

KOPPLINGEN MELLAN INDEXFONDERNA OCH DERAS INDEX: EN TOLKNING AV ART. 22A.1 I UCITS-DIREKTIVET OCH 5 KAP. 7 § LIF

av Dan Hanqvist¹

1. Inledning

Jag ämnar i den här artikeln visa att (1) förvaltningen av s.k. *indexfonder* inte med nödvändighet är ”passiv” utan mycket väl – t.o.m. med viss fördel för fondandelsägarna – istället kan vara ”aktiv” och – vilket nära hänger samman med (1) – att (2) det räcker med att indexfonderna *återspeglar* det valda indexets avkastning utan att fondförmögenheten behöver innehålla alla (eller ens några av) de tillgångar som ligger till grund för indexet.

En investeringsfond kan inte förvärva rättigheter eller ta på sig skyldigheter; fonden kan inte heller föra talan inför domstol eller någon annan myndighet; och egendom som ingår i en investeringsfond får inte utmätas. Fondandelsägarna svarar inte för förpliktelser som avser fonden. Lagen (1904:48 s. 1) om samäganderätt skall inte tillämpas på delägarskap i en investeringsfond (4 kap. 1 § 4 st. lagen (2004:46) om investeringsfonder (”LIF”). Det fondbolag som enligt 2 kap. 1 § LIF har tillstånd att förvalta fonden företräder andelsägarna i alla frågor som rör fonden. Bolaget får använda tillgångarna i en investeringsfond för att fullgöra förpliktelser som ingått som ett led i förvaltningen av fonden och för att ställa säkerhet för fullgörandet av sådana förpliktelser. Vid förvaltningen skall fondbolaget handla uteslutande i fondandelsägarnas gemensamma intresse. Bolaget skall handla oberoende av förvaringsinstitutet (4 kap. 2 § LIF). Det får inte ha hand om egendom som ingår i en investeringsfond som bolaget förvaltar (4 kap. 3 § LIF). ”Förvaringsinstitut” är ett kreditinstitut som förvarar tillgångarna i en investeringsfond och som sköter in- och utbetalningar avseende fonden (1 kap. 1 § 15 LIF); det skall finnas ett sådant institut för varje fond. Institutet skall ha säte i Sverige eller, om det är en i Sverige etablerad filial, i ett annat land

¹ Jur. kand., fil. kand., LL.M. (Edin.), verksam vid Advokatfirman Vinge KB, Stockholm. – Jag vill tacka Eva Broms, chefjurist vid Fondbolagens Förening, Johan Björklund, f.d. VD för Catella AB, Jan Tore Bergh, investeringsdirektör, Storebrand Kapitalförvaltning AS, Staffan Ringvall, bankjurist, Handelsbanken Fonder AB, och min kollega Martin Johansson (Bryssel) för kommentarer på ett utkast till artikeln. De kvarvarande bristerna är jag ensam ansvarig för, och varken Eva, Johan, Jan Tore, Staffan eller Martin, eller min arbetsgivare, skall lastas för innehållet.

inom EES. Institutet skall handla oberoende av fondbolaget och uteslutande i andelsägarnas gemensamma intresse (3 kap. 1 § LIF). Institutet skall verkställa beslut av fondbolaget som avser investeringsfonden om de inte strider mot bestämmelserna i LIF eller de fondspecifika fondbestämmelserna. Förvaringsinstitutet skall vidare ta emot och förvara den egendom som ingår i fonden samt se till att försäljning och inlösen av fondandelar och beräkningen av andelsvärdet sker i enlighet med bestämmelserna i LIF och fondbestämmelserna; tillgångarna i fonden utan dröjsmål kommer institutet till handa; och medlen i fonden används enligt bestämmelserna i LIF och fondbestämmelserna (3 kap. 2 § LIF).

LIF har en *kontraktsrättslig* syn där rättsförhållandet mellan fondandelsägarna och förvaltaren (fondbolaget) regleras i ett tänkt avtal (det är fondandelsägarnas egenskap av just ägare som motiverar att tillämpningen av samäganderättslagen undantas genom 4 kap. 1 § LIF). Fonden som sådan är inte något självständigt rättssubjekt. Den konstruktion som anges i LIF kan ses som en specialiserad form av samäganderätt, där den gemensamma förmögenheten förvaltas av en särskilt angiven uppdragstagare (se prop. 2002/03:150 s. 115 och 307). Den kontraktsrättsliga fondstrukturen är inte unik för Sverige utan återfinns också i t.ex. Tyskland.² I flera andra länder finns *associationsrättsligt* organiserade fonder (jfr 1 kap. 1 § 9 LIF och se SOU 2002:56 kap. 4).³

”Investeringsfonder” delas enligt LIF in i ”värdepappersfonder” och ”specialfonder” (1 kap. 1 § 16 LIF). En *värdepappersfond* är en fond vars andelar kan lösas in på begäran av andelsägare och som består av finansiella tillgångar, om den bildats genom kapitaltillskott från allmänheten och ägs av dem som skjutit till kapital samt förvaltas enligt bestämmelserna i 5 kap. LIF (1 kap. 1 § 21 LIF). En *specialfond*, i sin tur, är en fond vars andelar kan lösas in på begäran av andelsägare och som består av finansiella tillgångar, om den bildats genom kapitaltillskott från allmänheten eller från en särskilt angiven och avgränsad krets investerare och ägs av dem som skjutit till kapital samt

² Se J. von Hagen & J. H. von Stein (red.), *Obst/Hintern Geld-, Bank- und Börsenwesen* (2000) s. 901.

³ För svensk del har associationsrättsliga fonder övervägts men avvisats (se prop. 1974:128 s. 95 ff. och prop. 2002/03:150 s. 115); men i 7 § aktiefondslagen (1974:931) föreskrevs att ett visst antal styrelseledamöter i fondbolaget skulle utses av andelsägarna, med motivering och med andra hänsyn som starkt påminner om ett associationsrättsligt synsätt (jfr prop. 1974:128 s. 108 ff.); detta krav slopades sedermera (se prop. 1989/90:153 s. 39). Värdepappersfundsutredningen tyckte att det fanns skäl att införa associationsrättsliga fonder men ansåg sig inte ha mandat att närmare utreda saken (se SOU 2002:56 s. 519 ff.).

förvaltas enligt bestämmelserna i 6 kap. LIF (1 kap. 1 § 19 LIF). Skillnaderna mellan fondtyperna är främst att specialfonderna har friare investeringsmandat samt att de kan vända sig till en bestämd avgränsad krets av investerare, medan värdepappersfonderna (som på EG-jargong kallas "UCITS-fonder") efter ett relativt enkelt anmälningsförfarande kan säljas till investerare i hela EES utan de lokala tillståndskrav som krävs för marknadsföring och försäljning av specialfonder utomlands (jfr 1 kap. 7 § LIF). Fonder kan delas in även efter en rad andra kriterier, såsom huruvida de är öppna eller slutna, efter vilka tillgångar (aktier resp. obligationer) de innehåller eller efter på vilket sätt förvaltningen bedrivs.

2. Förvaltningsstilar

Klassificeringen av förvaltningsmetoder kan göras på olika sätt i olika dimensioner. Indelningen i värdepappersfonder och specialfonder är ett sådant sätt som främst siktar in sig på investeringsprofilen. En annan indelning bygger på huruvida förvaltningen sker i fondbolagets egen regi eller av externa förvaltare enligt uppdragsavtal⁴ (jfr 4 kap. 4 § LIF). Ytterligare ett annat sätt är att skilja på "aktiv" och "passiv" förvaltning. En *aktivt* förvaltrad fond skulle vara en fond som har en "aktiv strategi" för urvalet av de tillgångar fondmedlen skall investeras i och när de tillgångarna skall köpas eller säljas; medan en passivt förvaltrad fond skulle ha en förvaltningsstil som söker följa ett index.⁵ Detta blandas dock ofta ihop med indelningen mellan "indexfonder" och övriga fonder. En indexfond kan sägas ha till syfte att "följa",⁶ "härma"⁷ eller "spegla"⁸ ett externt mått (typiskt sett ett index) så nära som möjligt. I ett tyskt standardverk sägs att indexfonderna möjliggör "den ‚Nachbau‘ eines Index".⁹ Riksbanken har påpekat att indexfonder visserligen är exempel på

⁴ Se von Hagen & von Stein s. 893.

⁵ Se Europeiska Centralbankens ("ECB") skrift *The Euro Equity Markets* (2001) s. 9, 27, 46 (definitionen av "aktiv" förvaltning) och 52 (definitionen av "passiv" förvaltning); S. Ullerstam i *Privata Affärer* 5/2008 s. 147; och artikeln www.aktiespararna.se/artiklar/Reportage/Exchange-Traded-Funds/. Inom den finansiella teorin är det en hett omdiskuterad fråga huruvida aktiv förvaltning tillför något värde; så t.ex. *positive* A. W. Lo & A. C. MacKinlay, *A Non-Random Walk Down Wall Street* (1999) och *negative* B. G. Malkiel, *A Random Walk Down Wall Street* (1999). Det kanske mest spektakulära exemplet på den aktiva förvaltningens misslyckande är hedgefonden LTCM:s kollaps 1998 (se R. Lowenstein, *When Genius Failed* (2002) och N. Dunbar, *Inventing Money* (2000)).

⁶ Se ECB s. 27 ("track").

⁷ Se M. Brett, *How to Read the Financial Pages* (2000) s. 73 ("mimic").

⁸ Se Brett s. 344 ("mirror"). Så även von Hagen & von Stein s. 891.

⁹ Se von Hagen & von Stein s. 912.

fonder som *ofta* är passivt förvaltade men inte behöver vara det.¹⁰ Det kan alltså vara en missvisande förenkling att karakterisera förvaltningen av indexfonder såsom ”passiv” till skillnad från annan, ”aktiv”, förvaltning. All finansiell förvaltning har nämligen ett visst mått av aktivitet i sig; och även beslut att inte göra något kan som bekant mycket väl vara en aktivitet. Det är lätt att tro att förvaltningen av indexfonder helt enkelt handlar om att investera fondmedlen i sådana tillgångar som det valda indexet bygger på;¹¹ men som framgår av avsnitt 4 finns det flera goda skäl till att förvalta också en indexfond ”aktivt”.

3. Indexfonder i fondlagstiftningen

3.1 5 kap. 7 § LIF

Tidigare gällde att indexfonder i Sverige klassificerades som specialfonder.¹² De allmänna begränsningsregler i fondlagstiftningen som gäller för aktier och skuldförbindelser såsom t.ex. obligationer och statsskuldväxlar har tidigare förhindrat UCITS-fonder i form av indexfonder där något enskilt instrument har haft för stor vikt i det valda indexet. Som exempel anges i LIF:s förarbeten Stockholmsbörsens OMX-index per den 1 februari 2002, då Ericsson B hade en vikt på 17,4 procent, och AstraZeneca PLC en vikt på 10,5 procent. Detta index bestod av 30 aktieslag och omviktas inför varje handelsdag. Per den 1 januari 2003 hade Ericsson B en vikt på 7,2 procent och AstraZeneca PLC en vikt på 10,2 procent. Den allmänna begränsningsregeln om högst 10 procent i aktier med samme emittent, som återfinns i art. 22.2 i UCITS-direktivet, förhindrade således att en värdepappersfond replikerade det indexet. Därtill inrymdes inte heller alla de aktier med en vikt över 5 procent inom den stadgade 40-procentsgränsen i art. 22.2 i UCITS-direktivet (både per den 1 februari 2002 och per den 1 januari 2003 gällde detta sex aktieslag i OMX-indexet som tillsammans hade en vikt på ca 50 procent) (se prop. 2002/03:150 s. 204).

I syfte att möjliggöra för indexfonder även i sådana fall tillåter numera direktiv 85/611/EEG (senast ändrat genom direktiv 2001/108/EG) (”UCITS-direktivet”) medlemsstaterna att ge särskilt undantag från de all-

¹⁰ Se Riksbanken, *Den svenska finansmarknaden* (2002) s. 35.

¹¹ Det intrycket kan man lätt få av t.ex. Malkiel s. 375; han karakteriseras investeringar i indexfonder som ”the no-brainer step” (s. 373).

¹² Se Riksbanken, *Finansiell stabilitet* 1/2006 s. 90.

männa begränsningsreglerna (art. 22a.1) (se prop. 2002/03:150 s. 204). Enligt 5 kap. 7 § LIF gäller således numera att:

”[Investeringsbegränsningarna] i 6 §^[13] gäller inte för en värdepappersfond vars medel enligt fondbestämmelserna skall placeras i aktier eller skuldförbindelser i syfte att efterbilda sammansättningen av ett visst aktieindex eller index för skuldförbindelser (indexfond), om indexet har godkänts för detta ändamål av Finansinspektionen. Inspektionen får godkänna ett index om det

1. har en tillräckligt diversifierad sammansättning,
2. utgör en lämplig referens för den marknad det hänför sig till, och
3. offentliggörs på lämpligt vis.”

Denna § skapar utrymme för s.k. indexfonder av *viss karaktär* (se prop. 2002/03:150 s. 314). Frågan är vilken karaktär indexfonder skall ha.

3.2 Närmare om art. 22a.1 i UCITS-direktivet

Det kan ifrågasättas vad ”efterbilda sammansättningen av ett index” egentligen betyder. Frågan diskuterades inte närmare i förarbetena till 5 kap. 7 § LIF (se SOU 2002:56 och prop. 2002/03:150). Vid tolkningen av §:en bör därvid ledning sökas i den underliggande art. 22a.1 i UCITS-direktivet så att den svenska lagstiftningen i enlighet med EG-rätten så långt möjligt tolkas direktivkonformt.¹⁴ Principen upprätthålls i svensk rätt, såväl vid lagstiftning (se t.ex. prop. 2002/03:150 s. 223; prop. 2004/05:142 s. 94 och 170; prop. 2005/06:140 s. 106; och prop. 2006/07:115 s. 289, 290, 303, 305, 378, 449, 550, 558 f., 581 och 583) som i rättspraxis (se t.ex. NJA 2008 s. 292 å s. 302). Den brittiska tillsynsmyndigheten Financial Services Authority

¹³ Enligt 5 kap. 6 § 1 st. LIF får i en värdepappersfond i princip överlåtbara värdepapper och penningmarknadsinstrument från en och samma emittent inte uppgå till mer än 5 procent av fondens värde. Överlåtbara värdepapper och penningmarknadsinstrument från en och samma emittent får dock uppgå till högst 35 %, 25 % eller 10 % av fondens värde under vissa i §:en närmare angivna omständigheter. §:ens andra stycke, liksom 5 kap. 19–22 §§ LIF, innehåller ytterligare koncentrationsbegränsningar. 5 kap. 7 § undantar alltså inte indexfonderna från begränsningarna i 19–22 §§.

¹⁴ Se *Verband Nederlandse Ondernemingen v. Inspecteur der Invoerrechten en Accijzen* (51/76) REG 1977 s. 113, pkt 22; *von Colson v. Kaman* (C-14/83) REG 1984 s. 1891, pkt 26; *Marleasing v. La Comercial Internacional de Alimentación SA* (C-106/89) REG 1990 s. I-4135; *Aannemersbedrijf P. K. Kraaijeveld BV m.fl. v. Gedeputeerde Staten van Zuid-Holland* (C-72/95) REG 1996 s. I-5403, pkt 55; *Inter-Environnement Wallonie ASBL v. Région wallone* (C-129/96) REG 1997 s. I-7411, pkt 40; *BMW* (C-63/97) REG 1999 s. I-905, pkt 22; *Océano Grupo Editorial v. Salvat Editores* (C-240/98–C-244/98) REG 2000 s. I-4941, pkt 30; *Adidas-Salomon v. Adidas Benelux* (C-408/01) REG 2003 s. I-12537, pkt 21; *Pfeiffer v. Deutsches Rotes Kreuz* (C-397/01–C-403/01) REG 2004 s. I-8835, pkt 113f; och *Adeneler m.fl. v. Ellinikos Organismos Galaktos* (C-212/04) REG 2006 s. I-6057, pkt 108ff.

(”FSA”) har uttalat sig principiellt avseende art. 22a.1 i UCITS-direktivet och menar att:¹⁵

”The wording of the Article states that the aim of the fund should be to replicate the ‘composition’ of the index. This is rather different from a fund that aims to replicate the performance of an index. It suggests the need for a requirement for a fund to aim to hold stocks or instruments as close as possible to the relevant index weightings. In some cases, it may not be possible to hold the exact weighting of an index, especially when an index is undergoing a periodical re-basing with new stocks or instruments entering the index and existing holdings being removed.”

Det förefaller som om FSA i det brittiska remissförfarandet mötte visst motstånd mot denna begränsa(n)de tolkning av direktivets art. 22a.1. I ett senare dokument säger nämligen FSA:¹⁶

”Our proposals were interpreted by some as an unnecessarily strict interpretation of the meaning of the Directive’s term ‘replicating the composition’ of an index. However, our guidance clarifies that whilst replication of performance of an index would not fall within the index replication regime, it would not be appropriate (and indeed impossible) in all circumstances to replicate 100 % of the underlying index. Deviations from the need to mirror each stock in an index would be acceptable if they were due to poor liquidity or excessive costs.”

Ståndpunkten kan kritiseras redan på grundval av art. 22a.1 i direktivet. FSA utgår nämligen – helt naturligt, kan det tyckas – enbart från den engelska direktivtexten. På motsvarande sätt förefaller den svenska regeringen ha begränsat sig till den svenskspråkiga versionen av artikeln när 5 kap. 7 § LIF författades. Regeringen har dock principiellt erkänt att andra språkversioner används vid direktivtolkningen (se prop. 2006/07:79 s. 23). Vid lagstiftning baserad på EU-direktiv har regeringen således tillmätt de engelska,¹⁷ engelska, danska, tyska och franska (se prop. 2007/08:20 s. 72), engelska, franska och danska (prop. 2003/04:122 s. 33 f.), tyska och franska (se prop. 2007/08:15 s. 64), franska och engelska (se prop. 2007/08:76 s. 32, 50 och 53 och prop. 2004/05:140 s. 55), franska (se prop. 2007/08:76 s. 22) och ”andra”

¹⁵ FSA Consultation Paper 135, *New Collective Investment Scheme products* (2002) § 3.42.

¹⁶ FSA Policy Statement 135, *New Collective Investment Scheme products* (2002) § 2.13.

¹⁷ Se prop. 2007/08:57 s. 51 och 28; prop. 2007/08:20 s. 47, 48, 52, 53 och 54; prop. 2007/08:10 s. 35 och 39; prop. 2006/07:115 s. 280, 281, 282, 287, 291, 298 f., 301, 304, 310, 314, 324 f., 341, 343, 375, 440, 457, 478, 581, 583, 587 och 673; prop. 2006/07:79 s. 24 och 35; prop. 2006/07:5 s. 171; prop. 2005/06:170 s. 43; prop. 2005/06:70 s. 156 och prop. 2002/03:150 s. 203 och 448.

(se prop. 2007/08:15 s. 99, 106 och 145) språkversionerna betydelse; medan lagrådet har beaktat de franska, tyska och danska versionerna (se prop. 2002/03:150 s. 448; prop. 2006/07:115 s. 451; och prop. 2007/08:10 s. 180).

Alla språkversionerna är lika autentiska:¹⁸ av Gemenskapsdomstolens fasta rättspraxis följer att det ”på grund av nödvändigheten av en enhetlig tillämpning och tolkning av gemenskapsrättsliga bestämmelser är uteslutet att endast en språkversion av en bestämmelses ordalydelse tas i beaktande i fall där det råder osäkerhet. Det krävs tvärtom att den aktuella bestämmelsens ordalydelse tolkas och tillämpas mot bakgrund av de övriga officiella språkversionerna [...]. I händelse av skillnader mellan de olika språkversionerna av en gemenskapsrättslig text, skall den bestämmelse som det är fråga om tolkas mot bakgrund av systematiken i och ändamålet med de föreskrifter i vilka den ingår.”¹⁹ Direktivets ordval skall heller inte pressas för hårt, eftersom den vedertagna terminologin vad gäller indexfonder – som direktivet har haft att utgå ifrån – inte verkar helt klar. ECB, t.ex., har diskuterat indexfonder på ett sätt som visar att uttrycken *track* (d.v.s. närmast den nederländska versionen av art. 22a.1) och *replicate* (d.v.s. närmast t.ex. den engelska versionen) kan användas som synonymer.²⁰

En närmare granskning av de olika språkversionerna ger i själva verket vid handen att det finns en förvånansvärt stor spännvidd i hur hårt knuten fondförvaltningen behöver vara till de tillgångar som ligger till grund för indexet för att fonden ändå skall komma i åtnjutande av lättnaderna i investeringsbegränsningarna.²¹ Jag har granskat de danska, slovakiska och tjeckiska; engelska, maltesiska, lettiska, franska, italienska, portugisiska, rumänska, bulgariska och grekiska; tyska, svenska och finska; spanska; polska; och nederländska språkversionerna.²² De olika versionerna av art. 22a.1 i direktivet återges i bilagan. Av olika skäl har jag inte kunnat analysera de estniska, ungerska eller litauiska versionerna, men för den språkkunnige återges de ändå i bila-

¹⁸ Se prop. 2007/08:76 s. 22 och T. C. Hartley, *The Foundations of European Community Law* (2007) s. 67.

¹⁹ Se senast *Schutzverband der Spirituosen-Industrie v. Diageo Deutschland* (C-457/05) REG 2007 s. I-8075, pkt 17f. Se också Hartley s. 67 och 73 f.

²⁰ Se ECB s. 9 (”investment in indexed funds which replicate the performance of an index”) och 27 (”What are known as index funds aim to track benchmark returns as closely as possible”).

²¹ En sådan spännvidd mellan språkversionerna av direktiven förekommer på flera områden; se t.ex. D. Hanqvist, ”Var finns de finansiella instrumenten? – Lex rei sitæ i modern rätt”, JT 2003–04 s.461 och ”Den personliga integriteten och trossamfundens ekonomiska krav”, FT 2004 s. 243 f.

²² Jag har haft hjälp av flera vänliga kollegor med vissa av språkversionerna: Maria Ikonomou avseende grekiskan; Katarina Rykowska avseende polskan; James Hope avseende engelskan; Fredrik Dahl avseende franskan; och Kristoffer Nordman avseende finskan.

gan (men utan att inordnas i analysen). Språkversionerna kan sorteras i sex olika grupper, där grupp I företräder den snävaste synen på kopplingen mellan fondförvaltningen och indextillgångarna och grupp VI den vidaste. I tabellen anger jag grupp; vilka språkversioner som tillhör gruppen; och ett svenskt ord som avses fånga essensen i den aktuella gruppens version av det som i LIF kallas ”efterbilda”:

Grupp	Språk	Svenskt ord
I	danska, slovakiska, tjeckiska	kopiera
II	engelska, maltesiska, lettiska, franska, italienska, portugisiska, rumänska, bulgariska, grekiska	reproducera
III	tyska, svenska, finska	efterbilda
IV	spanska	reproducera eller återspegla
V	polska	återspegla
VI	nederländska	följa

Grupp I förefaller avse att indexfonderna måste innehålla exakt de tillgångar som ligger till grund för indexet. Denna tolkning kan dock inte vara den riktiga, eftersom det står klart att ett fondbolag, när det efterbildar ett index, inte nödvändigtvis behöver se till att det i fonden ingår exakt de instrument som omfattas av indexet. Genom andra åtgärder, t.ex. placeringar i derivatinstrument, kan en motsvarande sammansättning uppnås.²³ Detta har bekräftats i Europeiska Kommissionens direktiv 2007/16/EG, art.12.1 (med hänvisning till art. 11 och art. 21.2 i UCITS-direktivet), med innebörden att ”efterbildandet” får ske med hjälp av derivat och annan teknik som hänför sig till överlåtbara värdepapper och penningmarknadsinstrument som uppfyller följande krav: de är ekonomiskt ändamålsenliga i den meningen att de genomförs på ett kostnadseffektivt sätt; de införs i ett eller flera av följande specifika syften: för att minska risker, för att minska kostnader eller för att öka avkastningen för fondföretaget med en risknivå som är förenlig med fondföretagets riskprofil och de riskspridningsregler som anges i fondbolagstift-

²³ Se prop. 2002/03:150 s. 205; se även FSA, *Collective Investment Schemes*, Chapter 5 (Investment and borrowing powers) § 5.2.33: ”In the case of a scheme replicating an index [...] the scheme property need not consist of the exact composition and weighting of the underlying in the relevant index where deviation from this is expedient for reasons of poor liquidity or excessive cost to the scheme in trading in an underlying investment”.

ningen (för svensk rätt, se 5 kap. LIF); och fondföretagets förfarande för riskhantering på tillfredsställande sätt fångar upp de risker som är förenade med dem. I Sverige har detta direktiv främst införts genom 15 kap. 14 § Finansinspektionens föreskrifter (FFFS 2008:11) om investeringsfonder (se även prop. 2007/08:57 s. 63). (Det nya direktivet medför just på flera punkter en liberalisering av investeringsbegränsningarna för UCITS-fonder: se prop. 2007/08:57 s. 83.) Kommissionens direktiv innebär således ett principiellt erkännande av att "efterbildandet" av ett index kan ske på annat sätt än genom förvärv av de tillgångar som ligger till grund för indexet.

Grupp II – som utgör den stora majoriteten av språkversioner – avser att indexfonderna skall "reproducera" tillgångarna i indexet. Denna grupp ligger nära grupp I, men är språkligt sett något öppnare än "kopiera"; men som framgår ovan har FSA givit uttrycket ett mycket begränsat innehåll. Det principiella "glappet" mellan indextillgångar och fondtillgångar – som också FSA accepterar – måste dock innebära att "reproducera" är något annat än ett slaviskt kopierande. Frågan blir då hur stort glappet får vara. *Grupp III* förefaller ta ett steg längre med "efterbilda"; möjligen ligger i det uttrycket något av tanken att det är en viss effekt som skall eftersträvas snarare än en kopiering. *Grupp IV* – med den spanska språkversionen – innebär ett intressant och betydligt större steg. Här anses fonderna endast behöva reproducera (som i grupp II) eller *återspegla (reflektera)* indexets sammansättning av tillgångar. I "reflektera" (liksom väl i "efterbilda"?) ligger möjligen tanken att fondtillgångarna skall återge indextillgångarnas *väsentliga egenskaper*,²⁴ d.v.s. närmast metaforiskt i *ett* slags medium (spegeln: andra tillgångar än de som ligger till grund för ett index) återge indextillgångarnas *ur investerarens perspektiv* väsentliga egenskaper ur ett *annat* (det bespeglade: tillgångar som ligger till grund för indexet).²⁵ Jag kommer nedan (avs. 4.3) att argumentera för att de finansiella tillgångarnas väsentliga egenskap är deras avkastning. Denna öppning förefaller ha sin motsvarighet i *grupp V* (den polska versionen) och i ännu högre grad i *grupp VI* (den nederländska versionen), som förefaller mena att indexfonderna endast behöver "följa" indexets tillgångar – på engelska skulle man kanske kunna säga *track*, vilket är det kanske vanligaste ordet som används på den internationella marknaden för att beskriva

²⁴ Jfr K. Duncan-Jones, *Shakespeare's Sonnets* (1997) s. 116, till r. 9 i no. 3 ("A 'glass' or 'mirror' often stood for an exemplary image, rather than an exact simulacrum").

²⁵ Spanskans *reflejar* – som används i direktivtexten – förefaller bära just denna betydelse (*Diccionario de uso del español de América y España* (2002) sub "reflejar" 3). Motsvarande kan sägas om engelskans *reflect* – som inte används i direktivtexten – : "correspond in appearance or effect to" (*The Shorter English Dictionary* (2003) sub "reflect" I.5) ("effekten" av tillgångarna är deras avkastning).

indexfonder (*index-tracking funds*) – , vilket verkar lämna fältet fritt för fondbolagen att endast reproducera indextillgångarnas avkastning.

Eftersom art. 22a utgör ett undantag från vad som annars skulle gälla för indexfonderna kunde hävdas att det är den snävaste synen i grupp I som skall anses gälla. Detta innebär dock att den öppnare synen särskilt i grupperna IV, V och VI helt lämnas utan avseende; det är en sak att bortse från ytterligheterna, men flera språkversioner som inte språkligt låter sig reduceras till ena ytterligheten kan inte helt sonika ignoreras. Om ”kopiera” sträcks en aning i betydelse – en konstkopia eller -reproduktion är ju inte det samma som originalverket men avses beroende på produktionskostnaden ge ungefärligen samma estetiska behållning som originalet – kan det kanske fås att inkludera också en ”kopiering” av avkastningen. Grupperna II och III är kanske inte vid en omedelbar granskning lika öppna som grupperna IV, V och VI, men helt entydiga är de inte – både ”reproducera” och ”efterbilda” kan sträckas i riktning mot grupp IV enligt den nyss använda konstnärliga analogin. Språkligt förefaller ”efterbilda” i grupp III kunna rymma också det vidare ”återspegla”. Alternativet i VI, ”följer”, går nog utanför detta och får kanske, i likhet med extremen åt andra hållet i grupp I, lämnas åt sidan.²⁶ På språkliga grunder skulle därför möjligen den riktiga tolkningen leda till att versionerna i grupperna II, III, IV och V konvergerade till det som kanske bäst uttrycks i grupp IV:s spanska version; med viss ansträngning kan nog grupp I, och med mindre ansträngning VI, fås att passa in även de.

Förutom de språkliga hänsynen talar mycket för att det inte vore ändamålsenligt att hävda den snävare tolkningen av här aktuella regler om indexfonder. Det förefaller rimligt att anta att direktivet inte avsåg att införa ett principiellt nytt slags indexfonder, utan att istället medge att särskilt kvalitetssäkrade indexfonder skulle kunna ges UCITS-status. Tolkningen av art. 22a i direktivet bör därför ansluta till hur indexfonder faktiskt förvaltas. Jag skall i avs. 4 diskutera några av de sakliga skälen till att förvalta indexfonder på annat sätt än att i fonden inkludera indexets tillgångar; i synnerhet skall jag i avs. 4.3 visa att den väsentliga egenskapen hos fondtillgångarna är deras avkastning och att det därför är just avkastningen – inte indextillgångarnas andra egenskaper – som skall återspeglas i indexfonderna. I avs. 5 skall jag diskutera det ”syntetiska” inslaget i förvaltningen av indexfonder: en syntetisk förvaltning innebär med nödvändighet att de i indexet ingående tillgångarna inte också ingår i fonden.

²⁶ Gemensapsdomstolen förför på ett liknande sätt avseende extrema språkversioner i *Stauder v. Ulm* (29/69) 1969 REG 419.

4. Sakliga skäl för aktivt förvaltade indexfonder

4.1 Inledning

Det finns förhållandevis enkla empiriska tecken på att indexfonder faktiskt förvaltas aktivt. I alla indexfonder uppstår s.k. ”*tracking error*”, d.v.s. fondens avkastning avviker alltid något från indexet. Denna avvikelse har flera skäl – bl.a. den ofrånkomliga trögheten i avvecklingssystemen som medför en viss fördröjning (och därmed kursrisk) i investeringar i finansiella instrument – men mitt intryck är att dessa avvikelser inte kan förklara all *tracking error*. De skäl som leder till att andra metoder än investeringar i indextillgångarna – indexförvaltningens ”aktiva” element – är en ytterligare, och menar jag viktigare, källa till *tracking error*. En empirisk undersökning torde – det är min hypotes – visa att större delen av *tracking error* i indexfonder härrör från förvaltningens aktiva element. Eftersom *tracking error* kan mätas objektivt kan olika indexfonder – och därmed olika sätt att förvalta indexfonder – jämföras med varandra även om de följer samma index.²⁷ Om indexfonderna inte förvaltades aktivt skulle alla indexfonder som följer samma index ha samma *tracking error*, vilket jag misstänker inte är fallet. Annorlunda uttryckt: olika förvaltare kan avseende de indexfonder de förvaltar vara olika framgångsrika med att följa ett och samma index.²⁸

4.2 Kostnadshänsyn och riskhantering

Ett skäl för aktiv förvaltning är att den passiva förvaltningen ofta(st) inte är det mest kostnadseffektiva sättet att följa indexet. Bland de skäl som talar för en aktiv förvaltning märks t.ex. även likviditetsbegränsningar i de aktuella instrumenten – marknaden för de aktuella instrumenten kanske helt enkelt inte är tillräckligt djup – liksom onödigt höga kostnader (t.ex. i form av *courtage*). En marknad i de aktuella instrumenten kan vara så grund att flera indexfonders strävan att följa index där instrumenten ingår driver upp kursen.²⁹ Det kan därför ligga i fondandelsägarnas kollektiva intresse att fondbolagen *inte* försöker förvärva just de instrumenten.

Enligt modern investeringsteori är den rationelle investerarens mål maximal avkastning och minimala risker.³⁰ En riskanalys som ser till de individu-

²⁷ Se R. O. Michaud & R. O. Michaud, *Efficient Asset Management* (2008) s. 81 ff.

²⁸ Jfr Brett s. 73.

²⁹ Se Malkiel s. 379 f.

³⁰ Se von Hagen & von Stein s. 907.

ella instrumenten som ligger till grund för ett index kan också leda till att enstaka beståndsdelar i indexet ersätts med en med avseende på avkastningen replicerande investering. Beroende på hur återspeglings i fondförvaltningen utformas – kanske främst beroende på vilken kreditvärdighet motparterna i de syntetiska produkterna (derivaten) har i jämförelse med de emittenter vars instrument ligger till grund för indexet – kan en syntetisk återspeglings i själva verket ge ett bättre resultat för fondandelsägarna genom att motpartsrisken (kreditrisken³¹) i fondens portfölj minskar (enligt samma substitutionsprincip som i kapitaltäckningsreglerna³²). Om avkastningen justeras för risk³³ kan således en indexfond med i hög grad syntetiskt efterbildande av index i själva verket ge bättre avkastning än fonder med ett lägre syntetiskt inslag.

4.3 Investerarperspektivet: avkastningen

Det kan ifrågasättas om det i sak egentligen är någon skillnad för fondandelsägarna mellan att fonden efterbildar ”sammansättningen” av ett index och att den efterbildar indexets ”avkastning”. I själva verket torde testet för att avgöra huruvida ett fondbolag framgångsrikt har ”efterbildat sammansättningen” vara just hur avkastningen på fonden framstår vid en jämförelse med index.³⁴ Ur fondandelsägarnas perspektiv torde det vara av mindre intresse vilka konkreta tillgångar som används för att följa indexet, så länge avkastningen på fondtillgångarna nära följer indextillgångarnas avkastning. Hur avkastning och risk uppnås torde för den typiske investeraren vara något helt underordnat. För den typiske fondandelsägaren torde det vara irrelevant huruvida t.ex. en aktieindexfond verkligen innehåller aktier (”efterbildar sammansättningen”) eller endast innehåller olika instrument som efterbildar aktiernas avkastning. För fondandelsägaren är egenskaperna hos aktier som skiljer dem från obligationer och andra instrument av underordnad betydelse.

³¹ ”Motpartsrisik” och ”kreditrisk” är egentligen samma sak (jfr 5 kap. 1 § 1 st. lagen om kapitaltäckning och stora exponeringar; Riksgäldskontorets ”Finans- och riskpolicy 2008” s. 11 f.; E. Parker, *Documenting and Understanding Credit Derivative Products* (2007) s. 22; och R. R. Gallati, *Risk Management and Capital Adequacy* (2003) s. 250, 291, 459 och 465).

³² Se Finansinspektionens föreskrifter och allmänna råd om kapitaltäckning och stora exponeringar 24 kap. 14 §, 53 kap. 15 §, 54 kap. 14 § och 55 kap. 11 § (när ett medräkningsbart kreditkydd finns för en exponering får kapitaltäckningen avseende gäldenären bytas ut mot kapitaltäckningen avseende skyddsutfärdaren).

³³ Jfr Fondbolagens förening, *Fondspecial. Fonder och risk* (2007) s. 3.

³⁴ I ECB s. 27 diskuteras indexfonder som exempel förvaltning som strävar efter att följa (”track”) indexets avkastning (”returns”) så nära som möjligt.

delse.³⁵ En investeringsfond får (med de begränsningar som följer av 5 kap. LIF, med de undantag för specialfonder som kan beviljas enligt 7 kap. LIF) innehålla följande finansiella tillgångar: överlåtbara värdepapper, penningmarknadsinstrument, derivatinstrument och fondandelar samt konto i kreditinstitut (5 kap. 1 § 2 st. LIF). ”Överlåtbara värdepapper” inkluderar aktier och obligationer (1 kap. 1 § 21 LIF). Aktier medför i princip – till skillnad från obligationer – kontrollrätt i form av deltagande på bolagsstämman. Aktiernas egenskap av rent *finansiella* instrument, i alla fall när de ingår i investeringsfonder, kan därför behöva förklaras närmare.

I praktiken utövas rösträtten sällan av aktieägare som inte på ett eller annat sätt är företagsledningen närstående,³⁶ i synnerhet inte av aktieägare med mycket små aktieinnehav (vilket är vanligt i aktiemarknadsbolag med spritt ägande³⁷) som normalt inte kan räkna med att kunna påverka bolagsstäm-mobeslut³⁸ – istället dikteras besluten vanligen av de större aktieägarna.³⁹ En bidragande orsak är att aktierna av många investerare innehas ”indirekt” via en eller flera mellanhänder,⁴⁰ vilket gör det svårt för aktieägaren (om det alls rör sig om ett ägande och inte ett anspråk på mellanmannen⁴¹) att utöva för-

³⁵ Jfr prop. 1978/79:9 s. 51 (”För den allmänhet som har överskott av likvida medel framstår placering i aktier som ett alternativ till insättning i bank”). I sin berömda uppsats ”The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment”, *American Economic Review* 1958 s. 261, menade Franco Modigliani och Merton H. Miller att ett företags kapitalstruktur – fördelningen mellan *equity* och *debt* – i princip saknade betydelse för företagets totala marknadsvärde (d.v.s. summan av marknadsvärdet av dess aktier och obligationer) och dess genomsnittliga kapitalkostnad (uppsatsen och dess vetenskapliga och praktiska reception diskuteras utförligt i D. MacKenzie, *An Engine, Not a Camera* (2006)).

³⁶ Se von Hagen & von Stein s. 30.

³⁷ Spridningen är ofta ett krav för börshandeln. I t.ex. noteringsavtalet avseende aktier för OMX Nordiska börs i Stockholm sägs i kommentaren till § 5 att, för att notering skall få ske, det bl.a. ställs krav på aktiespridning; dessa krav specificeras närmare i § 3.7 i noteringskraven. Värdepappersfonder (UCITS-fonder) skall i princip investera i finansiella instrument som är föremål för organiserad och publik handel (5 kap. 3 och 5 §§ LIF), varför fondandelsägarnas medel normalt kommer att investeras i aktier bara om dessa har stor ägarspridning.

³⁸ Se von Hagen & von Stein s. 32.

³⁹ Se von Hagen & von Stein s. 30.

⁴⁰ Jfr Hanqvist, JT s. 456; J. Benjamin, *Interests in Securities* (2000) § 2.33f; R. Potok (red.), *Cross Border Collateral: Legal Risk and the Conflict of Laws* (2002); och M. Ooi, *Shares and other Securities in the Conflict of Laws* (2003) kap. 6.

⁴¹ Jfr Benjamin kap. 2; E. Johansson, *Property Rights in Investment Securities and the Doctrine of Specificity*, ak. avh. Queen Mary College (University of London) (2007); Ooi § 6.28ff; och Hanqvist, JT s. 465 ff.

valtningsrätten.⁴² För fondandelsägarna innebär detta, med justeringar för risk, att de bör intressera sig för fondtillgångarnas monetära avkastning, liksom är fallet avseende annan portföljförvaltning. Investeringsfonder skulle kunna representera ett betydande innehav i ett bolag; fondsparandets omfattning har gjort fondbolagen till betydande aktörer på börsen (se prop. 2002/03:150 s. 113). Detta förändrar emellertid inte det här förda resonemanget, för ett fondbolag får till en värdepappersfond inte förvärva aktier med sådan rösträtt som gör det möjligt för fondbolaget att utöva ett väsentligt inflytande över företagsledningen (5 kap. 20 § LIF). Bestämmelsen skall verka ”maktbegränsande” (se prop. 2002/03:150 s. 222). Aktieinvesteringar som syftar till industriell kontroll bör alltså inte ske genom investeringsfonder (jfr prop. 1974:128 s. 58 och prop. 1989/90:153 s. 67).⁴³ Den ”finansiella” aktiemarknaden kan skiljas från ”marknaden för företagskontroll”.⁴⁴ Motsvarande distinktion förefaller också ligga till grund för lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden (”VML”), som skiljer mellan tillståndspliktig ”investeringsrådgivning till kund avseende finansiella instrument” (2 kap. 1 § 5) – d.v.s. rådgivning avseende *finansiella* investeringar i t.ex. aktier – och rådgivning och utförande av tjänster ”vid fusioner och företagsuppköp” (2 kap. 2 § 1 st. 3) – d.v.s. rådgivning avseende ”industriella” *kontrollförvärv* av aktier, som inte kräver tillstånd i sig (men som värdepappersbolag får bedriva endast efter särskilt tillstånd för s.k. ”sidotjänster”). Om aktieägarna inte i första hand fokuserar på aktieutdelningen – som är direkt beroende av beslut på bolagsstämman (18 kap. 1 § aktiebolagslagen (2005:551)) – utan istället fäster avseende på aktiekursen, framstår det begränsade inflytandet som ett mindre problem.⁴⁵ Investeringsfonden som figur är nämligen främst en *finansiell* investering; andra egenskaper hos de tillgångar som ingår i fonderna – såsom den kontroll ett aktieinnehav kan medföra – kan inte vara avgörande för andelsägarna, särskilt eftersom andelsägarna själva inte kan företräda en aktie som en fond investerat i på en bolagsstämma eftersom andelsägarna har överlåtit åt fondbolaget att före-

⁴² Jfr Ooi § 6.28. Det är symptomatiskt att en ofta använd handbok som M. Simmons, *Securities Operations* (2002) – som behandlar mellanmännens praktiska hantering – visserligen har ett kapitel om ”corporate actions” (kap. 26) som behandlar hanteringen av nyemissioner och andra exempel på aktieägarens utövande av sina finansiella rättigheter, men ingenstans berör frågan om hur aktieägaren skall utöva sin förvaltningsrätt.

⁴³ Detta hindrar naturligtvis inte att investeringsfonder kan användas för *marknadsmanipulationer* (J. R. Boatright, *Ethics in Finance* (2008) s. 99 ff. och Finansinspektionens rapport 2004:3).

⁴⁴ Jfr C. Bergström & K. Rydqvist, *Marknaden för företagskontroll* (1992).

⁴⁵ Se von Hagen & von Stein s. 33.

träda dem.⁴⁶ Detta kan jämföras med vad som gäller för AP-fonderna, som är underkastade vissa begränsningar vad gäller den rösträtt de får utöva i bolag i kraft av sitt aktieinnehav⁴⁷ (begränsningarna för AP-fonderna företer en stark "släktskap" med reglerna i LIF: se prop. 2002/03:150 s. 223). AP-fondernas placeringar betraktas som *finansiella* placeringar (se prop. 1999/2000:46 s. 87) utan näringspolitiska motiv (se prop. 1999/2000:46 s. 84 och 88).⁴⁸

Detta synsätt bekräftas också av ett axplock ur fondbestämmelserna och marknadsföringsmaterialet för olika svenska och andra europeiska indexfonder: "X-fond är en indexfond, som i sina placeringar söker att efterlikna X-Index med syfte att över tiden ge en avkastning *som så nära som möjligt överensstämmer med indexets avkastning*"; "Fondbolaget har som målsättning att fonden skall följa Y-Indexets utveckling. Fonden skall placera i sådana finansiella instrument som ingår i *eller följer indexet*"; "The investment objective of this fund is to aim *to match as closely as possible the capital performance and net income yield of the Z Index*"; och "The Index Tracking Fund's returns are expected *to track the performance of the Index*"; "The Fund aims to help your money grow by aiming *to match as closely as possible the performance of the FTSE 100 Index*".⁴⁹ I praktiken har det accepterats att en UCITS-fond följer ett index utan att fullt ut investera i de tillgångar som ligger till grund för index. I prospektet för det luxemburgska fondföretaget db x-trackers sägs att fonden avses ge investerarna en avkastning som knutits till de underlig-

⁴⁶ Trots detta uppfattas särskilt indexförvaltningens passivitet ibland som ett problem (von Hagen & von Stein s. 892), och det är något överraskande att Finansinspektionen har ägnat särskild uppmärksamhet åt behovet av ägarpolicies för fondbolagen (rapport 2001:7 s. 30 f. och 33 ff.; se även Fondbolagens förening, *Fondbolagen och ägarfrågor* (2000) och *Riktlinjer för fondbolagens ägarutövande* (2007)) – trots att investeringsfonder alltså enligt LIF inte är avsedda för industriell maktanvändning.

⁴⁷ För Första–Fjärde AP-fonderna, se 4 kap. 9 § lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder); för Sjunde AP-Fonden, se 5 kap. 3 f. §§ samma lag (denna fond följer dessutom i allt väsentligt reglerna för investeringsfonder: se 5 kap. 7 f. §§); och för Sjätte AP-fonden, se 3 kap. 2 § lagen (2000:193) om Sjätte AP-fonden.

⁴⁸ Också för AP-fonderna uppstår målkonflikten mellan en rent finansiell inriktning (för fonderna "kan det aldrig bli fråga om någon utpräglad ägarroll": se prop. 1999/2000:46 s. 83) och det faktiska inflytande fonderna kan få. Avsikten är dock att fonderna skall utöva ägarinflytande endast i syfte att tillvarata möjligheterna till högre avkastning (se prop. 1999/2000:46 s. 83 f.).

⁴⁹ Jag har i urvalet utgått ifrån ett axplock av verkliga svenska och andra europeiska indexfonders fondbestämmelser och faktablad. De kursiverade partierna är ordagranna citat; men citaten utgör sammanläggningar av snarlika formuleringar i flera olika dokument och exemplen har alla avidentifierats. En enkel sökning på Google räcker för att verifiera att det är vanligt förekommande att indexfonderna påstår sig ha riktat in sig på indexets avkastning.

gande index-tillgångarna, och att fonden kan använda olika tekniker, inklusive derivat, för att uppnå detta mål.⁵⁰ Fonden har godkänts av den luxemburgska tillsynsmyndigheten.

5. Syntetiska inslag i fondförvaltningen

5.1 ”Syntetiska” produkter

Investerarperspektivet – fokus på avkastningen – är skälet till den syntetiska förvaltningen; och det är den förvaltningen jag nu något skall beröra. Det går att återspegla indexets avkastning på olika sätt, från att ”passivt” i fonden ta in exakt samma tillgångar som indexet bygger på till att ”aktivt” återskapa indextillgångarnas avkastning på annat sätt – jag vill hävda att detta borde vara möjligt t.o.m. med helt syntetiska investeringsprodukter, förutsatt att övriga investeringsbegränsningar som inte har undantagits i art. 22a.1 iaktas. Stöd för denna uppfattning finns i Kommissionens direktiv 2007/16/EG, art. 12.1; efter diskussioner med Finansinspektionen i juni 2008 har jag fått intrycket att man där i princip delar denna ståndpunkt. En ”syntetisk” produkt (ett ”syntetiskt” instrument) kan sägas vara ett finansiellt kontrakt som återskapar vissa drag hos ett annat kontrakt utan att parterna i det syntetiska kontraktet behöver vara de samma som i det ”underliggande” kontraktet; ”syntetiska” instrument är i det avseendet det samma som ”derivat”. Således kan t.ex. aktier syntetiseras mellan två parter där ingendera parten är vare sig bolaget eller en aktieägare i bolaget; och ingen av parterna i en syntetisk obligation behöver vara borgenär i förhållande till emittenten av den ”underliggande” obligationen.⁵¹ Ibland uttrycks saken så att de syntetiska instrumenten inte är lika ”verkliga” som ”riktiga” värdepapper.⁵² Sådana uttryck kan accepteras när de syntetiska kontrakten är *virtuella* (d.v.s. t.ex. modeller som ligger till grund för vissa beräkningar snarare än juridiskt bindande avtal mellan två parter⁵³); men när det syntetiska instrumentet utgör ett bindande avtal mellan två parter är det nog så verkligt. Syntetiska strategier behandlas även i författningar. I Finansinspektionens föreskrifter och

⁵⁰ db x-trackers Prospectus, 2007-07-11, s. 17.

⁵¹ Jfr S. Henderson, *Henderson on Derivatives* (2003) s. 227.

⁵² Så J. A. Lybeck & G. Hagerud, *Penningmarknadens instrument* (1996) s. 212.

⁵³ Se t.ex. prop. 1990/91:142 s. 143; L. Hässel, M. Norman & Ch. Andersson, *De finansiella marknaderna i ett internationellt perspektiv* (2001) s. 350 ff.; L. Afrell, H. Klahr & P. Samuelsson, *Lärobok i kapitalmarknadsrätt* (1998) s. 99; och J. Downes & J. E. Goodman, *Dictionary of Finance and Investment Terms* (1991) *sub* ”synthetic asset”.

allmänna råd (FFFS 2007:1) om kapitaltäckning och stora exponeringar definieras "syntetiska värdepapperisering" som "en värdepapperisering som innebär att uppdelningen på trancher sker genom kreditderivat eller garantier samtidigt som de underliggande exponeringarna kvarstår i originatorns balansräkning". Motsatsen är en "traditionell värdepapperisering", "som innebär att de exponeringar som värdepapperiseras överförs ekonomiskt till ett specialföretag för värdepapperisering som utfärdar värdepapper [för att finansiera överföringen: jfr 2 kap. 3 § 1 st. 5 lagen (2004:297) om bank- och finansieringsrörelse]". Paradigmatiskt sker överföringen genom att de aktuella fordringarna cederas till specialföretaget, men kan också ske genom subparticipering (sekundärt deltagande) (2 kap. 1 § i föreskrifterna) – och subparticipering kan i sig ses som ett syntetiskt förfarande. I en syntetisk värdepapperisering emitteras alltså inga värdepapper; istället uppnås samma ekonomiska effekt på "syntetisk" väg.

Ett exempel på en syntetisk indexhandel erbjuds av *kreditderivaten*. Vid s.k. "credit index trading" utgår parterna ifrån ett kreditindex bestående av en portfölj av företag som ges samma relativa vikt; indexet justeras periodiskt (vanligen i mars och september) i enlighet med på förhand fastställda regler. Ett kreditderivat som ansluter sig till indexet blir således på sätt och vis föremål för en "aktiv" förvaltning genom att kontraktet automatiskt justeras i takt med indexet⁵⁴ (exemplet visar på svårigheterna att skilja på "aktiv" och "passiv" förvaltning, eftersom justering sker automatiskt och lika gärna kan betraktas som "passiv" förvaltning). Handeln är dock helt syntetisk, eftersom ingen av parterna till kreditderivatet behöver vare sig vara ett företag i indexet eller ha en fordran på ett sådant företag.

En syntetisk förvaltning av indexfonder betyder att fondens avkastning följer – "återspeglar" – indexets avkastning men att så sker på annat sätt än genom att indexets tillgångar också ingår i fonden. Om syntetiskt förvaltning accepteras måste det därför också accepteras att det är avkastningen som är det intressanta. Syntetisk portföljförvaltning är inte unikt för fondförvaltningen utan sker också inom ramen för indexobligationerna.

5.2 Jämförelse med indexobligationer

Ett bekant exempel på en syntetisk indexprodukt är obligationer där någon del av avkastningen har knutits till ett index (utan att obligationsinnehavaren därmed skulle äga någon del av de tillgångar som ligger till grund för indexet) (*indexobligationer*). Jag menar att, eftersom indexobligationer alltid innehåll-

⁵⁴ Se Parker s. 449.

ler ett syntetiskt inslag (derivatinslag) men ändå enligt VML kan jämföras med UCITS-fonder om adekvat information lämnas, också UCITS-fonder måste kunna innehålla motsvarande syntetiska (och därmed "aktiva") element.⁵⁵ En jämförelse mellan indexfonder och indexobligationer vilar på omständigheten att den kontraktuella fondstrukturen innebär att fondverksamheten enligt LIF endast är ett specialreglerat fall av "diskretionär portföljförvaltning" (*asset management*),⁵⁶ som i övrigt regleras av VML såsom värdepappersrörelse: avtalet avseende fondförvaltningen kommer således delvis till uttryck i lag, men motsvarar i princip det som gäller även för annan *asset management*.⁵⁷ Det är andelsägarna, inte fondbolaget, som äger tillgångarna som ingår i en fond (se prop. 1974:128 s. 99 f. och prop. 2002/03:150 s. 168). Fondbolaget säljer en förvaltningstjänst⁵⁸ och kan betraktas som en sorts särskilt reglerad⁵⁹ specialiserad finansiell intermediär (se SOU 2008:12 s. 27). Fondbolagen behandlas vidare som värdepappersbolag i reglerna om finansiella företagsgrupper (se 2 kap. 10a § 2 st. LIF; prop. 2005/06:45 s. 119; prop. 2006/07:5 s. 317 f.) – oavsett om de ägnar sig åt endast fondverksamhet eller också diskretionär portföljförvaltning jml 1 kap. 4 § LIF (se prop. 2006/07:5 s. 318).

Finansinspektionen har nyligen haft anledning att utveckla sin syn på förhållandet mellan diskretionär portföljförvaltning enligt VML och verksamhet enligt LIF.⁶⁰ Enligt inspektionen är LIF en speciallagstiftning som ställer särskilda krav på en verksamhet som vänder sig till ett *kollektiv* av investerare. Att regleringen avser en kollektiv förvaltning framgår dock endast indirekt av lagstiftningen på så sätt att det med fondverksamhet menas förvaltning av värdepappersfonder, som vänder sig till "allmänheten", eller förvaltning av specialfonder, som vänder sig till "allmänheten" eller "en särskilt angiven och avgränsad krets investerare" (1 kap. 1 § pkt 11, 19 och 21 LIF). Av förarbetena framgår också att fondverksamheten är förbehållen just en kollektiv förvaltning, till skillnad från en individuell förvaltning som i stället kräver tillstånd för diskretionär portföljförvaltning. Lagstiftaren har även,

⁵⁵ Detta slags jämförelse framgår på sätt och vis möjligen av Finansinspektionens rapport 2007:9 s. 31 (vad gäller beräkningsprinciperna för avkastningen av indexobligationer respektive fondavgifter) och s. 44 (vad gäller investerarens överväganden). Som påpekas i rapporten (s. 45 not 12) finns det naturligtvis också skillnader mellan sparformerna, såsom avseende tillförlitligheten i värderingen (se även Finansinspektionens rapport 2005:1 s. 11 f.).

⁵⁶ Jfr von Hagen & von Stein s. 874.

⁵⁷ Se von Hagen & von Stein s. 880; se även prop. 2002/03:150 s. 146.

⁵⁸ Se L. Nyberg, S. Viotti & P. Wissén, *Penningsmarknaden* (2006) s. 244.

⁵⁹ Se von Hagen & von Stein s. 880.

⁶⁰ Se FI:s beslut *Re Kreon Asset Management AB*, FI dnr 08-5137, 2008-06-30.

menar inspektionen, understrukit vikten av att skilja mellan dessa två former av kapitalförvaltning (se prop. 2002/03:150 s. 146 och 253 ff.).⁶¹ Att fondverksamhet avser en kollektiv tjänst framgår också av UCITS-direktivet (se exempelvis artikel 1.2 och artikel 1 a punkten 2). Om ett bolag endast avser att utföra diskretionär portföljförvaltning måste bolaget ansöka om tillstånd enligt VML.⁶²

Skillnaderna mellan den ”kollektiva” resp. ”individuella” portföljförvaltningen kan dock överdrivas: också portföljförvaltningen enligt VML kan vara kollektiv genom samägande till depåer⁶³ eller genom att förvaltningskunden är en association eller stiftelse som s.a.s. agerar på medlemmarna eller beneficenternas vägnar. Förhållandet att det här rör sig om två varianter av i grunden samma slags tjänst kan skymmas av att fondbolagen regleras i en särskild lag utanför VML.⁶⁴ Det är därför på sätt och vis följdriktigt att ett fondbolag enligt LIF utöver fondverksamheten får ges tillstånd för diskretionär portföljförvaltning (1 kap. 4 § LIF) (vilket i sak motsvarar investeringstjänsten med samma beteckning i 2 kap. 1 § 4 VML: se prop. 2006/07:115 s. 671) och att tillstånd för fondverksamhet för specialfonder får ges även till värdepappersbolag och svenska kreditinstitut som har tillstånd för portföljförvaltning enligt 2 kap. 1 § 4 VML (1 kap. 5 § LIF) – all portföljförvaltning är principiellt diskretionär.⁶⁵ Den kollektiva och den individuella förvaltningen har stora likheter med varandra och ger stordriftsfördelar. Fondbolagens infrastruktur kan sägas vara anpassad till denna typ av verksamhet. Genom att möjliggöra för dessa verksamheter i ett och samma bolag behöver inte t.ex. en finansiell koncern bilda flera olika bolag. Företag kan tillhandahålla individuell portföljförvaltning antingen genom auktorisation

⁶¹ Jfr T. Spangler, *The Law of Private Investment Funds* (2008) s. 2. Det har alltså varit ett medvetet val att inte reglera fondföretagen i VML (se prop. 2006/07:115 s. 386).

⁶² I *Re Kreon Asset Management AB* fanns det vid tidpunkten för utgången av sexmånadersperiodens i 10 kap. 20 § 1 st. pkt 3 LIF (i LIF:s dåvarande lydelse, numera motsvarande 12 kap. 4 § 1 st. pkt 4 LIF) endast en andelsägare, tillika ägare i bolaget. Detta ansågs inte utgöra kollektiv förvaltning utan liknades närmast vid en diskretionär portföljförvaltning (s. 6).

⁶³ Att investeringsfonderna utgör ett slags samägande anges i prop. 1974:128 s. 99 f., 139 och 151 och prop. 2002/03:150 s. 225, och framgår av att lagen om samäganderätt enligt 4 kap. 1 § 4 st. LIF inte skall tillämpas på delägarskap i en investeringsfond: om sådant delägarskap inte vore samägande vore bestämmelsen överflödig.

⁶⁴ I t.ex. SOU 2008:12 s. 119 not 192 talar kommittén om ”[a]ndra mer avancerade tjänster[,] t.ex. betalningsförmedling, clearing och avveckling, förvaltning av värdepapper, *diskretionär kapitalförvaltning*, *fondförvaltning*, mäklari och rådgivning av fondpapper och finansiella instrument” (min emfas), som om fondförvaltning och diskretionär kapitalförvaltning vore väsentligen olika tjänster snarare än att den senare vore en överordnad logisk klass i förhållande till den förra.

⁶⁵ Se Spangler s. 3 f.

enligt VML eller enligt LIF. På detta sätt kommer gränserna mellan dessa två typer av finansiella bolag att bli mer oklara. Förutsättningarna för tillstånd och kraven på den fortsatta verksamheten i ett fondbolag har närmat sig dem som gäller för värdepappersbolag (se prop. 2002/03:150 s. 146). I sak ges inte i prop. 2002/03:150 s. 253 ff. några särskilt tungt vägande skäl för att upprätthålla skillnaden – istället påtalas likheterna mellan fondverksamhet och annan verksamhet – , utan vikten av att skilja på verksamheterna motiveras främst av de gällande reglerna (ett slags cirkelresonemang alltså). Ett fondbolag som bedriver portföljförvaltning enligt LIF omfattas också naturligen av flera av bestämmelserna i VML som berör just diskretionär portföljförvaltning (7 kap. 3 § LIF). På motsvarande sätt gäller att ett fondbolag som utför portföljförvaltning för denna förvaltning skall ha det kapital för de olika risker som enligt lagen (2006:1371) om kapitaltäckning och stora exponeringar krävs av ett värdepappersbolag med motsvarande verksamhet (2 kap. 10 § LIF), och även i övrigt iaktta den lagens bestämmelser för ett värdepappersbolag med motsvarande verksamhet (2 kap. 10a § 1 st. LIF). Det är lämpligt att de båda grenarna av portföljförvaltningen – enligt VML resp. enligt LIF – i möjligaste mån är underkastade motsvarande reglering⁶⁶ i enlighet med principen om en funktionell, snarare än institutionell, finansiell reglering.⁶⁷

Värdepappersinstitut skall förse sina kunder med lättbegriplig information om institutet och dess tjänster; finansiella instrument och föreslagna placeringsstrategier; handelsplatser; priser och avgifter; och institutets riktlinjer för utförande av order. Informationen skall ge kunderna rimliga möjligheter att förstå arten av och vilka risker som är förknippade med de investeringstjänster och de finansiella instrument som institutet erbjuder (8 kap. 22 § VML). Särskilt stränga krav ställs vidare i detta avseende på värdepappersinstitutet när de tillhandahåller tjänsterna investeringsrådgivning och diskretionär portföljförvaltning. Ett värdepappersinstitut skall således, när det tillhandahåller dessa investeringstjänster, hämta in nödvändiga uppgifter från kunden om dennes kunskaper och erfarenheter av den specifika tjänsten eller produkten samt om dennes ekonomiska situation och mål med investeringen, så att institutet kan rekommendera kunden de investeringstjänster och finansiella instrument som är lämpliga för denne (8 kap. 23 § VML). Man har dock inte helt velat frita institutet från ett informationskrav när de

⁶⁶ Jfr D. Hanqvist, "Näringsrättens splittring – exemplet med de finansiella marknaderna", FT 2006 s. 23.

⁶⁷ Jfr prop. 2002/03:107 s. 55; M. Larsson, *Staten och kapitalet* (1998) s. 220; och M. Blåvarg & S. Ingves, "Statens förändrade roll på finansmarknaderna", *Penning- och valutapolitik* 3/1996 s. 40.

tillhandahåller andra tjänster: de skall, när de tillhandahåller någon annan investeringstjänst än investeringsrådgivning eller diskretionär portföljförvaltning, begära att kunden lämnar uppgifter om sina kunskaper och erfarenheter av den specifika tjänsten eller produkten så att instituten kan bedöma om investeringstjänsten eller produkten passar kunden. Instituterna skall, om de mot bakgrund av de uppgifter som de sålunda har fått, anser att tjänsten eller produkten inte passar kunden informera kunden om detta (8 kap. 24 § VML). Ett institut skall lämna tillfredsställande rapportering till kunderna om de tjänster som institutet har utfört för dem, inklusive avseende kostnaderna för de transaktioner och tjänster som har utförts för kundens räkning (8 kap. 27 § VML).

Enligt 8 kap. 25 § VML får ett värdepappersinstitut tillhandahålla tjänsterna mottagande och vidarebefordran av order och utförande av order utan att uppfylla de särskilda informationskraven i 8 kap. 24 § VML endast bl.a. om tjänsten avser s.k. ”okomplicerade” instrument, t.ex. *obligationer utan derivatinslag* eller *andelar i en UCITS-fond*. Vad gäller ”obligationer utan derivatinslag” sägs i prop. 2006:07:115 s. 587 att obligationer där risken endast beror på utställarens betalningsförmåga är okomplicerade; obligationer med ett derivatelement skulle däremot vara komplicerade: om risk och avkastning påverkas av andra faktorer än låntagarens betalningsförmåga – t.ex. av utvecklingen av ett index – bör det inte betraktas som ett okomplicerat finansiellt instrument i detta sammanhang. Detta torde betyda att indexobligationer *som utgångspunkt* är komplicerade instrument. I det enskilda fallet kan emellertid indexobligationer behandlas som andelar i UCITS-fonder (alltså såsom okomplicerade instrument), nämligen om *informationen som lämnas avseende en viss obligation är tillräcklig*.⁶⁸

Likheten mellan en indexobligation som får behandlas som ett okomplicerat instrument enligt 8 kap. 25 § IFL och andelar i en ”aktivt” förvaltad UCITS-fond ligger i den information som avseende instrumentet som investeraren får.⁶⁹ Vad gäller indexobligationerna varierar kvaliteten på informationen,⁷⁰ men beträffande andelar i UCITS-fonder – som alltså alltid är att betrakta som okomplicerade instrument – garanteras informationens kvalitet av lagstiftningen. För varje investeringsfond skall det finnas en aktuell infor-

⁶⁸ Se Finansinspektionens skrivelse till Svenska fondhandlarförbundet 2008-03-14, FI dnr 08-2726.

⁶⁹ Jfr Finansinspektionens jämförelse mellan informationgivningen inom fond- resp. försäkrings-sparandet i *Försäkrings- och fondsparande – en jämförande analys av informationen till kund* 2007-09-13, FI dnr 07-4678-316.

⁷⁰ Jfr Finansinspektionens rapporter 2005:1, 2006:19 och 2007:9.

mationsbroschyr och ett aktuellt faktablad (funktionellt motsvarande prospekt enligt lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument: se prop. 2002/03:150 s. 178). Broschyren skall innehålla fondbestämmelserna och de ytterligare uppgifter som behövs för att man skall kunna bedöma fonden och den risk som är förenad med att investera i den och en tydlig och lättbegriplig förklaring av fondens riskprofil. Faktabladet skall på ett lättbegripligt sätt och i sammanfattning innehålla den grundläggande information som behövs för att man skall kunna bedöma fonden och den risk som är förenad med att investera i den (4 kap. 15 § LIF). I broschyren och faktabladet skall också anges i vilka tillgångsslag fondmedlen får placeras, och om fondmedlen får placeras i derivatinstrument och, i så fall, i vilket syfte och hur det möjliga resultatet av användningen av derivatinstrument kan påverka fondens riskprofil. I broschyren och bladet samt i allt övrigt reklammaterial skall följande uppgifter anges på en framträdande plats: placeringsinriktningen; huruvida fondmedel placeras i andra tillgångar än överlåtbara värdepapper och penningmarknadsinstrument eller om fonden är en indexfond; huruvida fondens värde kan variera kraftigt på grund av fondens sammansättning; och fondbolagets förvaltningsmetoder (4 kap. 16 § LIF). Fondbolaget skall, på begäran, lämna kompletterande information om riskhanteringen, innehållande de kvantitativa gränser som gäller för placeringen av fondmedlen, de metoder som valts för förvaltningen samt den senaste utvecklingen av risknivåer och avkastning från de viktigaste kategorierna av tillgångar som fondmedlen placeras i (4 kap. 17 § LIF). De årsberättelser och halvårsredogörelser som fondbolaget skall lämna till andelsägarna skall innehålla den information som behövs för att de skall kunna bedöma fondens utveckling och ställning; handlingarna skall på begäran kostnadsfritt skickas till andelsägarna och finnas att tillgå hos fondbolaget och förvaringsinstitutet (4 kap. 18 § LIF). Broschyren, faktabladet, den senaste årsberättelsen och, i förekommande fall, den halvårsredogörelse som publicerats därefter skall på begäran lämnas eller skickas kostnadsfritt till den som avser att köpa andelar i en fond eller erbjudas denne innan avtal ingås (4 kap. 20 § LIF). Broschyren, faktablad, årsberättelser och halvårsredogörelser skall ges in till Finansinspektionen så snart de färdigställts (4 kap. 21 § LIF). Fondbolaget skall årligen i skrift informera andelsägarna om hur stort belopp av de totala kostnaderna för fonden under som hänför sig till andelsinnehavet. I informationen skall det anges hur stor del av beloppet som avser förvaltningskostnader (4 kap. 22 § LIF).

Till skillnad från vad som kan vara fallet med investeringar i indexobligationer kommer fondandelsägaren *alltid* att få omfattande information om

investeringen – information som dessutom också görs tillgänglig för Finansinspektionen.⁷¹ Detta kan sägas vara en förklaring till att andelar i UCITS-fonder alltid betraktas som ”okomplicerade instrument” enligt 8 kap. 25 § VML (det är just transparensen som gör ett instrument okomplicerat⁷²). LIF:s informationskrav motsvarar således de krav som ställs för att indexobligationer – som alltid har ett syntetiskt element – i likhet med andelar i UCITS-fonder skall behandlas som okomplicerade instrument enligt 8 kap. 25 § VML. Andelar i UCITS-fonder och indexobligationer kan alltså – givet att adekvat information lämnas – ur VML:s investerarperspektiv uppfattas såsom ”konspecifika” (av samma art).

6. Sammanfattning

Investerarperspektivet – indexfonderna betraktade ur fondandelsägarnas perspektiv såsom ett investeringsalternativ bland andra – ger stöd åt ett slags teleologisk, eller policy-baserad, tolkning av art. 22a.1 i UCITS-direktivet. Syftet med artikeln kunde då sägas vara att i princip göra det möjligt för de på marknaden förekommande ”aktiva” förvaltade indexfonderna att också kvalificera sig som UCITS-fonder. Direkt stöd för en sådan tolkning finns i Kommissionens direktiv 2007/16/EG, art.12.1, som anger att det är möjligt att efterbilda sammansättningen av ett index med hjälp av derivat. För fondandelsägarna utgör indexfonderna, i sin egenskap av investeringsobjekt, främst tillgångar vars avkastning nära följer ”alla andras” avkastning, marknadens genomsnittliga avkastning eller den ”vanliga” avkastningen, som antas framgå av indexet. Indexfonder framstår således som ett brett investeringsalternativ för investerare som kanske inte kan sikta på den absolut högsta avkastningen men som ändå inte vill gå miste om hela uppgången, eller drabbas av hela nedgången, på en marknad i jämförelse med andra investerare som befinner sig i en i stort sett motsvarande situation. Eftersom index som används på marknaden inte alla är av samma kvalitet, och inte alla är av en sådan kvalitet att de motsvarar de krav som rimligen kan ställas för att en indexfond med annars för höga koncentrationer av viss motpartsrisk ändå skall få räknas som en UCITS-fond, bygger undantaget i art. 22a.1 på en

⁷¹ Finansinspektionens intresse för fondbolagens informationsgivning, och den vikt inspektionen tillmäter informationsgivningen, framgår av Finansinspektionens rapporter 2001:7 och 2006:1. De rapporterna kan jämföras med rapporterna 2005:1, 2006:19 och 2007:9 vad avser indexobligationer.

⁷² Se D. Hanqvist, ”Något om värdepappersinstitutens upplysningsplikt i förhållande till sina kunder, särskilt om ’okomplicerade instrument’”, FT 2008 s. 287.

prövning av främst indexets adekvans för den aktuella marknaden och dess tillräckligt diversifierade sammansättning, utförd av tillsynsmyndigheten s.a.s. på fondandelsägarnas vägnar.⁷³ Denna kontroll skall dock inte förstås så att den skall avse andra fonder än dem som andelsägarna efterfrågar eller införa ett nytt slags fonder som inte fokuserar på det för investerarna relevanta måttet ("Hur bra är avkastningen?") utan på ett för dem irrelevant mått ("Exakt vilka tillgångar ingår i fonden?").

En ansvarsfull förvaltning av indexfonder – som tar kostnads- och riskhänsyn och som utgår ifrån investerarens intresse (just i dennes egenskap av investerare) – får alltid ett "aktivt" element. Indexfonder är visserligen "passiva" i det avseendet att förvaltaren har ett från tid till annan givet – men eftersom index förändras, inte konstant – urval av investeringar att efterlikna. Detta "passiva" drag skall dock inte förväxlas med en automatisk kopiering av indextillgångarna. Mot bakgrund av de olika konvergerande argument som givits ovan blir det naturligt att tolka art. 22a.1 så att det omfattar fonder som med olika tekniker syftar till att ge fondandelsägarna en avkastning som motsvarar avkastningen hos de tillgångar som ligger till grund för valt index.

⁷³ Jfr J.-Ch. Rochet, *Why Are There So Many Banking Crises?* (2008) s. 4. Jfr även SOU 2003:22 s. 26 f. (Finansinspektionen agerar på konsumenternas "uppdrag" i normgivningen) och konkursförvaltarens uppdrag enligt 1 kap. 1 § och 7 kap. 8 § konkurslagen.

Bilagan: Språkversionerna av art. 22a1 i UCITS-direktivet

I – ”kopiera”

Danska

Uanset de grænser, der er fastsat i artikel 25, kan medlemsstaterne forhøje grænserne i artikel 22 til højst 20 % for investering i aktier og/eller obligationer, der er udstedt af samme emittent, når målet for investeringsinstituttets investeringspolitik efter fondsbestemmelserne eller vedtægterne er at **kopiere sammensætningen af et bestemt aktieeller obligationsindeks, der er godkendt af de kompetente myndigheder på følgende grundlag:**

- indeksets sammensætning er tilstrækkeligt diversificeret
 - indekset repræsenterer en passende benchmark for det marked, som det refererer til
 - det offentliggøres på en passende måde.
-

Slovakiska

Bez toho, aby boli dotknuté limity stanovené v článku 25, členské štáty môžu zvýšiť hranice stanovené v článku 22 najviac na 20 % pre investície do akcií a/alebo dlhových cenných papierov vydaných tou istou osobou ak, podľa stanov alebo zmluvných podmienok cieľom investičnej politiky PKIPCP je **kopírovať zloženie určitého indexu akcií alebo dlhových cenných papierov, ktoré sú uznané príslušnými orgánmi** na základe toho, že:

- jeho zloženie je dostatočne diverzifikované,
 - index predstavuje primeraný základ pre trh, na ktorý sa odvoláva,
 - je uverejňovaný vhodným spôsobom.
-

Tjcekiska

Aniž jsou dotčena omezení stanovená v článku 25, mohou členské státy zvýšit meze podle článku 22 až na 20 % u investic do akcií a/nebo dluhových cenných papírů téhož emitenta, pokud v souladu se statutem fondu nebo zakládacími dokumenty je účelem investiční politiky SKIPCP **kopírovat složení určitého akciového indexu a indexu dluhových cenných papírů, které uznávají příslušné orgány**, a to za předpokladu, že:

- složení indexu je v dostatečné míře diverzifikováno,
 - index představuje odpovídající vztažný bod pro trh, na který se vztahuje,
 - index je náležitým způsobem zveřejněn
-

II – "reproducera"

Engelska

Without prejudice to the limits laid down in Article 25, the Member States may raise the limits laid down in Article 22 to a maximum of 20 % for investment in shares and/or debt securities issued by the same body when, according to the fund rules or instruments of incorporation, the aim of the UCITS' investment policy is to **replicate the composition of a certain stock or debt securities index which is recognised by the competent authorities**, on the following basis:

- its composition is sufficiently diversified,
 - the index represents an adequate benchmark for the market to which it refers,
 - it is published in an appropriate manner.
-

Maltesiska

Mingħajr preġudizzju għall-limiti stabbiliti fl-Artikolu 25, l-Istati Membri jistgħu jgħollu l-limiti stabbiliti fl-Artikolu 22 sa massimu ta' 20 % għal investimenti f'ishma u/jew titoli ta' debitu mahruġa mill-istess korp meta, skond ir-regoli tal-fond jew l-istrumenti ta' inkorporazzjoni, il-mira tal-politika ta' investiment ta' UCITS **hija li tiġi replikata l-komposizzjoni ta' certu indiċi ta' titoli ta' hażna jew ta' debitu li hu rikonoxxut millawtoritajiet kompetenti**, fuq il-bażi li ġejja:

- il-komposizzjoni tagħha hija diversifikata biżżejjed,
 - l-indiċi jirrappreżenta marka adegwata għas-suq li jirreferi għalih,
 - huwa ppubblikat b'mod approprjat.
-

Lettiska

Neskarot 25. pantā noteiktos limitus, dalībvalstis šādos gadījumos var paaugstināt 22. pantā noteiktos limitus maksimāli līdz 20 % attiecībā uz tās pašas organizācijas emitētām akcijām un/vai parāda vērtspapīriem, ja saskaņā ar fonda nolikumu vai dibināšanas dokumentiem **PVKIU ieguldījumu politikas mērķis ir noteiktu akciju vai parāda instrumentu indeksa, ko atzīst kompetentās iestādes, sastāva replikācija**:

- sastāvs ir pietiekami daudzveidīgs,
 - indekss ir adekvāts attiecīgā tirgus standarts,
 - tas ir atbilstoši publicēts.
-

Franska

Sans préjudice des limites prévues à l'article 25, les États membres peuvent porter les limites prévues à l'article 22 à 20 % au maximum pour les placements en actions et/ou en obligations émises par une même entité, lorsque, conformément au règlement du fonds ou aux documents constitutifs de l'OPCVM, la politique de placement de l'OPCVM a pour objet de **reproduire la composition d'un indice d'actions ou d'obligations précis qui est reconnu par les autorités compétentes**, sur les bases suivantes:

- la composition de l'indice est suffisamment diversifiée,
- l'indice constitue un étalon représentatif du marché auquel il se réfère,
- il fait l'objet d'une publication appropriée.

Italienska

Fermi restando i limiti previsti dall'articolo 25, gli Stati membri possono elevare i limiti stabiliti dall'articolo 22 fino ad un massimo del 20 % per gli investimenti in azioni e/o obbligazioni di uno stesso emittente, quando, conformemente al regolamento del fondo o agli atti costitutivi, l'obiettivo della politica di investimento dell'OICVM è **riprodurre la composizione di un determinato indice azionario o obbligazionario riconosciuto dalle autorità competenti**, a condizione che:

- la composizione dell'indice sia sufficientemente diversificata,
- l'indice rappresenti un parametro di riferimento adeguato per il mercato al quale si riferisce,
- l'indice sia reso pubblico in modo adeguato.

Portugisiska

Sem prejuízo dos limites estabelecidos no artigo 25.o, os Estados-Membros podem aumentar os limites previstos no artigo 22.o para um valor máximo de 20 % relativamente aos investimentos em acções e/ou títulos de dívida emitidos pela mesma entidade quando, de acordo com o regulamento do fundo ou os documentos constitutivos, o objectivo da política de investimentos do OICVM consista na **reprodução da composição de um determinado índice de acções ou de títulos de dívida que seja reconhecido pelas autoridades competentes**, com base nos seguintes critérios:

- ter uma composição suficientemente diversificada,
 - o índice representar um padrão de referência (benchmark) adequado em relação aos mercados a que diz respeito,
 - ser objecto de uma publicação adequada.
-

Rumänska

Fără a aduce atingere limitelor prevăzute la articolul 25, statele membre pot ridica limitele prevăzute la articolul 22 la maxim 20 % pentru investițiile în acțiuni și/sau în obligațiuni emise de o aceeași entitate, în cazul în care, în conformitate cu regulamentul fondului și documentelor constitutive ale OPCVM, **politica de investiții a OPCVM are ca obiect reproducerea compoziției unui indice de acțiuni sau obligațiuni precis care este recunoscut de autoritățile competente**, pe următoarea bază:

- compoziția indicelui este destul de diversificată;
- indicele constituie un etalon reprezentativ al pieței la care se aplică;
- este publicat într-un mod adecvat.

Bulgariska

Без да се засягат ограниченията, предвидени в член 25, държавите-членки могат да завишат ограниченията, предвидени в член 22, най-много до 20 % за инвестиции в акции и/или в облигации, емитирани от един и същи субект, когато, в съответствие с правилата на фонда или учредителните документи, **политиката на вложения на ПКИПЦК има за цел да възпроизведе състава на индекс на акции или на облигации, признат от компетентните органи**, на следната основа:

- съставът на индекса е достатъчно диверсифициран,
- индексът представлява представителен еталон на пазара, за който се отнася,
- публикуван е по подходящ начин.

Grekiska

Με την επιφύλαξη των ορίων του άρθρου 25, τα κράτη μέλη μπορούν να αυξήσουν τα όρια του άρθρου 22 σε 20 % κατ' ανώτατο όριο, για τις επενδύσεις σε μετοχές ή/και ομολογίες που εκδίδονται από τον ίδιο οργανισμό, εφόσον, σύμφωνα με τον κανονισμό ή τα καταστατικά έγγραφα, η επενδυτική πολιτική του ΟΣΕΚΑ **συνίσταται στην αναπαραγωγή της σύνθεσης δεδομένου χρηματιστηριακού δείκτη μετοχών ή ομολογιών του οποίου οι αρμόδιες για τους ΟΣΕΚΑ αρχές αναγνωρίζουν με βάση τα ακόλουθα κριτήρια:**

- η σύνθεση του δείκτη είναι επαρκώς διαφοροποιημένη,
 - ο δείκτης αποτελεί έναν κατάλληλο δείκτη αναφοράς της οικείας αγοράς,
 - ο δείκτης δημοσιεύεται καταλλήλως.
-

III – ”*efterbilda*”

Tyska

Unbeschadet der in Artikel 25 festgelegten Anlagegrenzen können die Mitgliedstaaten die in Artikel 22 genannten Obergrenzen für Anlagen in Aktien und/oder Schuldtiteln ein und desselben Emittenten auf höchstens 20 % anheben, wenn es gemäß den Vertragsbedingungen bzw. der Satzung des OGAW Ziel seiner Anlagestrategie ist, **einen bestimmten, von den zuständigen Behörden anerkannten Aktien- oder Schuldtitelindex *nachzubilden***; Voraussetzung hierfür ist, dass

- die Zusammensetzung des Index hinreichend diversifiziert ist,
 - der Index eine adäquate Bezugsgrundlage für den Markt darstellt, auf den er sich bezieht, und
 - der Index in angemessener Weise veröffentlicht wird.
-

Svenska

Utan att det påverkar tillämpningen av de gränser som fastställs i artikel 25 får medlemsstaterna på följande villkor höja de gränser som anges i artikel 22 till högst 20 % för investeringar i aktier och/eller skuldförbindelser emitterade av samma organ, då fondföretagets investeringspolicy enligt fondbestämmelserna eller enligt bolagsordningen syftar till att ***efterbilda sammansättningen av ett visst aktieindex eller index för skuldförbindelser som är erkänt av de behöriga myndigheterna***:

- Det skall ha en tillräckligt diversifierad sammansättning.
 - Indexet skall utgöra en lämplig referens för den marknad det hänför sig till.
 - Det skall offentliggöras på lämpligt vis.
-

Finska

Jäsenvaltiot voivat, tämän kuitenkaan vaikuttamatta 25 artiklassa säädettyihin rajoihin, korottaa 22 artiklassa säädettyjä rajoja enintään 20 prosenttiin saman liikkeeseenlaskijayhteisön osakkeisiin ja/tai joukkovelkakirjoihin tehtävien sijoitusten osalta, jos yhteissijoitusyrityksen sijoituspolitiikan tavoitteena on rahaston sääntöjen tai yhtiöjärjestyksen mukaan ***jäljitellä tiettyä toimivaltaisten viranomaisten tunnustamaa osake- tai joukkovelkakirjaindeksiä edellyttäen***, että

- indeksin koostumus on tarpeeksi hajautettu,
 - indeksi kuvaa riittävän tarkasti niitä markkinoita, joihin se viittaa,
 - indeksi julkistetaan asianmukaisella tavalla.
-

IV – "reproducera eller återspegla"

Spanska

Sin perjuicio de los límites fijados en el artículo 25, los Estados miembros podrán elevar los límites previstos en el artículo 22 hasta un máximo del 20 % para la inversión en acciones y/o obligaciones emitidas por el mismo organismo cuando, según el reglamento o los documentos constitutivos del fondo, el objetivo de la política de la inversión de los OICVM sea **reproducir o reflejar la composición de cierto índice de acciones o de obligaciones reconocido por las autoridades competentes**, en función de lo siguiente:

- la composición del índice está suficientemente diversificada,
 - su índice constituye una referencia adecuada para el mercado al que corresponde,
 - se ha publicado de manera apropiada.
-

V – "återspegla"

Polska

Bez uszczerbku dla limitów ustanowionych w art. 25, Państwa Członkowskie mogą podwyższyć limity ustanowione w art. 22 do maksymalnie 20 % w odniesieniu do inwestycji w akcje i/lub papiery dłużne wyemitowane przez ten sam organ jeżeli, zgodnie z regulaminem funduszu lub dokumentami założycielskimi, celem polityki inwestycyjnej UCITS jest **odzwierciedlenie układu indeksu giełdowego lub papierów dłużnych, który jest uznawany przez właściwe władze**, zgodnie z następującymi zasadami:

- jego układ jest wystarczająco zróżnicowany,
 - indeks przedstawia odpowiedni wzorzec dla rynku do którego się odnosi,
 - jest publikowany w odpowiedni sposób.
-

VI – ”följa”

Nederländska

Onverminderd de in artikel 25 gestelde begrenzungen kunnen de lidstaten de in artikel 22 vastgestelde begrenzungen voor beleggingen in aandelen en/of obligaties van één en dezelfde uitgevende instelling verhogen tot ten hoogste 20 % wanneer in het fondsreglement of de statuten van de icbe is bepaald dat het beleggingsbeleid van de icbe erop **gericht is de samenstelling van een bepaalde aandelen- of obligatie-index te volgen, mits deze index door de voor de icbe's bevoegde autoriteiten is erkend** op de volgende gronden:

- de samenstelling van de index is voldoende gediversifieerd;
 - de index is voldoende representatief voor de markt waarop hij betrekking heeft;
 - de index wordt op passende wijze bekendgemaakt.
-

De estniska, ungerska och litauiska versionerna återges här utan att inordnas i analysen.

Estniska

Ilma et see piiraks artiklis 25 sätestatud piirmäärade kohaldamist, võivad liikmesriigid artikliga 22 ettenähtud piirmäärasid ühe ja sama asutuse emiteeritud aktsiatesse ja/või võlakirjadesse investeerimise puhul suurendada kuni 20 %ni, kui fonditingimuste või põhikirja kohaselt on avatud **investeerimisfondi (UCITS) investeerimispoliitika eesmärgiks järgida mõne sellise aktsiavõi võlakirjaindeksi koostist, mida on tunnustanud pädev asutus, tingimusel et:**

- selle koostis on piisavalt mitmekülgne,
 - indeks kajastab adekvaatselt olukorda turul, millele ta osutab,
 - see avaldatakse nõuetekohasel viisil.
-

Ungerska

1) A 25. cikkben megállapított korlátok sérelme nélkül a tagállamok legfeljebb 20 %-ra megemelhetik a 22. cikkben megállapított korlátokat az egyazon kibocsátó által kibocsátott részvényekbe és/vagy kötvényekbe történő befektetések esetében, amennyiben az alapszabály vagy a létesítő okirat értelmében az ÁÉKBV befektetési politikájának célja bizonyos, a hatáskörrel rendelkező hatóságok által elfogadott részvény- vagy kötvényindex összetételének leképzése, az alábbi elvek alapján:

- az index összetétele kellő mértékben diverzifikált,
 - az index megfelelő viszonyítási eszközt jelent azon a piacon, amelyre vonatkozik, és
 - azt megfelelő módon közzéteszik.
-

Litauiska

Nepažeisdamos 25 straipsnyje nustatytų apribojimų, valstybės narės gali didinti 22 straipsnyje numatytas ribas, taikomas investicijoms į to paties emitento išleistas akcijas ir (arba) skolos vertybinius popierius, daugiausiai iki 20 %, jei pagal fondo taisyklės arba steigimo dokumentus **KIPVPS investicijų politikos tikslas yra atkartoti tam tikrą akcijų arba skolos vertybinių popierių indeksą, kuris yra pripažintas kompetentingų valdžios institucijų**, remiantis tuo, kad:

- jo struktūra yra pakankamai diversifikuota,
 - indeksas yra tinkamas tam tikros rinkos etalonas,
 - jis yra tinkamai skelbiamas.
-