalenderår kan en fond som har en underavkastning under årets första 11 månader ha incitament att ta väldigt höga risker under sista månaden. Detta för att komma upp till en nivå där prestationsbaserade avgifter kan tas ut. Om bolaget vet att oavsett hur fonden presterar sista månaden så kommer underavkastningen inte att föras med till nästa år, kan bolaget komma att ta stora risker för att "komma ifatt". Lyckas bolaget så kan de ta ut avgift, misslyckas de får de inte ta ut någon avgift vilket de ändå inte skulle ha kunnat göra. Underavkastningen som nu kanske blev ännu större får fondspararna ändå inte tillgodoräkna nästa period. Bolaget kan återigen ta ut avgift oberoende av att avkastningen var sämre än jämförelseräntan föregående år. Sammantaget kan denna modell skapa intressekonflikter som är svåra att hantera.

Därför gör FI bedömningen att prestationsbaserade avgiftsmodeller som inte kompenserar för tidigare perioders underavkastning inte ska förekomma. Detta gäller såväl befintliga som nya fonder.

För befintliga fonder med sådana modeller föreslår FI att bolagen senast i februari 2007, den tidpunkt då samtliga bolag ska vara omaukoriserade, ska ha gjort en genomgång och vidtagit relevanta förändringar av modellerna.

Granskning av avgifterna

SAMMANFATTNING

Rutiner för och kvaliteten på hur avgifterna beräknades och säkerställdes varierade mellan de bolag FI undersökte.

- Några bolag hade tydliga och väl fungerande rutiner.
- Andra bolag hade anmärkningsvärda brister när det gäller rutiner för att kontrollera avgiftsuttag.
- Det finns också i vissa fall bristande kunskaper hos bolagen om hur de egna modellerna fungerar.

Olika upplägg i bolagen

Som framgått kan beräkningen av prestationsbaserade avgifter vara komplex, särskilt när avgifterna beräknas individuellt per fondsparare. Avgiftsberäkningarna ställer stora krav på väl fungerande administrativa rutiner hos bolagen samt stora krav på de system som används för beräkningarna. Vidare ställer det naturligtvis krav på att de personer som löpande arbetar med att beräkna och säkerställa avgifterna är insatta och väl införstådda med dels beräkningsgrunderna, dels hur systemen och de administrativa rutinerna fungerar.

Bolagen använder sig av olika system för beräkning. Några bolag använder sig av egenutvecklade Excel-system, medan andra har köpt in färdiga system från en extern leverantör. Flera av bolagen har redogjort för att val av system är av stor vikt för hur de ska utforma sin avgiftsmodell.

Vem eller vilka som löpande utför beräkningarna varierar mellan bolagen. Bolagen uppvisar också variation i hur de kontrollerar och säkerställer beräkningarna. I de allra flesta bolag är det den administrativa avdelningen/back office-personal som utför beräkningarna. I andra bolag, oftast mindre, är det exempelvis riskkontrollfunktionen, IT-avdelningen eller VD som utför beräkningarna. Flera av bolagen utför dock av olika skäl inte beräkningarna själva utan har lagt ut det på en extern part, ofta en part som handhar bolagets övriga administration. Oavsett om bolaget har lagt ut detta på en annan part är bolaget givetvis alltid ansvarigt för att avgiftsuttagen sker på ett korrekt och villkorsenligt sätt.

Brister i bolagen

Som en del i undersökningen har FI granskat hur beräkningar av avgifter sker och vilka rutiner bolagen har för att kontrollera och säkerställa att de avgifter som tas ut ur fonderna är korrekta utifrån angivna villkor. Dels har information erhållits genom svar på den skrivelse som gick ut till bolagen, dels har rutiner granskats vid platsundersökningarna. Vid platsundersökningarna togs även stickprov på gjorda avgiftsuttag.

Rutiner för och kvaliteten på hur avgiftsuttagen beräknades och säkerställdes varierade mellan de bolag FI besökte. Några hade tydliga och väl fungerande interna rutiner för hur de beräknade och säkerställde att korrekta avgifter togs ut. Bland annat gjorde bolagen dualitetskontroller och tog stickprover på enskilda fondsparares prestationsbaserade avgifter som dokumenterades. Bolagen hade även i övrigt en god kontroll och kunskap över hur avgiftsberäkningarna genomfördes.

I andra bolag identifierade dock FI i vissa fall allvarliga brister. Vid genomgång av bolagens rutiner och analys av genomförda stickprov framkom att tillfredsställande rutiner för att säkerställa att korrekt avgift togs ut saknades. Bl.a. noterades följande brister i ett eller flera bolag:

- Otillräcklig kontroll av uttagna avgifter. Bl.a. gjordes endast en rimlighetsberäkning av den totala avgiften som skiljde cirka 30 procent mot faktisk uttagen avgift och bolaget ansåg att felmarginalen var acceptabel. Det gjordes inte heller någon kontroll av uttagna avgifter på någon enskild fondsparare utan man litade på att systemet alltid räknade korrekt för varje enskild fondsparare.

- Underlag på kontroller saknades. Bolag som redogjorde för att de regelbundet tog stickprov på enskilda fondsparares avgiftsuttag för att verifiera korrekta uttag saknade underlag på att dessa kontroller genomförts. FI kunde följaktligen inte verifiera vilka kontroller som bolagen genomförde.

- Felaktig prestationsbaserad avgift har tagits ut. FI kunde bl.a. konstatera att en felaktig fondförmögenhet använts som underlag vid beräkningarna. Det hade inte uppmärksammats att fel avgift tagits ut trots att det uppgavs att löpande dualitetskontroller genomfördes. Avgiften som togs ut råkade i detta fall bli lägre än vad som borde ha tagits ut, då fondförmögenheten som använts var lägre än den aktuella.

  Vidare förekommer det att bolag även gett olika, ej samstämmiga, uppgifter till FI på vad som faktiskt tagits ut i avgift vid flera olika efterfrågade perioder tillbaka i tiden i en fond. Då rutinerna för avgiftsberäkningar har förändrats har bolaget uppgivit att de inte kunnat svara på varför de har olika uppgifter om vilka avgifter som i realiteten har tagits ut ur fonden.

  Vidare har bolag inkommit med olika historiska avkastningssiffror, som avgifterna baseras på, till FI. FI har inte kunnat få information om varför avkastningssiffrorna skiljer sig åt och inte heller vilka avkastningssiffror som är korrekta.

- Revisorsgranskningsunderlag saknades. Bolag redogjorde i svaren på skrivelserna samt vid platsundersökningarna för att revisorernas granskning var en viktig del i hur bolagen säkerställde att korrekta avgifter togs ut. Vid platsundersökningarna begärde FI in någon form av underlag på revisorernas granskning de senare åren. Det framkom att endast ett fåtal av bolagen hade något underlag som visade att granskning av de prestationsbaserade avgifterna hade gjorts. FI kunde således inte verifiera att revisorerna gjort någon granskning i resterande bolag, trots att flera av

dessa bolag redogjort för att revisorernas granskning var en viktig del, eller enda del, i hur bolagen löpande säkerställer att korrekt avgift beräknas och tas ut ur fonden.

- Det kunde inte redogöras för vilka villkor som låg till grund för avgiftsberäkningarna. Exempelvis beräknades den prestationsbaserade avgiften på avkastningen innan den fasta avgiften var avdragen, trots att det enligt fondbestämmelserna skulle beräknas efter den fasta avgiften var avdragen.

Vidare har FI noterat att en del av bolagen använder sig av system för att beräkna avgifterna som innebär mycket manuell hantering. Mycket av beräkningarna bygger på att ansvarig person lägger in ett antal variabler för hand, vilket ökar risken för att fel ska uppstå. Det finns även bolag som använder egenutvecklade excelmodeller för att beräkna individuella avgifter. Bl.a. fanns en excelmodell som maximalt klarade att handha 30 fondsparare. Därefter skulle bolaget vara tvungna att byta till ett bättre system.

Det bör samtidigt poängteras att flera av bolagen FI besökte kunde visa på tillfredsställande rutiner och god kunskap om de modeller som de använde. I dessa bolag identifierade FI inga av de brister som redogjorts för ovan.

Slutsats och förslag till åtgärder

FI har i sin undersökning funnit anmärkningsvärda brister i hur några av bolagen beräknar och säkerställer att korrekta avgifter tas ut ur fonden. Det finns brister i bolagens rutiner för att kontrollera avgiftsuttag, brister i hur bolagen dokumenterar de kontroller som görs, det har gjorts felaktiga avgiftsuttag som har sin grund i att det saknas interna rutiner, samt även bristande kunskaper om hur bolagens egna modeller fungerar.

FI anser att ett bolag som väljer att ha prestationsbaserade avgifter måste kunna beräkna och säkerställa att avgifter beräknas på ett korrekt och tillförlitligt sätt. Bolaget måste bl.a. ha:

- **Erfordlig systemkapacitet.**

Prestationsbaserade avgiftsmodeller kan vara förknippat med stora kostnader i form av investeringar i system, vilket bolaget måste beakta när de beslutar om att införa dessa avgifter. Om bolaget självt utför beräkningarna måste bolaget naturligtvis kunna förstå och hantera systemet. Bolaget kan inte vid varje tidpunkt utgå från att systemet räknar korrekt. Om system och administration av beräkningar är utlagd på annan part är det ändå bolaget som är ansvarigt för att beräkningarna sker på ett korrekt sätt. Således måste bolaget ha en beställarkompetens och kunna följa upp att arbetet utförs tillfredsställande.

- **Personella resurser.**

Vidare är det av största vikt att de personer som arbetar med avgiftsberäkningar har god kompetens och är väl insatta i hur just deras modell fungerar och vilka villkor som gäller. Annars ökar risken för att fel ska uppstå och inte fångas upp.

- **Interna rutiner för hur beräkning och säkerställande sker.**

Eventuella fel som begås måste kunna fångas upp i bolaget. Det ska därför:

- finnas skriftliga instruktioner på hur bolaget utför beräkningar och kontroller
- göras dualitetskontroller regelbundet. Det är viktigt att kontrollstrukturen är anpassad till den modell och system som bolaget valt. Kontrollerna ska dokumenteras.

FI förutsätter att samtliga bolag tar del och vidtar relevanta åtgärder med anledning av vad som kommuniceras i denna rapport. FI kommer framöver att följa upp bolagen med anledning av de brister som iakttagits. FI kommer att i prövningen av nya fonder med prestationsbaserade avgifter granska vilka rutiner bolagen har för att beräkna och kontrollera avgiftsuttag. Prövning kommer att ske även för befintliga bolag som ska eller håller på att omauktoriseras.

Vidare förutsätter FI att bolagens styrelser ser till att bolagets revisorer granskar och följer upp dessa frågor.

Granskning av informationen

SAMMANFATTNING

Prestationsbaserade avgifter är komplexa och i många fall är svåra att förklara på ett för kunderna begripligt sätt. Samtidigt är det viktigt att informationen når fram eftersom avgifterna och hur de är konstruerade får en direkt påverkan på sparandets värde.

- FI anser att bolagen ska ha tydligare information bl.a. i fondbestämmelser, informationsbroschyrer och årsbesked.

Ur ett konsumentskyddsperspektiv är det ett grundläggande krav att konsumenten får korrekt och relevant information. Det gäller inte minst information om avgifter eftersom avgifter har en direkt påverkan på sparandets värde. Fondprodukter, och avgiftsstrukturer i fonder kan vara komplexa. Som en del av undersökningen har FI granskat vilken information en fondsparare får om de prestationsbaserade avgifterna i fonderna.

Vilken information får fondspararna?

I undersökningen har FI gått igenom ett urval av fondbestämmelser, informationsbroschyrer och faktablad för att se vilken skriftlig information fondspararen har tillgång till avseende de prestationsbaserade avgifterna. FI har även tagit del av årsbesked[19] som gått ut till fondsparare. Vidare har det förts diskussioner med bolagen vilken information fondspararna får samt vilken information fondspararna generellt efterfrågar.

Fondbestämmelser

I fondbestämmelserna framgår de övergripande grunderna för beräkning av avgifterna.[20] Exempelvis framgår vilken jämförelseränta fonden har, storlek på avgiftsuttag, mätperiod, om eventuell underavkastning ("high watermark") får tillgodoräknas.

Flera av de granskade fondbestämmelserna är dock otydliga på vissa områden och det är svårt, och i vissa fall inte ens möjligt, att helt förstå förutsättningarna för beräkning av avgifterna. Exempelvis är det ibland oklart vilken period som "prestationen" mäts samt när avgiften beräknas, respektive tas ut ur fonden. I ett fall var det först vid platsundersökningen som tillräcklig information erhölls för att kunna förstå de övergripande beräkningsgrunderna. Utifrån diskussioner med bolag verkar det även som en del bolag själva ibland har svårt att förstå sina egna modeller. Vidare har FI observerat att några bolag inte alltid följt fondbestämmelserna i alla delar eller att bolaget inte vetat om de i realiteten räknat som fondbestämmelserna angivit. Detta är givetvis mycket anmärkningsvärt, tillika oacceptabelt, men illustrerar samtidigt hur komplexa dessa modeller kan vara.

[19] Fondbolaget ska varje år skriftligen informera varje fondsparare om de totala kostnaderna (LIF 4 kap 22§). Här benämns detta årsbesked.
[20] Fondbestämmelser godkänns av FI när en ny fond startar. Även ändringar måste godkännas av FI.

I flertalet fondbestämmelser är det även oklart hur eventuellt "high water-mark" beräknas vid perioder av underavkastning, exempelvis om den räknas upp löpande med jämförelseräntan. Detta har betydelse för fondens framtida avgiftsuttag. I flera fonder är det även oklart om avkastningen i fonden beräknas efter att den fasta avgiften är avdragen. De flesta fonderna beräknar efter den fasta avgiften, men inte alla.

Med undantag av några enstaka bolag informerar ingen om att en fondsparare kan komma att få betala avgift för en uppgång/överavkastning de inte fått ta del av vid inlösentillfället, dvs. om fondsparare först är med och betalar vid en uppgång för att efter en påföljande nedgång sälja andelarna. För fonder där underavkastning kan tillgodoräknas men där den är begränsad till en viss period, för att därefter "nollställas", redogjorde ingen i granskat urval att en fondsparare genom detta förfarande kan komma att få betala för "samma" uppgång flera gånger.

Generellt är många fondbestämmelser, även de med mer utförlig information, inte lätta att förstå. Detta hänger samman med att avgiftsmodellen ofta är komplex vilket gör att det är svårt att pedagogiskt förklara den. Detta i synnerhet om bolag i vissa fall - som framgått i undersökningen - inte ens själva fullt ut begriper den!

Informationsbroschyr och faktablad
Vissa informationsbroschyrer är mycket utförliga med bland annat räkneexempel och förklaringar till avgiftsmodellerna. Andra informationsbroschyrer saknar helt beskrivningar av avgiftsmodellen samt räkneexempel. FI har kommunicerat[21] att det bör finnas ett räkneexempel som visar vilka effekter en modell kan få.

Ofta ger dock informationsbroschyren en kort beskrivning av avgiftsstrukturen men det är, återigen, ofta svårt att förstå hur beräkningarna sker och effekterna av detta. Även vissa faktablad saknar information om de prestationsbaserade avgifterna.

Flera av de granskade informationsbroschyrerna och faktabladen har visat sig vara felaktiga. Exempelvis har felaktig jämförelseränta jämfört med fondbestämmelserna angivits, och det har också förekommit beräkningsfel i räkneexemplen.

Årsbesked
Av de årsbesked som FI tagit del av framgår att några bolag särredovisar den prestationsbaserade avgiften i kostnadsredovisningen. Andra bolag redovisar den fasta förvaltningsavgiften hopslaget med den prestationsbaserade avgiften. Ett av de granskade bolagen redovisar inga kostnader alls trots att det är lagkrav på det.

Övrig information
I undersökningen har det i diskussioner med bolagen framkommit att det är mycket sällan som fondsparare ställer frågor eller begär ytterligare information eller förklaring från bolagen om avgifterna. Om fondspararna frågar är det mer om de övergripande principerna, exempelvis hur stor den presta-

[21] I FI:s handbok om Investeringsfonder. Finns på www.fi.se.

tionsbaserade avgiften är och vilken jämförelseränta som används. När fondsparare har erhållit års- och i förekommande fall månadsbesked kan bolagen få generella frågor om kompensationsandelarna då många inte förstår sina besked. Eftersom fondspararna generellt inte ställer mer specifika frågor uppger bolagen att det inte heller är något som de informerar fondspararna muntligt om. Samtliga bolag uppger att de sällan eller t.o.m. aldrig har fått ett klagomål avseende deras avgiftsstruktur. Bolagen uppger att få frågor eller klagomål riktas kan naturligtvis hänga samman med att kunskapen är låg och att fondsparare generellt tycker att modellerna är så komplexa att de inte vet vilken information de ska fråga efter. Flera bolag förklarade även att de inte hade så fyllig information i exempelvis informationsbroschyren med att de inte brytt sig om att se över den då de inte fått några frågor eller klagomål som föranlett det.

Slutsats och förslag till åtgärder

Med anledning av de brister och behov av förbättringar i den skriftliga informationen som fondspararen får del av, anser FI att det i fondbestämmelserna tydligt ska framgå beräkningsgrunderna för avgiftsuttagen. Här ska bland annat ingå:

- Storlek på avgiftsuttaget.
- Eventuella begräsningar i avgiftsuttaget.
- Jämförelseränta (när och hur den beräknas).
- Mätperiod, samt vid vilken tidpunkt avgiften beräknas och tas ut ur fonden.
- Om avgiften beräknas kollektivt eller individuellt och hur den individuella beräkningen sker (kompensationsandelar etc.)
- Hur underavkastning får tillgodoräknas. Om ”high watermark” används ska det framgå hur och om den räknas upp med jämförelseräntan. Det ska även framgå vilka konsekvenserna blir om en fondsparare säljer sina andelar när det finns en ackumulerad underavkastning tillgodo.
- Att avkastningen beräknas efter det att den fasta avgiften är avdragen.
- Eventuella avrundningar som görs (ex. andelar, belopp).

FI har de senaste åren ställt högre krav på bolagen avseende informationen i fondbestämmelserna. Det är viktigt att bolagen gör fondbestämmelserna så tydliga som möjligt samtidigt som all relevant information framgår.

I informationsbroschyren ska bolagen tydligt beskriva hur avgiftsmodellen påverkar fondspararen. Här är det viktigt att bolaget beskriver modellen så att en fondsparare lätt kan förstå och göra en bedömning av den. Informationsbroschyren ska komplettera fondbestämmelserna och utöver en beskrivning av modellen ska det därför bl.a. finnas:

- En beskrivning av eventuella effekter av avgiftsmodellen som är viktig för fondsparare att känna till. Exempelvis om avgift kan utgå även om avkastningen varit negativ i absoluta tal, hur fondsparare påverkas om dem säljer sina andelar när avkastningen varit sämre än jämförelseräntan och de därmed har en ackumulerad underavkastning tillgodo.

- Ett räkneexempel som visar effekter vid olika scenarier beroende av när fondspararen går in i fonden samt fondens avkastning, exempelvis hur "high watermark" beräknas.

Bolagen bör vidare särredovisa den fasta- och prestationsbaserade avgiften i årsbeskeden till fondspararna.

Det är viktigt att bolagen tar fram tydlig och pedagogisk information så att deras fondsparare har möjlighet att förstå den. Det är svår och komplex information och svår att kommunicera på ett sätt som gör den lätt att förstå. Här är det viktigt att bolagen hittar en bra balans men där all relevant information framgår. Flera av bolagen har uttryckt just denna pedagogiska svårighet. Det är inte alltid som *mer* information hjälper, utan det är viktigare att det är *rätt* information och att informationen presenteras på att sätt som gör att fondspararen kan tillgodogöra sig den. Behovet av information skiljer sig vanligtvis åt mellan olika fondsparare. Men rimligtvis bör informationen utgå från dem som är mindre insatta och kunniga.

Mot bakgrund av det som iakttagits i undersökningen vill FI poängtera att det är av största vikt att bolagen kommunicerar korrekt information då avgifterna har stor betydelse på avkastningen. FI förutsätter att bolagen och dess styrelser gör en genomgång och analys av sin information och genomför relevanta förändringar i fondbestämmelser samt informationsbroschyrer så snart som möjligt. Ändringar av fondbestämmelser kan hanteras inom ramen för omauktorisationen för de bolag som ännu inte är omauktoriserade. Förändringar av fondbestämmelser ska vara genomförda senast februari 2007.

Bilaga - Bolag som ingått i undersökningen

Adeos Fondförvaltning AB
Aktie-Ansvar AB
Banco Fonder AB
Bid & Ask Asset Management AB
Case Asset Management AB
Catella Fondförvaltning AB
Catella Kapitalförvaltning AB
Cicero Fonder AB
Coeli Fonder AB
Danckwardt-Lillieström & Germer Fonder AB
DnB NOR Absolute Return Investments AB
E. Öhman J:or Fonder AB
Enter Fonder AB
Erik Penser Fonder AB
Futuris Asset Management AB
Fyrspannet Kapitalförvaltning AB

Gadd & Co AB
GMM Global Asset Management AB
H. Lundén Kapitalförvaltning AB
Hagströmer & Qviberg Fond i Fond AB
Handelsbanken Fonder AB
Holtback & Partners Kapitalförvaltning AB
Kullberg & Spiik Fondförvaltning AB
Lancelot Asset Management Aktiebolag
Lannebo Fonder AB
Latitude Asset Management AB
Lynx Asset Management AB
Länsförsäkringar Fondförvaltning AB
Manticore Capital AB
Markedskraft Fonder AB
Max Mitteregger Kapitalförvaltning AB
Nektar Asset Management AB
Nordea Fonder Aktiebolag
Optimized Portfolio Management Stockholm AB

Peter Edwall Kapitalförvaltning AB
Prior Nilsson Fond & Kapitalförvaltning AB
RAM One AB
RINK Management AB
Robur Fonder AB
SEB Fonder Aktiebolag
Sector Management AB
Shepherd Kapitalförvaltning AB
Systematiska Fonder JPA AB
TAA Capital AB
Tanglin Investment Management AB
Whitebeam Fonder AB
Zenit Asset Management AB

Finansinspektionens rapporter

finns på www.fi.se

2006:4 Marknadstillsyn 2006
2006:3 Handel med förfallna fordringar och inkasso
2006:2 Företagens tillämpning av internationella redovisningsregler
2006:1 Fondbolagens informationsgivning
2005.13 Konsumenten och rådgivningen
2005:12 Interna affärer i livbolagen – en uppföljande granskning
2005:11 Från konto till konto VII
2005:10 Finanssektorns stabilitet 2005
2005:9 Hantering av klagomål i finanssektorn
2005:8 Företagens interna kapitalutvärdering
2000:7 Stärkt skydd för trafikskadade
2005:6 Den finansiella elmarknaden
2005:5 Livbolagens avgifter
2005:4 Blancokrediter till konsumenter
2005:3 Finanssektorns krisberedskap
2005:2 Livbolagens provisioner till försäkringsmäklare
2005:1 Indexobligationer – en granskning av informationen till kunderna

Finansinspektionen
Box 6750, 113 85 Stockholm
Tel 08-787 80 00
Fax 08-24 13 35
finansinspektionen@fi.se