

## **HFD 2017 ref. 19**

**Fondbestämmelser har inte ansetts oskäligen för andelsägarna när en värdepappersfonds medel vid förvärvstidpunkten placeras så att dess innehav motsvarar i lag angivna maximigränser för värdepapper från en och samma emittent.**

4 kap. 9 §, 5 kap. 1, 6 och 25 §§ lagen (2004:46) om värdepappersfonder

Högsta förvaltningsdomstolen meddelade den 11 april 2017 följande dom (mål nr 4063-15).

### **Bakgrund**

En värdepappersfond förvaltas och företräds av ett fondbolag. Varje värdepappersfond måste ha fondbestämmelser. Dessa upprättas av fondbolaget och ska – om bestämmelserna är skäligen för andelsägarna – godkännas av Finansinspektionen. Fondbestämmelserna ska ange bl.a. grunderna för placeringen av fondmedlen. Det finns lagreglerade maximigränser för hur stor andel av fondens värde som får placeras i värdepapper från en och samma emittent (begränsningsregeln) liksom en skyldighet att vidta rättelse om värdet av de placerade tillgångarna överskrider en sådan gräns (rättelseregeln).

Fondbolaget Lannebo Fonder AB ansökte hos Finansinspektionen om godkännande av fondbestämmelser för en ny fond, betecknad Lannebo Sverige 5-10-40 Aggressiv.

Av fondbestämmelserna framgår bl.a. följande. Fondmedlen kommer att placeras i aktier som är upptagna till handel på en reglerad marknad i Sverige i de sexton bolag som fondbolaget vid var tid anser vara de mest attraktiva placeringarna. Fyra aktieinvesteringar kommer att ske till ett belopp motsvarande 10 procent av fondens värde vardera och således till ett sammanlagt belopp om 40 procent av fondens värde. Tolv aktieplaceringar kommer att ske till ett belopp motsvarande 5 procent av fondvärdet vardera, eller i något fall strax därunder för att säkerställa en nödvändig likviditet i fonden. Värdeförändringar och andra fall av passiva överskridanden på innehavda aktier kan medföra att aktieinnehaven kommer att överskrida någon eller några av placeringsbegränsningarna och detta kan ske flera gånger dagligen. Då kommer rättelseregeln att tillämpas, vilket innebär att rättelse ska vidtas så snart det lämpligen kan ske och att skäligen hänsyn ska tas till fondandelsägarnas intressen.

Finansinspektionen avslög ansökan med motiveringen att fondbestämmelserna inte är skäligen för andelsägarna eftersom bestämmelserna beskriver en förvaltning som syftar till att regelmässigt och systematiskt överskrida lagens begränsningar.

Fondbolaget överklagade beslutet till förvaltningsrätten, som ansåg att det varken av lagtexten eller av förarbetena framgår att innehaven i en värdepappersfond måste understiga de i lagen angivna värdena och att fondbestämmelserna därmed inte står i strid med aktuella bestämmelser. Förvaltningsrätten biföll överklagandet.

Finansinspektionen överklagade till kammarrätten, som biföll överklagandet. Kammarrätten ansåg att eftersom det redan vid placeringstillfället kan förutses att begränsningsregeln kommer att överträdas är det inte fråga om händelser som ligger utanför fondbolagets kontroll. Domstolen fann att det strider mot syftet med begränsningsregeln att fullt ut utnyttja placeringsgränserna och som en följd därav kontinuerligt använda sig av rättelseregeln. Fondbestämmelserna ansågs därför vara oskäligen.

#### **Yrkanden m.m.**

*Fondbolaget* yrkar att fondbestämmelserna för fonden Lannebo Sverige 5-10-40 Aggressiv ska godkännas. Fondbolaget anför bl.a. följande.

Det framgår inte av ordalydelsen i begränsningsregeln att aktieinnehaven måste understiga de angivna värdena. Tvärtom torde lagtexten ge uttryck för tillåtna nivåer. Formuleringen av rättelseregeln ger inte uttryck för att det finns någon begränsning av hur ofta den får användas.

*Finansinspektionen* anser att överklagandet ska avslås.

#### **Skälen för avgörandet**

##### *Frågan i målet*

Frågan i målet är om fondbestämmelser kan anses vara oskäligen för fondandelsägarna om fondens medel placeras så att dess innehav av överlåtbara värdepapper vid förvärvstidpunkten motsvarar i lagen angivna maximigränser, men innehaven därefter regelmässigt kommer att överskrida dessa gränser.

##### *Rättslig reglering m.m.*

I lagen (2004:46) om värdepappersfonder finns bestämmelser som reglerar fördelningen av placeringarna i en värdepappersfond.

Av 4 kap. 8 § framgår att det för varje fond ska finnas fondbestämmelser. Dessa ska upprättas av fondbolaget och ange bl.a.

grunderna för placeringen av fondmedlen. I 9 § anges att fondbestämmelserna ska godkännas av Finansinspektionen. Fondbestämmelser för en ny fond ska godkännas om bestämmelserna är skäligen för fondandelsägarna.

Varje värdepappersfond ska enligt 5 kap. 1 § ha en lämplig fördelning av placeringar med hänsyn till den riskspridning som är förenad med fondens placeringsinriktning enligt fondbestämmelserna. I 6 § första stycket anges att överlåtbara värdepapper från en och samma emittent inte får uppgå till mer än 5 procent av fondens värde. Överlåtbara värdepapper från en och samma emittent får dock enligt andra stycket 3 uppgå till högst 10 procent av fondens värde under förutsättning att det sammanlagda värdet av sådana tillgångar som har högre värde än som sägs i första stycket är högst 40 procent av fondens värde.

Av 5 kap. 25 § framgår att om värdet av tillgångar i en värdepappersfond kommer att överskrida någon av gränserna i kapitlet ska rättelse vidtas så snart det lämpligen kan ske. Skälig hänsyn ska då tas till fondandelsägarnas intressen.

Den svenska regleringen av värdepappersfonder har sedan 1990-talet sin grund i den EU-rättsliga regleringen om s.k. UCITS-fonder. Den nu gällande regleringen finns i direktiv 2009/65/EG om samordning av lagar och andra författningar som avser företag för kollektiva investeringar i överlåtbara värdepapper (fondföretag), UCITS-direktivet. Regleringen syftar till att skapa en gemensam fondmarknad inom EU.

Bestämmelserna i 5 kap. 6 § motsvarar artikel 52.1 och 52.2 i UCITS-direktivet. Regeln i 5 kap. 25 § bygger på artikel 57.2 i direktivet, som anger att om gränsvärdena överskrids av skäl som ligger utanför fondens kontroll eller som en följd av att teckningsrätter utnyttjas, ska fonden vid sina försäljningstransaktioner prioritera rättelse av detta förhållande under vederbörligt hänsynstagande till andelsägarnas intresse.

### *Högsta förvaltningsdomstolens bedömning*

Finansinspektionen har som framgått ansett att fondbestämmelserna för den aktuella fonden är oskäligen för andelsägarna på grund av att fondmedlen avses placeras så att innehaven vid förvärvstillfället kommer att uppgå till de gränser som anges i 5 kap. 6 § lagen om värdepappersfonder.

I förarbetena till den nuvarande lagstiftningen anges att alla värdepappersfonder måste beakta principen om riskspridning. Detta innebär att en fond bör sprida riskerna över ett flertal innehav. I UCITS-direktivet uppställs – förutom grundkravet på riskspridning – även maximigränser för enskilda innehav, vilket gör att en generell och lättkontrollerad riskspridning uppnås. Konsumenten bör kunna känna sig trygg i att en fondinvestering innebär

att principerna om riskspridning efterlevs (prop. 2002/03:150 s. 136 f.). Placeringsreglerna i UCITS-direktivet syftar till att skapa en enhetlig miniminivå till skydd för investerare (a. prop. s. 196). UCITS-direktivets placeringsregler innebär i praktiken att varje värdepappersfond måste ha minst 16 innehav. Det gör att fonderna får en rimlig spridning av riskerna och i många fall når diversifieringsvinster (a. prop. s. 234).

Vid införandet av den äldre bestämmelse som motsvarar nuvarande 5 kap. 6 och 25 §§ lagen om värdepappersfonder uttalades att med hänsyn till riskspridning har begränsningar ställts upp vad gäller en fonds rätt att inneha finansiella instrument som har utfärdats av samme emittent. Bestämmelsen kan medföra att en fond genom kursförändringar, uppköp eller dylikt utan egen förskyllan kommer att överskrida något av gränsvärdena. Fonden måste då sälja motsvarande mängd fondpapper så att innehavet ryms inom gränsen. Överskridanden som kan bedömas bli varaktiga ska justeras. En försäljning bör kunna avvakta det mest gynnsamma tillfället sett ur andelsägarnas perspektiv (prop. 1989/90:153 s. 64 f.). Högsta förvaltningsdomstolen kan konstatera att bestämmelsen i 5 kap. 6 § lagen om värdepappersfonder är tydlig. Där föreskrivs hur stor en andel av en fonds värde som ett innehav av värdepapper från en och samma emittent som mest får vara. Även i direktivbestämmelserna uttrycks begränsningarna på motsvarande sätt.

I de nyss redovisade förarbetena framhölls också att placeringsreglerna infördes efter en bedömning av hur gränserna för riskspridningen för en fond bör se ut. Placeringsreglerna, som medför att en fond måste ha minst 16 innehav, ansågs leda till att fonderna får en rimlig spridning av riskerna.

I rättelseregeln i 5 kap. 25 § lagen om värdepappersfonder föreskrivs endast att om värdet av tillgångar i en fond kommer att överskrida i lagen angivna gränser ska rättelse göras så snart det lämpligen kan ske. Någon begränsning av i vilken utsträckning regeln får komma till användning finns inte. Det förhållandet att det i direktivets motsvarande bestämmelse (artikel 57.2) sägs att ett fondföretag ska prioritera rättelse av ett överskridande som sker av skäl som ligger utanför företagets kontroll innebär inte att lagregeln kan ges en annan tolkning.

Finansinspektionen har inte gjort gällande att de aktuella fondbestämmelserna är oskäligen för andelsägarna på annat sätt än genom den valda fördelningen av fondens placeringar. Det finns emellertid inte något utrymme för att inom ramen för en skälighetsbedömning underkänna en inriktning som fullt ut anpassats till lagens krav på riskspridning.

Överklagandet ska således bifallas och fondbestämmelserna godkännas.

## Högsta förvaltningsdomstolens avgörande

Med bifall till överklagandet upphäver Högsta förvaltningsdomstolen kammarrättens dom och fastställer förvaltningsrättens domslut.

I avgörandet deltog justitieråden *Melin, Almgren, Bull, Classon* och *Andersson*. Föredragande var justitiesekreteraren *Johanna Ekbäck*.

---

### *Förvaltningsrätten i Stockholm (2014-04-15, ordförande Lönnestav):*

Frågan i målet är hur bestämmelsen om riskspridning i 5 kap. 6 § andra stycket 3 lagen om värdepappersfonder (tidigare lagen om investeringsfonder), och bestämmelsen om rättelse i 5 kap. 25 § samma lag ska tolkas. Förvaltningsrätten har härvid att ta ställning till om de återopade fondbestämmelserna som medger placering i 16 aktier, varav fyra aktieinvesteringar kommer att ske till ett belopp motsvarande 10 procent av fondens värde vardera och tolv investeringar kommer att ske till ett belopp motsvarande 5 procent av fondens värde vardera är skäliga och därmed tillåtna.

Finansinspektionen har anfört att bestämmelsen om riskspridning ska tolkas som att det inte finns någon rättighet för ett fondbolag att placera medlen i en värdepappersfond i exakt 16 innehav eftersom det måste finnas en säkerhetsmarginal mot att gränserna överträds. En sådan tolkning av regelverket saknar stöd i lagtexten. Av 5 kap. 6 § andra stycket 3 lagen om värdepappersfonder framgår uttryckligen att överlåtbara värdepapper och penningmarknadsinstrument i en värdepappersfond inte får överstiga vissa värden. Av bestämmelsens ordalydelse framgår därmed inte att innehaven av överlåtbara värdepapper och penningmarknadsinstrument i en värdepappersfond måste understiga de angivna värdena. Som bolaget har anfört ger lagtextens ordalydelse och systematik uttryck för att bestämmelsen om riskspridning inte får överträdas vid förvärvstillfället och att värdeförändringar som äger rum efter förvärvstillfället ska hanteras med stöd av bestämmelsen om rättelse i 5 kap. 25 § lagen om värdepappersfonder.

En sådan tolkning av bestämmelserna vinner stöd i förarbetena (prop. 1989/90:153 s. 65) där regeringen anförde att bestämmelsen om riskspridning kan medföra den konsekvensen att en fond genom kursförändringar, uppköp eller dylikt utan egen förskyllan kommer att överskrida någon av de tidigare gränsvärdena. Fonden måste då sälja motsvarande mängd fondpapper så att innehavet ryms inom gränsen. Enligt förvaltningsrättens mening talar även detta för att bestämmelsen om riskspridning inte ska tolkas som att fördelningen av innehaven måste understiga gränsvärdena vid förvärvstillfället.

Finansinspektionen har vidare anfört att bestämmelsen om riskspridning i praktiken skulle förlora sin karaktär av begränsningsregel om

innehav precis på gränsen tillåts eftersom riktvärdena därmed istället skulle utgöra genomsnittliga riktvärden. Förvaltningsrätten instämmer i att bestämmelsen om riskspridning med mycket stor sannolikhet kommer att överträdas vid värdeförändringar med sådant innehav som de aktuella fondbestämmelserna medför. Eftersom det finns en särskild bestämmelse om rättelse anser förvaltningsrätten att detta förhållande inte utgör skäl för att vägra fondbestämmelser som vid förvärvstillfället uppfyller lagstiftningens gränsvärden.

Som Finansinspektionen har anfört är frågan om riskspridning central i fondblagstiftningen. Fondföretag ska tillämpa principen om riskspridning och en fonds placeringsstrategi ska, av konsumentsskyddsskäl, noga anges i fondbestämmelserna. Genom maximigränserna uppnås en generell riskspridning som är lätt att kontrollera. Maximigränserna och den därmed vunna riskspridningen ska dock inte sammanblandas med risknivån i placeringarna. Genom att sprida risker på ett flertal innehav kan onödiga risker undvikas, men det innebär inte att placering i fonden är riskfritt (jfr prop. 2002/03:150 s. 136 f). Ändamålet med bestämmelsen om riskspridning är därmed inte framför allt att direkt minimera fondens risknivå, utan att genom krav på viss minsta diversifiering i fondens innehav göra riskspridningen lätt att kontrollera. Att som Finansinspektionen ge bestämmelsen om riskspridning innebörden att det krävs en större diversifiering än vad lagtexten kräver kan därmed inte heller anses ligga i linje med bestämmelsens grundläggande syfte. Eftersom det ligger i en fonds grundläggande syfte att åstadkomma värdeförändringar av placerat kapital får det dessutom anses ligga i såväl bolagets som konsumenternas intresse att värdena i fonden fluktuerar. Att innehaven i en fond med minsta godtagbara diversifieringen måste justeras kan därmed inte heller anses utgöra ett skäl för att anse de aktuella bestämmelserna som oskäliga.

Fondbestämmelserna för Lannebo Sverige 5-10-40 Aggressiv (fonden) står därmed enligt förvaltningsrättens mening inte i strid med 5 kap. 6 § andra stycket 3 lagen om värdepappersfonder. Överklagandet ska därför bifallas och fondbestämmelserna godkännas. – Förvaltningsrätten bifaller överklagandet och beslutar att de nya fondbestämmelserna för Lannebo Sverige 5-10-40 Aggressiv ska godkännas.

***Kammarrätten i Stockholm (2015-05-20, Engquist, Håkansson och Stenhammar):***

Enligt 4 kap. 9 § lagen om värdepappersfonder ska fondbestämmelser för en ny fond godkännas av Finansinspektionen om bestämmelserna är skäligen för fondandelsägarna.

Frågan i målet är om fondbestämmelserna för Lannebo Sverige 5-10-40 Aggressiv är skäligen.

Av fondbestämmelserna framgår att fondens medel kommer att placeras i de 16 aktier som fondbolaget vid var tid anser vara de mest attraktiva placeringarna. Fyra aktieinvesteringar kommer att ske till ett belopp motsvarande 10 procent av fondens värde vardera och således till ett sammanlagt belopp om 40 procent av fondens värde. Tolv aktieinvesteringar kommer att ske till ett belopp motsvarande 5 procent av fondvärdet vardera, eller i något fall strax därunder för att säkerställa en nödvän-

dig likviditet i fonden. I fondbestämmelserna anges att värdförändringar på innehavda aktier kan medföra att aktieinnehaven kommer att överskrida någon eller flera av gränserna om 5, 10 och 40 procent av fondvärdet. Det finns ingen begränsning avseende hur ofta överskridanden får ske, vilket innebär att överskridanden kan komma att ske flera gånger dagligen. Om värdet av ett aktieinnehav kommer att överskrida någon av de nämnda gränserna tillämpas bestämmelsen i 5 kap. 25 § lagen om värdepappersfonder, vilket innebär att rättelse vidtas så snart det lämpligen kan ske och att skälig hänsyn då ska tas till fondandelsägarnas intressen.

Av begränsningsregeln i 5 kap. 6 § lagen om värdepappersfonder framgår bl.a. följande. I en värdepappersfond får överlåtbara värdepapper från en och samma emittent inte uppgå till mer än 5 procent av fondens värde. Överlåtbara värdepapper från en och samma emittent får dock uppgå till högst 10 procent av fondens värde under förutsättning att det sammanlagda värdet av sådana tillgångar som har högre värde än 5 procent är högst 40 procent av fondens värde.

Reglerna om hur medel i en fond får placeras är exempel på skyddsregler för andelsägare (prop. 2010/11:135 s. 97).

Enligt rättelseregeln i 5 kap. 25 § lagen om värdepappersfonder ska rättelse vidtas så snart det lämpligen kan ske om värdet av tillgångar i en värdepappersfond kommer att överskrida begränsningsregeln. Hänsyn ska då tas till fondandelsägarnas intressen. Rättelseregeln bygger på artikel 57.2 i UCITS-direktivet. Av den artikeln framgår att rättelse ska ske om gränsvärdena överskrids av skäl som ligger utanför ett fondföretags kontroll.

Av förarbetena till de bestämmelser som motsvarar nuvarande 5 kap. 6 och 25 §§ lagen om värdepappersfonder framgår bl.a. följande. Bestämmelsen om riskspridning kan medföra den konsekvensen att en fond genom kursförändringar, uppköp eller dylikt utan egen förskyllan kommer att överskrida något av de tidigare gränsvärdena. Fonden måste då sälja motsvarande mängd fondpapper så att innehavet ryms inom gränserna. Vid en sådan försäljning ska dock alltid skälig hänsyn tas till fondandelsägarnas intressen. Härmed bör förstås att sådana överskridanden som kan bedömas bli varaktiga ska justeras. En utförsäljning bör också kunna avvakta det mest gynnsamma tillfället sett ur andelsägarnas perspektiv (prop. 1989/90:153 s. 65).

Kammarrätten konstaterar att det av ovanstående framgår att passiva överskridanden av begränsningsregeln, dvs. överskridanden som ligger utanför ett fondföretags kontroll, får göras men ska rättas.

Fondbestämmelserna för Lannebo Sverige 5-10-40 Aggressiv är utformade på sådant sätt att överskridanden av begränsningsregeln kan komma att ske flera gånger dagligen.

Eftersom fondbestämmelserna innebär att det redan vid placeringstillfället kan förutses att begränsningsregeln kommer att överträdas är det enligt kammarrättens mening inte fråga om händelser som ligger utanför fondföretagets kontroll. Det finns också en risk att överskridandena kan bli bestående eftersom man kan behöva avvakta det mest gynnsamma tillfället att göra en utförsäljning. Kammarrätten anser att det strider mot syftet med 5 kap. 6 § lagen om värdepappersfonder att fullt ut utnyttja placeringsgränserna och som en följd därav kontinuerligt använda sig av

rättelseregeln i 5 kap. 25 § lagen om värdepappersfonder. Med beaktande av detta samt att reglerna om riskspridning är till för att skydda konsumenterna, anser kammarrätten vid en bedömning av fondbestämmelserna att bestämmelserna är oskäligen. Överklagandet ska således bifallas. – Kammarrätten bifaller överklagandet och fastställer, med upphävande av förvaltningsrättens dom, Finansinspektionens beslut.