



**FINANSINSPEKTIONEN**

# Ett nödvändigt steg för en bättre sparandemarknad

---

**3 FEBRUARI 2016**



## INNEHÅLL

---

SAMMANFATTNING	3
INLEDNING	5
ÖVERGRIPANDE BESKRIVNING AV SPARANDEMARKNADEN	7
Svenska hushålls sparande	7
Marknaden för finansiell rådgivning	7
Provisioner	9
GRUNDLÄGGANDE MARKNADSMISSLYCKANDE	11
DAGENS RÅDGIVNING FÖRSTÄRKER KONSUMENTERNAS INFORMATIONSUUNDERLÄGE	13
FÖRUTSÄTTNINGAR FÖR BRA RÅDGIVNING	18
ÖKAD KONSUMENTMAKT PÅ MARKNADEN FÖR SPARPRODUKTER	21
Fonder	22
Livförsäkringar	24
Strukturerade produkter	25
DISKUSSIONEN OM RÅDGIVNINGSBRIST	27
OMSTÄLLNING UTIFRÅN KONSUMENTERNAS BEHOV OCH BETALNINGSVILJA	28
SLUTSATSER	32
KÄLLFÖRTECKNING	33
Källor i Urval	33
Statistikkällor i urval	34

## Sammanfattning

För de allra flesta konsumenter är det mycket svårt att bedöma kvaliteten på finansiella produkter. Det gäller framför allt långsiktigt sparande, eftersom resultatet av en placering ofta inte framgår förrän efter mycket lång tid. Dessutom visar en stor mängd forskning att människor har svårt att bedöma det förväntade utfallet av en investering utifrån risk och historisk avkastning.

Här skulle en oberoende rådgivning fylla en viktig funktion genom att jämföra och utvärdera produkterna på marknaden. Framför allt eftersom konsumenter i allt större utsträckning själva behöver ta ansvar för sin framtida ekonomi. En oberoende rådgivning skulle minska konsumenternas informationsunderläge gentemot leverantörer av sparprodukter och hjälpa dem att göra kloka val. Då skulle också möjligheten för konsumenter att påverka utbudet av tjänster och produkter på sparandemarknaden öka, så att produkter som kostar för mycket eller inte är tillräckligt bra slogs ut. Dessvärre präglas sparandemarknaden i dag av incitament som snarare försvårar än förenklar konsumenternas val. De dåliga sparandeval som det leder till innebär höga kostnader för svenska hushåll.

Det vanligaste sättet att ta betalt för investeringsrådgivning och försäkringsförmedling i dag är genom provision. Det betyder att rådgivare och förmedlare får betalt i form av en ersättning från de företag som står bakom de finansiella produkterna, i stället för genom en avgift från kunden. Det rör sig om betydande belopp som har stor påverkan på avkastningen på kundens sparande. Men storleken på provisionerna skiljer sig mycket åt mellan olika produkter och företag. Detta skapar en intressekonflikt som är mycket svår att hantera, eftersom rådgivaren eller förmedlaren har starka incitament att föreslå de produkter som ger mest ersättning i stället för de produkter som passar bäst för kundens behov.

Finansinspektionen (FI) ser löpande exempel i tillsynen på rådgivning som drivs av de provisioner som rådgivaren eller försäkringsförmedlaren tar emot snarare än vad som är bäst för konsumenten. Störst del av provisionsintäkterna kommer från förmedling av försäkringar som möjliggör rådgivning kring finansiella instrument och från rådgivning kring komplexa strukturerade produkter. FI:s undersökningar visar också att fonder som säljs via rådgivningsaktörer har högre avgifter än fonder som säljs via till exempel fondplattformar.

De regler som finns i dag kring hanteringen av intressekonflikter har visat sig otillräckliga. Branschens initiativ till självreglering har heller inte hjälpt. Problemet är nämligen inte att regler inte finns, att kunskap saknas om reglerna, eller att tillsyn inte bedrivs. Problemet är att rådgivarna och förmedlarna har helt fel incitament, vilket varken dagens regler eller branschen har visat sig kunna hantera. FI vill därför se ett förbud mot alla typer av provisioner.

I dag finns i princip ingen oberoende rådgivning som kan minska konsumenternas informationsunderläge. Rådgivningsaktörer som inte är lika beroende av provisioner, som bankernas rådgivare, har i stället ofta incitament att ge råd om sina egna produkter. Det framhålls ofta att ett provisionsförbud skulle skada konkurrensen på rådgivningsmarknaden genom att gynna storbankerna. FI menar tvärtom att ett provisionsförbud är ett nödvändigt steg för att förbättra konkurrensen.

Det är bara genom att fristående aktörer börjar erbjuda verkligt oberoende rådgivning som bankernas dominans på rådgivningsmarknaden kan utmanas. Dessutom innebär de nya regler som kommer i och med Mifid 2-direktivet att det blir svårare för bankerna att använda rörlig ersättning, som säljbonusar, till sina rådgivare. Reglerna säger också att företag måste ta större ansvar för vilka produkter de tar fram och till vilka konsumenter de säljs. I det nya bolånedirektivet, som snart börjar gälla i Sverige, ställs dessutom krav på att bankerna inte får kräva att kunder flyttar över sitt sparande till banken för att få ett bolån och att banken måste ge tydlig information om vad olika produkter kostar var för sig.

Ett provisionsförbud innebär på kort sikt en stor omställning för branschen. Att ställa om från en ersättningsmodell där priset för en tjänst inte framgår för kunden till en modell där priset framgår i form av en avgift är en utmaning och ställer högre krav på företagen att tydligt visa vilket värde man tillför. Produktföretag som betalar höga provisioner för att få ut sina produkter på marknaden måste i stället konkurrera med pris och kvalitet. FI:s bedömning är att det kommer att leda till förenklade rådgivningstjänster och ett ökat utbud av produkter med lägre avgift. Omställningskostnaderna ska alltså ställas i relation till vinsterna med en långsiktigt bättre fungerande sparandemarknad. Flera länder, som Storbritannien, Nederländerna och Australien, har gjort samma bedömning som FI och redan infört förbud mot provisioner.

Att förbjuda provisioner löser inte alla problem för svenska sparare, men är ett nödvändigt steg mot en bättre fungerande sparandemarknad. Först när de incitament som provisionsersättningarna ger upphov till försvinner finns förutsättningar för konsumenter att få bra rådgivning som minskar deras informationsunderläge på finansmarknaden. Då ökar också sannolikheten för att rådgivningstjänster och sparprodukter börjar utformas utifrån konsumenternas behov.

# Inledning

Finansinspektionen (FI) har länge sett problem på sparandemarknaden som beror på de intressekonflikter som skapas när rådgivare och förmedlare får betalt i form av provision. FI vill därför se ett förbud mot alla provisioner vid investeringsrådgivning, portföljförvaltning och förmedling av livförsäkringar. Den här rapporten presenterar slutsatserna från FI:s analys av konsekvenserna av ett sådant brett provisionsförbud.

FI har länge sett problem på sparandemarknaden som beror på de intressekonflikter som skapas när rådgivare och förmedlare får betalt i form av provision. I den löpande tillsynen har FI noterat många exempel på hur storleken på ersättningen från producenter styr vilka produkter som säljs, snarare än de behov som kunden har. FI har också genomfört ett antal undersökningar och kartläggningar av provisioner och distribution som styrker slutsatserna från den löpande tillsynen och ger en bild av en rådgivning som förvärrar snarare än minskar problemen på sparandemarknaden.

Under 2014 och 2015 föreslog två statliga utredningar att FI ska få möjlighet att reglera provisioner vid rådgivning och förmedling av finansiella instrument och produkter<sup>1</sup>. Bakgrunden är just den uppenbara intressekonflikt som provisionsfinansierad rådgivning och förmedling ger upphov till, vilket återspeglas i den europeiska regleringen såväl som i regleringen av provisioner i flera andra länder<sup>2</sup>. Utredningarna föreslår därför att FI får rätt att förbjuda provisioner som kan påverka konsumentens intressen negativt. Utifrån FI:s analys är detta i princip alla former av provisioner, vid investeringsrådgivning och portföljförvaltning och vid förmedling av livförsäkringar med sparandeinslag.<sup>3</sup> FI har nämligen svårt att se några exempel på provisioner som inte riskerar att skada konsumentens intresse.<sup>4</sup>

Syftet med den här rapporten är att presentera slutsatserna från FI:s analys av ett sådant brett förbud mot provisioner och de undersökningar, kartläggningar och forskning som ligger till grund för den. Rapporten behandlar inte hur ett provisionsförbud i detalj bör utformas i föreskrift, eftersom det ännu inte är klart hur lagen kommer att anpassas för att införa relevanta direktiv i Sverige.<sup>5</sup> I arbetet med att analysera konsekvenserna av ett provisionsförbud har FI träffat före-

1 Stärkt konsumentskydd vid försäkringsförmedling (Ds 2014:22) och Värdepappersmarknaden, MiFID 2 och MiFIR (SOU 2015:2).

2 Storbritannien och Nederländerna är två exempel på länder som har infört provisionsförbud för den här typen av tjänster, men även i till exempel Australien, Finland och Danmark förekommer varianter av sådan reglering.

3 Livförsäkringar med sparandeinslag avser alla liv- och pensionsförsäkringar utom grupplivförsäkringar och andra rena dödsfallsförsäkringar samt exkluderat övriga personförsäkringar. I den här rapporten används fortsättningsvis bara "livförsäkringar" för att beteckna detta.

4 I värdepappersmarknadens betänkande föreslås dock att företag som ägnar sig åt exekutionstjänster, dvs. mottagande och vidarebefordran av order samt utförande av order, ska kunna fortsätta ta emot provision så länge det inte sker i samband med investeringsrådgivning eller portföljförvaltning.

5 De direktiv som är aktuella är direktivet om marknader för finansiella instrument (Mifid 2, 2004/39/EC) och direktivet om försäkringsdistribution (IDD, ännu inte antaget).

trädare från olika delar av branschen och forskare som arbetar med frågor kring konsumentbeteende, finansiell ekonomi och konkurrens. FI har också haft kontakt med andra europeiska tillsynsmyndigheter med erfarenhet av liknande reglering.

# Övergripande beskrivning av sparandemarknaden

En stor del av hushållens finansiella tillgångar finns i sparformer där rådgivning är vanligt, men någon bra statistik över marknaden för finansiell rådgivning till konsumenter finns inte. Provisioner är den absolut vanligaste formen att ta betalt för rådgivning och förmedling.

## SVENSKA HUSHÅLLS SPARANDE

Svenska hushåll sparar på flera olika sätt. Sparande kan ske på bankkonto, genom aktier eller fonder eller i olika typer av försäkringar (till exempel privat pensionssparande eller tjänstepension). En stor del av hushållens finansiella tillgångar består också av bostadsrätter. Om man räknar bort bostadsrätterna uppgår sparandet till drygt 8 000 miljarder kronor (se tabell 1).

Det är framför allt vid sparande i fonder, aktier, obligationer och försäkringar som rådgivning är aktuellt. Bankinlåning är inget finansiellt instrument och omfattas formellt inte av reglerna om investeringsrådgivning. Det är mycket vanligt med sparande i fonder, eftersom också en stor del av försäkringssparandet sker indirekt i fonder. Den totala fondförmögenheten uppgick vid slutet av 2014 till 2 500 miljarder kronor (vilket inte syns i tabell 1).<sup>6</sup>

Det finns också andra sparformer som inte riktigt syns i statistiken, som strukturerade produkter<sup>7</sup>. Cirka 150 miljarder kronor finns i dag investerade i strukturerade produkter i Sverige.<sup>8</sup>

Tabell 1: Hushållens finansiella tillgångar

	Miljarder kronor	Andel
Bankinlåning	1 462	17 %
Obligationer	100	1 %
Aktier	1 608	19 %
Fonder	804	10 %
Försäkring (individuellt)	1 019	12 %
Försäkring (kollektivt)	3 321	39 %
varav PPM	835	10 %
Övrigt (mynt, lån till andra än banker, m.m.)	125	1 %
<b>Summa</b>	<b>8 440</b>	<b>100%</b>

Källa: SCB – Hushållens transaktion och ställning (tredje kvartalet 2015)

## MARKNADEN FÖR FINANSIELL RÅDGIVNING

Det finns ingen heltäckande statistik över finansiell rådgivning till konsumenter. I Fondbolagens förenings undersökning av fondsparan-

<sup>6</sup> Den siffran exkluderar fondandelar som ägs direkt av icke-finansiella företag.

<sup>7</sup> En strukturerad produkt är ett värdepapper som består av flera, oftast två, olika typer av finansiella instrument. Det kan till exempel vara en kombination av en obligation och en option eller termin.

<sup>8</sup> Enligt branschföreningen Strukturerade Placeringar i Sverige (SPIS).

det 2014 uppger 76 procent av de tillfrågade att de sparar i fonder. Av dessa anger över hälften (54 procent) att de har valt fond efter rekommendation från en rådgivare och fyra av tio uppger att de har fått rådgivning om fonder de senaste två åren. I juni 2013 genomförde Pensionsmyndigheten, FI och Konsumentverket en TNS Sifo-undersökning om marknadsföring av finansiella tjänster via webb och telefon. Där uppger 28 procent av de tillfrågade att de någon gång i livet på eget initiativ tagit kontakt med företag som erbjuder rådgivning och förvaltning av sparande för att köpa sådana tjänster, medan 13 procent svarade att de vid något tillfälle i livet "köpt privatekonomisk rådgivning".<sup>9</sup>

De aktörer som erbjuder rådgivning är antingen värdepappersbolag, banker, kreditmarknadsföretag och sparbanker – med tillstånd för investeringsrådgivning och/eller portföljförvaltning enligt lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden – eller försäkringsförmedlare.<sup>10</sup> Försäkringsföretag och fondbolag kan också ge finansiell rådgivning kring egna produkter.

167 företag har tillstånd hos FI för investeringsrådgivning och/eller portföljförvaltning (tabell 2).

**Tabell 2: Företag med tillstånd för investeringsrådgivning eller diskretionär portföljförvaltning**

Värdepappersbolag	97
Banker	23
Kreditmarknadsföretag	1
Sparbanker	46
<b>Totalt</b>	<b>167</b>

Förutom företag som har tillstånd för investeringsrådgivning eller portföljförvaltning finns cirka 770 företag eller personer med tillstånd för förmedling av livförsäkringar. Några av dessa är dock värdepappersbolag och banker. Om man tittar på aktörer som i första hand är försäkringsförmedlare så rör det sig om ca 720 som har tillstånd för livförsäkringsförmedling.<sup>11</sup> Dessa aktörer är överlag små och majoriteten utgörs av enmansföretag eller fysiska personer.

<sup>9</sup> Se bilaga 3 i "Det måste gå att lita på konsumentskyddet" (SOU 2014:4) för en beskrivning av undersökningen.

<sup>10</sup> Företag eller personer med tillstånd för förmedling av livförsäkringar kan utifrån dagens regler dels ge råd om fondandelar genom sidotillstånd och dels ge råd om fonder och andra finansiella instrument inom ramen för en försäkringslösning. Eftersom en stor del av försäkringssparandet sker i framför allt fonder innebär detta i praktiken att försäkringsförmedlare idag kan utföra samma verksamhet som aktörer med tillstånd för investeringsrådgivning, men utifrån mindre strikta organisatoriska regler. FI har tidigare kommunicerat att detta måste ändras, så att rådgivning om finansiella produkter kräver tillstånd för investeringsrådgivning, oavsett om produkterna placeras i en försäkringslösning eller inte. Se till exempel FI:s remissvar till "Värdepappersmarknaden MiFID 2 och MiFIR" (SOU 2015:2), FI dnr 15-2488, och till "Stärkt konsumentskydd vid försäkringsförmedling" (Ds 2014:22), FI dnr 14-9063.

<sup>11</sup> Av dessa har cirka 470 sidotillstånd för förmedling och investeringsrådgivning kring fondandelar. 150 av försäkringsförmedlarna med tillstånd att förmedla livförsäkringar är dessutom anknutna ombud till värdepappersbolag. Det finns dessutom cirka 400 anknutna försäkringsförmedlare med rätt att förmedla livförsäkringar, men FI:s tillsyn har visat att flera av dessa arbetar i huvudsak med sakförsäkringar.



## PROVISIONER

De allra flesta aktörer som erbjuder finansiell rådgivning tar betalt i form av provision. Det betyder att i stället för att ta betalt i form av en avgift från kunden så får de en ersättning från de företag vars produkter de ger råd om och förmedlar. Ersättningen kan bestå av en rabatt för rådgivaren eller förmedlaren gentemot produktföretaget eller beräknas som en procent av den placerade summan. Ofta utgörs provisionen av en del som betalas ut som en engångssumma i samband med tecknandet av en försäkring eller produkt (så kallad upfront-provision) och en del som betalas ut löpande.

Upfront-provision beräknas ofta som en procentsats av det investerade beloppet, vilket baseras på kommande beräknade inbetalningar. Den som förmedlar produkten får alltså ersättning för hela löptiden när placeringen görs, oavsett hur länge kunden i praktiken väljer att behålla produkten. Ofta är det dock avtalat mellan rådgivaren och produktföretaget att rådgivaren måste betala tillbaka delar av ersättningen om kunden väljer att avsluta avtalet inom till exempel tre år.

Den löpande provisionen kan beräknas antingen utifrån storleken på insättningen (beståndsersättning) eller på det förvaltade kapitalet (stockersättning eller kapitalersättning). Ibland betalas ersättningen till rådgivaren utifrån en antagen fast investeringshorisont. Ibland betalas ersättningen så länge som konsumenten har kvar produkten.

Oavsett utformning innebär dessa provisionsersättningar en svårhanterlig intressekonflikt, eftersom rådgivaren eller förmedlaren har incitament att rekommendera den produkt som ger högst ersättning snarare än den produkt som passar bäst för kundens behov.

Under 2014 genomförde FI en enkätundersökning av ungefär 200 försäkringsförmedlare och värdepappersbolag. Undersökningen fokuserade på omfattningen av provisioner och andra avgifter inom olika typer av verksamhet.<sup>12</sup> En av slutsatserna var att provisionsersättningar står för en mycket stor del av intäkterna för majoriteten av dessa aktörer. Detta gäller framför allt för försäkringsförmedlare, där hela 99 procent av de totala intäkterna kommer från provisioner. Hos värdepappersbolagen varierar det mer, framför allt beroende på skillnader i verksamhet, men överlag visade undersökningen att provisioner är en viktig källa till intäkter även för dem. En mycket stor del av de totala provisionsintäkterna för försäkringsförmedlare och värdepappersbolag utgörs av upfront-provision. Det finns också undantag i form av enstaka företag som har valt att inte arbeta med provisioner överhuvudtaget utan bara ta betalt genom en avgift direkt från kund.

De provisionsersättningar som företagen har uppgett i enkäten varierar mycket utifrån de avtal rådgivarna har med olika företag för förmedling av olika produkter. För förmedling av försäkringar varierar upfront-provisionen mellan 0 procent till 30 procent på det beräknade investerade beloppet.<sup>13</sup> Om upfront-provisionen till exempel är 5 procent, vilket alltså är lägre än många företag har angett i undersökningen, skulle en fondförsäkring med årspremie på 40 000 kronor och

<sup>12</sup> De som omfattades av undersökningen var försäkringsförmedlare med tillstånd för förmedling av livförsäkringar och värdepappersbolag med tillstånd för investeringsrådgivning, portföljförvaltning, mottagande och vidarebefordran av order samt utförande av order. Se nästa avsnitt för mer information om undersökningen.

<sup>13</sup> Det beror till exempel på om försäkringen ska betalas med löpande premier eller med en engångspremie och extrabetalningar.

premiebetalningstid på tio år ge 20 000 kronor i direkt ersättning till förmedlaren. Till det läggs sedan en löpande ersättning, vars storlek också varierar beroende på avtalsvillkoren. Distribution av fonder ersätts ofta i form av en andel av förvaltningsavgiften. På samma sätt som ersättningen för olika försäkringar skiljer sig mycket åt kan därför en fond med hög förvaltningsavgift ge betydligt högre ersättning till rådgivaren än en med lägre förvaltningsavgift.

## Grundläggande marknadsmisslyckande

Konsumenterna på sparandemarknaden har ett tydligt informationsunderläge gentemot de aktörer som erbjuder finansiella tjänster och produkter. De har därför ingen möjlighet att påverka utbudet på marknaden. De dåliga sparandeval som det resulterar i kan innebära stora kostnader för svenska hushåll.

En välfungerande marknad präglas av god information om varans kvalitet och pris hos såväl köpare som säljare. På en välfungerande marknad slås produkter som inte är konkurrenskraftiga ut – konsumenter vill helt enkelt inte köpa produkter som är dyra eller dåliga (eller i värsta fall både och). Det är dock inte så det fungerar på sparandemarknaden i dag. Där finns i stället ett så kallat marknadsmisslyckande, som består i att konsumenterna inte har möjlighet att bedöma vare sig kvalitet eller pris på produkterna. Konsumenterna kan därför inte heller påverka utbudet av tjänster och produkter på marknaden.

Kvaliteten på en sparandeprodukt bestäms av förväntad avkastning och risk. Det finns i dag en överväldigande mängd forskning som visar att människor har stora problem att bedöma möjliga utfall relativt olika sannolikheter.<sup>14</sup> Det betyder att konsumenter generellt har svårt att bedöma den förväntade riskjusterade avkastningen av en investering utifrån information om till exempel standardavvikelse och historisk avkastning. Det finns också en stor mängd forskning som visar att de flesta människor har begränsad matematisk eller finansiell förmåga. Till exempel har många problem med procenträkning, vilket gör att det blir svårt att översätta en avgift i procent till kronor och ören eller ännu mindre förstå betydelsen av en procentuell avgift på sikt.<sup>15</sup> Detta innebär stora utmaningar för konsumenter. Det som särskiljer konsumenten på sparandemarknaden från många andra marknader, är att dessa svårigheter riskerar att få orimligt stora effekter då placeringshorisonten ofta är mycket lång. Med placeringshorisonten avses den tid som man har tänkt behålla ett sparande. Som exempel kan nämnas att pensionssparande ofta innefattar en placeringshorisont på cirka 50 år.

Konsumenterna på sparandemarknaden har helt enkelt ett stort informationsunderläge gentemot de aktörer som erbjuder finansiella tjänster och produkter. Det gör att utbudet av tjänster och produkter inte utvecklas som det skulle göra om konsumenter hade möjlighet att ta in all tillgänglig information. Utbudet av fonder utgör ett tydligt exempel på detta. Det är sedan länge välbelagt inom forskningen att ytterst få aktivt förvaltade fonder slår ett jämförelseindex över längre tid och att nivån på avgifter därför är avgörande för avkastningen på sikt.<sup>16</sup> Detta har dock gett begränsat avtryck på sparandemarknaden

<sup>14</sup> Se till exempel Kahneman och Tversky (1979) och Tversky och Kahneman (1981). Se också Kahneman (2011) för en översikt av denna forskning.

<sup>15</sup> Se bland andra Lusardi och Mitchell (2011) för en internationell översikt eller Almenberg et al. (2015) för de senaste svenska resultaten. Se också Lusardi och Mitchell (2014).

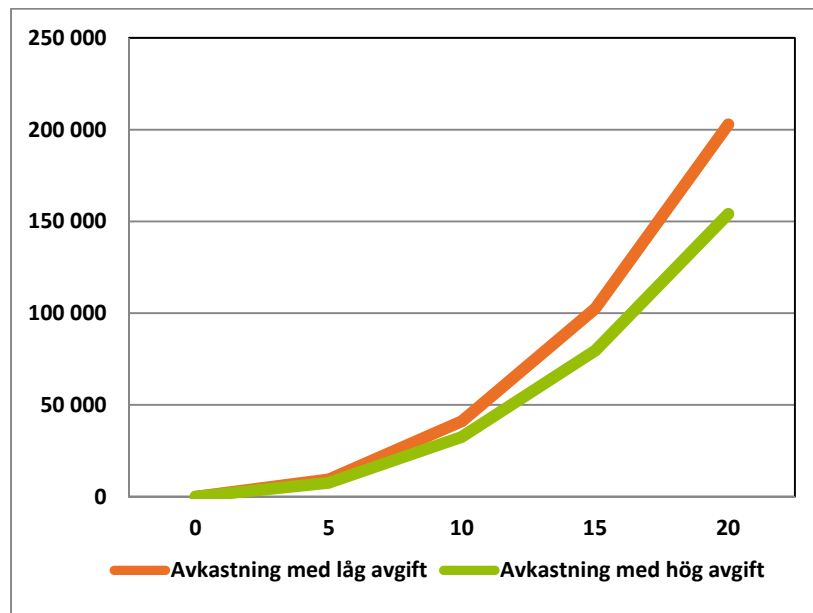
<sup>16</sup> Se till exempel Carhart (1997), Kosowski et al. (2006) och Fama och French (2010). För en aktuell studie av den svenska marknaden, se Flam och Vestman (2014).

där aktivt förvaltade fonder med relativt högre avgifter dominerar medan enklare och billigare indexfonder utgör endast en mindre del. Under 2015 placerades 24 procent av insättningarna i aktiefonder i fonder som följer index, men totalt utgör indexfonderna bara 13 procent av fondförmögenheten i aktiefonder.

Den stora mängden likartade produkter och producenter på sparandemarknaden är således inte ett tecken på god konkurrens. Tvärtom är den ett symptom på den bristfälliga konkurrens som följer av att konsumenter saknar förmågan att bedöma såväl pris som kvalitet på sparandemarknaden. Detta gör att sämre och dyrare produkter inte slås ut utan tvärtom kan fortsätta att säljas med god marginal år efter år. De som får betala för det är konsumenterna.

Ett mått på kostnaden för dåliga sparandeval är skillnaden i avgifter mellan det som faktiskt betalas på sparandemarknaden och vad som skulle betalats om konsumenternas informationsunderläge var mindre. Om den årliga avkastningen i två fonder är 6 procent, men den ena har en avgift på 1,4 procent medan den andra bara har en avgift på 0,4 procent, blir skillnaden med tiden mycket stor. En familj som sparar 1 000 kronor i månaden i den dyrare fonden har efter 20 år nästan 50 000 kronor (det vill säga nästan 25 procent) mindre än en familj som sparar lika mycket i den billigare fonden. Skillnaden illustreras i diagram 1.

Diagram 1: Avkastning i fond med hög och låg avgift (kronor och år)



## Dagens rådgivning förstärker konsumenternas informationsunderläge

Oberoende rådgivning skulle kunna fylla en viktig funktion sparandemarknaden, men incitament som provisioner gör dock att dagens rådgivning förstärker snarare än minskar konsumenternas informationsunderläge. FI har under flera år sett exempel på rådgivning som drivs av storleken på provisionerna snarare än kundens behov. FI har under de senaste åren också genomfört ett antal undersökningar och kartläggningar på övergripande nivå som stärker slutsatserna från den löpande tillsynen.

På en marknad som är så svår för konsumenter som sparandemarknaden skulle man kunna tänka sig att någon form av mellanhand skulle träda in och minimera, eller i bästa fall eliminera, konsumentens underläge.<sup>17</sup> Här skulle en oberoende rådgivning fylla en viktig funktion genom att granska och utvärdera produkterna avseende pris och kvalitet och ge rekommendationer till konsumenterna om hur de bör välja. Spararnas informationsunderläge skulle på så sätt minska. Problemet är dock att rådgivningen och förmedlingen på sparandemarknaden finansieras av producenterna och alltså oftast syftar till att sälja deras produkter, inte till att ge råd utifrån vad som är bäst för konsumenten. Rådgivarnas intresse är att rekommendera de produkter som ger dem mest provision och när marknaden inte klarar av att själv rimligt hantera spararnas underläge återstår för staten att, till exempel genom lagstiftning, påverka marknadens förutsättningar för att uppnå en bättre balans.

Det är viktigt att redan här poängtera att ett förbud mot provisioner inte skulle lösa alla problem på sparandemarknaden. Konsumenterna kommer även i fortsättningen att ha ett informationsunderläge gentemot producenter av sparprodukter. Dessutom gör begränsad finansiell förmåga att långsiktigt sparande är något som de allra flesta inte är särskilt intresserade av, vilket motiverar andra åtgärder.<sup>18</sup> Faktum kvarstår dock att provisionsstyrd rådgivning förvärrar problemen snarare än begränsar dem. I stället för att minska konsumenternas informationsunderläge förstärker rådgivningen det.

Hittills har lagen försökt att begränsa detta problem på två sätt. Dels krävs att rådgivaren ska identifiera eventuella intressekonflikter och försöka förhindra att de påverkar kundernas intressen negativt. Dels ställs krav på att rådgivaren ska informera kunden om sådana intressekonflikter som inte har kunnat hanteras och att rådgivaren informerar kunden om de ersättningar som rådgivaren tar emot. Dessa krav har visat sig otillräckliga. När rådgivaren har mycket starka incitament att

<sup>17</sup> Paralleller kan dras till exempel till läkemedelsmarknaden, som också karakteriseras av kunskapsunderläge för konsumenterna och där rådgivningsföretag, i form av apotek, i kombination med lagstiftning därför har vuxit fram.

<sup>18</sup> Här kan man nämna de initiativ för finansiell folkbildning som FI genomför, till exempel inom nätverket Gilla din ekonomi. Man kan också tänka sig politiska styrmedel för att "knuffa" konsumenter till att efterfråga tjänster och produkter som leder till bättre sparande (se till exempel Thaler och Sunstein (2008)).

ge vissa rekommendationer, blir krav på att hantera intressekonflikter lätt en formalitet som uppfylls genom information, snarare än ett egentligt åtgärdande av intressekonflikten. Problemet avhjälps inte heller av att konsumenterna får specifik information om de ersättningar som rådgivaren tar emot eftersom det för de flesta konsumenter är mycket svårt att bedöma hur ersättningarna påverkar kvaliteten på rådgivningen.<sup>19</sup> Problemet är alltså inte att det saknas regler på området eller att tillsyn inte bedrivs. Problemet är att reglerna har visat sig otillräckliga för att hantera de intressekonflikter som är ofrånkomligt inbyggda i den provisionsersatta rådgivningen och förmedlingen av finansiella instrument och produkter.

Eftersom FI under flera år har sett det här problemet i den löpande tillsynen har ett antal undersökningar av provisionsintäkter och distribution på aggregerad nivå genomförts under de två senaste åren (se ruta nedan). En av slutsatserna från dessa undersökningar är att majoriteten av aktörerna inom försäkringsförmedling och rådgivning får största delen av sina intäkter i form av provision. Undersökningarna visar också att de högsta provisionerna kommer från försäkringar som möjliggör rådgivning kring finansiella instrument, det vill säga fond- och depåförsäkringar, och från alternativa placeringar, till exempel strukturerade produkter, snarare än fonder. Största delen av provisionsutbetalningarna sker också för försäljning av dessa produkter. En annan slutsats är att försäkringsförmedlare och värdepappersbolag i större utsträckning säljer dyra fonder jämfört med andra distributionskanaler (till exempel fondplattformar och nätbanker).

---

#### Övergripande undersökningar 2014-2015

Förutom undersökningar av enskilda företag i den löpande tillsynen genomförde FI under 2014 och 2015 ett antal undersökningar av provisionsintäkter och distribution på övergripande nivå.

**Intäkter för försäkringsförmedling och investeringstjänster:** FI genomförde under hösten 2014 en enkätundersökning av ungefär 200 försäkringsförmedlare och värdepappersföretag. Enkäten fokuserade på omfattningen av provisioner och andra avgifter inom olika typer av verksamhet. Undersökningen visade bland annat att de flesta aktörer har merparten av sina intäkter i form av provision och att upfront-provision står för en väldigt stor del av provisionsintäkterna för de flesta aktörerna. Det framgår också att de högsta provisionerna betalas ut för försäkringar som möjliggör rådgivning kring finansiella instrument, till exempel fond- och depåförsäkringar, och för alternativa placeringar, till exempel strukturerade produkter, snarare än fonder.

**Distribution av fonder:** Under sommaren 2015 skickade FI en enkät till alla fondbolag och förvaltare av alternativa investeringsfonder (AIF-förvaltare) som marknadsför sina fonder till icke-professionella investerare. Undersökningen visade bland annat att de fonder som säljs via aktörer som försäkringsförmedlare och värdepappersföretag generellt har högre avgifter än de som säljs via till exempel fondplattformar.

**Distribution av försäkringar:** Under 2015 har FI bitt ett antal större försäkringsföretag att specificera hur olika kategorier av livförsäkringar distribueras. Även om skillnaderna mellan företagen är stora, tycks fond- och depå-

---

<sup>19</sup> Det finns till och med forskning som tyder på att öppen information om intressekonflikter ökar konsumentens förtroende för en rådgivare eller expert. Se till exempel Cain et al. (2005).

försäkring säljas via försäkringsförmedlare som får betalt i form av provision i större utsträckning än traditionell livförsäkring.

---

Branschens initiativ till självreglering har i princip uteslutande handlat om kunskap och etik, genom certifieringar och disciplinnämnder. Problemet är dock inte att rådgivare saknar kunskap om de regler som finns, utan att ersättningsmodellen på dagens sparandemarknad ger rådgivarna helt fel incitament. FI har sett mycket få exempel på försök från branschens sida att göra något åt dessa incitamentsstrukturer. FI ser i stället löpande exempel i tillsynen på rådgivning som drivs av de provisioner som rådgivaren eller försäkringsförmedlaren tar emot snarare än av vad som är bäst för konsumenten.<sup>20</sup> I stället för att hjälpa konsumenterna att ställa krav på producenterna förstärker dagens rådgivning alltså den problematik som har beskrivits. Flera jämförelser mellan konsumenters egna placeringar och placeringar som gjorts till följd av rådgivning som präglas av den här typen av intressekonflikter visar att konsumenter oftast gör bättre val när de väljer själva.<sup>21</sup> Under sommaren 2015 genomförde FI en enkätundersökning som omfattade alla fondbolag och AIF-förvaltare som marknadsför sina fonder till icke-professionella investerare. I enkäten ombads företagen ange inflödet i fonder med olika förvaltningsavgift fördelat på olika distributionskanaler.<sup>22</sup> En av slutsatserna från undersökningen är att de fonder som säljs via rådgivningsaktörer i större utsträckning har höga avgifter än fonder som säljs via distributionskanaler där det förekommer begränsad eller ingen rådgivning. Detta bli allra tydligast när man jämför de fonder som säljs via fondplattformar och nätbanker med de fonder som fondbolagen och AIF-förvaltarna har angett säljs via försäkringsförmedlare (diagram 2).

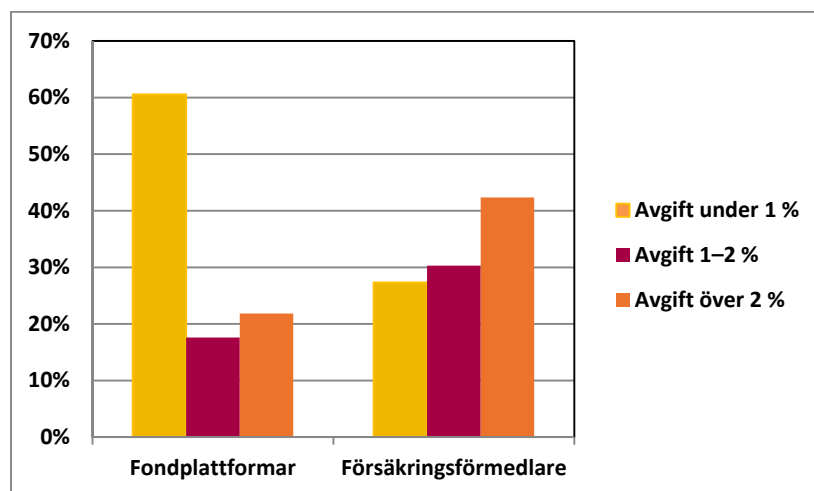
---

20 Se till exempel de sanktioner som nämns i FI:s remissvar till SOU 2015:2, FI dnr 15-2488.

21 Se till exempel Foerster et al. (2015), Chalmers och Reuter (2012a), Chalmers och Reuter (2012b), Hackethal et al. (2012), Bergstrasser et al. (2009) och Anderson and Martinez (2008).

22 Till exempel egen försäljning, försäljning via företag i samma koncern, sparande inom premiepensionsvalet, försäljning via banker, etc.

Diagram 2: Distribution fördelat på förvaltningsavgift



Källa: FI:s enkätundersökning 2015

*Not: Avser bruttosparande, dvs. insättningar exklusive uttag, i fonder under 2014, via respektive distributionskanal och fördelat på intervall för förvaltningsavgift.*

Provisionsstyrd rådgivning kan dock påverka avkastningen på investeringar på andra sätt än genom placeringar i produkter med högre avgift. Sådan rådgivning kan också leda till ett högre antal transaktioner än vad som vore mest fördelaktigt för kunden, till exempel att ett sparkapital flyttas över till andra produkter trots att det innebär ökade kostnader. En studie från USA:s presidentkansli har uppskattat att 1 procentenhet är en trolig skattning av hur mycket lägre avkastningen blir per år i amerikanska hushålls pensionssparande till följd av sparande som sker via provisionsstyrd rådgivning (se ruta nedan).

Om antagandet om 1 procent lägre avkastning applicerades på den totala fondförmögenheten i Sverige skulle det kunna innebära mer än 13 miljarder årligen i förlorad avkastning för svenska sparare – även om vi räknar med att bara hälften av fonderna väljs efter rekommendation av rådgivare.<sup>23</sup> Denna siffra tar dock inte hänsyn till dåliga sparandeval i andra finansiella produkter än fonder, till exempel dyra depåförsäkringar eller strukturerade produkter, och är därför med största sannolikhet en underskattning.

<sup>23</sup> Den totala fondförmögenheten (exklusive företagsinnehav) uppgår till 2 500 miljarder kronor. I Fondspararundersökningen (2014) anges att 54 procent av kunderna väljer fonder efter rekommendation av rådgivare. 1 procent lägre avkastning på placeringar värda 1 350 miljarder kronor innebär en skillnad på 13,5 miljarder kronor.



---

### **Amerikansk studie av kostnaderna för provisionsstyrd rådgivning**

I februari 2015 publicerade USA:s presidentkansli (Executive Office of the President) en studie av effekten av provisionsstyrd rådgivning på amerikanska hushålls pensionssparande.

Genom att göra en grundlig litteraturgenomgång konstaterar studien att det finns ett brett empiriskt stöd för att sparprodukter som säljs via kanaler som präglas av intressekonflikter – som rådgivare och förmedlare – överlag resulterar i lägre avkastning för kunden. Forskningen pekar på lägre avkastning på mellan 0,7 och 2,5 procentenheter per år, till följd av till exempel högre avgifter eller ett högre antal transaktioner än vad som vore mest fördelaktigt för kunden. Sammantaget konstaterar studien att 1 procentenhet (eller 100 baspunkter) är en trolig uppskattning av hur mycket lägre avkastningen blir till följd av sparande som sker via rådgivning som präglas av intressekonflikter.

På den aggregerade nivån – det vill säga sammantaget för alla kunder – menar alltså studien att kunder, som har gjort sina placeringar via rådgivning och förmedling där intressekonflikter tenderar att förekomma, får 1 procentenhet lägre avkastning än de annars skulle ha fått. I stället för till exempel 6 procents avkastning blir avkastningen 5 procent. Genom att applicera detta på de 1 700 miljarder dollar som årligen placeras i fonder och andra värdepapper i en viss typ av amerikanska privata pensionsförsäkringar kommer studien fram till att kostnaden för olämplig rådgivning är 17 miljarder dollar årligen för amerikanska hushåll – bara inom den här typen av privata pensionsförsäkringar.

---

## Förutsättningar för bra rådgivning

Oberoende rådgivning har bara förutsättningar att växa fram och lyckas om de incitament som provisioner ger upphov till försvinner från hela rådgivningsbranschen. Ett provisionsförbud hanterar inte problemet att till exempel storbankerna har incitament att ge råd om sina egna produkter. Det är dock ett nödvändigt steg för att skapa alternativ till sådan rådgivning.

FI anser att en oberoende rådgivning skulle fylla en viktig funktion på en finansmarknad som den svenska, där konsumenter i allt större utsträckning själva får ta ansvar för sin framtida ekonomi. Men för att skapa förutsättningar för bra rådgivning som gör skillnad för konsumenten krävs att de snedvridna incitament som provisioner ger upphov till försvinner. Först då finns förutsättningar för oberoende rådgivning och att sparprodukter börjar utformas utifrån konsumenternas behov. FI vill därför se ett förbud mot alla former av provisioner, vid investeringsrådgivning och portföljförvaltning och vid förmedling av livförsäkringar.<sup>24</sup>

I dag finns i princip ingen oberoende rådgivning. De aktörer som inte i första hand styrs av provision, som bankernas rådgivare, har i stället ofta incitament att ge råd om egna produkter eller produkter från andra företag inom den egna koncernen eller företagsgruppen. Ett av förslagen i utredningen om införandet av konsumentskyddsdirektivet Mifid 2 i svensk rätt handlar just om att skapa förutsättningar för verkligt oberoende aktörer, genom en regel som säger att bara den som ger råd om externa produkter och som inte tar emot provisioner får kalla sig oberoende eller utge sig för att tillhandahålla oberoende rådgivning.

En sådan regel kan ge en konkurrensfördel och innebära ett incitament för de aktörer som verkligen satsar på att erbjuda en tjänst som bara utgår från konsumentens behov. FI:s bedömning är dock att sådan oberoende rådgivning kommer att ha mycket svårt att lyckas så länge den provisionsstyrda rådgivningen finns kvar. Det är mycket svårt för en konsument att avgöra om en rådgivare är oberoende eller inte.<sup>25</sup>

Om icke-oberoende rådgivare kan fortsätta erbjuda en tjänst som konsumenten upplever som kostnadsfri blir det därför mycket svårt för oberoende aktörer att motivera varför deras kunder ska betala en synlig avgift. Med ett förbud mot provisioner tvingas i stället de aktörer som erbjuder en rådgivnings- eller förmedlingstjänst att motivera och visa för kunden varför tjänsten är värd sitt pris, vilket gynnar de som faktiskt erbjuder en bra oberoende tjänst.

Ett vanligt argument mot ett provisionsförbud är att det skulle snedvrida konkurrensen på rådgivnings- och produktmarknaderna genom att antalet aktörer skulle minska och genom att de aktörer som distribuerar sina egna produkter skulle gynnas. Konkurrensverket menar till exempel i sitt remissvar till värdepappersmarknadsutredningens be-

<sup>24</sup> Se tidigare förklaring av vilka försäkringar som enligt FI bör innefattas av ett sådant förbud.

<sup>25</sup> Forskning visar att rådgivningskunder bedömer kvaliteten på rådgivningen i första hand utifrån externa signaler, som varumärke och bemötande. Se till exempel Agnew et al. (2014).

tänkande att förslaget kan innebära en minskad konkurrens både vad gäller rådgivning och sparprodukter. FI delar inte denna bedömning. Ett stort antal aktörer innebär inte per definition att konkurrensen är bra. Den stora mängden likartade produkter och producenter på marknaden i dag är snarare ett tecken på den bristfälliga konkurrens som följer av att konsumenterna inte förmår bedöma varken pris eller kvalitet och att utbudet därför är utformat utifrån vad som är mest lönsamt för producenter och rådgivare. Samtidigt som konsumenterna har begränsad möjlighet att utöva sitt inflytande på marknaden kan producenterna påverka vilka produkter som säljs genom att höja den ersättning som betalas till rådgivare som säljer dem. Detta har snarare en konkurrenshämmande effekt, eftersom det hindrar framväxten av enklare produkter med lägre avgift.<sup>26</sup>

När konsumenternas förhandlingsposition stärks genom att det blir tydligare vad rådgivningen kostar, och kraven på företagen att visa vilket värde man skapar för konsumenten på så sätt ökar, stimuleras i stället konkurrensen. Detta är ingen ny tanke; redan 2004 gjorde Förtroendekommissionen, som regeringen tillsatte för att förbättra allmänhetens förtroende för näringslivet, samma analys. Analysen, som fokuserar på försäkringsförmedlare, pekar på att när kunden får större möjlighet att bedöma om försäkringsförmedlaren tjänster håller rätt kvalitet i förhållande till priset stimuleras konkurrensen mellan försäkringsförmedlarna och de kan därigenom bättre fylla sin i grunden positiva roll på försäkringsmarknaden.<sup>27</sup>

Ett provisionsförbud är också en förutsättning för att stärka förtroendet för finansiell rådgivning. Konsumentverket (2014) konstaterar att relativt nästan alla andra konsumentmarknader framstår marknaden för finansiella tjänster som problematisk, även när det gäller konsumenternas förtroende. Det gäller i synnerhet långsiktigt sparande. Denna uppfattning får stöd i den tidigare nämnda TNS/Sifo-undersökningen från 2013, där 64 procent av de tillfrågade tror att det är vanligt eller mycket vanligt att en rådgivare som får betalt i form av provision säljer produkter som konsumenten inte behöver eller som är olämpliga för konsumenten.

Det finns dock som tidigare nämnts problem som ett provisionsförbud inte hanterar. Ett sådant problem är att vissa rådgivningsaktörer, till exempel storbanker, har incitament att ge råd om sina egna produkter.<sup>28</sup> Dessa incitament kommer att finnas kvar även vid ett provisionsförbud. Skillnaden under de föreslagna reglerna är att sådana aktörer inte längre kan ge sken av att erbjuda oberoende rådgivning. Det ger en konkurrensfördel för de aktörer som faktiskt ger oberoende råd. När allt fler aktörer verkligen erbjuder rådgivning utifrån konsumenters behov blir det svårare för bankerna att motivera varför konsument ska vända sig till dem för rådgivning. Även om ett provisionsförbud på kort sikt skulle kunna gynna storbankerna så menar FI tvärtom

26 Fonder med lägre avgift är som tidigare konstaterats betydligt vanligare vid distribution utan rådgivning, till exempel via Internet. (Se Figur 2).

27 "Näringslivet och förtroendet" (SOU 2004:47), s. 330

28 Det provisionsförbud som Värdepappersmarknadsutredningen har föreslagit gäller i och för sig formellt också för de provisioner som bankerna tar emot från de fond- och försäkringsföretag som finns i samma koncern, men det är rimligt att tänka sig att bankerna kan undkomma detta genom att byta ut provisionerna till någon annan form av ersättning inom koncernen, vilket sker även idag.

att ett provisionsförbud är första steget mot bättre konkurrens, där bankernas dominans på rådgivningsmarknaden kan utmanas.

Att bankerna helt skulle sluta att sälja externa produkter till följd av provisionsförbudet – vilket är en farhåga som framför allt fristående fondbolag utan egen distribution framhåller – är inte sannolikt. Flera aktörer på fondmarknaden som FI har varit i kontakt med har uppgett att det var konsumenternas efterfrågan på ett stort antal externa fonder som tvingade storbankerna att starta sina egna fondtorg i samband med internets framväxt. Den efterfrågan lär snarare öka när priset blir mer transparent både för fonder och för investeringstjänster. Dessutom föreslås att orderexekveringstjänster undantas från det svenska provisionsförbudet, vilket gör att bankerna kan fortsätta att finansiera sådan verksamhet – till exempel ett fondtorg – genom provision, så länge den inte sker i samband med rådgivning eller förvaltning.<sup>29</sup> Alternativet är att se sina kunder gå till andra aktörer, som till exempel specialiserade nätbanker, på jakt efter ett större fondutbud.

Vad gäller försäkringar säljer de stora bankerna enligt FI:s kartläggning i princip bara produkter från sina koncerninterna försäkringsföretag redan i dag. Det problemet hanteras inte av ett provisionsförbud.

I detta sammanhang bör man notera de andra viktiga delar av Mifid 2-regleringen som FI ofta har lyft fram som komplement till ett provisionsförbud för att komma åt sådana problem som provisionsförbudet inte löser. Det handlar till exempel om regler kring rörlig ersättning och belöningssystem till säljpersonal, som till exempel gör det svårare att använda säljbonus och liknande incitament för bankernas rådgivare. Det handlar också om regler kring utformning och styrning av produkter till vissa kundgrupper, det vill säga att företagen kommer att behöva definiera för vilken målmarknad en produkt är utformad och följa upp att det är till dessa kunder som produkten säljs. Införandet av bolånedirektivet i svensk rätt innebär också nya regler för vad företag måste ge för information i samband med att en kund tecknar ett bolån samt att företagen inte kan kräva att en kund ska flytta över till exempel sitt sparande för att beviljas ett bolån.<sup>30</sup>

---

29 Investeringstjänsterna mottagande och vidarebefordran av order (2 kap. 1§ 1–2 i lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden) föreslås även i fortsättningen kunna finansieras med ersättning från tredjepart, så länge de inte sker i samband med investeringsrådgivning eller portföljförvaltning. Utredningen påpekar att "i samband med" ska tolkas i vid bemärkelse.

30 Se "Stärkt konsumentskydd på bolånemarknaden" (SOU 2015:40)

# Ökad konsumentmakt på marknaden för sparprodukter

Det hävdas ibland ett provisionsförbud skulle leda till minskad konkurrens och högre priser på marknaden för sparprodukter. Utländska erfarenheter ger dock tydliga indikationer på att oberoende rådgivning i stället leder till prispress. FI:s kartläggningar av distribution av fonder och livförsäkringar pekar också på att mindre och fristående aktörer inte missgynnas av ett provisionsförbud.

Erfarenheter från andra länder som har infört liknande reglering kring provisioner visar tydligt att konkurrensen också ökar på marknaden för sparprodukter, med bättre anpassning till konsumenternas behov och lägre priser som följd.

Den brittiska tillsynsmyndigheten FCA menar att priset för sparprodukter i Storbritannien har fallit med åtminstone den summa som tidigare betalades i provision efter införandet av provisionsförbud. De menar att prispressen dels beror på tillkomsten av mindre komplexa fonder och produkter med lägre avgifter, vilket i sin tur beror på att företag fokuserar mer på att erbjuda produkter som möter kundernas efterfrågan. Dels beror den på att rådgivare och plattformar har stärkt sin förhandlingsposition gentemot produktföretag. I Nederländerna är tillsynsmyndigheten AFM:s erfarenhet att ökad konkurrens mellan produktbolag till följd av provisionsförbudet har inneburit prispress, framför allt på indexnära fonder. Några produktföretag har sänkt sina priser med så mycket som 50 procent, enligt AFM.

---

## Utländska erfarenheter av provisionsförbud

I fler länder än Sverige har man gjort bedömningen att provisioner innebär en intressekonflikt som är svår att hantera och har därför infört förbud mot provisioner. Två exempel som ofta används är Storbritannien och Nederländerna och här redogörs i korthet för utvecklingen där. I sammanhanget bör man komma ihåg att alla marknader har sina lokala egenheter och att man därför bör vara försiktig med att enbart förlita sig på internationella jämförelser i sin analys av den svenska marknaden.

**Storbritannien:** Ett provisionsförbud infördes vid årsskiftet 2012/2013 som en del av den så kallade Retail Distribution Review (RDR). Flera andra förändringar skedde samtidigt, till exempel infördes högre kvalifikationskrav för rådgivare. Liknande regler för ersättningar till fondplattformar introducerades i april 2014. När den brittiska tillsynsmyndigheten FCA utvärderade regeländringarna i december 2014 med hjälp av två oberoende konsultföretag pekade man på att försäljningen av produkter som tidigare gav hög provision har minskat och att prispress har skett på sparprodukter. FCA menar att det inte finns några tydliga bevis på att utbudet av rådgivning har minskat, även om vissa aktörer har försvunnit till följd av högre kvalifikationskrav och samgående mellan mindre aktörer. Det finns dock tecken på att vissa konsumenter nu bedömer att priset för traditionella rådgivningstjänster är för högt och därför efterfrågar enklare rådgivning till lägre pris. FCA utreder just nu till-

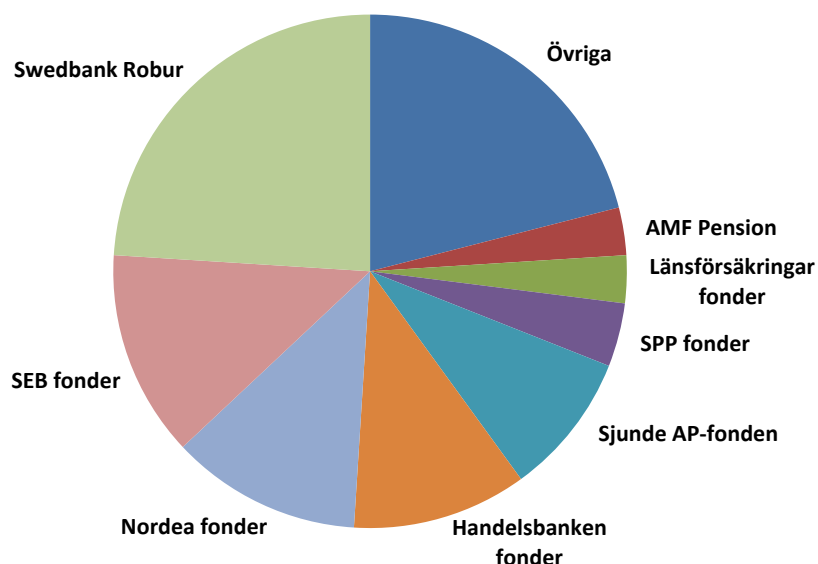
sammans med det brittiska finansdepartementet hur tillgången av sådan rådgivning kan förbättras.

**Nederländerna:** I Nederländerna infördes i januari 2013 ett förbud mot provisioner vid förmedling av livförsäkring och bolån. Förbudet var till stor del en följd av att media uppmärksammade flera fall av olämplig försäljning av fondförsäkring och betalskydd i samband med tecknande av bolån. Från och med januari 2014 gäller provisionsförbudet också för värdepappersbolag som erbjuder orderexekvering, rådgivning och portföljförvaltning åt icke-professionella kunder. Tillsynsmyndigheten AFM pekar i sina utvärderingar på prispress på sparprodukter, framför allt på indexnära fonder. Fördelningen av placerat kapital mellan investeringsrådgivning, portföljförvaltning och exekutionstjänster är relativt konstant. Andelen kunder som använder exekutionstjänster har dock ökat markant, främst beroende på att nya kunder har tillkommit.

## FONDER

Den utveckling som syns utomlands stämmer överens med den bild man får av FI:s undersökning av hur fonder distribueras i Sverige. Aktörer som drivs av provisionsintressen rekommenderar i större utsträckning dyra fonder medan de fonder som säljs till exempel via fondplattformar i större utsträckning har låga avgifter (se diagram 2). Ett förbud mot provisioner borde därför kunna leda till högre efterfrågan på fonder med lägre avgift.

Diagram 3: Fondbolagens marknadsandelar



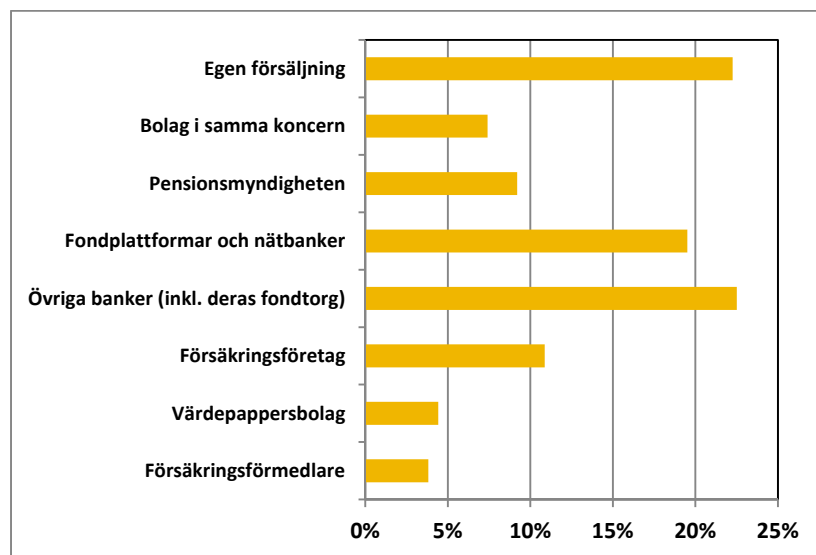
Källa: Svenska Bankföreningen/Nyhetsbrevet Fond & Bank

Not: Avser andel av den totala fondförmögenheten 2014

I dag står storbankernas fondbolag för cirka 60 procent av fondmarknaden (se diagram 3). Majoriteten av fonderna hos dessa fondbolag säljs via bolag inom samma koncern. Det gäller i stor utsträckning också försäkringskoncernernas fondbolag.

Ett vanligt argument mot ett provisionsförbud är att det skulle skada konkurrensen på fondmarknaden, eftersom mindre fondbolag inte kan sälja sina fonder utan att betala provisioner. FI:s undersökning av hur fonder distribueras visar dock att runt hälften av distributionen av fonder hos fondbolag och AIF-förvaltare som inte tillhör de stora bank- eller försäkringskoncernerna sker via distributionskanaler som påverkas i begränsad utsträckning av provisionsförbudet (diagram 4). Till exempel sker en stor del av försäljningen i form av egen försäljning (framför allt hos AIF-förvaltare).<sup>31</sup> Värdepappersbolag och försäkringsförmedlare, som är de aktörer som förmodligen påverkas mest av ett provisionsförbud, står för totalt 8 procent av distributionen. Här bör man dock ta i beaktande att en viss del av det fondsparande som sker via försäkringar i försäkringsföretag också förmedlas via försäkringsförmedlare. För att få en mer rättvisande bild av konsekvenserna för mindre fondbolags distribution vid ett provisionsförbud bör hänsyn därför tas till en del av de totalt 11 procent av fondsparandet som sker via försäkringsföretag. Med en sådan justering tycks ändå inte mer än maximalt 15 procent av det totala bruttosparandet i dessa fondbolags och AIF-förvaltares fonder ske via värdepappersbolag eller försäkringsförmedlare (även om det finns enskilda företag som använder dessa distributionskanaler i större utsträckning).

**Diagram 4: Distribution av fonder utanför bank- och försäkringskoncernerna**



Källa: FI:s enkätundersökning 2015

*Not: Siffrorna avser det sammanlagda bruttosparandet i fonder förvaltade av 64 fondbolag och AIF-förvaltare som inte är knutna till någon av de stora bank- eller försäkringskoncernerna.*

<sup>31</sup> De AIF-förvaltare som ingick i undersökningen är som sagt sådana som marknadsför sina fonder till icke-professionella investerare. Det handlar till största del om så kallade specialfonder.

Samtidigt är själva poängen med provisionsförbudet att det kommer att få konsekvenser för till exempel fondmarknaden. Bra fondbolag, som levererar god riskjusterad avkastning i förhållande till avgiften, borde rimligen ha goda möjligheter på en marknad med transparent prissättning, medan fondbolag som inte presterar lika bra riskerar att klara omställningen sämre. På samma sätt som provisionsförbudet är ett nödvändigt steg för ökad konkurrens på rådgivningsmarknaden, bidrar det till konkurrens på fondmarknaden genom att tvinga producerer att konkurrera med kvalitet och pris i stället för med ersättning till distributören.

Det faktum att få aktivt förvaltade fonder slår ett jämförelseindex över längre tid och att nivån på avgifter därför är avgörande för avkastningen på sikt har, som tidigare nämnts, gett endast begränsat avtryck på sparandemarknaden. Aktivt förvaltade fonder med relativt högre avgifter dominerar fortfarande medan billigare indexfonder endast utgör en mindre del, vilket tyder på bristande konkurrens på fondmarknaden. Att det finns ett samband mellan just indexfonder och konkurrens på fondmarknaden föreslås bland annat i Cremers et al. (2015), där en högre andel fonder som uttryckligen följer index sägs leda till bättre konkurrens på fondmarknaden, med lägre avgifter och bättre prestation även hos aktivt förvaltade fonder.

### LIVFÖRSÄKRINGAR

Vad gäller marknaden för livförsäkringar är slutsatsen ungefär densamma. Provisionsförbudet bör gynna konkurrensen snarare än försämra den. Försäkringsförmedlare som får betalt i form av provision är en viktig distributionskanal för livförsäkringsföretag.<sup>32</sup> FI:s undersökningar visar att det gäller både stora och små försäkringsföretag. De företag som erbjuder en tillräckligt bra produkt kommer sannolikt att gynnas genom oberoende rådgivning, medan de som inte står sig i en oberoende jämförelse får använda sig av icke-oberoende distribution, till exempel egna försäljningskanaler.

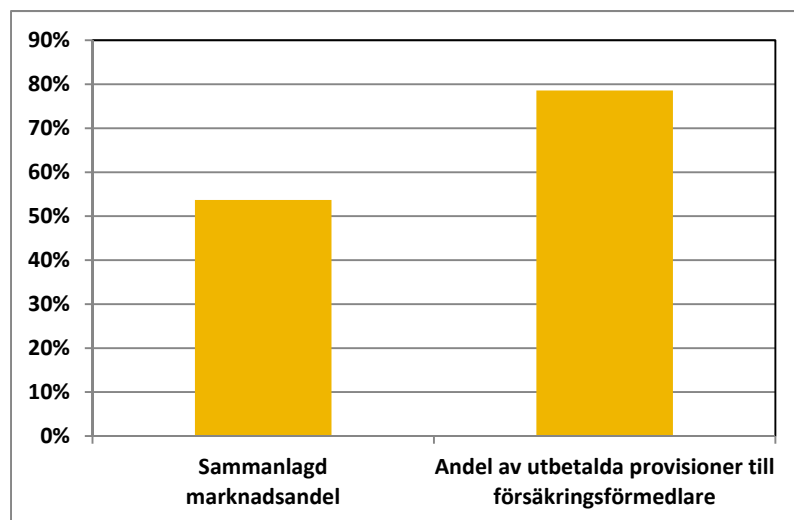
Slutsatserna från FI:s kartläggning av försäkringsförmedlarnas provisionsintäkter visar också att stora företag sannolikt berörs i ännu större utsträckning än små företag, då de står för en större del av provisionsbetalningarna, även med hänsyn taget till deras marknadsandelar (diagram 5).

---

<sup>32</sup> Enligt statistik från branschföreningen Svensk Försäkring förmedlades 27 procent av alla livförsäkringar under 2014 via försäkringsförmedlare som ersätts med provision.



**Diagram 5: Fem av de största livförsäkringsföretagens marknadsandelar och provisionsutbetalningar**



Källa: FI:s enkätundersökning och Svensk Försäkring

I en undersökning av hur tre av de större livförsäkringsföretagen säljer sina försäkringar har FI sett att det finns en tydlig skillnad mellan vilka försäkringar som säljs via försäkringsförmedlare och vilka som säljs via egen säljpersonal: 90 procent av depåförsäkringarna och 70 procent av fondförsäkringarna säljs via försäkringsförmedlare, medan bara drygt hälften av de traditionella livförsäkringarna gör det.

Om sådana försäkringar, som möjliggör placeringar i finansiella instrument inom försäkringen, inte blir attraktiva för en distributör att förmedla när det är kundernas behov som styr i stället för (den ofta höga) upfront-provisionen kan försäkringsföretagen komma att i större utsträckning behöva sälja dem via egen personal. Eftersom det är billigare för försäkringsföretagen att bara betala sin distribution per transaktion – det vill säga genom provision – i stället för att anställa säljpersonal är det möjligt att vissa företag kommer att försöka kompensera det genom att höja priset på försäkringarna till kund. Det är dock långtifrån säkert att det kommer att lyckas eftersom den ökade konkurrensen borde leda till en generell prispress.

### STRUKTURERADE PRODUKTER

I FI:s provisionsundersökning 2014 framgick att största delen av de totala provisionsutbetalningarna till försäkringsförmedlare och värdepappersbolag för finansiella produkter – inom eller utanför försäkringslösningar – kommer från försäljning av strukturerade produkter. Utifrån de sammanlagda provisionsutbetalningarna är det alltså marknaden för strukturerade produkter som påverkas mest av ett provisionsförbud vid sidan av marknaden för livförsäkringar. Kreditinstitut och värdepappersbolag, som är de som oftast fungerar som emittenter och arrangörer av strukturerade produkter, står för en stor del av provisionsutbetalningarna till andra värdepappersbolag och till försäkringsförmedlare. När provisionsincitamenten försvinner och kundens behov tillåts styra rådgivningen i större utsträckning är det sannolikt att försäljningen av strukturerade produkter kommer att minska. Samtidigt står storbankerna för en stor andel av marknaden för strukturerade produkter (mellan 50 och 60 procent) vilket borgar

för ett fortsatt utbud. FI kommer även i fortsättningen ha ett stort fokus på rådgivning i sin tillsyn, i synnerhet på rådgivningen kring strukturerade produkter. Detta eftersom det rör sig om mycket komplexa, dyra och ofta riskfyllda produkter som generellt sett är mycket svåra att motivera ur ett konsumentperspektiv.

## Diskussionen om rådgivningsbrist

Ett vanligt argument mot ett provisionsförbud är att företag kommer att sluta erbjuda rådgivning till konsumenter med mindre tillgångar. FI tror snarare att en transparent prissättning på rådgivning som kostar pengar redan i dag kan leda till förenklade rådgivningstjänster som är mer anpassade till konsumenternas betalningsvilja.

Både i Sverige och i andra länder som har infört eller diskuterat provisionsförbud har ett vanligt argument mot förbudet varit att aktörer på rådgivningsmarknaden kommer att sluta erbjuda rådgivning till konsumenter med mindre placeringsbara tillgångar. Detta skulle kunna resultera i ett utbudsunderskott för rådgivningstjänster, så kallad rådgivningsbrist.

Argumentet grundas ofta i påståendet att en provisionsbaserad ersättningsmodell har en omfördelade effekt, eftersom stora investerares provisionsbetalningar subventionerar rådgivningen för konsumenter med mindre placeringsbara tillgångar. Utifrån vad FI har sett i sin tillsyn finns dock inget stöd för att detta stämmer, eftersom det är sällsynt att rådgivningskunder med väldigt stora tillgångar och rådgivningskunder med väldigt små tillgångar återfinns hos samma företag. Dessutom visar en sammanställning av FI:s tillsyn över åren att de allra flesta kunder som får personlig rådgivning hos försäkringsförmedlare eller värdepappersbolag har större placeringsbara tillgångar än den genomsnittliga spararen – det är mycket få kunder som har låga inkomster eller begränsad förmögenhet.<sup>33</sup>

När den brittiska tillsynsmyndigheten FCA i december 2014 lät två oberoende konsultföretag utvärdera effekterna av provisionsförbudet i Storbritannien kom man fram till att det inte finns några tydliga bevis för att konsumenter som vill ha rådgivning har blivit övergivna på den brittiska marknaden (se tidigare faktaruta om utländska erfarenheter). FCA menar i stället att det snarare är frågan om att konsumenter bedömer att priset för traditionella rådgivningstjänster är för högt i förhållande till det upplevda värdet.

Att konsumenter inte vill betala ett pris som de egentligen alltid har betalat men som nu syns tydligt är naturligtvis inget bra argument mot ett provisionsförbud – snarare tvärtom. En tydlig prissättning skapar möjligheter för konsumenter att påverka utbudet av rådgivningstjänster. Om rådgivning som den ofta ser ut i dag upplevs som för dyr i förhållande till det värde den tillför finns möjlighet för andra typer av rådgivningstjänster att växa fram. Tjänster som är mer kostnadseffektiva och anpassade efter konsumenternas betalningsvilja. Till exempel börjar nya typer av digitala rådgivningslösningar nu etableras i många länder.

---

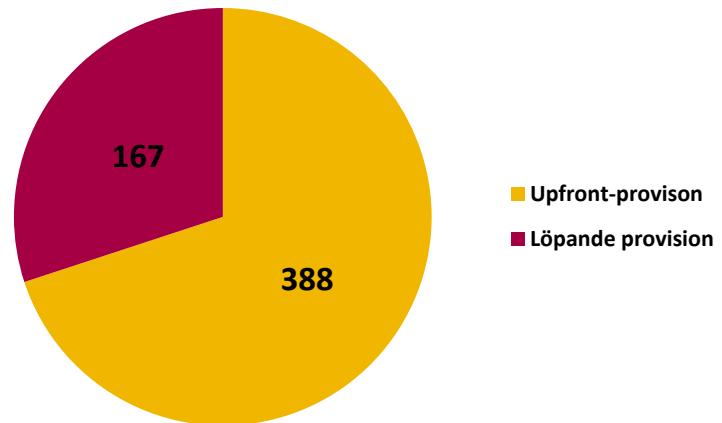
<sup>33</sup> Detta stöds av bland andra Hackethal et al. (2012) och Bhattacharya et al. (2012), som menar att investerare som tar del av finansiell rådgivning är rikare och har större finansiell kunskap än de som inte gör det.

## Omställning utifrån konsumenternas behov och betalningsvilja

Ett provisionsförbud medför en stor omställning för de flesta aktörer på sparandemarknaden. Rådgivare och förmedlare måste tydligare motivera varför deras tjänst är värd sitt pris. Produktföretag måste konkurrera med kvalitet och pris snarare än storleken på provisionen. FI bedömer att vinsterna av en bättre fungerande sparandemarknad överväger företagets omställningskostnader.

En av slutsatserna i FI:s enkätundersökning av provisionsintäkter från 2014 var som tidigare nämnts att provisioner överlag står för en stor del av de totala intäkterna för både försäkringsförmedlare och värdepappersbolag. Tydligast är bilden för försäkringsförmedlare, där nästan alla intäkter kommer från provisioner. Men provisioner är en viktig källa till intäkter även för värdepappersbolag. En stor del av provisionerna är så kallade upfront-provisioner. Hos de försäkringsförmedlare och värdepappersbolag med tillstånd för försäkringsförmedling som svarade på enkäten utgörs 70 procent av provisionerna av upfront-provisioner (Diagram 6).

**Diagram 6: Provisionsintäkter för försäkringsförmedlare och värdepappersbolag (miljoner kronor)**



Källa: FI:s enkätundersökning 2014

*Not: Siffrorna avser sammanlagda provisionsintäkter under 2013 för 43 försäkringsförmedlare och värdepappersbolag med tillstånd för försäkringsförmedling som svarade på FI:s enkät.*

Att ställa om från en ersättningsmodell där priset för en tjänst inte framgår för kunden till en modell där priset framgår i form av en avgift är en utmaning och ställer högre krav på företag att tydligt visa vilket värde man tillför till kunden. Omställningskostnaderna kommer att skilja sig åt mellan företag och kommer delvis att vara fasta. Det innebär att större företag lättare kan ställa om till den nya ersättnings-

modellen än mindre företag. Samtidigt kan flera mindre företag ha starkare relationer till sina kunder, vilket kan göra det lättare att motivera kostnaden för kunden.

Mindre företag, framför allt försäkringsförmedlare, kan emellertid komma att få svårt att fortsätta sin verksamhet i egen regi. Det betyder dock inte att de behöver försvinna från marknaden. Redan i dag syns en stark trend med samgåenden mellan självständiga försäkringsförmedlare, förmedlare med egna tillstånd som arbetar för större aktörer och försäkringsföretag som använder förmedlarkåren som en viktig rekryteringskanal. Konsekvenserna av provisionsförbudet för en enskild förmedlare påverkas i slutändan av inriktningen på företagets verksamhet. Försäkringsförmedlare som till stor del ägnar sig åt förmedling av tjänstepensionslösningar till företag kan till exempel väntas ha en enklare omställning till en avgiftsbaserad ersättningsmodell. Vid sådan förmedling är kunden nämligen ofta ett företag, som rimligen även fortsättningsvis behöver en tjänstepensionslösning för sina anställda. Det faktum att det redan finns ett antal företag som, helt eller delvis, tar betalt i form av arvode på just tjänstepensionsmarknaden stödjer den bedömningen.

Värdepappersbolag är generellt större än försäkringsförmedlare (sett både till omsättning och antal anställda) och många bedriver dessutom verksamhet som utifrån det föreslagna provisionsförbudet även i fortsättningen kan ersättas genom provision så länge den inte sker i samband med rådgivnings- eller förvaltningstjänster. Sammantaget är det därför sannolikt att omställningen till en arvodesbaserad ersättningsmodell för rådgivning blir lättare för värdepappersbolag jämfört med för försäkringsförmedlare. Med utgångspunkt i utländska erfarenheter är bedömningen att konsekvenserna för värdepappersbolag som ägnar sig åt rådgivning snarast kommer att ta sig uttryck i förändrade affärsmodeller. Dels i form av förenklade och mer kostnadseffektiva rådgivningstjänster och dels i form av en tänkbar rörelse från investeringsrådgivning mot portföljförvaltning och exekutionstjänster.

I Nederländerna har till exempel andelen av placerat kapital som går via rådgivning minskat något sedan provisionsförbudet infördes till förmån för kapitalförvaltning och orderexekvering. Det beror dock främst på att rådgivningskunder hos bankerna har gått över till exekutionstjänster hos andra företag. Andelen kunder som väljer exekutionstjänster, till exempel fondplattformar, har ökat stort, vilket i första hand beror på ett inflöde av nya kunder till exekutionskanaler snarare än att kunder har slutat använda de andra tjänsterna. Det går hand i hand med den ökade efterfrågan på fonder med lägre avgifter i Nederländerna.<sup>34</sup> Det är viktigt att notera att den ökade användningen av exekutionstjänster i Nederländerna har skett trots att sådana tjänster omfattas av det nederländska provisionsförbudet, till skillnad från vad som föreslagits i Sverige. FI:s bedömning är därför att sådana tjänster kommer att bli allt vanligare på den svenska marknaden, oavsett om de omfattas av ett provisionsförbud eller inte.

Som tidigare konstaterats innebär de föreslagna reglerna ingen större förändring för storbankerna när det gäller incitamenten att ge råd om produkter från företag inom samma koncern. FI tror dock inte att bankerna kommer att sluta sälja externa produkter, eftersom detta är något som efterfrågas av många bankkunder som bankerna då skulle riskera

---

34 Se AFM (2014) och AFM (2015).

att förlora. Det gäller särskilt om användningen av exekutionstjänster ökar, på samma sätt som i Nederländerna.

Det är också viktigt att säga något om sparbankerna, som ofta är den enda finansiella aktören på små orter i landet och därför fyller en viktig roll på sparandemarknaden. Det är rimligt att anta att sparbankerna ofta har kunder som inte kommer i kontakt med några andra aktörer på sparandemarknaden överhuvudtaget. Den genomsnittliga kunden träffar endast undantagsvis sparbanken och det kan då vara svårt att motivera för kunden varför en avgift plötsligt ska tas ut för rådgivningen. Å andra sidan tar banker ut avgifter för betalkort, värdepapperstjänster, och liknande tjänster, så det är inte omöjligt att tänka sig att rådgivningsmötet finansieras på samma sätt med en avgift utspridd över åren baserad på hur ofta kunden har behov av rådgivning. Sparbankernas lokala förankring och djupa kundrelationer kan snarare möjliggöra för dem att erbjuda verkligt oberoende rådgivning. I FI:s enkätundersökning av provisionsintäkter i företag med tillstånd för försäkringsförmedling och investeringstjänster ingick 14 sparbanker. Utifrån den bild som undersökningen ger kan sparbankernas rådgivning i dag knappast kallas oberoende, eftersom provisioner står för det mesta av intäkterna och nästan all provision kommer från företaget i Swedbank-koncernen (tabell 3).

**Tabell 3: Provisionsintäkter i 14 sparbanker**

	<b>Andel av intäkter som består av provision</b>	<b>Andel av provisionsintäkter som kommer från företag inom Swedbank-koncernen</b>
Sparbank 1	90 %	100 %
Sparbank 2	100 %	100 %
Sparbank 3	100 %	100 %
Sparbank 4	97 %	100 %
Sparbank 5	95 %	100 %
Sparbank 6	92 %	86 %
Sparbank 7	92 %	100 %
Sparbank 8	93 %	100 %
Sparbank 9	93 %	100 %
Sparbank 10	46 %	100 %
Sparbank 11	100 %	92 %
Sparbank 12	75 %	90 %
Sparbank 13	94 %	100 %
Sparbank 14	82 %	100 %
<b>Genomsnitt</b>	<b>89 %</b>	<b>98 %</b>

Källa: FI:s enkätundersökning om provisionsintäkter 2014.

*Not: Siffrorna avser intäkter för investeringsrådgivning, portföljförvaltning, mottagande och vidarebefordran av order samt utförande av order under 2013.*

Sammanfattningsvis kan man konstatera att ett provisionsförbud kommer att medföra en stor omställning för de flesta aktörerna på sparandemarknaden. FI:s bedömning är dock att vinsterna av en bättre fungerande marknad överväger företagets omställningskostnader. Om

ett provisionsförbud införs är det sedan viktigt att löpande följa upp utvecklingen på marknaden för investeringstjänster och försäkringsförmedling, på samma sätt som nu görs i Nederländerna och Storbritannien.

## Slutsatser

FI anser att en oberoende rådgivning skulle fylla en viktig funktion på den svenska finansmarknaden, där konsumenter i allt större utsträckning själva får ta ansvar för sin framtida ekonomi.

När konsumenter inte kan bedöma vare sig kvalitet eller pris på en tjänst eller produkt kan de heller inte påverka utbudet på marknaden. Till skillnad från hur det fungerar på en välfungerande marknad slås dyra och dåliga produkter därför inte ut, utan kan fortsätta säljas med god marginal. FI anser därför att det finns ett marknadsmisslyckande på sparandemarknaden. I stället för att hjälpa konsumenterna att välja bland det stora utbudet sparprodukter förstärker dagens rådgivning konsumenternas informationsunderläge genom att styras av storleken på ersättningen från producenterna i stället för kundernas behov. För att komma till rätta med det behövs ett brett förbud mot provisioner.

Ett sådant förbud kommer att få konsekvenser, både för de som ger råd om produkter och de som säljer sina produkter via rådgivaraktörer. Rådgivare och förmedlare kommer mycket tydligare behöva visa vilket värde de skapar för kunden när rådgivningen betalas genom en avgift. Produktföretag som betalar höga provisioner för att få ut sina produkter på marknaden måste i högre utsträckning anpassa produkterna efter kundernas behov och efterfrågan. FI:s bedömning är att detta kommer leda till en utveckling mot förenklade rådgivningstjänster och ett ökat utbud av produkter med lägre avgift. De omställningskostnader som detta kommer att innebära för aktörerna på marknaden ska ställas i förhållande till vinsterna från en långsiktigt bättre fungerande sparandemarknad. Fler länder än Sverige har gjort den avvägningen och kommit fram till samma bedömning, det vill säga att vinsterna från ett förbud mot provisioner överväger kostnaderna.

Ett provisionsförbud löser inte alla problem på sparandemarknaden, men är ett nödvändigt steg för att skapa förutsättningar för en oberoende rådgivning som kan bidra till att minska konsumenternas informationsunderläge. Då ökar också konsumenternas möjlighet att påverka utbudet av tjänster och produkter på sparandemarknaden.



# Källförteckning

## KÄLLOR I URVAL

AFM, Autoriteit Financiële Markten (2014), "Lessons learned - ban on inducements", tal av Theodor Kockelkoren

AFM, Autoriteit Financiële Markten (2015), "Marktbeeld beleggen - Voor Beleggingsondernemingen"

Agnew, J. R., H. Bateman, C. Eckert, F. Iskhakov, J. J. Louviere och S. Thorp (2014), "Individual Judgment and Trust Formation: An Experimental Investigation of Online Financial Advice", UNSW Australian School of Business Research Paper No. 2013ACTL21.

Almenberg, J., R. Vestman, J. Säve-Söderbergh (2015), "Räknefärdighet och finansiell förmåga 2015", promemoria, återgiven i FI Dnr 15-1579

Anderson, A. och J. V. Martinez (2008), "Vice or advice? Profits from brokerage firm trading around recommendation revision dates", Working Paper, Stockholms universitet

Bhattacharya, U., A. Hackethal, S. Kaesler, B. Loos och S. Meyer (2012), "Is Unbiased Financial Advice to Retail Investors Sufficient? Answers from a Large Field Study", *Review of Financial Studies*, **25** (4), 975-1032

Bergstresser, D., J. M. R. Chalmers och P. Tufano (2009), "Assessing the costs and benefits of brokers: A preliminary analysis of the mutual fund industry", *Review of Financial Studies*, **22** (10), 4129-4156

Cain, D. M., G. Loewenstein, G. och D. A. Moore, (2005). "The dirt on coming clean: The perverse effects of disclosing conflicts of interest", *Journal of Legal Studies*, **34**, 1–25

Carhart, M. M (1997), "On persistence in mutual fund performance", *Journal of Finance*, **52** (1), 57-82

Chalmers, J. och J. Reuters (2012a), "What Is the Impact of Financial Advisors on Retirement Portfolio Choices and Outcomes?", *NBER Working Paper Series*, No. 18158

Chalmers, J. och J. Reuters (2012b), "Is Conflicted Investment Advice Better than No Advice?", *NBER Working Paper Series*, No. 18158

Ds 2014:22, "Stärkt konsumentskydd vid försäkringsförmedling", Finansdepartementet, 2014

Europe Economics (2014), "Retail Distribution Review Post Implementation Review"

Executive Office of the President of the United States (2015), "The Effects of Conflicted Advice on Retirement Savings"

Fama, E. F. och K. R. French (2010), "Luck versus skill in the cross-section of mutual fund returns", *Journal of Finance*, **65** (5), 1915-1947

FCA, Financial Conduct Authority (2014), "Post-implementation review of the Retail Distribution Review – Phase 1"

FCA, Financial Conduct Authority (2015), "Financial Advice Market Review – Call for Input"

Flam, H. och R. Vestman (2014), "Swedish Equity Mutual Funds 1993-2013: Performance, Persistence and Presence of Skill", Working Paper, Stockholms universitet

Foerster, S. R., J. T. Linnainmaa, B. Melzer och A. Previtro (2015), "Retail Financial Advice: Does One Size Fit All?", *Journal of Finance*, forthcoming

Fondbolagens Förening (2014), "Fondspararundersökningen"

Hackethal, A., M. Haliassos och T. Jappelli (2012), "Financial Advisors: A Case of Babysitters?", *Journal of Banking & Finance*, **36** (2), 509–524

Kahneman, D. och A. Tversky (1979), "Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk", *Econometrica*, **47** (2), 263-292

Kahneman, D. (2011), *Thinking, Fast and Slow*, New York: Farrar, Straus and Giroux

Kosowski, R., A. Timmerman, R. Wermers och H. White (2006), "Can mutual fund 'stars' really pick stocks? New evidence from a bootstrap analysis", *Journal of Finance*, **61** (6), 2551-2595

Lusardi, A. och O. S. Mitchell (2011), "Financial Literacy around the World: An Overview", *Journal of Economics and Finance*, **10** (4), 497-508

Lusardi, A. och O. S. Mitchell (2014), "The Economic Importance of Financial Literacy: Theory and Evidence", *Journal of Economic Literature*, **52** (1), 5-44

SOU 2004:47, Förtroendekommissionens betänkande "Näringslivet och förtroendet", 2004

SOU 2014:4, Utredningen om konsumentskydd vid finansiell rådgivnings betänkande "Det måste gå att lita på konsumentskyddet", 2014

SOU 2015:2, Värdepappersmarknadsutredningens betänkande "Värdepappersmarknaden, Mifid II och MiFIR", 2015

SOU 2015:40, Bolåneutredningens betänkande "Stärkt konsumentskydd på bolånemarknaden", 2015

Thaler, R. H och C. R. Sunstein (2008), "Nudge: improving decisions about health, wealth, and happiness", New York: Penguin Books

Tower Watson (2014), "Advice Gap Analysis: Report to FCA"

Tversky, A. och D. Kahneman (1981), "The Framing of Decisions and the Psychology of Choice", *Science*, **211** (4481), 453-458

## STATISTIKKÄLLOR I URVAL

Fondbolagens förening ([www.fondbolagen.se](http://www.fondbolagen.se))

Statistiska centralbyrån ([www.scb.se](http://www.scb.se))

Svensk försäkring ([www.svenskforsakring.se](http://www.svenskforsakring.se))

Svenska bankföreningen ([www.swedishbankers.se](http://www.swedishbankers.se))



Finansinspektionen  
Box 7821, 103 97 Stockholm  
Besöksadress Brunnsgatan 3  
Telefon 08-787 80 00  
Fax 08-24 13 35  
finansinspektionen@fi.se

[www.fi.se](http://www.fi.se)