

Anders Anderson och Fredric Korling

Bättre reglering av konsumentinformation på området för finansiella tjänster

Anders Anderson är biträdande föreståndare för Institutet för Finansforskning (SIFR). Hans forskning är inriktad på finansiell psykologi och där framförallt hur småsparare agerar på de finansiella marknaderna. Anders är doktor i finansiell ekonomi från Handelshögskolan i Stockholm och har tidigare varit lektor vid Stockholms Universitet. Idag är han anknuten till Swedish House of Finance, där han också undervisar på vidareutbildningar för IFL och inom masterprogrammet på Handelshögskolan i Stockholm.

Fredric Korling är jur.dr i civilrätt och innehavare av Torsten Söderbergs stiftelses post doc-stipendium vid Stockholm Centre for Commercial Law, Juridiska fakulteten, Stockholms universitet. Hans forskning är inriktad på finansmarknadsrätt och därvid särskilt investerarskyddsfrågor. Fredric disputerade 2010 på avhandlingen Rådgivningsansvar - särskilt avseende finansiell rådgivning och investeringsrådgivning och har därefter bl.a. anlitats som expertutredare åt såväl Finansinspektionen som Pensionsmyndigheten för att utreda regleringen avseende försäkringsförmedlare och PPM-rådgivare.

Förord

Enskilda individer ställs inför allt fler val i samhället. Valfrihet är viktigt men alla konsumenter har inte samma möjligheter att göra välinformerade val. Den växande mängden av finansiell information ställer också allt större krav på individens förmåga att sälla och bearbeta information. Därtill har produkterna blivit mer komplexa vilket ökat konsumenternas informationsunderläge. Därför är det viktigt att ha ett bra beslutsunderlag när man gör sina val. Regelverket kring finansiella tjänster har ökat markant, samtidigt som den teknologiska utvecklingen gjort det möjligt att sprida information på ett sätt som förr varit omöjligt. Finansmarknadskommittén har gett ekonomie doktor Anders Anderson och juris doktor Fredric Korling uppdraget att skriva en rapport som dels kartlägger och analyserar befintliga informationskrav, dels ger förslag som syftar till att förbättra dessa i förhållande till konsumenters möjligheter att ta till sig finansiell information.

Rapporten har diskuterats vid möten i Finansmarknadskommittén och kommer att vara diskussionsunderlag vid ett seminarium i juni i år. Slutsatserna i rapporten är författarnas egna.

Det är min förhoppning att rapporten ska medverka till ökad kunskap och även fungera som ett värdefullt bidrag i debatten om utformning av god konsumentinformation, både i Sverige och på EU-nivå.

Stockholm 5 juni 2012

Johanna Lybeck Lilja
Statssekreterare
Ordförande Finansmarknadskommittén

Förkortningar	3
1. Inledning.....	5
1.1 Vårt uppdrag.....	7
1.2 Uppsatsens disposition.....	8
1.3 Kortfattade slutsatser	9
2. Faktorer som styr behovet av reglering av konsumentinformation.....	12
2.1 Marknadsstruktur	12
2.2 Intressekonflikter.....	13
2.3 Produktutbud.....	15
3. Individens beslutsprocess	18
3.1 Kognitiva processer: tumregler och mentala konton	18
3.1.1 Tillgänglighet.....	19
3.1.2 Representativitet.....	21
3.1.3 Ankring och prospect theory.....	23
3.1.4 Mentala konton	24
3.2 Övertro på sin egen förmåga och optimism.....	25
3.3 Spel.....	27
3.4 Moral, etik och självkänedom	27
3.5 Kognitiv dissonans	28
3.6 Känslor och humör	29
3.7 System I och II.....	30
3.8 Förmåga, utbildning och erfarenhet	31
3.9 Samspelet med socioekonomiska faktorer.....	33
3.10 Beslutsprocessens fyra trappsteg och regleringsområden.....	34
3.10.1 Identifiera.....	35
3.10.2 Definiera	36
3.10.3 Välja	37
3.10.4 Utvärdera.....	38
4. Det svenska regelverket för finansiella tjänster	40
4.1 Informationskrav avseende köp och försäljning av finansiella instrument och produkter.....	42
4.1.1 Självreglering.....	46
4.1.2 Pågående lagstiftningsarbete inom EU.....	47
4.1.3 Möjligheter till nationell särreglering.....	50
4.1.4 Identifierade riskområden	51
4.1.5 Rekommendationer	54
4.2 Informationskrav avseende finansiell rådgivning och investeringsrådgivning.....	55
4.2.1 Självreglering.....	59
4.2.2 Pågående lagstiftningsarbete inom EU.....	59
4.2.3 Möjligheter till nationell särreglering.....	61
4.2.4 Identifierade riskområden	62
4.2.5 Rekommendationer	64
4.3 Informationskrav avseende diskretionär förvaltning.....	66
4.3.1 Självreglering.....	68
4.3.2 Pågående lagstiftningsarbete inom EU.....	68
4.3.3 Möjligheter till nationell särreglering.....	69
4.3.4 Identifierade riskområden	69

4.3.5 Rekommendationer	70
4.4 Informationskrav avseende försäkringsförmedling.....	71
4.4.1 Självreglering.....	75
4.4.2 Pågående lagstiftningsarbete inom EU.....	76
4.4.3 Möjligheter till nationell särreglering.....	80
4.4.4 Identifierade riskområden	81
4.4.5 Rekommendationer	82
4.5 Informationskrav avseende fondinvesteringar	85
4.5.1 Självreglering.....	87
4.5.2 Pågående lagstiftningsarbete inom EU.....	88
4.5.3 Möjligheter till nationell särreglering.....	88
4.5.4 Identifierade riskområden	89
4.5.5 Rekommendationer	90
4.6 Informationskrav avseende kreditgivning.....	93
4.6.1 Självreglering.....	100
4.6.2 Pågående lagstiftningsarbete inom EU.....	100
4.6.3 Möjligheter till nationell särreglering.....	100
4.6.4 Identifierade riskområden	101
4.6.5 Rekommendationer	102
4.7 Informationskrav avseende försäkringar	104
4.7.1 Självreglering.....	105
4.7.2 Pågående lagstiftningsarbete inom EU.....	106
4.7.3 Möjligheter till nationell särreglering.....	106
4.7.4 Identifierade riskområden	106
4.7.5 Rekommendationer	107
4.8 Informationskrav avseende distansavtal om finansiella tjänster	108
4.8.1 Självreglering.....	109
4.8.2 Pågående lagstiftningsarbete inom EU.....	109
4.8.3 Möjligheter till nationell särreglering.....	109
4.8.4 Identifierade riskområden	110
4.8.5 Rekommendationer	111
5. Fem sätt att skapa bra finansiell information	112
5.1 Förändra.....	113
5.2 Filtrera	115
5.3 Koordinera	118
5.4 Bearbeta	121
5.5 Kontrollera	123
6. Källförteckning	131
1. Lagstiftning	131
2. Offentligt tryck.....	133
3. Praxis	135
4. Litteratur	135
5. Internet	141
6. Självreglering.....	141

Förkortningar

CEBS	The Committee of European Banking Supervisors
CEIOPS	The Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors
CESR	The Committee of European Securities Regulators
DAvtL	Distans- och hemförsäljningslagen (2005:59)
EIOPA	European Insurance and Occupational Pensions Authority
ETF	Exchange Traded Fund
FAL	försäkringsavtalslagen (2005:104)
FfL	Lagen (2005:405) om försäkringsförmedling
IMD	Försäkringsförmedlingsdirektivet 2002/92/EG
LFR	Lagen (2003:862) om finansiell rådgivning till konsumenter
MiFID	MiFID-direktivet 2004/39/EG
MFL	Marknadsföringslagen
NJA	Nytt juridiskt arkiv, avd. I
Prop.	Proposition
UCITS	Undertakings for Collective Investments In Transferable Securities (EU-lagstiftning avseende fonder)
VpML	Lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden

1. Inledning

Marknaden för finansiella tjänster har under senare år ökat i både omfattning och betydelse. Stora pensionsreformer, framtvungade av en åldrande befolkning i stora delar av västvärlden, har ställt allt högre krav på den enskilde individen att planera sitt eget sparande. På samma sätt har utlåningen till hushållen expanderat kraftigt de senaste decennierna, där bostadslån har spelat en framträdande roll. Allt fler människor är därför i direkt behov av finansiella tjänster som ofta omfattar både lån och sparande, vilka kan få mycket stora långsiktiga konsekvenser för den enskilde. Regelverket kring finansiella produkter har ökat markant, samtidigt som den teknologiska utvecklingen gjort det möjligt att sprida information på ett sätt som förr varit omöjligt. Den växande mängden av finansiell information har därför också inneburit allt större krav på individens förmåga att sälla och bearbeta information.

Vår analys av finansiella tjänster tar sin utgångspunkt ifrån individens beslutsprocess, där det idag finns en omfattande litteratur inom finansiell psykologi som visar att sådana beslut är känsliga för i vilket format och på vilket sätt information presenteras för konsumenterna.¹ Vi människor förenklar ofta problem med hjälp av tumregler, överskattar vår förmåga, tenderar att förhålla svåra beslut, väljer information selektivt, och söker lösningar som minimerar risken för ånger. Detta, speciellt i kombination med en generellt låg finansiell kunskap, ställer stora krav på utformning av information av finansiella produkter och tjänster.

Det finns flera tecken på att marknaden för finansiella tjänster inte fungerar så bra som den borde. I amerikanska *Consumer Markets Scoreboard 2010* rapporteras att finansiella tjänster är en av de marknader som fungerar allra sämst.² Marknaden för "investeringar, pensioner, och värdepapper" rankas till och med lägst av alla femtio undersökta konsumentmarknader. Detta framför allt på grund av svårigheten att jämföra tjänster mellan olika leverantörer, tillit till säljarnas benägenhet att respektera konsumenternas intressen, och hur ofta konsumenterna upplevt problem i kundrelationen inom den finansiella industrin. Det är mot denna bakgrund man i USA har skapat en ny myndighet, *Consumer Financial Protection Bureau (CFPB)*, som inte bara har till uppgift att bevaka och skydda konsumenternas intressen, utan även att tillhandahålla oberoende information och utvärdera hur regelverket fungerar i praktiken.³

¹ Med finansiell psykologi menas behavioral finance på engelska.

² Se (SEC 1257: The Consumer Markets Scoreboard, 2010)

³ Se <http://www.consumerfinance.gov> samt Campbell et al (2011).

I EU-kommissionens vitbok Politiken på området finansiella tjänster 2005–2010 framhölls i linje med detta vikten av det som benämns ”bättre reglering”.⁴ Med detta avses bland annat förenkling och förtydligande av EU-rätten. Kommissionen framhöll att trots att den försökt att hålla lagstiftningen inom ramen för handlingsplanen för finansiella tjänster så enkel och konsekvent som möjligt finns det utrymme för förbättringar. Ett av de praktiska steg som framhölls i form av ett flerårigt initiativ angavs ha sin bakgrund i att mångfalden och den ständigt ökande informationen som för närvarande ska tillhandahållas konsumenterna kan vara förvillande för både användare och tjänsteleverantörer. Kommissionen angav därför att en bred undersökning skulle genomföras för att se över eventuella oförenligheter och lämpligheten i de informations-krav som finns i gällande gemenskapsbestämmelser.

I EU-kommissionens policystrategi för konsumenter för åren 2007–2013 understryks behovet av att stärka konsumenternas ställning – som en viktig drivkraft för innovation, konkurrens och produktivitet. Ett av de prioriterade områdena som nämns i strategin är att skapa förutsättningar för bättre informerade konsumenter.⁵

På kommissionens uppdrag färdigställdes i november 2010 en konsultrapport om konsumenters beslutsfattande vad gäller investeringstjänster utifrån ett beteendekonomiskt perspektiv.⁶ I rapporten konstateras bland annat att det finns belägg för att konsumenter ofta misslyckas med att fatta optimala beslut och då inte enbart på grund av asymmetrisk information. Även välinformerade och ekonomiskt intresserade konsumenter visar på systematiska avvikelser från ett välfärdsmaximerande beteende. Exempelvis synes många konsumenter ha svårigheter med att analysera avgifter och risker i investeringsprodukter.⁷

Konsultrapportens slutsatser och rekommendationer omfattar bland annat följande. Framtida policy och reglering för konsumenter bör utgå ifrån att förenkling och standardisering av produktinformation gör det möjligt för konsumenterna att göra investeringsval av bättre kvalitet. Om intresse-

⁴ Se Europeiska kommissionen, Vitbok: Politiken på området finansiella tjänster 2005-2010, (KOM(2005) 629 slutlig).

⁵ Se Europeiska kommissionen, EU:s strategi för konsumentpolitiken 2007–2013 Starkare konsumenter, högre välbefinnande för konsumenterna och ett effektivt konsumentskydd, (KOM(2007) 99 slutlig), s. 4 ff.

⁶ Se Chater, Huck och Inderst (2010).

⁷ Jfr. ovan angiven studie s. 50 f, Almenberg och Widmark (2010), s. 28, samt en SIFO-undersökning utförd i mars 2011 (på uppdrag av Collectum) angående pensionsavgifter.

konflikter ska belysas och motverkas genom reglering måste det övervägas noga hur det bör ske eftersom det annars kan finnas en fara för att hamna i ett läge där konsumenterna väljer att inte använda sig av rådgivning, vilket i sin tur typiskt sett inte skulle vara i konsumentens intresse. Med hänsyn till utformningen av informationskraven i de EU-lagförslag som finns t.ex. vad avser förändrad reglering avseende värdepapperstjänster och försäkringsförmedling, kan man kraftigt ifrågasätta om EU själv lever upp till sina högt ställda ambitioner om krav på begriplig information.

1.1 Vårt uppdrag

Vi har fått i uppdrag att se över den finansiella regleringen och utifrån forskningen inom finansiell psykologi utvärdera den befintliga regleringen och ge förslag på hur reglering och andra konsumentpåverkande faktorer kan förbättra konsumentskyddet.

Uppdraget innebär inledningsvis en kartläggning över vilka regler som gäller idag. Rapporten ska därvid innehålla en beskrivning och analys av innehållet i gällande reglering – såväl EU-rätt som nationella regler – av information till konsumenter på området för finansiella tjänster. Analysen ska omfatta hur olika delar av regelverken förhåller sig till varandra; finns det överlappande regler eller oreglerade frågor som bör regleras? Analysen ska också undersöka om det finns exempel på när den svenska regleringen går utöver EU-regleringen (s.k. gold plating) samt ange skälen för sådana avvikelser om det förekommer.⁸ I rapporten bör det också ingå en analys av hur informationsmaterial/dokumentation som följer av befintlig lagstiftning inverkar på konsumenters förståelse av finansiella produkter.

Undersökningen ska ta sin utgångspunkt i såväl forskningsresultat som konsumenternas egna praktiska erfarenheter, samt de informationskrav som åligger Sverige i egenskap av medlemsstat i EU.⁹

⁸ I Europaparlamentets betänkande "Bättre lagstiftning" från den 29 juni 2010 – kommissionens femtonde årsrapport i enlighet med artikel 9 i protokollet om tillämpning av subsidiaritets- och proportionalitetsprinciperna (2009/2142(INI)) Utskottet för rättsliga frågor – uttalas att det är mycket viktigt att medlemsstaterna inför EU-direktiven på rätt sätt och i rätt tid, utan att lägga till ytterligare krav utöver vad som fordras i EU-lagstiftningen (s.k. gold plating).

⁹ Flertal informationskrav följer enligt lag baserad på fullharmoniseringsdirektiv vilket innebär att det på flera områden inte finns möjlighet att ändra eller tillföra informationskrav utöver de som följer av EU-rätten.

Undersökningen syftar till att:

- finna generella principer för god konsumentinformation,
- kartlägga vilken information som konsumenterna av finansiella tjänster behöver och kan tillgodogöra sig,
- presentera goda exempel från den finansiella tjänstemarknaden eller andra marknader, och
- om analysen visar att det finns behov av kompletterande åtgärder inom vissa områden; lägga fram konkreta förslag på hur information om dessa finansiella tjänster bör utformas för att uppnå största möjliga konsumentnytta. Analysen kan exempelvis göras i perspektivet att öka tydligheten och lättillgängligheten samt att undvika alltför omfattande information. Undersökningen bör bl.a. ta sikte på hur ökad tydlighet kan uppnås beträffande dels avgifters betydelse för sparande på lång sikt, samt avkastning i förhållande till risk.
- utgöra diskussionsmaterial som bakgrund inför Sveriges förhandlingar inom EU om nya eller förändrade informationskrav.

I övrigt ska det också övervägas i vilken utsträckning självreglering gällande sådan information till konsumenterna som det nu är fråga om kan vara ett komplement till bindande regler.

Mot bakgrund av det omfattande området vi fått i uppdrag att utvärdera har vi valt att analysera åtta tjänster: köp och försäljning av finansiella instrument och produkter, investeringsrådgivning, diskretionär portföljförvaltning, försäkringsförmedling, fond-investeringar, kreditgivning, försäkringar och distansavtal om finansiella tjänster. Vi kommer därmed inte att särskilt analysera t.ex. handelsplattformars informationskrav, reglering av allmänna investeringsrekommendationer eller den föreslagna ändringen av regleringen avseende prospekt.

1.2 Uppsatsens disposition

Uppsatsen inleds med en översikt avseende den finansiella marknadens struktur och de övergripande faktorer som styr behovet av reglering (avsnitt 2). Därefter identifierar vi individens möjlighet och förutsättningar att ta till sig och bearbeta finansiell information. Vi redogör för forskningen inom finansiell psykologi och hur denna relaterar till tvärsnittet av befolkningen (avsnitt 3). Det följande avsnittet analyserar den finansiella regleringen avseende konsumentinformation inom åtta utvalda områden, följt av en riskanalys inom respektive område. Avsnittet avslutas med rekommendationer till ändringar av regelverket samt utrymme för självreglering (avsnitt 4). Uppsatsen avslutas med presentation av fem

perspektiv på utformning av finansiell information till konsumenter (avsnitt 5).

1.3 Kortfattade slutsatser

Det pågår för närvarande ett intensivt arbete inom EU med att ta fram bl.a. förslag till förändrat MiFID- och försäkringsförmedlingsdirektiv. Därutöver föreslås bl.a. ny reglering avseende paketerade finansiella produkter och ett övergripande konsument-rättighetsdirektiv. Beroende på vad ovanstående förslag till förändrad lagstiftning kommer att innehålla, kan givetvis den svenska lagstiftningen komma att påverkas och därigenom också de förslag som framförs i denna rapport. Eftersom det ännu inte har presenterats tillräckligt konkreta förslag till nya direktivtexter är det inte i dagsläget möjligt att med säkerhet bedöma vilka nya krav som kan komma att följa av direktivförslagen (med beaktande av hur t.ex. förslagen till det nya konsumentkredit-direktivet inte minst kom att i vissa delar förändras väsentligt innan den slutgiltiga direktivtexten antogs).¹⁰

Vår övergripande slutsats är därför att det mot bakgrund av den EU-rättsliga lagstiftningen inte finns särskilt stort utrymme för att införa särreglering i Sverige. Stora delar av regleringen är fokuserad på *vilken* information som ska tillhandahållas konsumenten men behandlar inte *på vilket sätt* som denna ska presenteras för konsumenten.

Uppsatsens tyngdpunkt ligger på sparande i jämförelse med lån mot bakgrund av följande orsaker. För det första är låneprodukter mindre komplexa, eftersom låneräntan är den enskilt viktigaste beslutsvariabeln. För det andra ligger det oftast även i långivarens intresse att kartlägga långivarens behov och upplysa om kostnader och konsekvenser. För det tredje är missnöjet med produkter och tjänster ett något mindre problem för lån än för sparande, om man dömer detta från mängden klagomålsärenden hos Konsumenternas Bank- och Finansbyrå.¹¹

Mot bakgrund av forskningen inom finansiell psykologi presenterar vi de principer som vi anser att lagstiftaren bör beakta vid framtida förändringar av det finansiella regelverket. Till hjälp för en sådan analys föreslår vi en "beslutstrappa" som identifierar fyra nödvändiga steg i beslutsprocessen

¹⁰ T.ex. försvann den uttryckliga rådgivningsplikt som föreslogs vid kreditgivning (vilket inte är detsamma som att det ändå inte kan föreligga en sådan förpliktelse i vissa situationer), se Korling, Fredric, Rådgivningsansvar – särskilt avseende finansiell rådgivning och investeringsrådgivning, Jure Förlag, Stockholm 2010, s. 188 ff.

¹¹ I Konsumenternas Bank- och Finansbyrås verksamhetsberättelse för 2010 framgår att antalet låneärenden uppgick till mindre än en tredjedel av den totala mängden ärenden.

kring köp av finansiella produkter och tjänster. Beslutstrappans fyra steg är:

Identifiera I det första steget måste konsumenten bli varse sitt behov. Här gäller det att förstå sin egen situation (till exempel familjeförhållanden, tidshorisont, riskvilja) och vilket problem den finansiella tjänsten har att lösa.

Definiera När man identifierat behovet skall detta matchas med en lämplig finansiell produkt eller tjänst. Här gäller det för konsumenten att kvantifiera till exempel tidshorisont, risknivå, eller framtida amorteringsförmåga för att denne på bästa sätt ska kunna lösa sitt problem eller tillfredsställa sitt behov.

Välja På basis av analysen i de två första stegen skall man välja en specifik produkt. I detta steg finns oftast en stor mängd att välja bland, och om man inte klarat de första två stegen är det lätt att bli överväldigad av mängden alternativ ("information overload").

Utvärdera I det sista steget utvärderas produkten. Här har köpare och säljare redan matchats, så en stor del av informationen inhämtas direkt från säljaren. Viljan till utvärdering kräver dock engagemang, och det är därför viktigt att konsumenten har tillräckliga incitament att ändra eller byta för att en utvärdering skall komma till stånd.

Viljan och kunskapen att ta till sig information är lägst i de två inledande stegen i beslutstrappan. Med denna som utgångspunkt lämnar vi några konkreta förslag till förändringar som vi definierar över de fem övergripande metoder som står till buds. Dessa områden kompletterar till stor del varandra, och kan användas som en karta eller en checklista för att definiera hur man förhåller sig till tänkta åtgärder. Tanken med vår föreslagna modell är att denna ska tjäna som vägledning för hur man kan skapa bättre finansiell information och syftar samtidigt till att synliggöra de komplexa variabler som måste tas hänsyn till för att få ett överensstämmande och fungerande regelverk.

Förändra information. Hur information presenteras och vilka implicita kriterier som ställs för att representera "bra produkter" kan stimulera till högre konkurrens. Vi finner behovet av riktad information större i de inledande stegen av beslutstrappan, där många konsumenter behöver mer hjälp med att planera sparande och förstå risker. Det är också viktigt att konsumenter blir varse möjligheten att påverka till synes fasta priser och andra kostnader, samt göra det enkelt att flytta lån och sparande.

Filtrera information. I enlighet med ovanstående finns ett behov av att förenkla och skala bort information som inte är nödvändig för de grundläggande besluten. Vi finner att den information och verktyg som redan idag finns för att Välja och Utvärdera är väl utvecklade och bra, men att det finns ett stort behov av information som riktar sig till de som befinner sig i de inledande stegen av beslutstrappan (Identifiera och Definiera). För att vara trovärdig bör sådan information komma från en neutral part och presentationen vara mer framåtblickande till sin karaktär i motsats till de informationskällor som idag främst tillhandahålls av privata aktörer. För att underlätta val av produkter och tjänster kan man dessutom arbeta fram fler kategoriseringar och standarder för hur information ska presenteras.

Koordinera information. Vi finner goda möjligheter för olika instanser att samordna sina insatser, och framhåller vikten av att använda sig av ett och samma organ som konsumenterna kan vända sig till för att få tillgång till oberoende information. Detta organ bör vidare göras mer känt bland allmänheten, och möjligen också få ett mer övergripande ansvar för finansiella konsumentfrågor.

Bearbeta information. Utbildningsinsatser för att höja den finansiella förmågan bland allmänheten är bra, men risken är att sådana program inte är tillräckliga, och att det verkliga behovet istället ligger i en allmän höjning av räknefärdigheten hos stora grupper av befolkningen.

Kontrollera information. Vi rekommenderar att kontinuerliga utvärderingar av utbildningsinsatser, förordningar och andra åtgärder som söker stärka konsumentens ställning utförs, för att i framtiden säkra att åtgärderna de facto får de effekter som avsetts. På vissa områden tror vi också att reglerna i stort är tillräckliga, men att regelefterlevnaden brister på grund av i stora delar avsaknad av effektiv tillsyn.

Avslutningsvis noterar vi också att det saknas en mer övergripande strategi för hur man skall arbeta med konsumentfrågor på finansmarknaden. Vår huvudpoäng är att eventuella problem eller förbättringar först måste identifieras i beslutstrappan, för att sedan kunna angripas på ett eller flera av de fem ovan beskrivna sätten. Vi anser att vår ansats utgör en god bas för uppbyggnaden av en sådan strategi.

2. Faktorer som styr behovet av reglering av konsumentinformation

Gemene man uppfattar många finansiella tjänster och produkter som komplexa. Därtill beslutar man relativt sällan om köp av finansiella produkter och tjänster, varför man som konsument kanske inte finner det lika viktigt att lära sig om deras egenskaper. Säljaren har många gånger bättre information om produktens egenskaper än köparen, vilket kan motivera att man från lagstiftarens sida på olika sätt antingen önskar reglera tjänsternas innehåll eller ändra informationskraven för att stärka konsumentens ställning. Sådana informationsasymmetrier är i sig inget nytt inom konsumenträtten. Konsumentköplagen (1990:932) är ett exempel på hur man från lagstiftarens sida medvetet vill stärka köparens ställning.

I rapporten fokuserar vi istället på vad som är utmärkande för finansiella marknader, och på vilket sätt produkter och konsumenternas beteende skiljer sig från andra marknader. Vi börjar med att ringa in vilka områden som är viktiga, vad följden är av en marknadsintervention, och hur man bestämmer vilka produkter och marknader som skall prioriteras. Ett väl fungerande regelverk bör alltid utgå ifrån konsumentens behov och förutsättningar, men även andra faktorer måste beaktas, framförallt härrörande från utbudet och hur marknaden är organiserad. Vi har identifierat tre övergripande faktorer att ta i beaktande i en sådan analys.

2.1 Marknadsstruktur

För att kartlägga behovet av en förändring bör man först göra en inventering: Hur viktig marknaden är, vilket problem den är tänkt att lösa, och för vem eller vilka den är tänkt att rikta sig till. Vissa finansiella marknader är mycket stora men domineras av professionella aktörer, vilket gör att det inte finns något stort behov av konsumentskydd (t.ex. obligationsmarknaden). Kunderna i fondmarknaden är däremot sammansatt av både institutioner och privatpersoner, och har också ett stort antal typer av produkter och distributionskanaler som lagstiftaren kan finna det önskvärt att både övervaka och reglera. Pantbanker och s.k. SMS-lån är exempel på relativt små marknader, men har å andra sidan en primär målgrupp som utgörs av individer som kan vara speciellt känsliga för villkoren i deras låneerbjudanden. Ett bra konsumentskydd måste därför i första hand utgå ifrån den enskilda individens perspektiv, där man speciellt bör iaktta konsekvensen av misstag och felaktiga beslut för den enskilde.

Många finansiella sektorer präglas av höga etableringskostnader som i sin tur medför att antalet aktörer begränsas. Man kan därför misstänka att konkurrensen på sådana marknader hämmas, vilket i sig gör att konsumenternas villkor bör studeras mer noggrant. Höga etableringskostnader leder också ofta till betydande skalfördelar. Till exempel är marginalkostnaden för en extra sparad krona i en befintlig förvaltningstjänst nära noll, vilket innebär att lönsamheten i sådana branscher varierar kraftigt. Nystartade, små bolag som vill konkurrera med större, har därför ett mycket mindre utrymme att sänka priserna på sina tjänster. Man måste därför även beakta vilken effekt en reglering har för konkurrensen i ett långsiktigt perspektiv.

En viktig dimension av marknadsstruktur är den teknologiska utvecklingen. Den snabba utbyggnaden av Internet har inneburit en revolution för den finansiella tjänstesektorn, där både produkter och tjänster kunnat erbjudas till bredare lager av allmänheten, och framför allt minskat distributions-, produktions- och sökkostnader. Här är banktjänster det mest omedelbara exemplet på hur man effektiviserat hanteringen av giro-betalningar. Ett annat område är marknaden för aktiemäkleri. Även om aktiehandeln de senaste decennierna effektiviserats i grunden, har inträdet av mäklartjänster på Internet sannolikt snabbat på utvecklingen, så att privatpersoner idag i princip har tillgång till samma hjälpmedel och samma priser som professionella investerare.¹² Ett bra regelverk bör därför konstrueras så att det fungerar över olika teknologiska plattformar, och inte hindrar innovationer som kan vara konsumenterna till godo.

Mot detta skall man väga vilka konsekvenser en intervention kan få på utbudssidan, och om den får oönskade sidoeffekter i form av t.ex. fördyrningar av produkter och tjänster, förändringar i utbudet eller utebliven produktutveckling. En väl fungerande reglering måste säkerställa att det råder hög konkurrens om individernas efterfrågade tjänster, eftersom detta sannolikt är det säkraste sättet att uppnå fördelaktiga konsument-villkor på lång sikt.

2.2 Intressekonflikter

Individens och samhällets intressen behöver inte alltid vara linjerade. I marknaden för pensionssparande är det å ena sidan önskvärt att den enskilde individen har möjlighet att anpassa sitt sparande efter sina specifika förutsättningar och önskemål. Å andra sidan kan ett sådant system ge upphov till ett alltför lågt sparande om individen inte är villig

¹² Denna utveckling behöver dock inte bara vara av godo. En ökad tillgänglighet leder också till att många frestas att handla oftare än vad som är motiverat. Se Barber och Odean (2002).

eller kan förutse framtida behov. Ett annat problem är s.k. "moral hazard", i det att man tar större risker än vad man egentligen är villig att bära, men tror att staten griper in och kompenserar förlusten om man misslyckats i sitt sparande. I det svenska premiepensionssystemet finns ett mycket stort utbud av fonder, vilket innebär stor valfrihet för den enskilde. Samtidigt medför en decentraliserad förvaltning också högre förvaltningskostnader och större administration. Kostnaderna för samhället måste därför i många fall vägas mot fördelarna för den enskilde, och det är också ofta svårt att uppnå en rättvis fördelning av kostnaderna mellan olika grupper i samhället.

Regelverket kring konsumentinformation är till största delen utformad kring förhållandet mellan individen och det företag som tillhandahåller finansiella produkter och rådgivning. Även här är det troligt att det finns stora skillnader i hur väl marknaderna fungerar. I det fall målet med produkten och kundens önskemål i stort överensstämmer, får till exempel avsaknaden av konkurrens väsentligt mindre konsekvenser. Ett exempel är marknaden för betalkort som till större delen ersatt kontanter som betalningsmedel. Även om vissa fortfarande föredrar kontanter, så ligger det i både bankernas och de allra flesta individers intresse att undvika kontant-hantering. I direkt motsats står tjänster där säljarens och köparens intressen potentiellt står i konflikt. Här finns en viktig skillnad mellan lån och sparande som ligger i vems intresse det ligger att kontrollera risk och kostnader. Vid exempelvis bolån, räknar säljaren alltid om totalkostnaden från procent till kronor för att säkerställa att kunden har förmågan att återbetala skulden. En sådan analys ligger även i långgivarens intresse. Vid sparande görs sällan samma rutinmässiga analys för att upplysa om framtida avkastning och kostnader.¹³

En ökad intervention kan ge långsiktiga följdverkningar i hela det finansiella systemet. Finansiella företag som får ökade kostnader för regelefterlevnad och striktare ansvar kan respondera genom investeringar i system och humankapital som i sig inte medför ett bättre produktutbud, utan tvärtom kan leda till högre kostnader och en alltför konservativ förvaltning och produktutveckling än vad som är önskvärt på lång sikt. Höga krav på information och dokumentation kan också leda till högre kontaktkostnader. Om dessa är för stora i förhållande till förväntad intjäning, kan företagen själva välja att utesluta stora kundgrupper från rådgivning och försäljning.

¹³ Ett undantag är de pensionsprognoser som nu skickas ut av flera aktörer på marknaden.

Statlig intervention och reglering är en politisk process som är öppen för mer eller mindre långsiktig opinionsbildning. Reglering är också en dynamisk process som ofta skänker nya incitament för marknadens aktörer att skapa produkter som ligger utanför regleringens område. Ett bra regelverk bör därför förankras både hos marknadens aktörer såväl som harmoniseras med gängse, internationell standard.

Slutligen bör det också finnas en grundläggande princip som anger till vilken gräns staten skall intervensera mellan köpare och säljare över alla områden. För att en intervention skall verka trovärdig måste det finnas likvärdig syn som spänner mellan sektorer. Samhället bör inte vara mindre tolerant för individuella misstag inom ett område än ett annat, eftersom detta kan skapa både snedvridningar av konkurrensen bland företag och missförstånd på marknaden.

2.3 Produktutbud

I stort är låneprodukter mycket mer standardiserade än de som finns avseende sparande. Produkterna är också homogena, eftersom kostnaden/räntan är den i särklass viktigaste beslutsvariabeln. Konsumentinformation fyller dock en viktig funktion för att uppmärksamma skillnader i kostnader mellan låneform (fast/rörlig ränta, blacolån, avbetalning, etc.), och betydelsen av att ha en övergripande syn på sin lånesituation, där konsekvensen av att amortera på ett befintligt lån istället för att spara är en viktig komponent. Konsumentkrediter och avbetalningsplaner som t.ex. erbjuds i samband med köp kan fylla en viktig funktion för flertalet, men kan för vissa vara frestande att missbruka. Detta motiverar därför högre informationskrav och standarder inom vissa segment än andra.

Utbudet på sparprodukter är däremot mycket omfattande och fragmenterat, vilket gör det särskilt svårt för många att bestämma sig för vilken sparform som passar bäst. För att erhålla rätt risknivå är valet av kategori (aktier, obligationer, fonder, etc.), betydligt viktigare än valet av individuell produkt eller varumärke. Som vi kommer visa senare i analysen finns det goda skäl att tro att många förbiser detta, utan istället följer naiva strategier. Ett exempel är "1/N"-regeln, där man istället delar upp placeringen i lika delar över antalet alternativ.¹⁴ Ett sådant förfarande gör förstås valet av placering en direkt funktion av själva produktutbudet.

På utbudssidan ligger det i många fall i förvaltarnas intresse att differentiera produkten, även om de är relativt homogena i dimensionen

¹⁴ Benartzi och Thaler (2001), Huberman och Jiang (2004).

risk och avkastning.¹⁵ Här är aktivt förvaltade aktiefonder ett typexempel, där man inom samma kategori ofta har mycket likartad riskjusterad avkastning, trots att både beskrivningen av förvaltningen och avgiftsstrukturen kan skilja sig betydligt.¹⁶ Detta adderar sannolikt till hur komplext konsumenterna upplever beslutet. Istället för att fokusera på den övergripande risknivån och inriktningen på portföljen får man genom sådan information istället bilden av att man behöver speciella kunskaper om hur förvaltning bör bedrivas.

Mängden av information kan verka avskräckande för sökandet av information och ta självständiga beslut. En hög sökkostnad kan vara en förklaring till att relativt få använder alternativa informationskällor. FSA i England fann i intervjuer att många endast inhämtar information från ett företag. De fann också att de som hade mer självförtroende och erfarenhet i finansiella beslut också var mer benägna att samla in mer information, samt att den information som är tillgänglig på marknaden generellt är svår att använda och lita på.¹⁷

Varför upptäcker inte konsumenterna att det finns enkla sparandeprodukter, t ex indexfonder, som alternativ till mer komplicerade lösningar? Det är möjligt att marknadsstruktur helt enkelt motverkar en sådan utveckling. Cremers et al (2011) finner att konkurrensen tycks vara en viktig drivkraft för fondmarknaden. Länder som har en stor andel indexfonder och ETF:er i utbudet har i genomsnitt lägre avgifter och i större utsträckning en aktiv förvaltning.¹⁸ I länder där andelen fonder till större del skuggar index ("closet indexing") tenderar fonderna att ha högre avgifter och prestera sämre än sina jämförelseindex.

Den gängse uppfattningen bland akademiker har länge varit att aktiv förvaltning i genomsnitt presterar sämre än en passiv indexförvaltning, och den bästa strategin på sikt bör vara att minimera avgifter.¹⁹ Senare forskning visar att fonder som verkligen är aktiva, i den bemärkelsen att innehaven faktiskt avviker från benchmark, tenderar att prestera bättre än index.²⁰ Cremers et al (2011) finner att sådana fonder slår index även om de

¹⁵ Carlin (2009) presenterar en teoretisk modell där förvaltarna konkurrerar med varandra genom strategiska val av produktkomplexitet.

¹⁶ På samma sätt visar Elton et al (2004) på stora skillnader i avgifter för amerikanska indexfonder som har nära identisk förvaltning.

¹⁷ Se FSA (2008).

¹⁸ En ETF (Exchange Traded Fund) är en indexfond med låg förvaltningskostnad som handlas på börserna.

¹⁹ Se Gruber (1996) och French (2008).

²⁰ Kacperczyk, Sialm, Zheng (2005) finner att amerikanska fonder med koncentrerade bransch innehav i genomsnitt presterar bättre än jämförelseindex.

också tar ut högre avgifter. Även om mycket talar för att man som sparare skall minimera kostnaderna i sin förvaltning, är det därför långt ifrån klarlagt att det råder ett mekaniskt negativt samband mellan avgifter och prestanda för aktiefonder. Forskningen utesluter därför inte att det kan finnas faktorer som karaktäriserar högre avkastning bland fonder, men dessa kan inte enkelt fångas med sorteringar på enbart historisk avkastning.²¹ Carhart (1997) visar att den persistenta komponenten i fonders avkastning i princip uteslutande härrör från de underliggande aktierna, och inte förvaltarnas förmåga. Studien, och flera andra med den, finner dock visst fog för att undvika fonder med sämst avkastning.²²

Att hitta förvaltare som överträffar sitt jämförelseindex är därför ingen lätt uppgift för fondspararen, och kanske speciellt för dem som inte har kunskap och är villiga att studera fondbolagets organisation och förvaltning noggrant. Avgiften är däremot en av få omständigheter som är känd från början, och har efter förvaltningsresultatet en direkt effekt på den avkastning spararen erhåller. Det är därför centralt att konsumenten förstår vilken innebörd en högre avgift har för slutresultatet. Eftersom slutresultatet oftast ligger långt fram i tiden, kan det vara lätt att förbise hur relativt små förändringar i kostnaden leder till stora konsekvenser på lång sikt.

De viktigaste verktygen för att uppnå ett bra produktutbud är åtgärder som syftar till att stärka konsumentens ställning och förenkla deras beslut. Här kan god konsumentinformation spela en viktig roll för att göra konsumenterna mer medvetna om produkternas för- och nackdelar. Av naturliga skäl kommer rapportens tyngdpunkt ligga på informationsaspekter av produktutbudet, även om andra nämnda faktorer bör vägas in när man beslutar om förändringar i rekommendationer och regelverk.

²¹ Se till exempel Malkiel (2003).

²² Dahlquist, Martinez och Söderling (2011) finner att de få som är mest aktiva inom PPM erhåller en högre avkastning än passiva sparare, men de passiva har i allmänhet en låg avkastning i jämförelse med relevanta aktieindex.

3. Individens beslutsprocess

Rapportens fokus ligger på hur man kan skapa förutsättningar för bättre konsumentinformation med hjälp av kunskaper från finansiell psykologi. Med det begränsade utrymme som ges inom vår rapport kan vi omöjligt göra litteraturen inom finansiell psykologi någon rättvisa. Vi väljer här att presentera de egenskaper som är mest relevanta för finansiella konsumentmarknader.

Analysen som följer har tre syften. För det första kartlägger vi processerna som styr hur information uppfattas, sorteras och lagras, och på vilket sätt de finansiella besluten är känsliga för sättet informationen presenteras. För det andra redogör vi för vissa allmänna egenskaper hos individen som sannolikt påverkar konsumentens beslut (övertro på sin egen förmåga, moral och etik, självkänedom, kognitiv dissonans etc.) Många av dessa processer är generella och allmänt giltiga i många vardagliga beslut som de flesta ställs inför, men vi försöker inom varje område göra tydliga kopplingar till finansiella applikationer. För det tredje diskuterar vi avslutningsvis på vilket sätt forskningen i finansiell psykologi har kopplats till socioekonomiska faktorer för att försöka identifiera vilka grupper av individer som är mest benägna till dessa beteenden. Vi diskuterar också vilken roll utbildning och finansiell kunskap spelar i tvärsnittet av befolkningen.

Den övergripande slutsatsen som kan dras är att individer med lägre utbildning, inkomst och förmögenhet är mest benägna att falla till föga för intuitiva och förenklade processer vid finansiella beslut. I viss mån finns även stöd för att yngre personer (med mindre erfarenhet) och äldre (med nedsatt förmåga) är överrepresenterade bland dem som tar sämre beslut. Finansiell psykologi ter sig därför särskilt relevant i analysen av dessa frågor, eftersom många av de system och regler som skapas för att skydda konsumenter söker förhindra att just sådana utsatta grupper drabbas.

3.1 Kognitiva processer: tumregler och mentala konton

Forskning inom psykologi visar att individer följer tumregler (eng. "heuristics") för att förenkla problem i beslutsprocessen (Tversky et al 1982). Detta är en mycket djupt rotad egenskap som troligen har sitt ursprung i det att vi behöver ta en mycket stor mängd rutinmässiga och snabba beslut varje dag. De förenklade processer, kallade System I, kan man därför se som ett sätt att optimera den tankekraft som behövs vid varje givet tillfälle.²³ I motsats står System II, som är den process som involverar

²³ Kahneman (2011) ger en mycket utförlig beskrivning av System I och II.

djupare reflektion och tankekraft. Vi använder System II för att lösa mer komplicerade problem och som ofta innebär en högre nivå av abstraktion (t.ex. matematik). Ett inte ovanligt, men felaktigt, synsätt är att människor generellt är behäftade med kognitiva brister ("behavioral biases"). En mer rättvis bild är att man i vissa situationer använder sig av förenklade tumregler där man borde applicera en mer avancerad beslutsprocess. Med ett sådant, mer förlåtande, förhållningssätt ter det sig mer förståeligt att hjärnans processer helt enkelt inte förmått anpassa sig tillräckligt snabbt till det alltmer komplexa samhälle vi lever i.

Det är viktigt att förstå beslutsprocessen och hur förenklade tumregler verkar, eftersom de gör våra beslut till funktioner av det format de presenteras (eng. "framing"). Till synes små förändringar i presentationen av ett problem kan få mycket stora konsekvenser för våra beslut. En ökad förståelse för dessa mekanismer kan istället erbjuda möjligheter att påverka individer att ta bättre beslut ("nudging").²⁴

Kahneman och Tversky (1982) förslag till kategorisering av förenklade tumregler i beslutsprocessen tillhör den mest kända. Dessa tre benämns Tillgänglighet, Representativitet, och Ankring. Alla tre spelar en egen och distinkt roll för problem-lösning, men kan också i många fall interagera med varandra.

3.1.1 Tillgänglighet

Rangordna dödligheten av nedanstående sjukdomar och olyckor från vanligast förekommande (1) till minst vanligt förekommande (5).

Hjärtattack Drunkning Diabetes Bröstcancer Bilolycka

Med bunden rationalitet menar man att beslut fattas med basis på den information som man faktiskt har tillgång till. Eftersom det är kostsamt att söka efter information, är det sällan optimalt att samla in och bearbeta mer än en del av det som är mest relevant. Om man t.ex. köper en bil så är det oftast några, fördefinierade egenskaper som konsumenten använder för att filtrera sin sökning (såsom storlek och förbrukning), som sedan följs av en mer rigorös jämförelse mellan dessa och flera andra egenskaper (t.ex. inredning och färg).

²⁴Thaler och Sunstein (2008) argumenterar för "paternalistisk liberalism": att medvetet presentera alternativ på ett sätt som uppmuntrar önskvärda beslut utan att inskränka valfriheten.

Med tillgänglighet skiljer man istället på hur information *lagras* i minnet och *hur enkelt* det kan plockas fram. Vissa händelser och företeelser är mer framträdande beroende på hur individen inhämtat informationen. Information som är självupplevd, berättad av en vän eller på annat sätt varit kopplad till en känslomässig reaktion ger en starkare minnesbild som sedan får ett disproportionsrikt stort utrymme framför information som intagits mer passivt. Detta kan ge stora konsekvenser för sannolikhetsberäkningar. Det är vanligt att man överskattar sannolikheten för ovanliga, men spektakulära händelser eftersom sådana gett ett starkt intryck.²⁵

På finansmarknaden kan tillgänglighet innebära att man är mer benägen att köpa produkter som är mer marknadsförda, förekommit i nyhetsflödet, och kanske till och med bara haft en extrem avkastning.²⁶ Företeelser och produkter som har uppmärksammats och gett ett emotionellt intryck uppfattas som mer vanligt förekommande och ibland också säkrare än andra. Man kan också förmoda att tillgänglighet spelar stor roll i valet av försäkringar. Trots att en vanlig hemförsäkring redan till stora delar täcker det övergripande behovet, finner många det attraktivt att teckna liv- och sakförsäkringar med mycket begränsat omfång. Försäljning av sådana försäkringar sker oftast inte genom traditionella kanaler, utan bygger på att man kan fånga konsumenten i ett ögonblick då hon är mest mottaglig för att fokusera på just den risk som försäkringen avser eliminera.²⁷

Menyn av alltmer avancerade finansiella instrument gör det också svårare för de flesta att förhålla sig till hur man skall bedöma risker. Vissa aktieindexobligationer är villkorade av en rad faktorer för att avkastningen skall falla ut. Den option som kopplas till produkterna är oftast svår att värdera till och med för specialister. Lekmän väljer istället att fokusera på utfallets storlek i det mer gynnsamma fallet och koppla detta till tryggheten investeringen erbjuder genom sin obligationskonstruktion.²⁸

²⁵ Slovic et al (1982) finner t.ex. att antalet dödsfall till följd av olyckor bedöms lika stor som sjukdom, trots att den verkliga relationen är 1:32.

²⁶ Barber och Odean (2008) finner att småsparare nettoköper aktier med mer extrema kursrörelser och som förekommit i nyhetsrapporteringen. Cronqvist och Thaler (2004) diskuterar det svenskarnas val av premiepensionsfonder med bakgrund av historisk avkastning.

²⁷ Fler tecknar t ex försäkring efter jordbävningar; på 60-talet var det vanligt med försäljning av livförsäkringar på flygplatser i USA (Bazerman and Moore, 2009).

²⁸ Henderson och Pearson (2011) undersöker prissättningen av strukturerade produkter och finner att teckningspriset i genomsnitt motsvarar en överkurs om cirka åtta procent.

3.1.2 Representativitet

En familj har tre barn, alla flickor. Vad är sannolikheten att nästa barn blir en flicka?

- A. 6,25% (eftersom chansen är 1/16 att få fyra flickor i rad).*
- B. 50% (eftersom det är lika stor chans att få en flicka).*
- C. En procentsats mellan 6,25% och 50%.*

Hjärnan är programmerad att genomföra en rad förenklade beräkningar. Vi bedömer t.ex. föremåls avstånd och storlek i förhållande till sin omgivning. Dessutom söker hjärnan ordna information, och söka efter harmoniska mönster – även i utfall som kan betraktas som helt slumpmässiga. De allra flesta människor har svårt att göra korrekta statistiska beräkningar. I stället använder vi genvägar som ofta baseras på självupplevda erfarenheter eller normer som ett sätt att göra rimlighetsbedömningar. Ett exempel är att vi ofta bortser från frekvensen i den underliggande populationen, som används för att beräkna betingade sannolikheter (se exemplet ovan). Enstaka observationer riskerar därför att tillskrivas alltför stor betydelse i beräkningen av den underliggande populationen. Ett annat vanligt exempel rör konjunktionsregeln, vilket definierar sannolikheten för sammansatta utfall (händelse A och B sker samtidigt). Utan att här i detalj förklara hur dessa experiment är utformade, visar de entydigt att människors förmåga att lösa relativt enkla statistiska problem med huvudräkning är mycket begränsade. Det som istället tillskrivs större betydelse är i vilken mån problemen relaterar till något man känner igen (i kombination med tillgänglig information), och huruvida detta är representativt snarare än sannolikt.

Eftersom representativitet är så intimt förknippat med vår inbyggda intuition för statistik, påverkar det också vilken uppfattning man har om risker. Eftersom attityder till risker inom olika tillgångsslag ser ut att skilja sig mellan olika länder, kulturer och till och med generationer är det troligt att representativitet har en stor inverkan på risktagande. Malmendier och Nagel (2011) finner att de som vuxit upp under perioder med låg aktieavkastning är mindre villiga att ta finansiella risker, investera i aktier, och är mer pessimistiska i sina prognoser om framtida avkastningar. Litteraturen inom finansiell psykologi visar att människors syn på finansmarknadens tjänster och produkter är i ständig förändring, och också föremål för stora skillnader beroende på den specifika historiken.²⁹

²⁹ T ex flockbeteende ("herding") som en funktion av historisk avkastning eller extrapolering av nuvarande bolagsvinster.

Ett relaterat begrepp är tvetydighet ("ambiguity aversion"), som först illustrerades av Ellsberg (1961). Han visar att man väljer risk före osäkerhet, i det att man föredrar lotterier som bygger på storheter med definierade proportioner, i motsats till de där relationerna är obekanta. Allais (1953) identifierade också tidigt tendensen för individer att ha tydliga preferenser för säkra alternativ, framför osäkra ("certainty effect"). Dessa koncept kan relateras till det som brukar kallas familjäritet, dvs tendensen för individer att välja alternativ som de är bekanta med. Det kanske starkaste beviset inom finansiell ekonomi på att individer hellre väljer det familjära framför okända investeringar är den starka benägenheten att välja aktier som är från samma land eller region som individen själv, även kallat "home bias". French och Poterba (1991) finner att mellan 80 och 90 procent av aktiestocken i USA, Tyskland, Japan, England och Frankrike ägs av ländernas egna medborgare, trots att man får maximal riskspridning genom en bred diversifiering över nationsgränser. Huberman (2001) visar att privatpersoner i USA föredrar investeringar i företag som är geografiskt nära inom landet. Det har även förts fram rationella motiv till att föredra det familjära, oftast genom att individer som befinner sig nära ett företags informationskälla kan ha ett övertag. Även om informationsövertag kan vara en tänkbar förklaring för en del av investeringsmönstren i den geografiska och kulturella dimensionen, är det svårt att se den som helt tillfredsställande. Cronqvist och Thaler (2004) visar att de populäraste fonderna i PPM-valet år 2000 var svenska, hade en större marknadsföringsbudget än andra fonder och hade hög historisk avkastning. Många svenskar som tog aktiva pensionsbeslut förlorade därför en stor del av sitt sparkapital bara några år efter reformens införande på grund av dålig riskspridning. Det finns även direkta bevis för familjaritet bland kunderna hos Internetmäklare. Nordnet rapporterar att den vanligast förekommande aktien i portföljerna för deras svenska, norska, danska och finländska dotterbolag är: Ericsson, Statoil, Danske Bank och Nokia.³⁰ I dagligt tal kallas dessa "folkaktier" på respektive marknad, men det är svårt att ge detta fenomen någon annan förklaring än att spararna har en tydlig preferens mot det familjära.

³⁰ Se Nordnet Market Outlook 2009.

3.1.3 Ankring och prospect theory

Lotteri 1:

Utöver vad du äger har du fått 1000 kronor. Välj mellan:

- A. 1 000 kronor med sannolikheten 0.5*
- B. 500 kronor med sannolikheten 1*

Lotteri 2:

Utöver vad du äger har du fått 2000 kronor. Välj mellan:

- C. 1000 kronor med sannolikheten 0.5*
- D. 500 kronor med sannolikheten 1*

Troligen är den starkaste tumregeln i beslutsprocessen att vi översätter problemen till förändringar från det som vi upplever som säkra utfall (vara kvar i "nuet", utan den föreslagna förändringen). För detta krävs en referenspunkt som bestäms av vad psykologer kallar "ankare". Ett ankare förenklar individens beslutsprocess, därför att det reducerar antalet beslutsvariabler och separerar det som är riskfyllt från det som upplevs som säkert. De allra flesta har en tydlig tendens att ogilla förluster: vi är *förlustaverta*, och inte generellt riskaverta. Kahneman och Tversky (1979, 1991) samlar flera viktiga beslutsregler i vad de kallar *prospect theory*. De presenterar en värdefunktion som ett mått på individens upplevda nytta som har fyra egenskaper: 1) den är definierad över vinst och förlust; 2) förluster väger tyngre än vinster; 3) man uppvisar riskaversion över vinster, men risk sökande över förluster; samt 4) små sannolikheter ges större beslutsvikt än stora sannolikheter.

De tre första egenskaperna illustreras bäst med exempel ovan. I Lotteri 1 väljer de allra flesta alternativ *B*, troligen eftersom det innebär en säker vinst. Däremot väljer de flesta även alternativ *C* i Lotteri 2, som är det riskfyllda alternativet. Detta trots att det är *D* som ger samma säkra utfall om 1 500 kr som *B* i Lotteri 1. Skillnaden mellan lotterierna är att ankaret flyttats från 1 000 kr till 2 000 kr, så att Lotteri 2 är uttryckt i termer av förluster.

Den fjärde och sista egenskapen hos *prospect theory* modellerar individens tendens att överskatta sannolikheten för stora, men osannolika, utfall i enlighet med tidigare beskriven representativitetsbias. Detta har potentialen att förklara varför de flesta människor tecknar försäkringar (låg sannolikhet för stora negativa utfall), samtidigt som man gillar att delta i lotterier (låg sannolikhet för stora positiva utfall).

Prospect theory har länge varit en av de mest använda psykologiska modellerna inom ekonomi, men vi refererar i det som följer bara till ett fåtal

applikationer som haft betydelse för att förklara beteende på aktiemarknaden. Om en förlustavert person väljer mellan aktier och räntebärande papper är sannolikheten för en förlust högre om investeringen utvärderas för kortare horisonter (dagligen) än för längre (årligen).³¹ Även om avkastningen på aktier är slumpmässig, och inte uppvisar någon seriekorrelation, kan därför valet av risknivå styras av den psykologiska mekanismen hur ofta man utvärderar sina placeringar.³² En person som står inför en riskfylld investering kommer därför vara mer villig att acceptera om den presenteras som "långsiktig", trots att man sedan vid utvärdering (på kort sikt) ångrar sig.

3.1.4 Mentala konton

A. Du har köpt biljetter till Operan. Biljetterna kostar 500 kronor. På vägen dit upptäcker du att du tappat biljetterna. Köper du nya biljetter?

B. Du är på väg till Operan. Biljetterna kostar 500 kronor. På vägen dit upptäcker du att du tappat 500 kronor. Köper du biljetter?

Ovanstående exempel bygger på ett experiment av Thaler (1980). Han finner att cirka hälften av de tillfrågade som svarade på den första frågan (version A), där man tappat sina biljetter, var villiga att köpa nya biljetter. Däremot kunde över 80% av dem som tappat motsvarande belopp som biljetterna kostade (version B) tänka sig att köpa biljetter. Exemplet illustrerar att vi skiljer på utgifter genom separata mentala konton, som beror på om vi äger biljetterna eller inte.

Ett vanligt sätt att förenkla beslutsprocessen är att para ihop inkomster med utgifter. Man för en "mental bokföring", där vissa utgifter bara kan verkställas om en viss intäkt materialiseras. Detta kan te sig i på många olika sätt: en löneökning skall gå till semesterboende, ett specifikt aktieinnehav skall uteslutande användas för pension, eller en spelvinst till en ny bil. Som en konsekvens av ankring har de flesta människor mycket lättare att konkretisera effekten av ett givet utfall om den kan ställas i relation till nuvarande situation och mappas mot ett specifikt ändamål.

På finansmarknaden finns många exempel på hur mentala konton kan spela in. Ett vanligt begrepp är t.ex. att "krydda" sin portfölj med investeringar i enskilda värdepapper utan vidare förklaring vilken effekt detta har på

³¹ Detta på grund av att sannolikheten för en förlust är större på kort sikt.

³² Benartzi och Thaler (1995) visar att den historiskt höga riskpremien på aktier kan förklaras av att individer värderar förluster 2,5 gånger mer än vinster, under förutsättning att man utvärderar aktier årligen.

portföljens totala risk och avkastning. Shefrin och Statman (2000) menar att lekmän som investerar på aktiemarknaden tänker sin portfölj i olika delar, där en del är säker i förlustdimensionen (t.ex. räntebärande), och en annan del där man tar avsevärd risk för att hoppas på en snabb värdetillväxt, men är beredd att förlora allt. Detta påminner om aktieindexobligationens konstruktion, och kan vara en anledning till att denna på senare år blivit så populär bland småsparare. Fördelen med aktieindexobligationer förklaras ofta med att den i värsta fall (bortsett från kreditrisken) betalar ut ett förutbestämt belopp vid en given tidpunkt i framtiden (*utan förlust*), även om man kanske i många fall är beroende av utfallet under köpoptionens löptid.³³

Kanske det allra mest framträdande exemplet på mental bokföring är vad Shefrin och Statman (1985) kallar en "dispositionseffekt": att sälja värdepapper som gått med vinst och behålla de som gått med förlust. Odean (1998) finner att privatkunder hos en amerikansk aktiemäklare realiserar vinster dubbelt så ofta som förluster – något som han menar är en effekt av kombinationen av förlustaversion och risksökande. När man äger aktier som har marknadsvärden under anskaffningsvärden, så är man helt enkelt benägen att ta högre risk (genom att behålla dem) för att de ska stiga i värde igen.

Ett relaterat fenomen beskrivs av Thaler och Johnson (1990). Om en inkomst härrör från en oförutsedd händelse ökar benägenheten att satsa på aktiviteter som man annars hade avböjt på grund av att man ansett dem som alltför riskfyllda ("housemoney effect"). Detta kan vara en viktig faktor till att förklara varför vissa individer ökar sitt risktagande i perioder då marknaden går upp, och tvärtom blir desto mer riskaverta då marknaden går ner (se Barberis, Huang och Santos, 2002).

3.2 Övertro på sin egen förmåga och optimism

Hur säker bilförare är du i jämförelse med andra?

- A. Bland de 30% sämsta
- B. Ungefär som alla andra (mitt emellan de 30% sämsta och bästa)
- C. Bland det 30% bästa

De allra flesta människor underskattar osäkerheten i sina bedömningar. Ett vanligt sätt att mäta sådan felkalibrering är att ställa tio frågor till en grupp respondenter som samtidigt ombeds att ställa ett intervall kring sina svar

³³ Det är mer sannolikt att man vill sälja sin aktieindexobligation innan slutdagen om marknaden har gått ner och optionsdelen är värdelös, eftersom det är då sparkapitalet värderas högst.

så att de är 90 procent säkra på att det rätta svaret ligger inom intervallet. Av tio frågor borde i genomsnitt bara en fråga hamna utanför det självvalda intervallet, men vanligast är att respondenterna har fel på tre frågor eller fler – långt ifrån en på tio.

En annan typ av tilltro till sin egen förmåga avser nivån snarare än osäkerheten: att man anser sig besitta kunskaper och förmågor över genomsnittet. Svensson (1981) dokumenterar att hela 82 procent av individerna i den tillfrågade gruppen ansåg sig tillhöra de 30 procent säkraste bilförarna. Det finns flera teoretiska modeller som visar att *overconfidence* leder till en ökad handel på aktiemarknaden. Individen som tenderar att underskatta risker kommer i dessa modeller att ha en högre benägenhet att köpa aktier på basis av nyheter som inte nödvändigtvis symboliserar relevant information. De reagerar i stället på brus, som de *tror* representerar information.

Det finns framför allt tre kostnader som kan uppkomma när man köper och säljer finansiella instrument och som är värda att undvika om det inte finns goda skäl att omdisponera sin portfölj. Den första är en ren transaktionskostnad, eftersom varje transaktion oftast kostar pengar (*courtage*). Även om denna kostnad är låg i procentuella termer finns ofta ett absolut golv för kostnaden som gör att små transaktioner kan bli betydligt dyrare uttryckt i procentenheter. Den andra kostnaden är inte lika transparent och grundar sig i skillnaden mellan köp- och säljkurs (*spread*). Om man först köper och sedan direkt säljer en aktie till ställda priser, förlorar man mellanskillnaden mellan köp- och säljkurs. Denna kostnad varierar med hur likviditeten i värdepappret, men kan ofta uppgå till 1 procent. Den tredje kostnaden som kan uppkomma är att man systematiskt väljer att skifta placeringar i fel riktning (*market timing*) eller genom att köpa fel tillgångar (*stock picking*). Tillsammans kan dessa kostnader snabbt ackumuleras och bli betydande för dem som har hög omsättning i sina värdepappersportföljer.

Barber och Odean (2000) visar i ett urval av 78 000 amerikanska småsparare att portföljomsättningen varierar negativt med avkastningen. De kunder som handlar mest förlorar så mycket som 7 procent per år i avkastning jämfört med de som handlar minst. Liknande resultat finns dokumenterade för Tyskland, Taiwan, Finland och Sverige. I Sverige studerar Anderson (2007) individuella kunders transaktioner hos en av de större Internetmäklarna och finner att de 20 procent mest aktiva kunderna med hänsyn till omsättning köper och säljer sin portfölj i genomsnitt hela sju gånger per år och förlorar så mycket som 8 procent i avkastning jämfört med marknaden, där bara hälften kan förklaras av rena avgifter. Dessa

resultat har tillskrivits *overconfidence*, eftersom avbränningen på avkastningen är så pass stor att den inte rimligtvis kan motiveras på rationella grunder.

3.3 Spel

Hur mycket är du villig att betala för följande spel?

A. Betalar 100 kr med sannolikheten 0.05, eller 0 kr annars.

B. Betalar ut 100 000 000 kr med sannolikheten 0.00000005, eller 0 kr annars.

Att förklara preferenser för spelande har länge fascinerat ekonomer.³⁴ Men som framhålls av Shiller (1999) skiljer sig spelande från andra ekonomiska beslut med inslag av risk, då utövarna ofta specialiserar sig på vissa typer av spel där de anser sig ha speciell kännedom eller besitter unika kunskaper. De flesta spel har dessutom en gemensamt utmärkande egenskap: de har en skev utfallsfördelning. Detta innebär att det finns en väldigt liten sannolikhet att vinna mycket stora belopp. I ovanstående exempel ter sig alternativ B oftast betydligt mer attraktivt än A på grund av sin skeva fördelning.

Förutom *prospect theory*, som med en överviktning av dessa små sannolikheter kan förklara varför sådana spel är attraktiva, har det även föreslagits modeller som mer direkt modellerar preferenser för skevhet. Barberis och Huang (2009) föreslår att detta kan förklara låg diversifiering och investeringar i nyemissioner (som oftast har lägre avkastning på sikt). Kumar (2009) finner att amerikanska småsparare föredrar aktier med hög skevhet och att de som bor i områden där spel är mer förekommande också har en högre tendens att välja aktier med en skev avkastningsprofil. Preferenser för spelande är därför troligen en viktig förklaring till beteende på aktiemarknaden, men är troligtvis mer utbrett bland de som har lägre finansiell kompetens.

3.4 Moral, etik och självkännedom

*Hur stor del av hushållsarbetet (inköp, matlagning, städ och tvätt) utför du?
Omfattning: _____%*

Sociala normer och etiska regler ger oss många gånger oskrivna regler för vad som är rätt och fel. Även om vi ofta är medvetna om principerna, är det lätt att omedvetet bryta dem på grund av att vi till exempel gärna tillskriver för oss själva en alltför hög förmåga och betydelse. I undersökningar där

³⁴ Se till exempel Friedman och Savage (1948).

gifta par är tillfrågade hur stor del av hushållsarbete de utför hamnar den sammanlagda andelen oftast över 100%. På arbetsplatsen räknas oftast inte en provanställning av en person som man redan känner som diskriminering, även om man i alla fall ibland också kan se detta som en indirekt uteslutning av andra med liknande kvalifikationer.

De flesta människor känner igen konflikten mellan det man borde göra och det man vill göra. På nyårsafton bestämmer vi det vi borde göra under året som kommer, men kanske redan i januari gör vi kanske det vi i slutändan vill. Ett elegant exempel är DeLaVigna och Malmendier (2006) som visar att de som köper periodkort för att gå på gym i genomsnitt betalar ett högre pris per gång de tränar än vad de hade kostat att köpa dagspass. Denna typ av problemställning är inte olik pensionssparande eller kortfristiga lån: man borde spara för framtiden, men i slutet på månaden använder man hellre pengarna till konsumtion. Laibson (1997) formaliserar detta i ett koncept kallat *hyperbolisk diskontering*, som är ett sätt att modellera sådana diskreta preferenser för nuet framför framtiden. I USA, som till skillnad från Europa har mycket lägre sparande, har detta intertemporala problem fått mycket uppmärksamhet, och det har till och skapats konkreta förslag till lösningar på hur man skall övervinna psykologiska barriärer till ökat sparande.³⁵

3.5 Kognitiv dissonans

Jag skulle gärna leva mer hälsosamt, men just nu är det svårt att få ihop tid till att laga bra mat och träna. Det är mycket jobb och barnen tar all extra tid i anspråk.

Kognitiv dissonans uppstår när en individ upptäcker att hans eller hennes självbild är i konflikt med faktiska omständigheter. Detta kan uppkomma när man blir konfronterad med mellan vad man vill och borde. Rökare tenderar att erkänna att man förvisso borde sluta, men att det är en mängd olyckliga omständigheter som gör det i princip omöjligt (just nu). De som gjort ett dåligt köp tenderar att på olika sätt försvara sitt handlande för and undvika smärtan av att erkänna sitt misstag (*köångest*). Gemensamt för alla dessa beteenden är att de är förknippade med olust, smärta, ånger och genans.

Inom finans finns flera applikationer på kognitiv dissonans. Goetzmann och Peles (1997) finner att flöden till aktiefonder följer historisk avkastning,

³⁵ Till exempel "Save More Tomorrow" (SMarT) programmet som föreslagits av Benartzi och Thaler (2004).

men är betydligt mer känsliga för positiv än negativ överavkastning. Detta kan åtminstone delvis förklaras av att sparare som redan köpt fonden är ovilliga att realisera sin investering och konfronteras med sitt misstag. I en studie på skandinaviska data av Karlsson et al (2009) har man funnit att antalet inloggningar till sidor innehållande privata värdepappersportföljer är starkt positivt korrelerade till aktiemarknadens allmänna utveckling. Speciellt stark är effekten i nedgångar, där antalet inloggningar sjunker med mer än hälften. De flesta som själva placerat i aktier känner förmodligen igen sig i ett sådant "strutsbeteende": det är helt enkelt mer lustfyllt att gratulera sig själv genom att bekräfta värdet av sin portfölj i en uppgång än att bli påmind av sina förluster när marknaden är svag.

Den selektiva mottagligheten för information kan leda till stora problem, speciellt vid utvärdering av tidigare utfall som i hög grad är slumpmässiga. Ett fundamentalt problem är att man har svårare att lära sig från tidigare misstag. Vidare kan positiva utfall uppfattas som ett resultat av skicklighet, medan negativa utfall som ett resultat av slumpen eller otur.³⁶

3.6 Känslor och humör

Anders och Fredric blir två timmar sena till flygplatsen på grund av en trafikstockning. När de kommer fram får Anders reda på att flyget gått enligt tidtabell för en timme sedan. Fredric får reda på att hans plan var försenat en timme och att gaten stängde för 2 minuter sedan. Vem är mest upprörd?

Kognitiv dissonans ligger nära känslor och på vilket sätt man bearbetar information baserat på sitt sinnestillstånd. Även om man har all anledning att tro att känslor och humör är viktiga för beslutsfattande, ligger det i sakens natur att de är svåra att mäta. Den experimentella forskningen fokuserar till stor del på att manipulera känsloreaktioner genom bilder och texter, där det många gånger är svårt att mäta exakt hur väl man egentligen lyckas. Forskningen är dock relativt entydig med att en positiv eller neutral sinnesstämning är förknippad med ett mer neutralt förhållningssätt till beslutsalternativ, medan en negativ sinnesstämning associeras med överskattning av risker. Om man till exempel är arg, tenderar man att underskatta risker.³⁷

Det är förstås svårt att kontrollera mottagarens humör och känslor med finansiell information, men man bör vara uppmärksam på att det kan

³⁶ Langer och Roth (1975) kallar detta "illusion of control".

³⁷ Den som någon gång själv (med begränsad framgång) försökt snickra på sin sommarstuga, och då också skadat sig, är väl medveten om detta fenomen.

utgöra en viktig faktor vid beslut. Om dåligt utformad information leder till frustration och ilska, kan detta vara en kanal som leder individer till att ta beslut som de i andra fall skulle undvika.

3.7 System I och II

En klubba och en puck kostar tillsammans 110 kronor. Klubban är 100 kronor dyrare än pucken. Hur mycket kostar pucken?

De förenklingar som sker under processer som styrs av System I kan härledas till de delar av hjärnan som är äldst i människans utveckling (reptilhjärnans och limbiska systemets funktioner: t.ex. flykt, rädsla, kamp och empati). Fredrick (2010) ställer tre enkla frågor som konstruerats för att provocera fram en reflexiv reaktion (System I), men som kräver en större process (System II) för att mäta människors benägenhet att använda tumregler.

Många svarar instinktivt 10 kronor på frågan ovan, men de som kontrollerar sitt svar med en sekunds eftertanke kommer snabbt fram till att detta inte kan vara rätt ($10+110=120$), utan rätt svar måste vara 5 kronor. Resultaten i undersökningen är intressant ur flera aspekter. Dels finner han att ett mycket förenklat test med bara tre frågor som är utformade på ett likarata sätt som ovan har stark korrelation med mycket mer avancerade test för kognitiv förmåga (t.ex. SAT och GMAT). Han finner också att de som tenderar att svara fel i mycket större utsträckning är förlustaverta och har högre diskonteringsränta. Resultaten bekräftar därför hypotesen att den kognitiva förmågan är relaterad till benägenheten att applicera System I processer.

Annan forskning visar att högre kognitiv förmåga kan relateras till bättre resultat av trading och val av aktiefonder.³⁸ Cronqvist och Siegel (2012) visar i en tvillingstudie att en gemensam genetisk komponent förklarar en rad investeringsbeteenden som litteraturen kopplar till psykologiska faktorer.

Forskningen kring kognitiv förmåga och investeringsval betraktas av vissa som kontroversiell. Dels är möjligen distinktionen mellan "smarta" och "dumma" människor inte särskilt meningsfull, och dels inställer sig frågan

³⁸ Grinblatt, Keloharju och Linnainmaa (2011).

hur man senare kommer att använda resultat från forskning kring genetik och kognitiv förmåga.

I första hand skall man nog inte tolka resultaten i termer av IQ eller begåvning. En sundare tolkning är att de som är bättre tränade i analytiska System II-processer (t.ex. matematik, fysik och logik) har lättare att undvika frestelsen att använda tumregler. Forskningen är viktig, eftersom det kan ge oss ledtrådar om hur enkelt eller svårt det är att utbilda och träna människor i att ta bättre beslut.

3.8 Förmåga, utbildning och erfarenhet

Anta att räntan på ditt sparkonto är 1% och inflationen är 2%. Om du låter dina pengar stå på kontot i ett år, kommer du kunna köpa mer, lika mycket, eller mindre för pengarna vid årets slut?

En litteratur som gör en mer direkt koppling mellan förmåga och beslut söker kartlägga hur utbredd förståelsen är för räkne- och finansrelaterade frågor och sedan länka detta till vilken mån man planerar sin ekonomi. Lusardi och Mitchell (2007, 2011) ställer tre enkla frågor som en del i HRS (Household Retirement Survey) och NLSY (National Survey of Youth) i USA som baseras på tre grundläggande principer: inflation, risk och diversifiering, samt en ränteberäkning. Resultaten är nedslående. Av de tillfrågade förstår förvisso 75% att man får lägre köpkraft i framtiden om räntan är en procent och inflationen två procent. Men hela 52% förstår inte att investering i en enskild aktie är mer riskfylld än i en aktiefond. Resultaten relateras även till finansiell planering: färre än en tredjedel har försökt planera för sitt pensionssparande, men bara en tredjedel av dessa tycker själva att de lyckats. De finner att de med högre finansiell kunskap (som mäts av frågorna), i genomsnitt är mer benägna att både planera och rapportera att de lyckats bra med detta. De som planerar litar också i högre grad på information, som t.ex. pensionskalkyler, seminarier, och möten med experter, och litar i mindre utsträckning på familj och bekanta för att inhämta information.

Betydelsen av räknefärdighet för finansiell planering är inte ett amerikanskt problem. Forskning från andra länder visar liknande samband trots att finansmarknaderna är mycket utvecklade. Det finns dock klara regionala (eller kulturella) skillnader. Länder där befolkningen i stort har en hög nivå av räknefärdighet (Sverige, Nederländerna) tenderar att svara mer korrekt. Respondenter i de länder som historiskt drabbats av hög inflation (Tyskland, Italien) svarade oftare korrekt på frågor som rör

inflations-beräkningar, i motsats där detta inte varit ett stort problem (Japan). De senare kan tyda på att den mest grundläggande finansiella kunskapen för de större lagren av befolkningen inhämtas genom "självupplevd visdom", snarare än genom teori. Det är därför troligt att en viktig informationskälla är det "kulturella minnet" som byggs upp i befolkningen.³⁹

Almenberg och Widmark (2011) bekräftar resultaten ovan med en liknande undersökning om finansiell räknefärdighet och förmåga i Sverige och finner ett starkt samband mellan dessa. De finner också att yngre individer (18–29 år) presterar dåligt på räknefrågorna, som direkt ställer frågan om den lägre kunskapen i matematik hos yngre är en generationseffekt som kan få oönskade sidoeffekter: som lägre finansiell förmåga senare i livet.

Den stora frågan inom litteraturen kretsar kring tolkningen av resultaten. Även om finansiell kunskap och räknefärdighet otvetydigt är associerad med sämre planering, lägre deltagandegrad i finansmarknaden, och högre benägenhet till dyr kortfristig upplåning, så är det svårt att säkert säga att finansiell kunskap är *orsaken*. En del av resultaten kan också vara drivet av det omvända: en högre inkomst och förmögenhet gör att man också har större *anledning* till att inhämta finansiell kunskap. Även om problemet är känt, och i viss mån behandlat inom litteraturen (t.ex. så gäller sambandet även inom gruppen för lägsta inkomsterna), så är det ändå viktigt att vara medveten om att det många gånger är svårt att utreda kausaliteten.

Forskning som söker kartlägga direkta kausala effekter av utbildning i kontrollerade experiment finner oftast att effekterna på beteende är relativt begränsade. Enskilda utbildningsinsatser kan förvisso till exempel öka deltagande i sparandeprogram, men från redan låga nivåer. Finansiell utbildning kan dock öka benägenheten att söka rådgivning, vilket innebär att utbildning och rådgivning skall ses som komplement snarare än substitut.⁴⁰ Ett stort problem är många individers ovilja att förändra sitt beteende, vilket inte minst har illustrerats med det faktum att få amerikaner förändrade sin allokering av pensionsmedel i aktier i de företag de arbetar, trots den omfattande debatten som följde i kölvattnet av Enron-skandalen.⁴¹ I en studie publicerad av FSA i England 2008 drar man också slutsatsen att effekterna av punktinsatser är begränsade, men ger även goda råd över vad man bör tänka på för att i efterhand skapa möjligheten

³⁹ Den redan citerade uppsatsen av Malmendier och Nagel (2011) finner betydande skillnader i riskattityder mellan generationer som de förklarar med historisk aktieavkastning.

⁴⁰ Se till exempel Choi et al (2005a) och Carlin och Robertson (2012).

⁴¹ Se Choi et al (2005b).

att mäta resultaten. Ett problem med många utbildningsprogram är att de skapas utan att man på förhand tydligt definierat målen, vilket försvårar utvärderingen i efterhand. Samma undersökning föreslår också att det är den utbredda användningen av förenklade beslutsregler som här diskuterats, snarare än formell finansiell kunskap, som ligger bakom många av de beteenden som observeras på marknaden. Om så är fallet, är det inte särskilt förvånande att punktinsatser inte ger så stora effekter på beteende.

3.9 Samspelet med socioekonomiska faktorer

Den kanske allra viktigaste frågan ur ett policyperspektiv är vilka personer som sannolikt är mest utsatta för påverkan av psykologiska faktorer i beslutsprocessen. Forskningen inom finansiell förmåga ger en tydlig indikation på att det är ur samhällets perspektiv på andra sätt sårbara personer: unga utan tillräcklig utbildning, men även äldre människor med nedsatt kognitiv förmåga.⁴²

Det finns också mer handfasta bevis för att andra grupperingar i samhället är mer känsliga. I en studie som använder svenska data visar Calvet, Campbell och Sodini (2009) att individer med lägre förmögenhet och utbildning i större utsträckning tenderar att göra misstag vid investeringar (t.ex. låg diversifiering och riskjusterad avkastning).

Det är väl känt att individer som handlar aktier oftare än andra i genomsnitt har sämre avkastning – något som tillskrivs att man ställer alltför stor tilltro till sin egen förmåga ("overconfidence").⁴³ Anderson (2012) visar med svensk data från en Internetmäklare att kostnaden för aktiehandel till stor del bärs av de individer som är minst rustade: 27% av kostnaden för aktiehandeln bärs av den fjärdedel av individer med lägst förmögenhet och utbildning, medan 22% av de som har högst förmögenhet och universitetsutbildning. Dock äger den senare gruppen hela 61% av den samlade finansiella förmögenheten, jämfört med bara 3% för den första gruppen.

Kumar (2009) undersöker vem som köper "lotteriaktier", aktier som har en skev förväntad utfallsfördelning och lågt nominellt pris. Han finner att sådana aktier tenderar att ha lägre förväntad avkastning, och att det främst är unga män med lägre inkomst och utbildning, som är mest benägna att investera i dem. Hans slutsats är att denna kategori sparare är lik den som gillar att spela.

⁴² Se Agarwal et al (2009) för USA, och även i Sverige: Almenberg och Widmark (2010).

⁴³ Se t.ex. Barber och Odean (2000, 2002).

Agarwal et al (2009) undersöker finansiella misstag vid olika typer av kreditbeslut (t.ex. att omförhandla dyra lån) och finner att dessa följer en U-formad kurva över ålder. Unga (otränade) och gamla (nedsatt förmåga) är mest benägna att göra misstag.

Den empiriska forskningen som kartlagt verkliga beslut på finansmarknaderna ger därför tämligen brett stöd till litteraturen kring kognitiv och finansiell förmåga. Det är främst de med lägst utbildning, inkomst och förmögenhet – möjligen med tillägget unga och gamla – som är mest känsliga för misstag på de finansiella marknaderna.

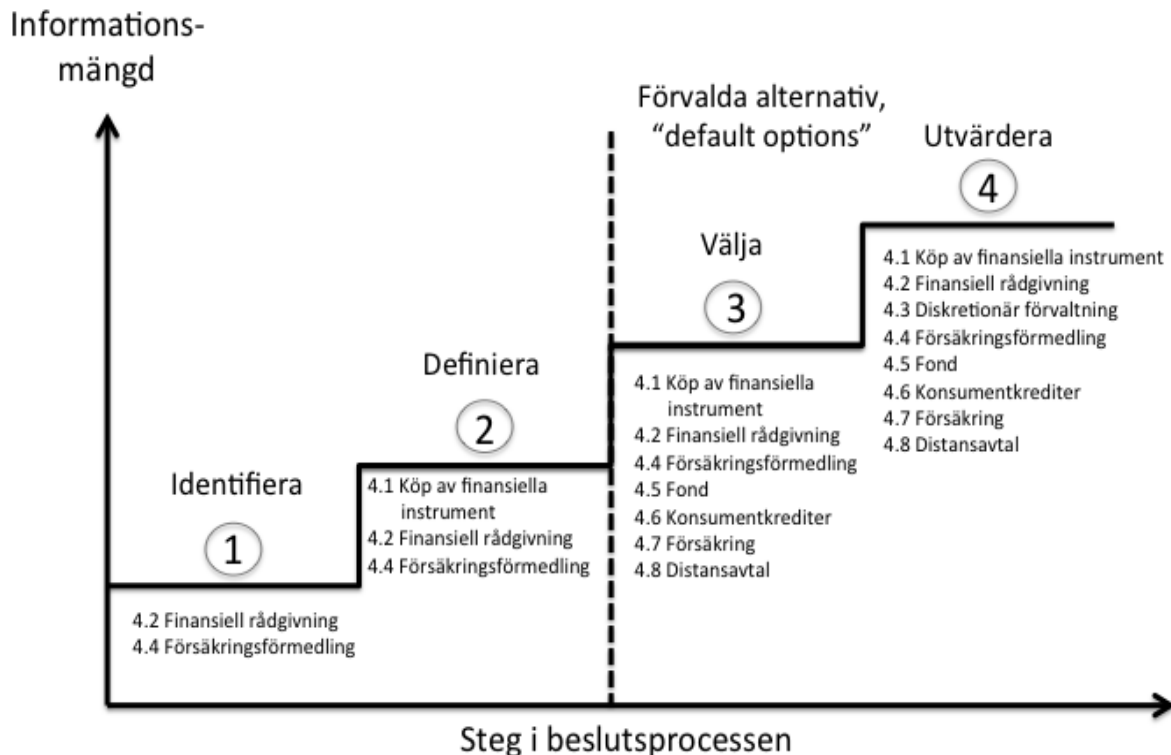
3.10 Beslutsprocessens fyra trappsteg och regleringsområden

Eftersom vare sig finansiell ekonomi eller psykologi är exakta vetenskaper är det med utgångspunkt från forskning svårt att ge detaljerade förslag på hur god finansiell information skall utformas. Vi föreslår istället ett antal principer och ett ramverk kring vilket kan utgöra ett diskussionsunderlag för vilka prioriteringar man bör göra.

Vi introducerar därför ett nytt koncept som definierar beslutsprocessen i fyra trappsteg baserat på vilket skede man befinner sig inför ett val. Vi motiverar vår ansats med att informationsbehovet ser mycket annorlunda ut över processens cykel. För varje steg i trappan beskriver vi konsumentens problem, informationens roll och vilka verktyg som finns till hands. Vi för också en övergripande diskussion om den reglering som idag finns inom konsumentområdet, och hur den relaterar till varje steg i trappan.

Det första man bör beakta är att rätt information kommer till rätt person vid rätt tidpunkt i beslutsprocessen. Då mängden information lätt blir svåröverskådlig, måste den vara relevant och väl avvägd, speciellt i de inledande stegen. Figur 1 visar en vår trappstegsmodell, varvid vi också åskådliggör inom vilka steg som lagstiftaren har fokuserat inom respektive delområde..

Figur 1: Beslutsprocessens fyra trappsteg och det svenska regelverket kring finansiell information. Numreringen under respektive trappsteg korresponderar till regelanalysen i avsnitt 4.



3.10.1 Identifiera

Konsumentens problem Konsumenten måste först förstå vem han eller hon är (riskpreferenser, framtida yrkesbana, familjesituation etc.), och vilket problem en finansiell produkt är tänkt att lösa. Här är det viktigt att förstå hur sparande och lån möjliggör eller begränsar utrymmet för konsumtion mellan idag och i morgon, och i vilken mån lån och sparande interagerar med varandra.

Tröskeln för den mängd av information som är nödvändig och tillräcklig i Steg 1 är mycket låg och är heller inget problem för större delen av befolkningen. Dock är det troligen den delen av befolkningen som är mest utsatta (låg utbildning och inkomst, unga och gamla) som här har störst behov av hjälp att ta sig till nästa steg (se analysen i avsnitt 3.10). Det är också den svåraste gruppen att nå med traditionella informationskanaler, eftersom viljan att ta till sig information är låg när behovet ännu inte är förankrat. Det är också troligt att många som ännu inte konfronterats med att definiera sitt behov av finansiella tjänster utgör en relativt lågt prioriterad målgrupp för de flesta finansiella företag. De statliga

myndigheterna spelar därför en viktig roll att sprida information i den första fasen.

Regleringens utformning På detta område har lagstiftaren valt att fokusera regleringen på de yrkeskategorier som bistår konsumenten med att utreda sin ekonomiska situation. Rådgivare (finansiella rådgivare och försäkringsförmedlare) har därför en skyldighet att sätta konsumentens intresse framför sitt eget och lämna rekommendationer som är lämpliga utifrån konsumentens mål och syften. Risken för konsumenten i detta avseende är att denne ofta är i ett informationsunderläge i förhållande till rådgivaren, ett underläge som kan utnyttjas av mindre seriösa aktörer. Konsumenten är också tämligen sårbar i detta skede för marknadsföringsmaterial som "hjälp" konsumenten att analysera sitt behov, särskilt om konsumenten inte använder sig av rådgivare utan söker på egen hand definiera sin risknivå och sina investeringsmål.

3.10.2 Definiera

Konsumentens problem När behovet är identifierat och på vilket sätt detta är relevant för sin ekonomiska situation, definierar man i nästa steg vilken information som är relevant. I exemplet sparande skall en portfölj av finansiella instrument (t.ex. obligations- och aktiefonder) sättas samman som bäst passar den riskprofil man identifierat i Steg 1. Om problemet gäller krediter så ska konsumenten i detta skede bedöma hur den tilltänkta krediten kommer att påverka konsumentens övergripande finansiella ställning och möjligheterna till amortering. För att definiera sitt behov korrekt måste man inte bara få en väl avvägd och överskådlig information, utan också vara medveten varifrån den kan inhämtas.

De första två stegen i beslutsprocessen är i särklass de viktigaste, eftersom man här formerar inriktningen och de förväntningar man har på produkterna. En felaktig analys och matchning av produkter kan inte bara få omfattande faktiska konsekvenser, utan ger också ofta upphov till uppgivenhet, misstro och ånger. Som framhålls i Inderst och Ottaviani (2010) är en stor del av forskningen inom konsumenters beteende fokuserat på områden där dessa själva tar sina investeringsbeslut (t.ex. direktinvesteringar i aktier), och det finns lite forskning som kartlägger rådgivningens roll, trots att detta är högst relevant för de bredare lagren av befolkningen. De allra flesta *förväntar* sig att få råd av finansiella institutioner, och sätter stor tilltro till de rekommendationer de får.⁴⁴ Om

⁴⁴ Fidelity rapporterar att 36 respektive 9 procent av alla svenskar grundat sitt investeringsbeslut på professionell rådgivning från bank/försäkringsbolag, respektive rådgivare. Detta är i linje med övriga Europa, se även Eurobarometer 60.2 (2003).

konsumenten själv saknar kompetens att bedöma om produkten är lämplig, kan detta utnyttjas av säljaren. Chang, Tang och Zhang (2012) visar att konsumenter köper strukturerade produkter i större utsträckning i de fall man inte har gjort en passandebedömning, och de har dessutom lägre riskjusterad avkastning än andra. De finner också att dessa konsumenter i genomsnitt besitter lägre finansiell kunskap och erfarenhet.

Regleringens utformning Även i detta skede har lagstiftaren valt att fokusera informationsregleringen på de aktörer som bistår konsumenten vid dennes analys av sammansättningen av sitt sparande eller sitt kreditåtagande. Förutom reglering av utformningen av marknadsföringsmaterial är det rådgivaren som är i fokus i detta trappsteg. Det saknas krav i regleringen som säkerställer att konsumenten får motsvarande vägledning utan hjälp av rådgivare. Istället är regleringen i detta avseende fokuserad på att konsumenten ska få korrekt, begriplig och rättvisande information. Om den aktuella informationen är relevant för konsumenten, har endast konsumenten ansvar för att utreda.

3.10.3 Välja

Konsumentens problem När konsumenten har formulerat sitt behov återstår att välja produkt. Om produktutbudet är relativt homogent, så är detta många gånger ett långt mindre viktigare beslut än de två första eftersom individen redan formulerat risknivå och förväntningar. De som däremot inte tagit sig igenom de två första stegen, och därför inte vet var och hur man skall söka och bearbeta information, kan här lätt bli överväldigade över mängden ("information overload").

Många system som bygger på förvalda alternativ, eller på andra sätt hjälper individer som inte kan eller vill välja, träder normalt in under Steg 3. Pensionsreformen är ett sådant exempel, där man automatiskt sparar premiepensionen i Såfa-fonden om man inte aktivt väljer ett annat alternativ. Sådana system är i sin konstruktion bra, eftersom de ger ett välgenomtänkt val för dem som inte väljer, men samtidigt inte inskränker möjligheterna för de personer som vill vara aktiva i sitt val. De personer som inte klarat de första stegen i trappan är med stor sannolikhet fortsatt passiva och möjligen mer känsliga för investeringsråd (t.ex. att delegera investeringsbeslutet mot betalning).

Regleringens utformning Den finansmarknadsrättsliga regleringen har av tradition varit inriktad på att tillhandahålla investerare överskådlig information inför sitt val av investering eller upptagande av kredit. Alla delområden förutom diskretionär förvaltning har fokus på sådan typ av information. Informationskraven är i detta steg tämligen detaljerade men

förutsätter att konsumenten är väl medveten om varför denna ska agera, på vilket sätt denne ska agera och vilka typer av finansiella instrument som denne ska välja bland. Lagstiftningen underlättar i bästa fall i detta steg endast jämförelsen av likvärdiga produkter. Regleringen är däremot inte behjälplig för konsumenten genom att ställa krav på kontrollfrågor från producenterna för att säkerställa att konsumenten är medveten om konsekvenserna av sitt planerade agerande. Som exempel kan nämnas köp av finansiella instrument där värdepappersbolaget är skyldigt att utreda om konsumenten har förstått risken med det instrument som konsumenten önskar att förvärva. Värdepappersbolaget behöver emellertid inte ställa några frågor för att säkerställa att konsumenten har gjort ett investeringsval som harmoniserar med konsumentens risknivå och syfte och mål med placeringen. Konsumenten kan på detta sätt sägas med hjälp av lagstiftningen göra ett informerat val men utan insikt om konsekvenserna av detsamma.

3.10.4 Utvärdera

Konsumentens problem I det sista steget av beslutsprocessen utvärderas produkterna. Här har köpare och säljare redan matchats, så den största delen av informationen kommer genom en existerande kundrelation. Här behöver dock kunden veta hur man skall kunna göra relevanta jämförelser och justeringar, vilket återkopplar till Steg 1 till 3.

Utvärdering kräver engagemang, och för att detta skall vara meningsfullt måste kostnaden för att utvärdera och ändra vara låg i förhållande till fördelarna med att vara en aktiv konsument. En förutsättning för att uppnå detta är att inlåsningsen i olika produkter eller system begränsas, och att man blir informerad om hur man går till väga för att ändra sitt beslut.

Trots till synes låga kostnader, är rörligheten bland konsumenter låg på många finansiella marknader. Till viss del kan låg rörlighet förklaras av skatter och sökkostnader. Konsumenten kan ha svårt att informera sig om alternativ och veta vilka kriterier som är viktiga (t.ex. byte av aktiefonder). Det kan också förklaras delvis av att det finns en utbredd uppfattning att man inte kan förhandla om priser, eller andra implicita kostnader (t.ex. att memorera sitt eget kontonummer och koder). Det är dock svårt att inte tro att även förtroende och psykologiska faktorer (t.ex. obenägenhet till förändring, "status quo bias") spelar en viktig roll i att förklara varför konsumenter i så stor utsträckning är passiva. Detta kan yttra sig i att man har lågt förtroende för branschen som helhet, men har relativt högt

förtroende för sin individuella motpart t.ex. sin personliga banktjänsteman alternativt rådgivare.⁴⁵

Informationen kring Steg 3 och 4 hör till de mest utvecklade och tillgängliga. Den forskning som vi tidigare diskuterat visar dock att det är individer med högre förmögenhet, utbildning och finansiell förmåga som är mest benägna att inhämta och kunna bearbeta sådan information.

Regleringens utformning Informationsregleringen i detta steg fokuserar till stora delar på att konsumenten ska erhålla information om sitt befintliga innehav och hur detta har utvecklats. Informationen i dessa delar syftar till att informera konsumenten på ett tillräckligt sätt så att konsumenten ska kunna utvärdera och jämföra investeringsalternativ och därmed också förändra sin befintliga portfölj/ändra villkoren för sin kredit. Informationskraven innebär emellertid inte några krav på aktörerna att rekommendera konsumenten att göra en förändring av sitt sparande eller sitt kreditåtagande, t.ex. genom att byta till en fond med motsvarande avkastning som konsumentens befintliga investering men med en lägre avgift eller att omförhandla räntevillkoren för sitt bolån.

⁴⁵ Enligt Förtroendebarmetern 2012 är förtroendet för svenska banker endast 22 procent, trots att det är en utbredd uppfattning att alldeles för få byter bank.

4. Det svenska regelverket för finansiella tjänster

Vårt uppdrag är att utvärdera informationskrav avseende finansiella tjänster, vilket innebär analys av stora delar av finansmarknadsregleringen. Vi har valt ut åtta huvudområden, inom vilka vi kommer att översiktligt beskriva informationskravens utformning, självreglering på området och pågående lagstiftningsarbete inom EU. Därefter har vi för varje delområde analyserat vilka primära risker konsumenterna är utsatta för, följt av rekommendationer till förbättringar av konsumentskyddet. I rapportens avslutande del presenterar vi övergripande principer för bättre finansmarknadsreglering, där riskerna inom respektive delområde behandlas mer sammanhållet.

Som synes är det juridiska avsnittet tämligen långt, vilket är nödvändigt i detta sammanhang. Vi vill nämligen på ett relativt detaljerat sätt (även om en hel del detaljregler har utelämnats) beskriva hur lagstiftaren har valt att reglera informationskraven inom respektive område och därvid belysa på vilket sätt som lagstiftaren sökt adressera problemet med informationsasymmetrier på finansmarknaden. Vidare är det nödvändigt med en utförlig redovisning av regelverkens utformning för att förstå på vilken grund som våra rekommendationer till förändringar vilar. Slutligen vill vi också med detta avsnitt påvisa enligt vilka principer som regleringen tillkommit under (dvs. vilka steg i beslutstrappan som lagstiftaren fokuserat regleringen på inom varje delområde) och därvid framföra våra rekommendationer om ett förändrat förhållningssätt till regleringsstrategier avseende bättre och mer funktionell konsumentinformation.

Vi vill dock inledningsvis kommentera de rekommendationer som vi lämnar efter varje avsnitt. Som vi kommer att påvisa i detta kapitel, är större delen av den aktuella lagstiftningen baserad på s.k. fullharmoniseringsdirektiv vilket innebär att det oftast inte är tillåtet att införa ytterligare nationell reglering på de områden som omfattas av EU-regleringen. Detta får till följd att vi inte kan lämna rekommendationer om förändrad lagstiftning, även om det enligt vår mening skulle vara det mest effektiva instrumentet för att korrigera de brister som vi har identifierat. Det som kvarstår som förändringsverktyg är därför rekommendationer från myndigheter, branschöverenskommelser eller självreglering. Att använda sig av självreglering har såväl för- som nackdelar. Fördelarna innebär att regleringen kan tillkomma tämligen snabbt, det är lättare att få med sig branschen som själva har tagit fram regelverket (än om nya regler introduceras genom lagstiftning), att regelverket snabbt kan justeras om brister upptäcks samt att förfarandet är tämligen kostnadseffektivt (i vart

fall utifrån ett statsfinansiellt perspektiv). Nackdelarna med självreglering är att det oftast är de stora aktörerna som har mest att säga till inom en branschorganisation och att marknaden kan vara splittrad genom att det finns flera branschorganisationer inom samma område alternativt att endast vissa företag är medlemmar i branschorganisationen och övriga företag på marknaden därmed inte tillämpar de regler som fastställts av bransch-organisationen.⁴⁶ Därutöver är det svårt för staten och dess myndigheter att ställa krav på branschorganisationer att införa regler som staten anser vara mest effektiva/önskvärda. Istället beslutar branschorganisationerna helt och hållet själva vilka typer av regler de ska införa gentemot sina medlemsföretag.

Vi är således medvetna om de brister som finns med att vara hänvisad till regulatoriska förändringar genom självreglering. Samtidigt är det möjligt att verka för ett ökat samarbete/dialog mellan branschorganisationerna och de ansvariga myndigheterna för att nå branschöverenskommelser i likhet med de som t.ex. Konsumentverket har med Svensk Energi.⁴⁷ Sådana överenskommelser skulle kunna främja konsumentskyddet genom att inte branschen själv fullt ut bestämmer vilka regler som ska införas för medlemsföretagen.

Som vi kommer att påvisa inom respektive delkapitel är regleringen i många avseenden av god kvalitet och funktionell. Problemet är dock något annat. Regleringen fokuserar i stort på information som en konsument ska erhålla när konsumenten ska välja produkt/tjänst alternativt har valt och därmed är i behov av information om hur produkten/tjänsten utvecklats, dvs. Steg 3 och 4 i beslutstrappan (se ovan avsnitt 3.10). Konsumenten får därför inte särskilt mycket hjälp vid analysen av t.ex. sin egen riskbenägenhet och inom vilket delområde som konsumenten ska välja att agera (t.ex. investera i fonder, köpa finansiella produkter, ta en kredit m.m.). Genom att regelverket i stort fokuserar på information i Steg 3 och 4 är konsumenten tämligen oskyddad inför sitt val av investeringsfond och självvärdering och därför sårbar för riktat marknadsföringsmaterial, som även om detta innehåller korrekt faktainformation, kan påverka konsumenten att göra felaktiga investeringsbeslut. Detta kommenterar vi vidare under avsnitt 5.1. Därutöver har Finansinspektionen tillsynsansvar över stora delar av den finansmarknadsrättsliga regleringen och vi ifrågasätter om tillsynen vad avser konsumentfrågor är tillräcklig idag, något som vi utvecklar i avsnitt 5.5.

⁴⁶ Se Korling, Rådgivningsansvar, s. 86 ff.

⁴⁷ Se Konsumentverket och Svensk Energi, Allmänna avtalsvillkor för försäljning av el till konsument, 2008-12-15.

4.1 Informationskrav avseende köp och försäljning av finansiella instrument och produkter

Enligt 8 kap. 22 § lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden (cit. värdepappers-marknadslagen, VpmL) ska värdepappersinstitutet förse sina kunder med lättbegriplig information om värdepappersinstitutet och dess tjänster, finansiell instrument och föreslagna placeringsstrategier, handelsplatser, priser och avgifter samt institutets riktlinjer för utförande av order. Informationen ska vara tillräckligt tydlig för att ge kunderna *rimliga möjligheter* att förstå arten av och vilka risker som är förknippade med de investeringstjänster och de finansiella instrument som institutet erbjuder. All information som värdepappersinstitutet lämnar till sina kunder ska vara *rättvisande* och *tydlig* och får *inte vara vilseledande*. Vid marknadsföring av produkter och tjänster måste det tydligt framgå av materialet att det är av marknadsföringsmaterial. I mångt och mycket är det företaget som har ansvaret för att informationen är utformad i enlighet med lagens krav men slutligen är det Finansinspektionen som har möjlighet att komma med krav på förändringar av informationsmaterialet, något som vi inte har sett att inspektionen har gjort i någon större omfattning de senaste åren.

När värdepappersinstitutet tillhandahåller annan investeringstjänst än investerings-rådgivning och diskretionär portföljförvaltning ska institutet inhämta nödvändiga uppgifter från kunden om dennes kunskaper och erfarenheter av den specifika tjänsten eller produkten så att institutet kan bedöma om investeringstjänsten eller produkten *passar* kunden, 8 kap. 24 § VpmL. Institutet ska även informera kunden om det anser att investeringstjänsten eller produkten inte passar kunden. Om kunden inte lämnar tillräckliga uppgifter om sig själv ska institutet informera kunden om att institutet inte kan avgöra om tjänsten eller produkten passar kunden.⁴⁸

Ett institut kan även tillhandahålla tjänsterna "mottagande och vidarebefordran av order om ett eller flera finansiella instrument" och utföra kunders uppdrag utan att uppfylla kraven i 24 § om tjänsten avser s.k. okomplicerade instrument, som t.ex. aktier, obligationer eller värdepappersfonder, 8 kap. 25 § VpmL.⁴⁹

När ett värdepappersinstitut utför en kunds order ska institutet vidta alla rimliga åtgärder för att uppnå bästa möjliga resultat för kunden vad avser

⁴⁸ Se vidare 15 kap. 7–10 §§ FFFS 2007:16.

⁴⁹ Se vidare 15 kap. 11 § FFFS 2007:16.

pris, kostnad, snabbhet, sannolikhet för utförande och avveckling, storlek, art och andra för kunden väsentliga förhållanden, s.k. "best execution" (bästa möjliga orderutförande), 8 kap. 28 § VpmL. Institutet ska ha system och riktlinjer för hur bästa möjliga resultat ska kunna uppnås och kunden måste godkänna riktlinjerna innan institutet utför kundens order, 8 kap. 29 och 30 §§ VpmL.⁵⁰

När kunden har genomfört en affär ska värdepappersinstitutet omgående lämna kunden väsentlig information avseende utförandet av ordern, 17 kap. 2–7 §§ Finansinspektionens föreskrift (FFFS 2007:16) om värdepappersrörelse (konsoliderad version). Institutet ska även minst en gång per år till kunder för vars räkning institutet innehar finansiella instrument lämna en översikt över innehavet, 17 kap. 13–15 §§ FFFS 2007:16.

Marknadsförings- och informationsmaterial

I 14 kap. FFFS 2007:16 förtydligas de krav som följer av 8 kap. 22 § VpmL. Ett värdepappersinstitut som riktar marknadsföringsmaterial eller annan information till icke-professionella investerare ska, förutom med information om värdepappersinstitutet, vara korrekt och i synnerhet inte framhäva några möjliga fördelar med en investeringstjänst eller ett finansiellt instrument utan att *samtidigt* på framträdande plats hänvisa till eventuella risker i sammanhanget, dels vara tillräcklig för en *genomsnittlig* representant för den målgrupp som informationen riktas till (eller som sannolikt tar emot den), dels presenteras på ett sådant sätt att den sannolikt kan förstås av en sådan person, 14 kap. 2–3 §§ 1–3 pp. FFFS 2007:16. Informationen får inte heller förringa eller skapa oklarhet kring viktiga uppgifter, förklaringar eller varningar, 14 kap. 3 § 4 p. FFFS 2007:16.

Föreskrifterna innehåller dessutom detaljerade krav på hur jämförelser får vara utformade i marknadsförings- och informationsmaterial. Jämförelsen ska vara meningsfull och läggas fram på ett rättvisande och välavvägt sätt, ange de informationskällor som nyttjats vid jämförelsen samt innehålla de viktigaste fakta och antaganden som använts för att göra jämförelsen, 14 kap. 4 § FFFS 2007:16. Riktas informationen till icke-professionella kunder får inte jämförelsen vara informationens mest framträdande innehåll. Vidare anges detaljerade regler för hur historisk information får presenteras, 14 kap. 5 § FFFS 2007:16. Motsvarande regler finns för simulerade och framtida resultat, 14 kap. 5–6 §§ FFFS 2007:16. Därutöver

⁵⁰ Se vidare 18 kap. FFFS 2007:16.

ska det särskilt anges att skatteeffekterna av investeringen är beroende av varje kunds individuella omständigheter och kan komma att förändras i framtiden samt att hänvisningar till myndigheter inte får ge intrycket av att myndigheten rekommenderar eller godkänner institutets produkter eller tjänster, 14 kap. 8–9 §§ FFFS 2007:16.

Informationen som lämnas i form av marknadsföringsmaterial ska vara förenlig med all information som företaget i övrigt lämnar till kunden när institutet tillhandahåller investerings- och sidotjänster, 14 kap. 16 § FFFS 2007:16.

Information om tillhandahållande av tjänster

Ett värdepappersinstitut ska *i god tid* innan en icke-professionell kund binds av ett avtal om tillhandahållande av investeringstjänster eller sidotjänster förse kunden med villkoren för avtalet samt den information som krävs enligt föreskrifterna, 14 kap. 10–12 §§ FFFS 2007:16. Informationen ska tillhandahållas på ett varaktigt medium, eller om särskilda villkor är uppfyllda, på en webbplats, 14 kap. 13 § FFFS 2007:16 (i vissa situationer är det tillräckligt om kunden erhåller informationen omedelbart *efter* det att kunden binds av ett avtal, 14 kap. 14 § FFFS 2007:16).⁵¹

Om en icke-professionell kund erhåller marknadsföringsmaterial som innehåller ett erbjudande eller en inbjudan till en kund och det informationsmaterialet innehåller specifikation om hur dessa ska besvaras eller innehåller ett formulär genom vilket ett svar kan lämnas föreligger det specifika krav på vilken information som ett sådant erbjudande ska innehålla, 14 kap. 17 § FFFS 2007:16 (reglerna blir emellertid inte tillämpliga om kunden måste vända sig till ett eller flera andra dokument som enskilt eller tillsammans innehåller denna information, 14 kap. 17 § 2 st. FFFS 2007:16). Informationen ska bl.a. innehålla detaljerad information om institutet samt en sammanfattande beskrivning av de riktlinjer för intressekonflikter som värdepappers-institutet ska ha enligt 11 kap. 3 § FFFS 2007:16, 14 kap. 18 § FFFS 2007:16.

⁵¹ Varaktigt medium definieras i 2 kap. 1 § 10 p. FFFS 2007:16 som "varje medel som gör det möjligt för en kund att bevara information, som riktas till denne personligen, på ett sätt som gör informationen tillgänglig i framtiden under en tid som är lämplig med hänsyn till vad som är avsikten med informationen och som tillåter oförändrad återgivning av den bevarade informationen."

Information om finansiella instrument

Den information som riktas till investerare avseende finansiella instrument ska ta särskild hänsyn till om den riktas till icke-professionella kunder eller professionella kunder. Informationen ska innehålla en allmän beskrivning av finansiella instrument och vilka risker som är förenade med dessa. Vidare ska beskrivningen innehålla en förklaring om vilken typ av finansiellt instrument som erbjuds samt de särskilda risker som är förknippade med dessa. Informationen ska vara tillräckligt detaljerad för att ge kunden rimliga möjligheter att fatta välgrundade investeringsbeslut, 14 kap. 21 § FFFS. 2007:16.

Vad avser riskinformation ska informationen vara relevant utifrån den typ av finansiellt instrument som erbjuds kunden. Riskinformationen ska inbegripa information om eventuell hävstångseffekt och dess konsekvenser samt risken att förlora hela investeringen, prisvolatilitet och eventuella begränsningar av den tillgängliga marknaden för sådana instrument, om kunden kan ta över finansiella åtaganden och andra förpliktelser samt eventuella marginalkrav eller liknande skyldigheter som är tillämpliga på instrument av den aktuella typen, 14 kap. 22 § FFFS 2007:16. Om det finansiella instrumentet omfattas av ett prospekt som erbjuds allmänheten ska institutet meddela kunden var prospektet finns tillgängligt, 14 kap. 23 § FFFS 2007:16. Om riskerna med det aktuella finansiella instrumentet innebär risker som är kopplade till olika finansiella instrument eller tjänster och dessa sannolikt är större än riskerna i förhållande till de enskilda delarna, ska institutet utforma informationen innehållande en lämplig beskrivning av instrumentets delar och på vilket sätt denna samverkan ökar riskerna, 14 kap. 24 § FFFS 2007:16. Om investeringen är förenad med en garanti från tredje part ska informationen om garantin vara tillräckligt detaljerad avseende garantigivaren och garantin så att kunden på ett rättvist sätt kan bedöma innebörden av garantin, 14 kap. 25 § FFFS 2007:16. Det finns slutligen särskilda informations-bestämmelser som institutet ska tillhandahålla kunder när institutet förvarar kundernas finansiella instrument eller medel, 14 kap. 26–32 §§ FFFS 2007:16.

Information om priser och avgifter

Vad avser prisinformation ska institutet tillhandahålla kunden information om det totala priset som kunden ska betala för det finansiella instrumentet, investerings-tjänsten eller sidotjänsten inkluderande alla arvoden, kommissioner, avgifter och kostnader i samband med detta samt eventuella skatter som ska erläggas. Vidare ska institutet, om ett exakt pris inte kan anges, ange beräkningsmetoden för det totala priset så att kunden kan kontrollera detta, 14 kap. 33 § FFFS 2007:16. Därutöver ska informationen

innehålla eventuella omräkningskurser för investeringar i utländsk valuta samt information om andra kostnader som kan förekomma för kunden, 14 kap. 33 § 1 st. 3–4 pp. FFFS 2007:16.

Rapportering till kund

Enligt 8 kap. 27 § Vpml ska ett värdepappersinstitut lämna "en tillfredsställande rapportering till en kund om de tjänster som institutet har utfört för kunden". Informationen ska även innehålla uppgifter om kostnader för de transaktioner och tjänster som utförts för kundens räkning. Innebörden av informationskravet konkretiseras genom 17 kap. FFFS 2007:16 där det i detalj redovisas för vilken information som ska finnas på avräkningsnotor, 17 kap. 2–7 §§ FFFS 2007:16. Minst en gång per år ska värdepappersinstitutet till varje kund för vars räkning det innehar finansiella instrument eller medel lämna en översikt över dessa, 17 kap. 13 § FFFS 2007:16. Närmare instruktioner för vilken information som en sådan översikt ska innehålla framgår av 17 kap. 14 § FFFS 2007:16.

Dokumentation av uppdraget

I 21 kap. FFFS 2007:16 regleras institutets skyldighet att dokumentera och spara uppgifter om tillhandahållna tjänster så länge som kundrelationen pågår. Avseende telefonsamtal till en mäklare, ska dessa spelas in. En kundorder som tagits emot via mobiltelefon eller vid ett personligt möte som inte spelas in ska dokumenteras, 21 kap. 3 § FFFS 2007:16.

4.1.1 Självreglering

Fondhandlareföreningen har tagit fram flera riktlinjer för hur värdepappersinstitutet ska arbeta med best execution:

Utvärdering av vilka reglerade marknader och MTFer (marknadsplatser) som bör väljas för genomförande av ordrar från icke-professionella kunder (2009)

Riktlinjer för utförande av order samt sammanläggning och fördelning av order (2008)

Kontroll och uppföljning av "Best execution" avseende aktier (2009)

Föreningen har också tagit fram en branschkod med vägledande riktlinjer för informationsgivning gällande strukturerade produkter, version 2 (2010). Branschkoden har tagits fram för att öka tydligheten och kvaliteten i informationsgivningen och verka för en ökad transparens på marknaden. Strukturerade produkter har funnits sedan 1980-talet men det var först i slutet av 1990-talet som de började erbjudas brett till allmänheten. Efter IT-

krisen ökade populariteten för dessa typer av produkter kraftigt och 2007 emitterades det produkter för nästan 100 miljarder.⁵² Hösten 2008 startade Fondhandlareföreningen projektet branschkod för informationsgivning om strukturerade produkter. Genom att medlemmarna åtagit sig att följa koden innebär detta att minst 90 procent av den totala volymen strukturerade produkter som emitteras utformas i enlighet med branschkodens krav på informationsgivning.

Branschcoden utgör god branschsed på marknaden och innebär t.ex. att kunder vid lånefinansierade köp av strukturerade produkter tydligt ska informeras om produktens sammantagna risker samt att informationen om risk och avkastning ska utformas på ett tydligt sätt. Vidare innebär branschcoden att branschen ska använda sig av en gemensam begreppsapparat för att kunderna lättare ska kunna jämföra olika emittenters marknadsföringsmaterial (jfr motsvarande för försäkringsmarknaden nedan under avsnitt 4.7.4). Ordlistan var tidigare i stort en synonymordlista då föreningen inte velat förorda användning av några särskilda begrepp. Detta är fortfarande fallet genom att antalet synonymer utgörs av 81 av totalt 102 begrepp. Ambitionen i branschen är att minska synonymerna ytterligare för att främja jämförbarheten för konsumenterna.⁵³

4.1.2 Pågående lagstiftningsarbete inom EU

Kommissionen publicerade i april 2009 en kommuniké till europeiska parlamentet och rådet om att utarbeta ett direktiv om paketerade finansiella produkter riktade mot konsumenter (s.k. PRIPs).⁵⁴ Målet med direktivet är att uppnå ett bättre konsument-skydd genom att ställa krav på att information om paketerade produkter blir tydligare och av bättre kvalitet oavsett vilken typ av aktör som säljer produkten (t.ex. en försäkringsförmedlare, en bank eller ett värdepappersbolag).⁵⁵ Regleringen blir därmed produkt- och inte aktörsspecifik. Kommissionen poängterade att investeraren ska behandlas rättvist och erhålla information av hög

⁵² Enligt uppgift från Svenska Fondhandlareföreningen.

⁵³ Se Svenska Fondhandlareföreningen, Ordlista (version 3), Begrepp och definitioner avseende vissa strukturerade placeringsprodukter – bilaga till branschkod för strukturerade placeringsprodukter (2010).

⁵⁴ Se European Commission, COM(2009) 204 final, Communication from the Commission to the European Parliament and the Council – Packaged Retail Investment Products.

⁵⁵ Se COM(2009) 204 final, s. 9: "The goal would be to achieve as great a degree of harmonisation and standardisation of key retail disclosures as possible to allow for comparison between products, though with some tailoring of detailed rules to the specificities of products."

kvalitet även i försäljningssituationer, särskilt med beaktande av de provisioner som oftast utgår till försäljarna av dessa produkter.⁵⁶

Vid arbetet med direktivet om paketerade produkter ska hänsyn tas till de krav som följer av försäkringsförmedlings-, prospekt-, UCITS- och MiFID-direktiven för att undvika att det sker dubbel- eller överlappande reglering. Direktiven ska även i viss mån utgöra förlaga för utformningen av informationskraven, särskilt UCITS-faktablad KII men givetvis med anpassning till PRIPs-produkternas karaktär.⁵⁷

En arbetsgrupp, en s.k. 3L3 Task Force, bildades för att ta fram ett förslag åt kommissionen om hur direktivet ska utformas och vilka krav på information som det närmare ska innehålla. Arbetsgruppen presenterade den 6 oktober 2010 en rapport där gruppen redovisade förslag till bl.a. definition av vilka produkter som ska omfattas av direktivet (dvs. vad som är en PRIPs-produkt), hur information om produkter ska utformas och vilka specifika uppgifter som ska anges samt under vilka former försäljning av sådana produkter ska/får ske.⁵⁸

Det som är intressant i detta sammanhang är att arbetsgruppens förslag, och därmed också ambitionen med PRIPs-direktivet, innebär att man inom den EU-rättsliga lagstiftningen för första gången försöker att ta ett samlat grepp över den information som tillhandahålls på marknaden vad avser likartade produkter och tjänster, i stället för att reglera varje producent och typ av aktör för sig.⁵⁹ Arbetsgruppen framhåller: *"A very important purpose of pre-contractual disclosures is to contribute to investors making informed investment decisions by focusing on key information. The disclosure should be fair, clear, and not misleading. The format and language should be investor-friendly and presented in a manner, which allows for comparison between products. The main objectives should be that the document is sufficiently*

⁵⁶ Se COM(2009) 204 final, s. 10: "The European Commission considers that the right approach is to apply the same legislative requirements across all sales of packaged retail investment products, irrespective of the distribution channel employed. The MiFID provisions on conduct of business and conflicts of interest offer a clear benchmark for such requirements. The extension of these measures to all packaged retail investment products could be achieved by extending the scope of the relevant MiFID provisions so that they apply to all entities selling the relevant products."

⁵⁷ Se COM(2009) 204 final, s. 5 ff. och s. 10. Se även CESR, CEBS & CEIOPS, CESR/10-1136, Report of the 3L3 Task Force on Packaged Retail Investment Products (PRIPs), 6 October 2010, s. 22.

⁵⁸ Se CESR/10-1136.

⁵⁹ Detta sker också på konsumentområdet genom förslaget till ett konsumenträttighetsdirektiv, se Förslag till Europaparlamentets och rådets direktiv om konsumenträttigheter, KOM(2008) 614 slutlig.

*appealing, concise and clear to encourage retail investors to read it before making a decision”.*⁶⁰

Arbetsgruppen för i rapporten diskussioner om i vilken mån det skulle krävas en förgranskning av informationen av t.ex. en tillsynsmyndighet, innan information fick tillhandahållas en kund. Majoriteten i arbetsgruppen ställde sig emellertid negativa till en sådan lösning eftersom det, förutom de administrativa bördor och därmed tidsförskjutningar som därav kunde uppkomma, skulle kunna innebära att ansvaret för att informationen är korrekt och lagenlig flyttades från producenten till tillsynsmyndigheten.⁶¹ Arbetsgruppens ställningstagande är i detta avseende beklagligt eftersom det, mot bakgrund av hur tidigare direktivbestämmelser där lagstiftaren sökt att definiera vilka kriterier specifik information ska uppfylla, sannolikt kommer att leda till stora variationer i marknadspraxis. Det vore därför önskvärt att något oberoende organ får till uppgift att säkerställa att informationen till investerarna i vart fall uppfyller vissa minimikrav, annars är risken stor att tillsynen över marknaden fortsatt blir reaktiv och syftar till att korrigera redan uppkomna problem.

Arbetsgruppens rapport innefattar ett förslag till rådgivningsdefinition, nämligen:

*”A personal recommendation to an investor, either upon their request or at the initiative of the distributor, for a specific investment that is presented as suitable for that person, or is based on a consideration of the circumstances of that person.”*⁶²

Definitionen liknar till stora delar MiFID:s definition av investeringsrådgivning. Rekommendationen ska presenteras som passande för kunden alternativt vara baserad på kundens individuella förhållanden för att rådgivning ska föreligga. Det synes som MiFID:s lämplighets- och passandebedömning har förts in i rådgivningsbegreppet, något som skulle kunna skapa svåra gränsdragningsproblem, särskilt om PRIPs-direktivet även ska omfatta de verksamheter som bedrivs enligt MiFID- och försäkrings-förmedlingsdirektivet. Det synes vara en förutsättning att det lämnats antingen en passande- eller lämplighetsbedömning för att rådgivning ska bedömas ha förelegat. Förhoppningsvis korrigeras denna definition innan direktivet slutligen antas.

Förutom rådgivning av finansiella produkter innehåller rapporten diskussioner om det bör vara möjligt att sälja produkter utan att detta

⁶⁰ Se CESR/10-1136, s. 22.

⁶¹ Se CESR/10-1136, s. 25.

⁶² Se CESR/10-1136, s. 33.

föregås av rådgivning. Majoriteten i arbetsgruppen ansåg att det måste finnas möjlighet att sälja produkter utan att försäljningen måste föregås av rådgivning. Majoriteten ansåg också att det borde vara möjligt att skapa en tydlig definition av försäljning i förhållande till rådgivning.⁶³ Arbetsgruppen menade att en motsvarighet till MiFID:s passandebedömning skulle säkerställa att investerarens intressen beaktas i tillräcklig mån.⁶⁴

Även MiFID:s regler om incitament/provisioner utgjorde förlaga till ett motsvarande förslag för PRIPs-produkter, något som är intressant att notera eftersom intressekonfliktsregleringen därmed kan komma att harmoniseras över flertalet professionstyper och inte variera beroende på vilken typ av rådgivare/försäljare som biträder kunden vid köp av finansiella produkter och tjänster.⁶⁵

Kommissionen har därefter utarbetat ett working document avseende PRIPs och ett färdigt direktivförslag är att vänta under våren 2012.⁶⁶

4.1.3 Möjligheter till nationell särreglering

Eventuella rekommendationer till förändringar är beroende av vilka möjligheter det finns för att införa ytterligare krav i nationell lagstiftning, s.k. "gold plating". Möjligheterna till detta regleras i artikel 4 i kommissionens genomförandedirektiv där det framgår att medlemsstaterna får behålla eller ålägga strängare krav än vad som följer av detta direktiv men *"endast i sådana undantagsfall då dessa strängare krav är objektivt motiverade och står i proportion till särskilda risker som inte beaktas tillfredsställande i detta direktiv avseende investerarskyddet eller marknadsintegriteten"*. Dessutom ska ett av följande villkor vara uppfyllda:

1. Att de särskilda risker som kraven avser är av särskild betydelse med hänsyn till marknadsstrukturen i den berörda medlemsstaten eller
2. kravet avser risker eller frågor som kan uppstå eller bli uppenbara efter det att direktivet har börjat att tillämpas och som inte regleras på något annat sätt genom eller enligt gemenskapsåtgärder.

⁶³ Jfr prop. 2002/03:133 Lag om finansiell rådgivning till konsumenter, s. 53 och Korling, Rådgivningsansvar, s. 265 ff.

⁶⁴ Se CESR/10-1136, s. 35 f.

⁶⁵ Se CESR/10-1136, s. 37 f.

⁶⁶ Se European Commission, Working document of the Commissions services (DG internal market) – Consultation by Commission Services on legislative steps for the Packaged Retail Investment Products initiative (26 november 2010).

Därutöver får inte ytterligare nationella krav begränsa eller på annat sätt påverka värdepappersföretagsrättigheter enligt artikel 31 och 32 MiFID, t.ex. frihet att tillhandahålla investeringstjänster och etablera filialer. Eventuella nationella tillägg ska anmälas till kommissionen enligt artikel 4.3.

Regeringen diskuterade möjligheten att införa ytterligare nationella krav vid implementeringen av MiFID-direktivet och framhöll att det endast i undantagsfall kunde vara motiverat att införa strängare bestämmelser. Det poängterades också att det var viktigt att de svenska reglerna stämde överens med de krav som infördes i övriga nordiska länder mot bakgrund av att många företag betraktar Norden som sin hemmamarknad.⁶⁷ Mot bakgrund av att MiFID II synes ha motsvarande snäva möjlighet till nationell särreglering, är vår rekommendation på detta område att lagstiftaren tillsammans med myndigheter och branschorganisationer söker s.k. soft law-lösningar, dvs. överenskommelser och riktlinjer som är frivilliga för marknadens parter att följa. I och med att myndigheter och branschorganisationer tillsammans når gemensamma lösningar, finns det goda möjligheter att branschens aktörer följer dessa.

4.1.4 Identifierade riskområden

På detta område syftar informationskraven till att informera konsumenten inför dennes köp eller försäljning av finansiella produkter utan föregående rådgivning. Informationen är inte heller anpassad till konsumentens individuella förutsättningar vilket skapar ett antal risker att hantera.

Allmänt om utformningen av informationskraven

Regleringen är i stort fokuserad på att investeraren inför sitt köp av finansiella instrument ska erhålla information som är utformad efter en genomsnittlig investerares förmåga att ta till sig finansiell information. Det är inte att överdriva att betrakta ett sådant informationskrav som tämligen generellt utformat och samtidigt svårt att beivra från tillsynsmyndighetens sida, eftersom man kan fråga sig hur man ska komma fram till vad en genomsnittlig investerare behöver för typ av information. Vidare fokuserar regleringen på utformningen av marknadsföringsmaterial och att det därvid ska vara tydligt att detta är marknadsföringsmaterial och inte endast produktinformation. Slutligen ska investeraren erhålla korrekt och överskådlig information om utvecklingen av sina investeringar. Informationskraven i denna del är fokuserade på beslutstrappans Steg 3 och 4, dvs. informationskraven relaterar till konsumentens val av produkt samt rapportering om utfallet av densamma. Om produkten eller tjänsten

⁶⁷ Se prop. 2006/07:115 Ny lag om värdepappersmarknaden, s. 276 f.

bedöms vara komplicerad är företaget skyldigt att göra en passandebedömning, en bedömning som i stort endast går ut på att företaget måste säkerställa sig om att kunden har förstått riskerna med placeringen. Kunden får således ingen hjälp att bedöma om investeringen är lämplig för kunden (dvs. Steg 1 och Steg 2 i beslutstrappan). Rör investeringen istället ett s.k. okomplicerat instrument har företaget inte motsvarande skyldighet att utreda om kunden har förstått risken med det okomplicerade instrumentet – kunden får således än mindre information inför ett sådant förvärv.

Riskområden

För det första är risken att konsumenten förvärvar en tjänst eller en produkt som inte passar kunden utifrån kundens kunskap och erfarenhet, särskilt mot bakgrund av att det produceras en stor mängd produkter som är tämligen komplicerade. Värdepappers-institutet som säljer en sådan produkt ska tillse att kunden förstår riskerna med produkten genom att göra en passandebedömning. Den bedömningen syftar emellertid endast till att tillse att kunden förstår *riskerna* som är förenade med produkten, inte att produkten är en lämplig investering med beaktande av konsumentens finansiella förutsättningar.

För det andra föreligger det en risk att konsumenten fäster alltför stor vikt vid vissa delar av informationsmaterialet och inte har tillräcklig förmåga att *utvärdera* olika typer av information och relatera dem till varandra.

Fondinformation och prospekt är oftast så omfattande att det är svårt att hitta relevant information om avgifter och kostnader i förvaltningen, även om informationsöversikten underlättas genom det standardiserade faktabladet (KII). Informationen är också oftast utformad så att historisk avkastning (performance) uppfattas som det viktigaste kriteriet för urval, även om korrekta jämförelser (benchmarks) i vissa fall saknas. I faktabladen skall man dessutom i anslutning till diagrammet tydligt varna om dess begränsade värde som vägledning om framtida resultat.⁶⁸

För det tredje finns det en risk för att konsumenten inte förstår den begreppsbyggnad som nyttjas på finansmarknaden. Det finns till exempel konsumenter som har trott att placeringar som sker inom ramen för en kapitalförsäkring har inneburit att det investerade kapitalet varit försäkrat och därför inte kunnat minska. Ett annat exempel är att många konsumenter har köpt strukturerade produkter där det i informations-

⁶⁸ Jämförelseindex behöver inte presenteras om ett sådant inte nämns under "Mål och Placeringsinriktning" i det förenklade informationsbladet (se Fondbolagens förening, Manual: Faktablad för investeringsfonder).

materialet har anförts att produkten varit kapitalskyddad/kapitalgaranterad, vilket har lett till att konsumenten inte har insett risken med att emittenten går i konkurs utan istället trots att det investerade kapitalet varit garanterat. Idag används inte längre kapitalgaranterad som begrepp i branschkode och emittenten är också skyldig att tydligt lyfta fram kreditrisken (emittentrisken) i informationsmaterialet. Däremot nyttjas fortfarande begrepp som kapitalsäkrad placering/kapitalskyddad placering vilket kan skapa förvirring hos många konsumenter om dessa inte tar del av definitionskatalogen i prospektet – något man kan ifrågasätta om större delen av konsumenterna gör.

För det fjärde finns det en risk för att konsumenten inte kan utvärdera de separata finansiella instrument som en strukturerad produkt består av. Det får till följd att konsumenten inte korrekt kan bedöma prissättningen av produkten och inte heller har möjlighet att utvärdera i vilken mån motsvarande risk kan erhållas genom alternativa investeringar till en lägre kostnad. Som exempel kan anföras att många konsumenter har valt att köpa förvaltningstjänster inom ramen för PPM, kanske utan vetskapen om vilken konsekvens den extra kostnaden innebär för den förväntade avkastningen.⁶⁹

En femte risk är att många konsumenter inte på ett korrekt sätt kan utvärdera vilken risk de har i sitt befintliga sparande. Många konsumenter har en högre risk än vad de själva bedömer, vilket kan få stora konsekvenser. Många konsumenter har också portföljer som är alltför underdiversifierade och är inte ens medvetna om att risk mäts genom portföljens sammansättning av instrument och att risken är beroende av samspelet mellan dessa instrument.⁷⁰ En sådan missuppfattning kan också påverka förtroendet för den finansiella marknaden i stort genom att utfallet av konsumentens investeringar inte överensstämmer med konsumentens

⁶⁹ Se avseende strukturerade produkter avsnitt 3.1.2.

⁷⁰ FSA undersökte 2004 huruvida konsumenterna förstod olika produkters risknivå. Förståelsen visade sig vara god där de flesta rankade sparande på bankkonto som låg risk och att de allra flesta visste att aktier i vart fall inte utgjorde ett lågrisksparande. För andra produkter var de mer osäkra vilket bl.a. skulle kunna förklaras av att när det gäller strukturerade produkter kan dessa vara paketerade på ett sådant sätt att det är svårt för konsumenten att veta vilken risknivå som produkten eventuellt är förenad med. Det visade sig däremot att det förelåg brister i överensstämmelsen mellan den riskbenägenhet som konsumenterna påstod sig ha och risken i de produkter som de ägde. T.ex. uppgav 21 procent av investerarna som ägde finansiella instrument att de inte var beredda att ta några risker alls med sina besparingar. Det visade sig dock, trots detta faktum, att alla ägde aktier, fonder eller instrument på motsvarande risknivå, se FSA, What Consumers Know About Financial Regulation, London, 2004 (Consumer research no. 29), s. 17 f.

uppfattning om vilken risk denne i realiteten tagit och därför avstår från ytterligare framtida investeringar.

4.1.5 Rekommendationer

Inom detta område kommer det att inom kort införas ytterligare reglering från EU i form av fullharmoniseringsdirektiv, vilket leder till att det nationella utrymmet att införa särreglering är kraftigt begränsat. Vi rekommenderar därför att man fokuserar på att öka kunskapen för konsumenterna i deras inledande sökande efter information (Steg 1 och 2 i beslutstrappan), särskilt vad avser s.k. självutvärdering, dvs. att konsumenten får en ökad medvetenhet om vikten av t.ex. spridning av risk i konsumentens totala sparande och hur konsumenten ska göra för att utreda sin egen riskbenägenhet och syfte med placeringen (se vidare avsnitt 5 nedan).

Vi anser även att det vore positivt om det i branschen togs fram en liknande ordlista som den som finns på pensionsområdet för andra typer av finansiella produkter och tjänster, för att undvika att det skapas en mängd branschuttryck som är svåra för en konsument att ta till sig. Det bästa vore om det togs fram *en* gemensam ordlista för finansbranschen som alla aktörer följde, något som skulle väsentligt underlätta för konsumenterna att jämföra produkter. En sådan harmonisering av finansiella begrepp och uttryck skulle också minska riskerna för att kunderna missförstår innebörden av vissa begrepp, t.ex. att en kapitalsäkrad produkt inte är 100 procent säkrad från förlust. Detta är särskilt viktigt på områden där ett och samma begrepp kan ha ett flertal synonymer, som t.ex. emittent (låntagare, utgivare) och kapitalskyddad placering (kapitalsäkrad placering, kapitalskyddad placeringsprodukt).⁷¹

⁷¹ Se Svenska Fondhandlareföreningen, Ordlista (version 3), Begrepp och definitioner avseende vissa strukturerade placeringsprodukter, bilaga till branschkod för strukturerade placeringsprodukter: *Emittent* - Den som är utgivare av en Strukturerad Placeringsprodukt och upprättar prospekt samt därmed är betalningsskyldig enligt den Strukturerade Placeringsproduktens villkor. Emittent kan samtidigt uppträda i rollen som Arrangör och/eller Distributör. Synonymer: "Låntagare", "Utgivare". *Kapitalskyddad placering* - En Strukturerad Placeringsprodukt där Emittenten har åtagit sig att återbetala minst det Nominella beloppet på Återbetalningsdagen. Synonymer: "Kapitalskyddad placeringsprodukt", "Kapitalsäkrad placering".

4.2 Informationskrav avseende finansiell rådgivning och investeringsrådgivning

Den 1 juli 2004 infördes den första regleringen av finansiell rådgivning i Sverige genom lagen (2003:862) om finansiell rådgivning till konsumenter (cit. rådgivningslagen, LFR). Orsaken till att det ansågs föreligga ett behov av att reglera finansiell rådgivning var att denna tjänst var tämligen ny för konsumenter och regleringsbehovet ansågs stort på *”marknader där konsumenterna tar stora risker och där felaktiga beslut kan ge stora återverkningar på konsumentens ekonomi”*.⁷² På bara tio år hade hushållens sparande utvecklats från att till hälften utgöras av bankinlåning till att sjunka till 20 procent. I motsvarande grad hade sparande i direktägande i aktier och fonder ökat. I och med detta hade konsumenterna valt att placera större delen av sitt sparkapital i investeringar *”som inte sällan innebär risk för en inte obetydlig förlust.”*⁷³ Lagen är tillämplig på finansiell rådgivning, dvs. finansiell rådgivning som en näringsidkare tillhandahåller en konsument och som omfattar placering av konsumentens tillgångar i finansiella instrument eller i livförsäkringar med sparmoment, 1 § LFR.⁷⁴

Arbetet inom EU hade vid denna tid påbörjats för att harmonisera regleringen inom EU vad avser bl.a. försäljning, förvaltning och rådgivning avseende finansiella instrument. Inom EU hade man uppmärksammat att investerare var i behov av harmoniserade regler inom hela EU som erbjöd en *”hög nivå på skyddet av investerarna”*.⁷⁵ Därför ansågs det nödvändigt att det för dessa tjänster infördes ett särskilt krav på tillstånd för att säkerställa en hög kvalitet och för att möjliggöra en effektiv tillsyn av företagens tjänster. Investeringsrådgivning regleras i det s.k. MiFID-direktivet och skulle vara implementerat i medlemsstaterna senast den 1 november 2007.⁷⁶ Tillhandahållande av investeringstjänsten investeringsrådgivning är därför, till skillnad mot rådgivningslagen, numera tillståndspliktig och regleras i lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden (cit. värdepappersmarknadslagen, VpmL). I stort är finansiell rådgivning och investeringsrådgivning överensstämmande tjänster och all rådgivning som tillhandahålls på finansmarknaden kommer således att regleras endast av värdepappersmarknadslagen, 3a § LFR.⁷⁷ För de fall som

⁷² Se prop. 2002/03:133, s. 7.

⁷³ Se prop. 2002/03:133, s. 7.

⁷⁴ För analys av begreppen konsument och näringsidkare, se Korling, Rådgivningsansvar, s. 245 ff.

⁷⁵ Se skäl 2 2004/39/EG.

⁷⁶ Se 2004/39/EG. Direktivet kompletteras av kommissionens genomförandedirektiv 2006/73/EG vilket i stort motsvaras av Finansinspektionens föreskrifter FFFS 2007:16 konsoliderad version.

⁷⁷ Se Korling, Rådgivningsansvar, s. 293 ff.

rådgivningen inte faller inom värdepappersmarknadslagens tillämpningsområde, regleras istället tjänsten av rådgivningslagen.

I motsats till rådgivningslagen är värdepappersmarknadslagen tillämplig på alla typer av kunder. I och med MiFID-direktivet infördes tre huvudgrupper av kunder, nämligen icke-professionell kund, professionell kund och jämbördig motpart. En icke-professionell kund är en kund som inte klassificerats som en professionell kund eller jämbördig motpart, 8 kap. 15 § VpmL. En professionell kund är bl.a. en enhet som har tillstånd att verka på finansmarknaderna eller myndigheter och stater, 8 kap. 16 § VpmL. En kund kan även begära att bli klassificerad som professionell kund, 8 kap. 17 § VpmL.⁷⁸

4.2.1.1 Informationskrav i rådgivningslagen

Det saknas särskilda informationsbestämmelser i rådgivningslagen. Det närmaste man kommer ett informationskrav i lagen är att rådgivaren enligt 5 § *”skall i sin rådgivningsverksamhet iaktta god rådgivningssed och med tillbörlig omsorg ta till vara konsumentens intressen. Näringsidkaren skall anpassa rådgivningen efter konsumentens önskemål och behov samt inte rekommendera andra lösningar än sådana som kan anses lämpliga för konsumenten.”*

Lagen kompletteras av Finansinspektionens föreskrifter och allmänna råd (FFFS 2004:4) om finansiell rådgivning till konsumenter ⁷⁹ och Konsumentverkets föreskrifter och allmänna råd (KOVFS 2004:4) om finansiell rådgivning till konsumenter. I och med att Finansinspektionen och Konsumentverket delar tillsynsansvar över lagen är föreskrifterna i princip överensstämmande, se 8 § LFR.

Föreskrifterna saknar i stora delar reglering av hur informationen till konsumenten ska utformas. Istället fokuserar föreskrifterna på hur rådgivningstillfället ska redovisas i förhållande till konsumenten i form av dokumentation av rådgivningstillfället.

⁷⁸ Se vidare 13 kap. FFFS 2007:16 där det finns vidare bestämmelser om kundkategorisering.

⁷⁹ 1 kap. 2 § har därefter ändrats genom Finansinspektionens föreskrifter om ändring i Finansinspektionens föreskrifter och allmänna råd (FFFS 2007:20) om finansiell rådgivning till konsumenter.

4.2.1.2 Informationskrav i värdepappersmarknadslagen

I värdepappersmarknadslagen finns det en portalbestämmelse som anger hur värdepappersinstitutet ska agera i förhållande till sina kunder.⁸⁰ Av 8 kap. 1 § Vpml följer att ett värdepappersinstitut ska *"tillvarata sina kunders intressen när det tillhandahåller investeringstjänster eller sidotjänster till dessa samt handla hederligt, rättvist och professionellt."* Vidare ska institutet även i *"övrigt handla på ett sätt så att allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden upprätthålls."*

I 8 kap. 22 § Vpml framgår de översiktliga informationskraven på värdepappers-instituten. Kunderna ska erhålla *lättbegriplig* information om värdepappersinstitutet och dess tjänster, finansiella instrument och föreslagna placeringsstrategier, handelsplatser, priser och avgifter samt institutets riktlinjer för utförande av order. Informationen ska även *"ge kunderna rimliga möjligheter att förstå arten av och vilka risker som är förknippade med de investeringstjänster och de finansiella instrument som institutet erbjuder"*, 8 kap. 22 § 2 st. Vpml (information får lämnas i standardiserad form). Vidare ska all information som institutet tillhandahåller sina kunder vara *rättvisande* och *tydlig* och får *inte vara vilseledande*. Därutöver ska *marknadsföringsmaterial* lätt kunna identifieras som sådant, 8 kap. 22 § 3 st. Vpml. Hur marknadsföringsmaterial i övrigt får utformas följer av marknadsföringslagen (2008:486) (cit. marknadsföringslagen, MFL) och distans- och hemförsäljningslagen (2005:59) (cit. distansavtalslagen, DAvtL), 8 kap. 22 § 4 st. Vpml.

När ett institut tillhandahåller investeringsrådgivning ska institutet inhämta nödvändiga uppgifter från kunden om dennes *"kunskaper och erfarenheter av den specifika tjänsten eller produkten samt om dennes ekonomiska situation och mål med investeringen, så att institutet kan rekommendera de investeringstjänster och finansiella instrument som är lämpliga för denne"*, 8 kap. 23 § Vpml.

I likhet med rådgivningslagen kompletteras bestämmelserna i värdepappersmarknadslagen avseende investeringsrådgivning av föreskrifter från Finansinspektionen.⁸¹ Till skillnad från rådgivningslagens föreskrifter innehåller föreskrifterna gällande värdepappersmarknadslagen betydligt mer detaljerade och omfattande regler om hur marknadsföring och information ska utformas.

⁸⁰ Ett värdepappersinstitut är ett värdepappersbolag, svenska kreditinstitut som har fått tillstånd enligt denna lag att driva värdepappersrörelse och utländska företag som driver värdepappersrörelse från filial i Sverige, 1 kap. 5 § p. 27 Vpml.

⁸¹ Se FFFS 2007:16 konsoliderad version.

Bedömning av en kund vid investeringstillfället

Vid bedömningen av om investeringsrådgivningen är lämplig för kunden ska värdepappersinstitutet inhämta *nödvändiga* uppgifter för att förstå väsentliga fakta om kunden. De uppgifter som inhämtas om kunden ska ge företaget en *"rimlig grund för att anta att den specifika transaktionen som rekommenderas"* uppfyller kundens mål med investeringen, är av sådant slag att kunden kan bära de risker som är förenliga med målen med investeringen och är av sådant slag att kunden har nödvändig kunskap och erfarenhet för att kunna förstå riskerna med transaktionen, 15 kap. 2 § FFFS 2007:16. Till skillnad mot icke-professionella kunder får institutet anta att kunden har nödvändig kunskap om de produkter, transaktioner och tjänster som kunden är klassificerad som professionell kund, 15 kap. 3 § FFFS 2007:16.

Informationen om kundens ekonomiska situation ska inbegripa information om kundens normala inkomst och varifrån den kommer, kundens tillgångar samt huvudsakliga ekonomiska åtaganden, 15 kap. 4 § FFFS 2007:16. Informationen om kundens mål med investeringen ska när det är relevant inbegripa information om hur länge kunden önskar att inneha investeringen, kundens riskvilja och riskprofil samt kundens syfte med investeringen, 15 kap. 5 § FFFS 2007:16. Om inte kunden lämnar efterfrågad information till institutet, får inte företaget rekommendera investeringstjänsten eller finansiella instrument till kunden, 15 kap. 6 § FFFS 2007:16.

Investeringsrådgivning till konsumenter

Föreskrifterna innehåller något förvånande reglering avseende investeringsrådgivning till konsumenter, trots att begreppet konsument inte förekommer i vare sig MiFID-direktivet eller i värdepappersmarknadslagen. Föreskrifterna innehåller i denna del krav på särskild kompetens för rådgivarna (16 kap. 2–8 §§ FFFS 2007:16) och vilken information som ska dokumenteras (16 kap. 9–18 §§ FFFS 2007:16). Vi kommer att återkomma under avsnitt 4.2.3 om detta är s.k. gold plating, dvs. utgör ett tillägg i nationell lagstiftning som inte är tillåtet enligt MiFID-direktivet.

Information om intressekonflikter

I 8 kap. 21 § VpML framgår att ett värdepappersinstitut ska vidta alla *rimliga* åtgärder för att *identifiera* de intressekonflikter som kan uppkomma mellan institutet, anknutna ombud eller någon närstående person till dem och en kund eller mellan kunder i samband med tillhandahållande av investeringstjänster och sidotjänster samt *förhindra*

att kundernas intressen påverkas negativt av intressekonflikter. För att identifiera intressekonflikter som kan uppstå och som kan drabba kunder negativt ska institutet *åtminst* ta hänsyn till om företaget sannolikt kan erhålla en ekonomisk vinst eller undvika en ekonomisk förlust på kundens bekostnad, har ett annat intresse än kunden av resultatet av den tjänst som tillhandahålls kunden, har ett ekonomiskt eller annat skäl att gynna en annan kunds eller kundgrupps intressen framför kundens intressen, bedriver samma typ av verksamhet som kunden eller tar emot eller kommer att ta emot incitament av annan person än kunden i samband med en tjänst till kunden i form av pengar, varor eller tjänster utöver standardkommissionen eller avgiften för den berörda tjänsten, 11 kap. 2 § FFFS 2007:16. Institutet är även skyldigt att ta fram riktlinjer för att hantera intressekonflikterna som kan uppstå i verksamheten, 11 kap. 3–4 §§ FFFS 2007:16. Vidare innehåller föreskrifterna särskilda regler för de som utformar investeringsanalyser, 8–12 §§ FFFS 2007:16.

4.2.1 Självreglering

Svenska Fondhandlareföreningen bildade 2001 SwedSec som ansvarar för certifiering och övervakning av finansiella rådgivare. Sverige var det fjärde landet i världen som införde licensiering av finansiella rådgivare efter USA, Storbritannien och Nederländerna. Idag är ca 9 400 personer aktiva licenshavare i SwedSec. Licenshavaren förbinder sig att följa SwedSecs regelverk som uppdateras minst en gång per år.

4.2.2 Pågående lagstiftningsarbete inom EU

Kommissionen antog i oktober 2011 ett förslag till MiFID II. Förslaget innehåller många föreslagna ändringar avseende MiFID-direktivet. Vi kommer i detta sammanhang endast analysera de förslag som påverkar kundförhållandet vid investeringsrådgivning.

Kommissionen konstaterar att finanskrisen har synliggjort behovet av att, trots en omfattande reglering, stärka ramarna för regleringen av marknader för finansiella instrument i syfte att öka öppenheten och bl.a. ge investerare bättre skydd och förstärka förtroendet för finansmarknaden.⁸² Kommissionen konstaterar vidare att allt fler privat-personer har blivit aktiva på finansmarknaden och erbjuder ett *”mer komplicerat och vittomfattande utbud av tjänster och instrument”* och att det därför finns behov av ytterligare harmonisering av regelverket för att tillse att investerare erhåller en hög skyddsnivå inom hela unionen.⁸³ Det föreligger

⁸² Se Europeiska kommissionen, Förslag till Europaparlamentets och rådets direktiv om marknader för finansiella instrument och om upphävande av Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/39/EG (KOM(2011) 656 slutlig), s. 14.

⁸³ Se KOM(2011) 656 slutlig, s. 28.

därför ett fortsatt behov av personlig rådgivning och därför rekommenderas att rådgivningsreglerna förändras.

En sådan förändring är att värdepappersföretag som tillhandahåller investeringsrådgivning klargör grunden för de råd som lämnas, särskilt om det produkturval som rekommenderas till kunden. Därtill ska rådgivare vara skyldiga att uppge huruvida rådgivningen lämnas på självständig grund och också huruvida företaget kommer att ge kunderna en fortlöpande bedömning av lämpligheten hos de finansiella instrument som rekommenderats till kunderna.⁸⁴

Artikel 19 MiFID föreslås bli förändrad genom att det införs en skyldighet för värdepappersföretag att ange huruvida rådgivningen tillhandahålls på självständig grund och också i vilken mån den är grundad på en allmän eller en mer begränsad analys av marknaden. Om rådgivningen baseras på en självständig grund *bör* inte urvalet vara begränsat till företagets egna produkter eller produkter utgivna av enheter som har nära förbindelse med företaget. Därtill ska kunden upplysas om företaget avser att löpande bevaka kundernas investeringar ur ett lämplighetsperspektiv.⁸⁵

Avseende informationen ändras kravet från *"lämplig och begriplig information"* till endast ett lämplighetskrav.⁸⁶ Begriplighetskravet framgår istället av artikelns fjärde stycke där det anges att informationen ska tillhandahållas i en begriplig form på ett sådant sätt att kunderna har rimliga möjligheter att förstå arten av och den risk som är förknippad med den investeringstjänst och den specifika typ av finansiellt instrument som erbjuds.⁸⁷ Detaljerade informationskrav förutsätts komma i ett genomförande-direktiv från kommissionen.

Eventuellt kommer det tidigare föreslagna förbudet för självständiga rådgivare att ta emot ersättning från någon annan än kunden att tas bort från förslaget och istället bytas ut mot en informationsförpliktelse för rådgivaren att uppge om denne erhåller ersättning från tredje part.⁸⁸

⁸⁴ Se KOM(2011) 656 slutlig, s. 28.

⁸⁵ Se KOM(2011) 656 slutlig, s. 78.

⁸⁶ Se KOM(2011) 656 slutlig, s. 78.

⁸⁷ Se KOM(2011) 656 slutlig, s. 78.

⁸⁸ Se European Parliament, Draft report on the proposal for a directive of the European Parliament and of the Council on markets in financial instruments repealing Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council (recast) (COM(2011)0656 – C7-0382/2011 – 2011/0298(COD)), s. 47. Jfr KOM(2011) 656 slutlig, s. 78.

Värdepappersföretaget kommer också att vara skyldig att tillhandahålla rapportering om de tjänster som företaget tillhandahållit. Har företaget lämnat investerings-rådgivning ska företaget vid rådgivningstillfället ange *"hur den rådgivning som ges motsvarar kundens personliga egenskaper"*.⁸⁹ Som synes kommer alltså lämplighetsbedömningen att kompletteras av att företaget måste ange varför rekommendationen var lämplig med hänsyn till kundens personliga egenskaper och inte som idag, att endast lämna lämpliga rekommendationer. Kommissionen och ESMA kommer också att utforma riktlinjer för bedömningen av finansiella instrument som innehåller en struktur som gör det svårt för kunden att bedöma och förstå den risk som är förenad med den rekommenderade produkten.

4.2.3 Möjligheter till nationell särreglering

Eftersom investeringsrådgivning numera är en tillståndspliktig verksamhet är det fåtal rådgivare vars rådgivning blir att bedöma enligt rådgivningslagen.

Regeringen diskuterade möjligheten att införa ytterligare nationella krav vid implementeringen av MiFID-direktivet och framhöll att det endast i undantagsfall kunde vara motiverat att införa strängare bestämmelser. Det poängterades också att det var viktigt att de svenska reglerna stämde överens med de krav som infördes i övriga nordiska länder mot bakgrund av att många företag betraktar Norden som sin hemmamarknad.⁹⁰ Därutöver har 16 kap. FFFS 2007:16 kritiserats för att utgöra s.k. gold plating genom att föreskrifterna går utöver de krav som följer av MiFID och kommissionens genomförandedirektiv. Kritiken kan sammanfattas så att de skäl som Finansinspektionen anfört för nationell särreglering har ifrågasatts, att MiFID:s regler om investeringsrådgivning är bättre än FI:s föreskrifter samt att föreskrifternas eventuella fördel inte överväger nyttan med ett harmoniserat europeiskt regelverk.⁹¹

Mot bakgrund av att MiFID II synes ha motsvarande snäva möjlighet till nationell särreglering, är vår rekommendation på detta område att lagstiftaren tillsammans med myndigheter och branschorganisationer söker s.k. soft law-lösningar, dvs. överenskommelser och riktlinjer som är frivilliga för marknadens parter att följa. I och med att myndigheter och branschorganisationer tillsammans når gemensamma lösningar, finns det goda möjligheter att branschens aktörer följer dessa (se vidare ovan avsnitt 4.1.3).

⁸⁹ Se KOM(2011) 656 slutlig, s. 82.

⁹⁰ Se prop. 2006/07:115, s. 276 f.

⁹¹ Se Lycke, Johan, Synpunkter på förslaget på föreskrifter med anledning av MiFID, 2007-06-05.

4.2.4 Identifierade riskområden

Allmänt om utformningen av informationskraven

Till skillnad mot köp och försäljning av finansiella instrument är regleringen avseende finansiell rådgivning och investeringsrådgivning fokuserad på att kunden ska få hjälp med att analysera sig själv och sina individuella förutsättningar för att fatta ett välövertvägt investeringsbeslut (dvs. Steg 1 och 2 i beslutstrappan). Rådgivaren ska dessutom tillhandahålla kunden biträde vid val av investeringsalternativ genom att välja ut och rekommendera sådana investeringar som är *lämpliga* för kunden (Steg 3 i beslutstrappan). Kunden ska också erhålla information som är anpassad efter kundens individuella förmåga att förstå informationen.

Informationen som kunden tillhandahålls sker genom ett muntligt samtal mellan rådgivaren och kunden, vilket gör att det är mycket svårt att i efterhand bedöma om rådgivaren har uppfyllt sina förpliktelser enligt lagstiftningen att tillhandahålla begriplig och lämplig information till kunden. Rådgivningstillfället dokumenteras visserligen men det är rådgivaren som sammanställer denna information, vilken också i många fall är väldigt kortfattad och därför inte möjliggör en bedömning av rådgivningstillfället i efterhand. Så länge som det inte finns krav på att rådgivningsmöten spelas in är det i princip omöjligt för Finansinspektionen att utvärdera om rådgivningen skett i enlighet med regelverket. Detta skapar givetvis en stor risk för konsumenter, genom att de är utlämnade till den enskilde rådgivaren och därmed också riskerar att erhålla information som inte är lämplig för kunden men samtidigt har stora svårigheter att bevisa detta i efterhand. Risken för att en oseriös rådgivare upptäcks är således mycket liten.

Riskområden

På detta område syftar informationskraven till att konsumenten ska få tillräckligt anpassad information utifrån konsumentens egna förutsättningar. Rådgivningen ska bistå konsumenten både vid urval bland marknadens produkter samt hjälpa konsumenten att utvärdera individuella tjänster och produkter. Konsumenten ska också få hjälp med att välja ut investeringar som är lämpliga för konsumenten med beaktande av dennes kunskap, erfarenhet, mål och syfte med placeringen samt ekonomiska förutsättningar. Rådgivningsrelationen är emellertid förenad med informations-asymmetrier och intressekonflikter mellan rådgivaren och konsumenten, vilket skapar ett antal risker att hantera.

För det första finns det en risk att lagstiftningen ger konsumenten intrycket av att rådgivningen som lämnas är mer oberoende än vad den faktiskt är. Det finns idag inga krav på att rådgivaren ska agera oberoende av sin arbetsgivares intressen att sälja produkter och inte heller tillhandahålla rådgivning utan att beakta personlig intjäningsförmåga. Stora delar av rådgivningsmötet är förenat med försäljningsinslag, vilket inte alltid konsumenter inser. Utformningen av lagstiftningen synliggör inte heller konsumentens eget ansvar för sitt val att investera i enlighet med de rekommendationer konsumenter har fått av rådgivaren och inte heller verkan av att konsumenten undertecknar och därmed också intygar innehåll i lämplighetsbedömningar och placeringsförslag.

För det andra finns det en risk för att konsumenten inte tillräckligt tydligt blir informerad om den eventuella ersättning som rådgivaren erhåller i form av antingen personlig ersättning eller intjäning till arbetsgivaren från producenterna av de finansiella tjänster och produkter som konsumenten rekommenderas att köpa.

För det tredje finns det en stor risk för att dokumentationen inte överensstämmer med vad som har behandlats mellan parterna vid rådgivningsmötet. Detta är ett stort problem eftersom en undermålig dokumentation av rådgivningsmötet i princip omöjliggör för en konsument att i en efterföljande tvist bevisa att rådgivaren lämnade otillräcklig information till konsumenten alternativt gjort en felaktig lämplighetsbedömning av konsumenten.

För det fjärde är informationskraven avseende rådgivning fokuserade på *vilken typ* av information som ska lämnas och inte *hur* informationen ska presenteras. I MiFID-direktivet anges det i och för sig att informationen ska vara lättbegriplig och ge konsumenten rimlig möjlighet att förstå arten av och vilka risker som är förknippad med de investeringstjänster som tillhandahålls konsumenten. Sådana generella krav i lagstiftningen är tämligen svåra att tillämpa i praktiken och kan därför komma att påverka konsumentskyddet vid en efterföljande tvist negativt, genom att konsumenten inte har möjlighet att påvisa att uppdraget har utförts vårdslöst och därför inte heller kan få kompensation för de skador som rådgivningen orsakat.

För det femte skapar utformningen av informationskraven ytterligare oönskade effekter. Konsumenten kan bli vilseledd vid jämförelser mellan olika typer av finansiella instrument mot bakgrund av att informationen blir alltför omfattande. Rådgivaren kan också göra sig skyldig till

omedvetna överträdelser av regelverket till följd av att detta är alltför generellt utformat.

För det sjätte innehåller inte reglering några regler om betänketid för konsumenten, vilket kan få till följd att konsumenten i realiteten inte ges tillräckligt med tid för att utvärdera den information som tillhandahålls vid rådgivningsmötet genom att detta avslutas med att konsumenten väljer att investera i enlighet med rådgivarens rekommendationer och först i efterhand i bästa fall läser igenom all den information som konsumenten har fått.

För det sjunde finns det stora risker med att konsumenten inte är medveten om vilka skyldigheter som rådgivaren vid ett rådgivningsmöte har. Detta leder till att konsumenten inte heller kan utvärdera rådgivningens kvalitet och därför inte heller kan bedöma verkan av att kunden undertecknar och intygar t.ex. att lämplighetsbedömningen har gjorts i enlighet med regelverket. Medvetenheten om vilka rättigheter och skyldigheter en konsument har vid rådgivning är ofta mycket låg. I detta avseende är det möjligt att tala inte bara om finansiell analfabetism utan också juridisk analfabetism, dvs. att konsumenten inte har tillräcklig kunskap om verkan av sitt eget handlande.

För det åttonde saknar mycket av den europeiska regleringen regler av civilrättslig karaktär, dvs. regler som styr verkan av att den finansiella aktören inte agerat i enlighet med regelverket. På samma sätt saknas det närmare regler om hur avtal på det finansiella området ska ingås och därefter tolkas. Ytterligare brister är att det saknas regler om skadestånd, reklamation och preskription, vilket skapar en risk för att de standardavtal som finns på området, som tagits fram genom självreglering, är alltför näringsidkarvänliga och inte överensstämmer med de krav som följer av annan konsumentlagstiftning. Dessa typer av frågor behandlas delvis i rådgivningslagen men utformningen av bestämmelserna samt dess förarbeten är alltför generellt utformade för att effektivt kunna tillämpas i praktiken, något som påverkar konsumentskyddet negativt.

4.2.5 Rekommendationer

Som synes är det i dagsläget inte ett krav för näringsidkaren att dokumentera och informera konsumenten om flera väsentliga förhållanden som torde ha stor inverkan på konsumentens möjlighet att ta till sig den information som lämnas under rådgivningsmötet samt bedöma detsamma efteråt vid studie av dokumentationen. De "krav" som följer av de allmänna råden rekommenderas därför överföras till föreskrifter för att säkerställa

att alla marknadens parter beaktar informationskraven och tillhandahåller konsumenterna desamma.

Föreskrifterna till rådgivnings- och värdepappersmarknadslagarna behöver förtydligas i flera avseenden, bl.a. bör krav i allmänna råd istället framgå av föreskrifter eftersom allmänna råd inte är bindande för marknadens aktörer.⁹² Här måste man ta hänsyn till de eventuella begränsningar i nationellt tillägg som framgår av MiFID II.

Vi rekommenderar också att lagstiftaren verkar för att nå en branschöverenskommelse, likt den branschkod som finns avseende strukturerade produkter, för att därför skapa en branschstandard avseende utformning av finansiell information på ett generellt plan. Samtidigt måste givetvis företagen ha kvar möjligheten att själva bedöma vad de anser är lämplig information i förhållande till konsumenter.

Idag beslutar SwedSec vilka kompetenskrav som ska ställas på finansiella rådgivare genom utformningen av sitt regelverk. Här bör man överväga om Konsumentverket och Finansinspektionen ska vara del i denna process, särskilt mot bakgrund av att kompetenskraven i föreskrifterna är tämligen allmänt hållna och därigenom svåra att tolka. Ett alternativ är givetvis att föreskrifterna avseende kunskapskraven väsentligt förtydligas eftersom de idag är oacceptabelt generellt utformade.⁹³

Rådgivningslagens skadeståndsbestämmelser i praktiken är väldigt svåra att tillämpa, särskilt mot bakgrund av att det i rådgivningslagens förarbeten inte tillräckligt tydligt definierar vad som ska betraktas som skada i rådgivningslagens mening. Underrättspraxis varierar mycket på detta område och det finns ett stort behov av klagörande avseende vad som kan utgöra en skada orsakad av finansiell rådgivning och diskretionär förvaltning, särskilt mot bakgrund att en positiv avkastning också kan utgöra en skada, vilket därigenom gör att finansiella skador skiljer sig från andra skadebedömningar på andra områden. Detta påverkar konsumentskyddet negativt och vi förordar därför, särskilt med beaktande av att EU-rättslig harmonisering saknas, att lagstiftaren tillsätter en utredning som får i uppdrag att se över de civilrättsliga konsekvenserna av rådgivnings- och värdepappersmarknadslagen.

⁹² Allmänna råd kan dock i vissa situationer bedömas vara bindande för marknadens aktörer, se t.ex. NJA 1995 s. 693.

⁹³ Se vidare Korling, Fredric, Rådgivning eller marknadsföring? Analys av försäkringsförmedlars verksamhet i förhållande till lagen (2003:862) om finansiell rådgivning till konsumenter och lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden, rapport till Finansinspektionen 2011-01-17, s. 51 ff.

4.3 Informationskrav avseende diskretionär förvaltning

Investerings-tjänsten diskretionär portföljförvaltning är en tillståndspliktig investerings-tjänst, 2 kap. 1 § 4 p. VpmL. I likhet med investeringsrådgivning krävs det att värdepappersinstitutet inhämtar nödvändiga uppgifter från kunden om dennes kunskaper och erfarenheter av den specifika tjänsten eller produkten samt om dennes ekonomiska situation och mål med investeringen så att institutet kan rekommendera de investeringstjänster och finansiella instrument som är *lämpliga* för kunden, 8 kap. 23 § VpmL.

De diskussioner som förs med kunden och företaget dels vid upprättandet av placeringsinstruktionen, dels vid översyn av densamma är att betrakta som investeringsrådgivning och omfattas således av särskild reglering (se ovan avsnitt 4.2). Icke-diskretionär förvaltning, dvs. där förvaltaren måste inhämta särskilt tillstånd av kunden innan köp och försäljning av finansiella instrument, betraktas också som investeringsrådgivning och inte som en särskild typ av förvaltning.⁹⁴

I detta avsnitt kommer endast de särskilda regler som styr det diskretionära förvaltningsuppdraget att behandlas, se ovan i avsnitt 4.2 om de informationsregler som är tillämpliga på såväl investeringsrådgivning som diskretionär portföljförvaltning (t.ex. vad avser information om finansiella instrument, lämplighetsbedömning, hantering av intressekonflikter samt dokumentation av uppdraget).

Ett företag som tillhandahåller tjänsten diskretionär portföljförvaltning ska ha en *lämplig* metod för bedömning och jämförelse, så att kunden kan ha en rimlig möjlighet att bedöma och jämföra företagets prestation, 14 kap. 19 § FFFS 2007:16. I bestämmelsen anges att en lämplig metod kan vara ett meningsfullt referensvärde, som är baserat på kundens syfte med investeringen och typen av de finansiella instrument som ingår i kundens portfölj. Om kunden är en icke-professionell kund, ska företaget därutöver tillhandahålla kunden information om:

1. uppgifter om sin metod för värdering av de finansiella instrumenten i kundportföljen och hur ofta detta sker,
2. uppgifter om eventuell delegering av den diskretionära förvaltningen av alla eller delar av de finansiella instrumenten eller medlen i kundportföljen,
3. en specificering av de eventuella referensvärden som kundportföljens utveckling ska jämföras med,

⁹⁴ Se prop. 2006/07:115, s. 309 f. och s. 540.

4. de typer av finansiella instrument som kan ingå i kundportföljen och de typer av transaktioner som kan utföras med sådana instrument, inklusive eventuella begränsningar, och
5. förvaltningsmålen, den risknivå som ska återspeglas i förvaltarens utnyttjande av eget handlingsutrymme samt eventuella specifika begränsningar av detta, 14 kap. 20 § FFFS 2007:16.

Värdepappersföretaget ska även tillhandhålla kunden ett regelbundet besked på ett varaktigt medium om hur förvaltningen har skett. När kunden är en icke-professionell kund ska informationen därutöver innehålla information om:

1. värdepappersföretagets namn,
2. namn eller annan beteckning på kundens konto,
3. ett besked med portföljens innehåll och värde, däribland närmare uppgifter om de enskilda finansiella instrumenten, deras marknadsvärde eller skäliga värde om marknadsvärde saknas och behållningen i början och i slutet av perioden samt portföljens utveckling under perioden,
4. den totala summan av arvoden och avgifter under perioden, inklusive en specifikation av minst de totala förvaltningsarvodena och kostnaderna i samband med utförandet, samt, i förekommande fall, en uppgift om att en mer detaljerad fördelning kan tillhandahållas på begäran,
5. en jämförelse av utvecklingen under den period som omfattas av utdraget med det referensvärde för investeringsutvecklingen som värdepappersföretaget och kunden eventuellt har kommit överens om,
6. det totala belopp som erhållna utdelningar, räntor och andra utbetalningar i kundens portfölj uppgår till under rapporteringsperioden,
7. uppgifter om andra bolagshändelser som ger upphov till rättigheter avseende finansiella instrument i portföljen, och
8. varje transaktion som utförts under perioden med den information som avses i 6 § första stycket 3–12, såvida inte kunden väljer att erhålla information om utförda transaktioner för varje enskild transaktion, då 11 § ska tillämpas, 17 kap. 9 § FFFS 2007:16.

I de flesta fall ska kunden erhålla en sådan översikt var sjätte månad, i vissa specialfall vid andra tidpunkter, 17 kap. 10 § FFFS 2007:16. Kunden kan även välja att ta emot information om varje utförd transaktion. Är kunden icke-professionell ska kunden få en avräkningsnota senast första affärsdagen efter utförandet, 17 kap. 11 § FFFS 2007:16.

Om kunden är en icke-professionell kund ska företaget dessutom underrätta kunden om förluster som överstiger de eventuella tröskelvärden som företaget och kunden kommit överens om, 17 kap. 12 § FFFS 2007:16.

4.3.1 Självreglering

Det finns ingen direkt självreglering på området som är tillämplig på informationsgivning vid diskretionär portföljförvaltning. Svenska Fondhandlare-föreningen har ett antal standardavtal som kan vara tillämpliga på diskretionära portföljförvaltningsuppdrag (t.ex. depåavtal) men det finns ingen särskild självreglering som styr t.ex. hur placeringsinstruktioner ska upprättas.

4.3.2 Pågående lagstiftningsarbete inom EU

Kommissionen antog i oktober 2011 ett till förslag till MiFID II. Förslaget innehåller många föreslagna ändringar avseende MiFID-direktivet. Vi kommer i detta sammanhang endast analysera de förslag som påverkar kundförhållandet vid diskretionär förvaltning.

Kommissionen konstaterar att finanskrisen har synliggjort behovet av att, trots en omfattande reglering, stärka ramarna för regleringen av marknader för finansiella instrument i syfte att öka öppenheten och bl.a. ge investerare bättre skydd och förstärka förtroendet för finansmarknaden.⁹⁵ Kommissionen konstaterar att allt fler privatpersoner har blivit aktiva på finansmarknaden och erbjuds ett *”mer komplicerat och vittomfattande utbud av tjänster och instrument”* och att det därför finns behov av ytterligare harmonisering av regelverket för att tillse att investerare erhåller en hög skyddsnivå inom hela unionen.⁹⁶

Ett av de förslag som lämnas är att företag som tillhandahåller investeringstjänsten portföljförvaltning, inte får godta eller ta emot *”avgifter, kommission eller ekonomisk ersättning som utbetalas eller tillhandahålls av någon tredje part eller av en person som agerar för tredje parts räkning i fråga om tillhandahållandet av tjänsten till kunder”*.⁹⁷

Eventuellt kommer det tidigare föreslagna förbudet för diskretionära förvaltare att ta emot ersättning från någon annan än kunden att tas bort från förslaget och istället bytas ut mot en informationsförpliktelse för

⁹⁵ Se KOM(2011) 656 slutlig, s. 14.

⁹⁶ Se KOM(2011) 656 slutlig, s. 28.

⁹⁷ Se KOM(2011) 656 slutlig, s. 79.

rådgivaren att uppge om denne erhåller ersättning från tredje part innan handel inom ramen för det diskretionära uppdragsavtalet sker.⁹⁸

4.3.3 Möjligheter till nationell särreglering

Mot bakgrund av att MiFID II synes ha motsvarande snäva möjlighet till nationell särreglering, är vår rekommendation på detta område att lagstiftaren tillsammans med myndigheter och branschorganisationer söker s.k. soft law-lösningar, dvs. överenskommelser och riktlinjer som är frivilliga för marknadens parter att följa. I och med att myndigheter och branschorganisationer tillsammans når gemensamma lösningar, finns det goda möjligheter till att branschens aktörer följer dessa (se vidare ovan avsnitt 4.1.3).

4.3.4 Identifierade riskområden

Allmänt om utformningen av informationskraven

I och med att kunden vid diskretionär förvaltning har givit förvaltaren i uppdrag att självständigt placera kundens medel, är informationsreglerna fokuserade på den information som kunden ska erhålla i efterhand för att kunna utvärdera hur förvaltaren skött sitt uppdrag (dvs. Steg 4 i beslutstrappan).

Riskområden

På detta område syftar informationskraven till att konsumenten ska få tillräckligt anpassad information utifrån konsumentens egna förutsättningar. I likhet med rådgivningsrelationen är det diskretionära förvaltningsförhållandet förenat med informationsasymmetrier och intressekonflikter mellan förvaltaren och konsumenten, vilket skapar ett antal risker att hantera. Här vill vi också framhålla att ett diskretionärt förvaltningsuppdrag i princip alltid kombineras med investeringsrådgivning, se ovan under avsnitt 4.2.

För det första saknas det idag reglering om hur ett diskretionärt förvaltningsuppdrag ska utföras. Informationskraven innebär därför en risk för att konsumenten inte på ett tillräckligt informerat sätt kan bedöma i vilken mån som förvaltningsuppdraget har skett i enlighet med konsumentens intressen.

För det andra finns det en risk för att konsumenten blir föremål för s.k. churning, dvs. att förvaltaren genomför köp och försäljning av finansiella

⁹⁸ Se European Parliament, Draft report on the proposal for a directive of the European Parliament and of the Council on markets in financial instruments repealing Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council (recast) (COM(2011)0656 – C7-0382/2011 – 2011/0298(COD)), s. 47. Jfr KOM(2011) 656 slutlig, s. 78.

instrument för att erhålla högre intjäning genom courtage och andra administrativa avgifter. Eftersom det saknas detaljerade regler för hur en placeringsinstruktion ska utformas finns det en risk för att denna blir alltför generellt utformad, vilket leder till att det i princip är omöjligt för konsumenten att i efterhand utvärdera i vilken mån som förvaltningen har skett på ett för konsumenten lämpligt sätt.

4.3.5 Rekommendationer

Mot bakgrund att det idag saknas detaljerade regler för hur placeringsinstruktioner ska utformas, rekommenderar vi att branschen i samråd med berörda myndigheter arbetar fram riktlinjer för hur sådana instruktioner bör utformas. Risken är annars att många kunder erhåller en tämligen kortfattad placeringsinstruktion, vilket gör det svårt att i efterhand bevisa att förvaltaren inte bedrivit förvaltningen i enlighet med de diskussioner som förts mellan parterna.

4.4 Informationskrav avseende försäkringsförmedling

Försäkringsförmedlarens informationsskyldighet regleras i 6 kap. lagen (2005:405) om försäkringsförmedling (cit. FfL) och i Finansinspektionens föreskrifter (2005:11, konsoliderad version) om försäkringsförmedling. Tillhandahåller försäkringsförmedlaren även rådgivning om finansiella instrument och produkter (förutom försäkringar) omfattas denna del av rådgivningen av rådgivningslagen.⁹⁹

Information innan försäkringsavtal ingås

Enligt 6 kap. 1 § 1 st. FfL ska en förmedlare *i rimlig tid* innan ett försäkringsavtal ingås lämna information till kunden om försäkringsförmedlaren, vilken tillsynsmyndighet som överser förmedlarens verksamhet, huruvida förmedlaren har ett kvalificerat innehav i ett försäkringsföretag eller om ett försäkringsföretag har ett kvalificerat innehav i förmedlaren. Därutöver ska förmedlaren upplysa kunden om priset för försäkringsförmedlingen eller grunderna för hur priset bestäms och om provision eller annan ersättning kan påräknas bli betald av annan än kunden, att förmedlaren har en ansvarsförsäkring samt vilka möjligheter som finns att framställa klagomål mot och pröva en tvist utanför domstol mot förmedlaren. Informationskraven kompletteras av 6 kap. 1–4, 12–14 §§ FFFS 2005:11.

Förmedlaren har en skyldighet att informera kunden om att denne har en ansvarsförsäkring för sin verksamhet, vem som är försäkringsgivare samt vilka rättigheter kunden har i förhållande till försäkringsbolaget vid en eventuell skada. I de allmänna råden anges att om en försäkringsförmedlare i samma rörelse som försäkringsförmedlingen utövar annan verksamhet än försäkringsförmedling eller förmedling och investeringsrådgivning om fondandelar, *bör* förmedlaren upplysa kunden om att ansvarsförsäkringen inte gäller för denna verksamhet. Vi kommenterar detta under avsnitt 4.4.5.

Avseende priset för förmedlingen avses vad kunden totalt och slutligt kommer att få betala. Får förmedlaren endast ersättning i form av provision eller annan ersättning från försäkringsgivaren ska denna ersättning betraktas vara det pris som kunden kommer att få betala. Är ersättningen inte kopplad till det individuella försäkringsavtalet ska förmedlaren redovisa en beräknad ersättning per individuellt avtal eller på annan individuell grund. Kunden ska således *"inte kunna sluta ett försäkringsavtal utan kännedom om att förmedlaren får ersättning som betalas av försäkringsgivaren"*.¹⁰⁰ Att priset för förmedlingen redovisas korrekt till

⁹⁹ Se Korling, Rådgivning eller marknadsföring?, s. 38 ff.

¹⁰⁰ Se prop. 2004/05:133 Försäkringsförmedling, s. 156.

kunden ansågs vara av högsta vikt och torde främja ökad konkurrens på området.¹⁰¹ I 6 kap. 5–11 §§ FFFS 2005:11 anges grunderna för hur provisionen ska redovisas till kunden. Där framgår det att kunden ska erhålla information om storleken på ersättningen eller *om detta inte är möjligt, grunderna för hur ersättningen bestäms*. Vi återkommer i våra rekommendationer nedan under avsnitt 4.4.4. och avsnitt 5.5 hur vi ser på frågan om redovisning av provisioner.

Det diskuterades även vid implementeringen av direktivet om ett provisionsförbud skulle införas. Konsumentverket hade i sitt remissvar anfört att det borde övervägas om inte ett generellt arvodessystem var att föredra framför ett provisionsbaserat system. Konsumentverket menade att misstanken om att förmedlaren styrs mot de alternativ som ger högsta möjliga provision alltid finns kvar i de fall förmedlaren får provision från försäkringsföretaget. Finansinspektionen hade vid denna tid granskat livbolagens provisioner och konstaterat att förekom höga engångsbelopp som betalades till försäkringsmäklaren när försäkringen tecknades och att detta ersättningssystem i vissa fall skapade ekonomiska incitament som kan leda till intressekonflikter mellan mäklaren och försäkringstagaren. Finansinspektionen förordade därför krav på ökad information om priser och villkor på försäkringsmarknaden, en hållning som förändrats i och med att inspektionen numera förordar ett provisionsförbud vid försäkringsförmedling.¹⁰² Regeringens slutsats blev emellertid att parterna skulle ges möjlighet att hitta en lämplig lösning på problemet men det poängterades att ersättningsmodellen inte får konstrueras på ett sådant sätt att försäkringsförmedlarens lojalitet mot uppdragsgivaren kunde komma att ifrågasättas.¹⁰³

Enligt 6 kap. 1 § 2 st. FfL ska förmedlaren upplysa kunden om denne är en s.k. anknuten förmedlare och att försäkringsföretaget i så fall ansvarar för ren förmögenhetsskada som drabbar en kund.¹⁰⁴ Ovanstående information

¹⁰¹ Se prop. 2004/05:133, s. 84.

¹⁰² Se prop. 2004/05:133, s. 85 f. Se även Finansinspektionens rapport (2005:2) om livbolagens provisioner till försäkringsmäklare och Finansinspektionens rapport Risker i det finansiella systemet, 15 november 2011, s. 32: "Det är FI:s uppfattning att regelverken inte på ett bra sätt kan hantera risker som är en konsekvens av affärsmodellen, och FI skulle se positivt på ett provisionsförbud." Se vidare Förtroendekommissionens betänkande SOU 2004:47 Näringslivet och förtroendet, s. 303: "Som oftast när det gäller intressekonflikter kan detta åtgärdas på i princip två sätt: antingen klarlägger man intressekonflikten och hanterar den eller också upplöser man den. I detta fall är det andra alternativet den naturliga lösningen."

¹⁰³ Se prop. 2004/05:133, s. 86.

¹⁰⁴ Anknuten försäkringsförmedlare definieras i 1 kap. 10 § a. FfL som:

"a) en svensk fysisk eller juridisk person som har träffat avtal med ett eller flera försäkringsföretag om att förmedla försäkringsprodukter, om dessa produkter inte konkurrerar

ska även lämnas vid förnyelse eller ändring av försäkringsavtalet om det behövs, 6 kap. 1 § 3 st. FfL.

Försäkringsförmedlaren är även skyldig att vidarebefordra sådan information om försäkringsavtalet som ett försäkringsföretag är skyldigt att lämna till en försäkringstagare, 6 kap. 5 § FfL (se vidare under avsnitt 4.7). Med vidarebefordra avses *”dels att försäkringsförmedlaren endast har ansvar för sådan information som denne faktiskt tagit emot från försäkringsföretaget, dels att informationen inte får bearbetas eller på annat sätt förändras av försäkringsförmedlaren”*.¹⁰⁵

Information om typ av förmedlare

Förmedlaren ska även *i rimlig tid* innan ett försäkringsavtal ingås lämna information till kunden om huruvida förmedlaren, när det gäller det aktuella försäkringsavtalet

1. ger råd på grundval av en opartisk analys (dvs. baserar sin analys på ett tillräckligt stort antal försäkringsavtal på marknaden, 5 kap. 4 § 2 st. 2 men. FfL),
2. genom avtal åtagit sig att förmedla försäkringar uteslutande för ett eller flera försäkringsföretags räkning (t.ex. genom exklusivitetsavtal), eller
3. förmedlar försäkringar från ett eller flera försäkringsföretag i annat fall än som avses i punkten 1. eller 2.

Om förmedlaren förmedlar försäkringar enligt punkterna 2. eller 3. ska förmedlaren uppge namnen på de företag förmedlaren har avtal med, 6 kap. 2 § 2 st. FfL. Ovanstående information ska även lämnas vid förnyelse eller ändring av försäkringsavtalet om det behövs, 6 kap. 2 § 3 st. FfL.

Formkrav avseende informationslämnande

Ovanstående information ska lämnas till kunden i en handling eller annan läsbar och varaktig form som är tillgänglig för kunden. Informationen ska även vara *klar och begriplig* och ska huvudsakligen lämnas på svenska, 6

med varandra och avtalet innebär att försäkringsföretaget är ansvarigt för ren förmögenhetsskada som drabbar en kund, en försäkringsgivare eller någon som härleder sin rätt från kunden till följd av att förmedlaren uppsåtligen eller av oaktsamhet åsidosätter sina skyldigheter enligt 5 kap. 4 §, eller

b) en svensk fysisk eller juridisk person som utövar försäkringsförmedling vid sidan av sin huvudsakliga yrkesverksamhet och som har träffat avtal med ett eller flera försäkringsföretag om att förmedla försäkringsprodukter, om dessa produkter utgör ett komplement till varor som levereras eller tjänster som tillhandahålls inom ramen för denna huvudsakliga yrkesverksamhet och avtalet innebär att försäkringsföretaget är ansvarigt för ren förmögenhetsskada som drabbar en kund, en försäkringsgivare eller någon som härleder sin rätt från kunden till följd av att förmedlaren uppsåtligen eller av oaktsamhet åsidosätter sina skyldigheter enligt 5 kap. 4 §”.

¹⁰⁵ Se prop. 2004/05:133, s. 88 f. och s. 158.

kap. 3 § FfL. Informationen får dock lämnas muntligen om kunden begär det, omedelbart försäkringsskydd är nödvändigt och försäkringen förmedlas per telefon, 6 kap. 4 § FfL. Lämnar inte förmedlaren ovanstående information enligt 6 kap. 1–4 §§ FfL ska marknads-föringslagen tillämpas med undantag av bestämmelserna i 29–36 §§ om marknads-störningsavgift.

Undantag från informationskyldighet

Ovanstående informationskrav tillämpas emellertid inte vid förmedling av återförsäkring, förmedling av försäkringar mot stora risker eller förmedling av och investeringsrådgivning om fondandelar enligt 2 kap. 5 § 1 st. 15 p. VpmL.

Dokumentationsskyldighet

Försäkringsförmedlaren ska dokumentera vad som förekommit vid förmedlingstillfället och lämna dokumentationen till kunden, 6 kap. 6 § FfL. I 7 kap. FFFS 2005:11 framgår förmedlarens skyldighet att dokumentera förmedlingsuppdraget. Dokumentationen ska innehålla information om förmedlaren och om kunden samt kundens önskemål och behov. Vidare ska dokumentationen i förekommande fall innehålla ekonomiska och andra förhållanden som anses relevanta. Uppgifterna som ska dokumenteras ska anpassas efter hur komplicerat det aktuella försäkringsavtalet är. Är kunden känd behöver inte förmedlaren inhämta samtliga uppgifter om kunden men då ska skälen till att förmedlaren underlåtit att inhämta uppgifterna dokumenteras, 7 kap. 1–2 §§ FFFS 2005:11. Därutöver ska dokumentationen innehålla uppgifter om tidpunkten för förmedlingen, varje råd som har lämnats samt *skälen* för *varje* råd och om kunden har avrått från att vidta en åtgärd och i så fall varför. Uppgifterna om respektive råd som har lämnats till kunden ska anpassas efter hur komplicerat det aktuella försäkringsavtalet är. Om kunden väljer att trots en avrådan, vidta åtgärd bör detta anges i dokumentationen som känt för förmedlaren, 7 kap. 3 § FFFS 2005:11. Dokumentationen ska lämnas ut till kunden vid förmedlingstillfället eller snarast möjligt därefter. Formen för dokumentationen ska vara en handling eller i annan läsbar och varaktig form som är tillgänglig för kunden, 6–7 §§ FFFS 2005:11. Dokumentationen ska arkiveras och vara lätt att söka och identifiera samt ska sparas så länge det behövs med hänsyn till försäkringstiden och den tid inom vilken anspråk om skadestånd kan göras, 7 kap. 8 § FFFS 2005:11.

Förmedlarens skyldigheter

Försäkringsförmedlaren ska i sin verksamhet iaktta *god försäkringsförmedlingssed* och *med tillbörlig omsorg* ta tillvara kundens intressen, 5 kap. 4 § 1 st. FfL. Förmedlaren ska även anpassa sin rådgivning

efter kundens önskemål och behov samt rekommendera lösningar som är *lämpliga* för kunden. Har förmedlaren informerat kunden om att förmedlaren är oberoende ska analysen baseras på ett tillräckligt stort antal försäkringsavtal på marknaden, 5 kap. 4 § 2 st. FfL.

Förmedlaren ska även avråda en konsument från att vidta åtgärder som inte kan anses lämpliga med hänsyn till personens behov, ekonomiska förhållanden eller andra omständigheter, 5 kap. 4 § 3 st. FfL. Om förmedlaren förmedlar fondandelar och lämnar rådgivning om dessa instrument ska förmedlaren även iaktta de krav som följer av 8 kap. VpML, 5 kap. 4 § 4 st. FfL.

4.4.1 Självreglering

Försäkringsförmedlarna representeras av Svenska försäkringsförmedlares förening (SFM) som har tagit fram riktlinjer för god försäkringsförmedlingssed (20 juni 2011) och yrkesetiska riktlinjer för försäkringsförmedlare (28 januari 2011).

Enligt *god försäkringsförmedlingssed* ska förmedlaren ta tillvara kundens intressen, sätta kundens intressen framför sina egna och uppträda lojalt mot kunden. I riktlinjerna framgår även hur förmedlaren ska sköta sitt uppdrag i förhållande till kunden. Riktlinjerna innehåller emellertid inga särskilda regler om redovisning av provisioner.¹⁰⁶

Enligt de *yrkesetiska reglerna* framgår att förmedlarens information till kunden ska vara klar och begriplig såväl till innehåll och struktur. Onödiga facktermer ska undvikas om möjligt för att göra informationen så lättillgänglig för kunden som möjligt. Riktlinjerna innehåller också reglering av provisioner där det framgår att förmedlaren är skyldig att informera kunden om priset för förmedlingen eller grunderna för hur priset bestäms och om provision eller annan ersättning kan påräknas bli betald av annan än kunden. Det är även viktigt att kunden informeras korrekt om förmedlarens ersättning. Alla former av ersättningar som förmedlaren erhåller på kort och lång sikt ska redovisas. Förmedlaren får vidare inte ingå ett arvodesavtal med kunden som ger rätt till kvotdel av uppdragets resultat, utan att säkerställa att kunden har förstått den förmedlade produktens omfattning.¹⁰⁷

Avseende marknadsföringsmaterial ska förmedlare iaktta måttfullhet och god marknadsföringssed. Vidare ska förmedlaren iaktta återhållsamhet och

¹⁰⁶ Se SFM, God försäkringsförmedlingssed, s. 1.

¹⁰⁷ Se SFM, Yrkesetiska riktlinjer, s. 6.

saklighet när uppgifter lämnas om de rekommendationer och val som förmedlaren har gjort för kundens räkning.¹⁰⁸

Branschen har också tagit initiativ till att utforma ett motsvarande *certifieringsprogram* som idag finns för finansiella rådgivare genom SwedSec. Ett nytt bolag har bildats, InsureSec, som ska verka för att ta fram en certifiering för försäkringsförmedlare.

4.4.2 Pågående lagstiftningsarbete inom EU

Trots att försäkringsförmedlingsdirektivet antogs så sent som 2002 och skulle vara implementerat i medlemsstaterna 2005, ser kommissionen för närvarande över direktivet. Syftet med översynen är bl.a. att utvärdera om investerarskyddet behöver förstärkas. Översynen av det tidigare s.k. ISD-direktivet ledde fram till ett betydligt mer investerarskyddsorienterat MiFID-direktiv).¹⁰⁹

Kommissionen anger på sin hemsida angående försäkringsförmedlarnas roll att *"[they] play a pivotal role in protecting the interests of insurance customers, primarily by offering them advice and assistance and by analysing their specific needs. Therefore they are a major element in the functioning of the single insurance markets."*¹¹⁰ Kommissionen noterar vidare att tillämpningen och utformningen av de nationella reglerna av försäkringsförmedlingsdirektivet varierar mycket mellan medlemsstaterna, vilket har orsakat betydande luckor och inkonsekvenser i lagstiftningen och därmed också kundskyddet: *"This has increased the problems of customers having poor understanding of the risks, costs and features of insurance products."*¹¹¹ Den bristande harmoniseringen av regleringen av försäkringsförmedlares verksamhet i medlemsstaternas lagstiftning förklaras framför allt av att försäkringsförmedlingsdirektivet är ett minimi-harmoniseringsdirektiv, vilket lämnar stort utrymme för varje medlemsstat att införa strängare regler än de som följer av direktivet.¹¹²

Kommissionen vände sig därför i början av 2010 till samarbetsorganet för nationella Finansinspektioner på försäkringsområdet CEIOPS, numera EIOPA,¹¹³ med en begäran om att få synpunkter på hur bristerna i

¹⁰⁸ Se SFM, Yrkesetiska riktlinjer, s. 9.

¹⁰⁹ Se Rådets direktiv 93/22/EEG av den 10 maj 1993 om investeringstjänster inom värdepappersområdet.

¹¹⁰ Se http://ec.europa.eu/internal_market/insurance/mediation_en.htm.

¹¹¹ Se http://ec.europa.eu/internal_market/insurance/mediation_en.htm.

¹¹² Se European Commission, Requests for advice regarding the revision of the Insurance Mediation Directive, 27.01.2010, s. 1.

¹¹³ European Insurance and Occupational Pensions Authority, se <https://eiopa.europa.eu>.

harmoniseringen av kundskyddet skulle kunna korrigeras.¹¹⁴ Särskilt fokus skulle fästas vid möjligheten att transformera direktivet till ett s.k. Lamfalussy-direktiv,¹¹⁵ utformande av nationella kunskaps- och kompetenskrav samt regler om hantering av intressekonflikter och transparens i kundrelationen. Det betonades i uppdraget till CEIOPS att den planerade översynen av försäkrings-förmedlingsdirektivet skulle ta hänsyn till det arbete som för närvarande sker genom översynen av MiFID-direktivet och förslag till reglering av strukturerade produkter.¹¹⁶

CEIOPS publicerade en rapport den 10 november 2010 med förslag till ändrade regler.¹¹⁷ I det följande ska vissa av de förslag som CEIOPS presenterade redovisas och kommenteras.

Form för reglering CEIOPS hade invändningar mot att transformera försäkrings-förmedlingsdirektivet till ett Lamfalussy-direktiv eftersom en sådan regleringsmodell ansågs vara alltför rigid. Samtidigt var majoriteten i CEIOPS positiv till ett "multi-level directive" innebärande ett direktiv med regler av ramkaraktär följt av mer detaljerade regler där behov anses föreligga.¹¹⁸

Typ av förmedlare CEIOPS konstaterade att de nationella marknaderna för försäkrings-förmedlingstjänster varierar betydligt både avseende typer av tjänster och förmedlare. Frågan ställdes om försäkringsförmedlingsdirektivet skulle förändras genom att specifika typer av förmedlare definierades, som t.ex. *mäklare* (oberoende) respektive *anknutet ombud* (beroende). CEIOPS var emellertid negativ till att införa en uppdelning av förmedlarna i oberoende respektive beroende förmedlare men var däremot positiv till att respektive medlemsstat skulle kunna uppställa specifika krav för respektive typ av förmedlare såväl vad gäller registrering som informationskrav i förhållande till kunderna. Majoriteten av företrädarna för medlemsstaterna var också positiva till att begreppen mäklare respektive anknutet ombud infördes i det nya försäkrings-

¹¹⁴ Se European Commission, Requests for advice regarding the revision of the Insurance Mediation Directive, 27.01.2010. Kommissionen och CEIOPS har samarbetat i dessa frågor genom The Working Group on Insurance Intermediaries (IMEG) och Committee on Consumer Protection (CCP). Se vidare CEIOPS, The IMD and other intermediaries' related issues – practical solutions and examples, CEIOPS-DOC-19/09, June 2009.

¹¹⁵ Se http://ec.europa.eu/internal_market/securities/lamfalussy/index_en.htm.

¹¹⁶ Se Commission on Package Retail Products (PRIPs), http://ec.europa.eu/internal_market/finservices-retail/investment_products_en.htm.

¹¹⁷ Se CEIOPS, CEIOPS Advice on the European Commission on the revision of the Insurance Mediation Directive (2002/92/EC), CEIOPS CCP-59/10.

¹¹⁸ Se CEIOPS, CEIOPS Advice on the European Commission on the revision of the Insurance Mediation Directive (2002/92/EC), s. 16 ff.

förmedlingsdirektivet.¹¹⁹ Definitionen av vad som utgör försäkringsförmedling ansågs emellertid behöva konkretiseras ytterligare i direktivet för att tydliggöra om t.ex. företag som sammanställer och jämför olika försäkringsgivare och försäkringsprodukter skulle omfattas av definitionen och därmed också tillståndsplikten. Slutligen stödde en majoritet av företrädarna för medlemsstaterna att aktiviteten att upplysa en kund om möjliga försäkringsgivare och försäkringsförmedlare som kunden kunde kontakta *inte* skulle inbegripas i definitionen av försäkringsförmedling.¹²⁰

Tillstånds- och kunskapskrav CEIOPS hade tidigare genomfört en undersökning om hur medlemsstaterna tolkat registrerings- och kunskapskraven i försäkringsförmedlingsdirektivet och därvid vilka specifika kriterier som legat till grund för tillståndsplikten. CEIOPS konstaterade att medlemsstaternas tillståndskrav skiljde sig betydligt åt och att det därför fanns behov av att i det nya försäkringsförmedlingsdirektivet klargöra gränsen mellan att bedriva förmedling som huvudsaklig syssla respektive bisyssla och vilka tillstånds- och kunskapskrav som skulle följa därav. CEIOPS rekommenderade därför att det nya direktivet borde innehålla en generell norm för vilka tillstånds- och kunskapskrav som ska uppställas för försäkringsförmedling oavsett i vilken form som förmedlingen sker. Anställda på försäkringsföretag skulle emellertid fortsatt undantas från försäkringsförmedlingsdirektivets tillämpningsområde.¹²¹

Provisioner CEIOPS noterade att reglerna om i vilken mån försäkringsförmedlaren måste redovisa sina provisioner skiljer sig åt mellan medlemsstaterna, eftersom försäkringsförmedlingsdirektivet möjliggör för medlemsstaterna att instifta strängare regler om provisioner än vad som följer av direktivet. Vissa medlemsstater har t.o.m. förbjudit oberoende förmedlare från att erhålla provisioner från andra än kunden. CEIOPS framförde flera argument för och emot att införa regler som tvingar förmedlaren att redovisa erhållna provisioner. CEIOPS menade att en utökad upplysningsregel kan vara positiv ur kundskyddsperspektiv, eftersom om kunden får information om provisioner kan kunden bättre uppskatta kostnaden för förmedlingstjänsten och därmed lättare utvärdera

¹¹⁹ Se CEIOPS, CEIOPS Advice on the European Commission on the revision of the Insurance Mediation Directive (2002/92/EC), s. 26 f.

¹²⁰ Se CEIOPS, CEIOPS Advice on the European Commission on the revision of the Insurance Mediation Directive (2002/92/EC), s. 26 f. Jfr Korling, Rådgivningsansvar, s. 303 om s.k. implicita rekommendationer som omfattas av MiFID-direktivet.

¹²¹ Se CEIOPS, CEIOPS Advice on the European Commission on the revision of the Insurance Mediation Directive (2002/92/EC), s. 37 ff.

kvaliteten på de rekommendationer som erhålls. En sådan upplysningsplikt skulle även kunna öka konkurrensen mellan förmedlarna. De nackdelar som en sådan regel skulle kunna medföra var att krav på nya informationsförpliktelser som införs i lagstiftning innebär ökade kostnader för förmedlarna (en kostnad som troligtvis överförs på kund- alternativt försäkringstagarkollektivet).¹²² Vidare skulle upplysningen till kunden om att försäkringsförmedlaren erhåller provisioner från producenterna av produkterna kunna leda till att förmedling av försäkringar genom förmedlare minskar genom att kunderna i stället vänder sig direkt till försäkringsföretaget för köp av försäkringar. CEIOPS kom därför fram till slutsatsen att det bästa vore om det nya direktivet innehöll en regel om att förmedlaren på begäran av kunden var skyldig upplysa kunden om vilka provisioner som försäkringsförmedlaren skulle komma att erhålla till följd av kundens köp. Det skulle emellertid finnas en möjlighet i direktivet för medlemsstaterna att införa strängare regler nationellt. För att säkerställa ett gott kundskydd skulle försäkringsförmedlaren ha en skyldighet att upplysa kunden om dennes rätt att få information om försäkringsförmedlarens erhållna provisioner.¹²³

Intressekonflikter CEIOPS rekommenderade att det i det nya direktivet infördes en regel om att försäkringsförmedlare måste upplysa sina kunder om de intressekonflikter som föreligger och påverkar kundförmedlarrelationen, bl.a. mot bakgrund av att försäkringsförmedlaren erhåller provisioner från producenterna av de produkter som förmedlaren rekommenderar kunden att köpa. Den nuvarande regleringen i försäkringsförmedlingsdirektivet ansågs vara otillräcklig och CEIOPS rekommenderade därför att det nya direktivet skulle kompletteras med mer precisa regler om upplysning om intressekonflikter och hur förmedlaren ska agera om intressekonflikter uppkommer. CEIOPS rekommenderade därför att försäkringsförmedlare skulle ha en förpliktelse att aktivt identifiera intressekonflikter och om konflikten inte är möjlig att hantera (dvs. att denna kan komma att påverka kvaliteten på den tjänst som förmedlaren tillhandahåller) skulle förmedlaren t.o.m. vara tvungen att överväga om denne mot bakgrund av den föreliggande intressekonflikten inte kunde tillhandahålla tjänsten över huvud taget med hänsyn till att kundens intressen i en sådan situation inte fullt ut kunde tillvaratas av förmedlaren.¹²⁴

¹²²Jfr Finansinspektionens rapport 2005:2, Livbolagens provisioner till försäkringsmäklare.

¹²³ Se CEIOPS, CEIOPS Advice on the European Commission on the revision of the Insurance Mediation Directive (2002/92/EC), s. 56 ff.

¹²⁴ Se CEIOPS, CEIOPS Advice on the European Commission on the revision of the Insurance Mediation Directive (2002/92/EC), s. 66 ff.

Informationsförpliktelser CEIOPS rekommenderade att medlemsstaterna fortsatt skulle få möjlighet att ställa strängare krav nationellt än vad som framgår av direktivet. Vidare skulle vissa av informationsförpliktelserna integreras i reglerna om intresse-konflikter.¹²⁵

Som synes inbegriper CEIOPS förslag i vissa hänseenden skärpningar av dagens reglering, men i huvudsak är direktivet fortfarande tänkt att vara ett minimi-harmoniseringsdirektiv. Detta är intressant eftersom en av de huvudsakliga anledningarna till att försäkringsförmedlingsdirektivet för närvarande ses över är för att de krav som försäkringsförmedlare måste beakta varierar betydligt i respektive medlemsstat. Troligtvis har medlemsstaternas representanter haft svårt att enas om vilka krav som ska ställas på försäkringsförmedlars verksamhet och därför föreslagit att försäkringsförmedlingsdirektivet fortsatt endast ska vara ett minimiharmoniseringsdirektiv, trots att även CEIOPS noterat att detta utgör en anledning till den bristande harmoniseringen.

4.4.3 Möjligheter till nationell särreglering

Vilka möjligheter finns det då för att införa ytterligare reglering nationellt om så skulle bedömas vara nödvändigt? I försäkringsförmedlingsdirektivets skäl 19 och artikel 12.5 framgår att medlemsstaterna får bibehålla eller anta striktare bestämmelser som kan tillämpas på de försäkringsförmedlare som bedriver sin förmedlingsverksamhet på *medlemsstatens territorium* oberoende av deras hemvist, om de striktare reglerna är förenliga med gemenskapsrätten och därvid specificerade direktiv.

Avseende prisinformation regleras detta inte särskilt i direktivet, förutom vad avser telefonförsäljning enligt distansavtalslagen och utrymmet att nationellt ställa krav på hur sådan information ska redovisas är således tämligen stort.

Det bör härvid framhållas att försäkringsförmedlingsdirektivet för närvarande är under översyn och att ett direktivförslag troligtvis kommer att presenteras under våren 2012. Det är därför svårt att redan nu förutse vilka möjligheter det kommer att finnas för medlemsstaterna att införa särskilda krav nationellt avseende det nya direktivet.

¹²⁵ Se CEIOPS, CEIOPS Advice on the European Commission on the revision of the Insurance Mediation Directive (2002/92/EC), s. 72 ff.

Att förslaget innebär att medlemsstaterna fortsatt ska kunna ställa strängare krav än vad försäkringsförmedlingsdirektivet kräver, möjliggör att t.ex. Finansinspektionen sannolikt redan nu kan utvärdera om kraven ska skärpas (givet att åtgärderna ryms inom dagens direktiv) utan att eventuella skärpningar riskerar att strida mot den nya föreslagna regleringen och därför skulle behöva upphävas vid implementeringen av det nya försäkringsförmedlingsdirektivet.

4.4.4 Identifierade riskområden

Allmänt om utformningen av informationskraven

I likhet med regleringen avseende investeringsrådgivning är tanken med regleringen att kunden ska få stöd av förmedlaren under alla fyra stegen av beslutstrappan. Förmedlaren ska analysera kundens kompetens, mål och syfte med försäkrings-lösningen, rekommendera lämpliga försäkringar, bistå kunden vid val av försäkring och slutligen hjälpa till med att i efterhand se över och analysera försäkringsskyddet. Förmedlaren har ett krav på sig att tillhandahålla kunden klar och begriplig information. Problemet med ett sådant krav, som vi berört tidigare i rapporten, är att ett sådant krav är väldigt svårt att tillse att det efterlevs. Vidare saknas det riktlinjer från Finansinspektionen om vad som skulle betraktas vara klar och begriplig information, vilket får till följd att det är den enskilde försäkringsförmedlaren som har att avgöra hur informationen ska utformas. Detta är olyckligt och skapar rättssäkerhetsproblem genom att det finns en risk för att konsumenterna erhåller information av undermålig kvalitet men har vid en efterföljande tvist mycket svårt att bevisa att förmedlaren inte har följt regelverket. För förmedlaren är denna situation inte heller acceptabel i och med att förmedlingsföretaget inte på förhand kan säkerställa att deras verksamhet bedrivs i enlighet med regelverket utan får först vid ett eventuellt tillsynsärende kritik av Finansinspektionen.

Riskområden

På detta område syftar informationskraven till att konsumenten ska få tillräckligt anpassad information utifrån konsumentens egna förutsättningar. Försäkringsför-medlaren ska bistå konsumenten både vid urval bland marknadens försäkringar och andra finansiella tjänster samt hjälpa konsumenten att utvärdera individuella tjänster och produkter. Konsumenten ska också få hjälp med att välja ut investeringar som är lämpliga för konsumenten med beaktande av dennes kunskap, erfarenhet, mål och syfte med placeringen samt ekonomiska förutsättningar. Rådgivningsrelationen är emellertid förenad med informationsasymmetrier och intressekonflikter mellan rådgivaren och konsumenten, vilket skapar ett antal risker att hantera.

För det första finns det en risk för att konsumenten får råd som lämnas primärt med hänsyn till de eventuella provisioner som förmedlaren erhåller istället för att kundens intressen sätts främst. Sådan provisionsdriven förmedling kan drabba kunden negativt genom att denne t.ex. förvärvar en onödigt dyr produkt/försäkring i jämförelse med andra alternativ på marknaden.

För det andra finns det en risk för att konsumenten inte får tillräckligt med information om vilken typ av förmedlare som denne får hjälp av, dvs. om förmedlaren är oberoende och baserar sina rekommendationer på ett stort urval av marknadens produkter eller om förmedlaren istället endast väljer ut försäkringar från ett mindre antal försäkrings-givare.

För det tredje finns det en risk för att dokumentationen inte överensstämmer med den lämnade rådgivningen alternativt inte är tillräckligt preciserad för att möjliggöra en utvärdering av de råd som lämnats (se vidare ovan avsnitt 4.2.4).

För det fjärde finns det ingen motsvarande sanktion som vid finansiell rådgivning innebärande att en oseriös försäkringsförmedlare blir av med sin licensiering. Det är endast det tillståndspliktiga försäkringsförmedlingsföretaget och dess styrelse som kan sanktioneras av Finansinspektionen.

4.4.5 Rekommendationer

Ofta framförs argumentet att det är svårt att exakt redovisa vilken provision som förmedlaren erhåller, främst beroende av att provisionen baseras på ett antal framtida kriterier och är bl.a. beroende av hur länge som konsumenten kvarstår som kund hos försäkringsgivaren. Ett förslag till lösning är att det införs ett krav på att tydligt redovisa olika möjliga utfall för provisionens beräkning i kronor och ören, så att kunden kan jämföra förmedlarens möjliga intressekonflikt i förhållande till övriga försäkringar. Provisionsjämförelsen blir således en av flera möjliga parametrar för konsumenten att ta ställning till vid val av försäkringslösning.

Det finns flera exempel på försäkringsförmedlare som tillhandahåller andra tjänster än försäkringsförmedling, vilket får till följd att ansvarsförsäkringen inte omfattar dessa typer av tjänster. Eftersom ansvarsförsäkringen ska utgöra en form av garanti att konsumenten hålls skadelös för det fall att försäkringsförmedlaren går i konkurs eller av andra orsaker inte kan betala ett eventuellt skadestånd, är det viktigt att det införs en uttrycklig skyldighet för förmedlaren att upplysa för kunden att

ansvarsförsäkringen inte täcker den verksamhet som förmedlaren eventuellt tillhandahåller kunden.¹²⁶

Vidare bör dokumentationskraven i Finansinspektionens föreskrifter utformas mer specifikt utifrån olika typer av försäkringsavtal. Vid kapitalförsäkring lämnas t.ex. investeringsrådgivning och med tanke på att tämligen avancerade instrument kan kopplas till en sådan försäkring bör utformningen av dokumentationen förtydligas i detta hänseende, t.ex. hur dokumentationen bör utformas – inte endast vilka typer av uppgifter som bör dokumenteras.

Eftersom arbetet inom InsureSec ännu inte är klart är det svårt att utvärdera detta branschinitiativ. Vi vill dock med hänvisning till SFMs verksamhet komma med ett antal rekommendationer avseende InsureSecs planerade certifiering av försäkrings-förmedlare:

Etiska riktlinjer Studerar man de befintliga riktlinjerna på SFM:s hemsida så är de i vissa delar tämligen allmänt formulerade och ger inte särskilt mycket vägledning utöver det som redan idag framgår av försäkringsförmedlingslagen och FI:s föreskrifter och allmänna råd. Här kan man i samband med att nya regler ska tas fram för InsureSecs räkning framför allt fokusera på förhållandet till kunden och hur förmedlaren ska agera för att öka transparensen vad avser t.ex. erhållna provisioner.

Marknadsföring Enligt föreskrifterna 2007:16 ska allt informationsmaterial utformas så att de ger en samstämmig bild, oavsett om informationen utgör produktinformation eller marknadsföring. Detta är något som man borde arbeta in i det nya regelverket, särskilt eftersom kraven på förmedlare då skulle överensstämma med andra finansiella rådgivare – något som torde gagna såväl aktörer på marknaden som dess kunder genom att transparensen ökar.

Kunskapskrav Något man bör tänka på vid utformandet av kunskapskraven är att de måste vara tydligare än de som idag följer av Finansinspektionens föreskrifter som främst talar om vilka kunskapsområden som förmedlaren ska ha kunskap om, men inte på vilken nivå – t.ex. känna till eller kunna tillämpa.

Riktade rekommendationer till generella kundgrupper Man borde fundera på om det inte skulle vara möjligt att utforma generella rekommendationer till vissa typer av kunder, främst konsumenter – t.ex. vilka produkter och

¹²⁶ Se vidare Korling, *Marknadsföring eller rådgivning?*, s. 57.

tjänster som är relevanta för en barnfamilj, för en 30-åring som inte har något eget pensionssparande m.m. Vi anser att motsvarande riktlinjer även bör kunna tas fram avseende vad som är rimliga kostnader för vissa typer av produkter.

Disciplinnämnd En prövning av om förmedlaren agerat i enlighet med god försäkringsförmedlings sed är viktigt men då krävs det att de etiska riktlinjerna utvecklas för att möjliggöra en kvalitativ bedömning av förmedlarens agerande. Dessutom är det önskvärt om nämnden också ges möjlighet att ge principiella uttalanden om hur förmedlare bör agera vid specifika situationer, t.ex. vid utformning av marknadsföringsmaterial, hur dokumentation av kunduppdraget ska ske m.m.

4.5 Informationskrav avseende fondinvesteringar

Informationskrav avseende fondinvesteringar regleras i lagen (2004:46) om investeringsfonder (cit. LIF). Enligt 4 kap. 15 § LIF ska det för varje investeringsfond finnas en aktuell informationsbroschyr som ska innehålla information om:

1. fondbestämmelserna,
2. de ytterligare uppgifter som behövs för att man ska kunna bedöma fonden och den risk som är förenad med att investera i den,
3. en tydlig och lättbegriplig förklaring av fondens riskprofil,
4. uppgifter om det arbete eller de funktioner som fondbolaget får uppdra åt någon annan att utföra enligt 4 och 5 §§,
5. uppgifter om vilka tillgångsslag fondmedlen får placeras i, och
6. för det fall fondmedlen får placeras i derivatinstrument, uppgifter om i vilket syfte och hur det möjliga resultatet av användningen av derivatinstrument kan påverka fondens riskprofil.

I informationsbroschyren samt övrigt marknadsföringsmaterial ska följande uppgifter anges på en framträdande plats:

1. fondens placeringsinriktning, för det fall medel i fonden placeras i andra tillgångar än överlåtbara värdepapper och penningmarknadsinstrument eller om fonden är en indexfond enligt 5 kap. 7 §,
2. om fondens värde kan variera kraftigt på grund av fondens sammansättning och de förvaltningsmetoder fondbolaget använder sig av, och
3. om fonden har tillstånd enligt 5 kap. 8 §, de emittenter eller garantier som gett ut eller garanterat sådana skuldförbindelser som fondmedlen till mer än 35 procent av fondens värde placerats i eller avses att placeras i.

Om fonden är en specialfond ska detta framgå av informationsbroschyren samt allt övrigt marknadsföringsmaterial avseende fonden, 4 kap. 16 § LIF.

För varje fond ska det finnas ett aktuellt faktablad, vilket ska på ett *lättbegripligt sätt* och i sammanfattning innehålla den grundläggande information som *behövs* för att investerare ska kunna *bedöma* fonden och den *risk* som är förenad med att investera i den. Innehållet ska i likhet med t.ex. information om investeringsrådgivning och diskretionär förvaltning vara *rättvisande och tydlig* och får inte vara *vilseledande*. Informationen ska vidare stämma överens med relevanta delar i informations-broschyren. Hur faktabladet ska vara utformat och vilket innehåll detta ska ha regleras i en

förordning från kommissionen och får inte innehålla ytterligare information än vad som anges däri, 4 kap. 16a § LIF.¹²⁷

Om en andelsägare eller en potentiell andelsägare begär det ska fondbolaget lämna kompletterande information om riskhanteringen för fonden, innehållande de kvantitativa gränser som gäller för placeringen av fondmedlen, de metoder som valts för förvaltningen och den senaste utvecklingen av risknivåer och avkastning från de viktigaste kategorierna av tillgångar som fondmedlen placeras i, 4 kap. 17 § LIF.

All denna information ska tillhandahållas kostnadsfritt och lämnas i god tid innan avtal ingås. Vidare ska det i marknadsföringsmaterialet upplysas om att det finns ett faktablad och en informationsbroschyr samt var dessa finns att tillgå, 4 kap. 20 § LIF.

Faktablad KIID (basfakta för investerare)

Faktabladet för en investeringsfond ska tillhandahållas på svenska, 18 a kap. Finansinspektionens föreskrifter (FFFS 2008:11) om investeringsfonder (konsoliderad version). Av direktivets artikel 78–82 och kommissionens förordning 583/2010 framgår hur faktabladet ska utformas. Förordningen är tämligen detaljerad vad avser beskrivningen om vilka typer av information som faktabladet ska innehålla samt hur detta ska konstrueras.¹²⁸ Förordningen har funktionen av att fullharmonisera informationskraven avseende fondinformation, till säkerställandet att uttömmande basfakta för investerare vilket också gynnar att likvärdiga krav ställs på alla aktörer.¹²⁹

Informationsbroschyr

I 18 kap. FFFS 2008:11 framgår de krav som ställs på informationsbroschyren. T.ex. ska informationsbroschyren innehålla en uppgift om investeringsfondens *historiska avkastning* för de senaste tio kalenderåren eller, om fonden har funnits kortare tid, så många år som fonden har funnits, 18 kap. 7 § FFFS 2008:11. Informationsbroschyren ska

¹²⁷ Se prop. 2010/11:135 Investeringsfondsfrågor, s. 302 och Kommissionens förordning 583/2010 av den 1 juli 2010 om genomförande av Europaparlamentets och rådets direktiv 2009/65/EG rörande basfakta för investerare och villkor som ska uppfyllas när faktablad med basfakta för investerare eller prospekt tillhandahålls på annat varaktigt medium än papper eller på en webbplats.

¹²⁸ Se även vägledningarna CESR, CESR's guidelines on the methodology for the calculation of the synthetic risk and reward indicator in the Key Investor Information Document, (CESR/10-673), 1 July 2010 och CESR, CESR's guidelines on the methodology for calculation of the ongoing charges figure in the Key Investor Information Document, (CESR/10-674), 1 July 2010, som inte är bindande för medlemsstaterna.

¹²⁹ Se skäl 2 583/2010 och prop. 2010/11:135, s. 137.

även innehålla uppgifter som är relevanta för fondandelsägarna om de *skatteregler* som gäller för investeringsfonden, 18 kap. 8 § FFFS 2008:11.

Information om kostnader

Enligt 18 kap. 5 § FFFS 2008:11 ska det i procent anges uppgifter om de olika typer av avgifter som tas ut för förvaltningen av fonden m.m. Om det ur fonden tas en prestationsbaserad förvaltningsavgift ska det i fondens informationsbroschyr finnas *ett lättbegripligt och tydligt räkneexempel* som visar på effekterna av avgiftsmodellen. Räkneexemplet ska åtföljas av en text som tydligt förklarar hur avgiftsmodellen fungerar och beskriver eventuella effekter som avgiftsmodellen kan medföra. Viss information får lämnas i en separat bilaga som bifogas informationsbroschyren.

Fondbolaget ska *varje år* skriftligen informera varje andelsägare i en investeringsfond om hur stort belopp av de totala kostnaderna för fonden under det senaste året som hänför sig till andelsinnehavet. I informationen ska det vidare anges hur stor del av beloppet som avser förvaltningskostnader, inklusive kostnader för förvaring av fondtillgångarna. Om andelsinnehavet är kopplat till det individuella pensionssparandet, ska denna typ av information istället lämnas till det pensionssparinstitut som administrerar sparandet 4 kap. 22–23 §§ LIF.

4.5.1 Självreglering

På området för fondinformation finns ett flertal självregleringsprojekt initierade av Fondbolagens förening.

Manual: Faktablad Manualen innehåller detaljerade anvisningar för hur föreningens medlemmar bör utforma sina faktablad. Manualen har tagits fram eftersom föreningen anser att förordningen är svårtolkad och att den svenska översättningen innehåller en del omständliga och byråkratiska uttryck. Manualen baseras till stora delar på CESR:s rekommendationer, CESR/10-1319 och CESR/10-1320.¹³⁰

Fondkollen.se Fondkollen.se är en ny hemsida som lanserades i maj 2012. Syftet med hemsidan är att hjälpa investerare som antingen redan har fondinvesteringar alternativt överväger att investera i fonder att få ett verktyg i sin selektion och utvärdering av fonder.

¹³⁰ Se CESR, Transition from the Simplified Prospectus to the Key Investor Information document, (CESR/10-1319), 20 December 2010 och CESR, CESR's guide to clear language and layout for the Key Investor Information document, (CESR/10-1320), 20 December 2010.

Svensk kod för fondbolag (2010) Koden är framtagen för att överensstämna med riktlinjer från den europeiska föreningen för fondbolag och asset managers (EFAMA) och därmed främja en sund fondverksamhet och värna förtroendet för verksamheten. I koden anges bl.a. regler om marknadsföring och information samt hur rådgivning om fonder bör gå till.

Riktlinjer för fondbolagens informationsgivning och marknadsföring m.m. (2009) Föreningen har också tagit fram särskilda riktlinjer för hur information och rådgivning om och marknadsföring av fonder bör utformas.

Riktlinjer för årlig redovisning av kostnader till andelsägare (2011) Föreningen har också tagit fram riktlinjer för hur den årliga redovisningen av kostnader till fondandelsägare ska utformas.

4.5.2 Pågående lagstiftningsarbete inom EU

För närvarande håller medlemsstaterna på att implementera UCITS IV, det senaste direktivet som styr fondernas verksamhet.¹³¹ UCITS IV skulle vara implementerat senast den 1 juli 2011. Därutöver kommer det också särskild reglering avseende s.k. specialfonder genom AIFM-direktivet.¹³² I Sverige har det tillsatts en utredning för implementeringen av AIFM-direktivet som ska redovisa sitt uppdrag senast den 30 september 2012, särskilt utredare är justitierådet Ann-Christine Lindeblad.¹³³

4.5.3 Möjligheter till nationell särreglering

Enligt skäl 15 UCITS IV bör en medlemsstat ha en allmän möjlighet att införa strängare regler än de som fastställs i detta direktiv, särskilt vad avser villkor för auktorisation, tillsynskrav och regler om rapportering och prospekt.

Vad avser informationsreglerna som styr faktaarkets utformning finns det emellertid ingen sådan möjlighet att införa ytterligare reglering nationellt till följd av att informationskraven avseende faktaarket regleras i form av en förordning som är direkt gällande i medlemsstaterna.

¹³¹ Se Europaparlamentets och rådets direktiv 2009/65/EG av den 13 juli 2009 om samordning av lagar och andra författningar som avser företag för kollektiva investeringar i överlåtbara värdepapper (fondföretag).

¹³² Se Europaparlamentets och rådets direktiv 2011/61/EU av den 8 juni 2011 om förvaltare av alternativa investeringsfonder samt om ändring av direktiv 2003/41/EG och 2009/65/EG och förordningarna (EG) nr 1060/2009 och (EU) nr 1095/2010.

¹³³ Se direktiv 2011:77 Förvaltare av alternativa investeringsfonder.

4.5.4 Identifierade riskområden

Allmänt om utformningen av informationskraven

Informationskraven avseende fonder är fokuserade på beslutstrappans Steg 3 och 4, dvs. tillse att konsumenterna erhåller information som är lättbegriplig, rättvisande, tydlig och inte får vara vilseledande. Informationen syftar till att underlätta för konsumenten att jämföra olika typer av fonder inför sitt beslut att investera. Vidare ska konsumenten erhålla årlig information om utvecklingen av fonden och vilka avgifter i kronor och ören som fondsparandet belastats med. I likhet med andra områden (se ovan avsnitt 4.1–4.4) ställer lagstiftaren krav på att informationen ska vara lättbegriplig och tydlig, vilket är upp till det enskilda fondbolaget att tolka innebörden av. Viss vägledning finns i form av självreglering och även i kommissionens riktlinjer avseende utformningen av faktabladet. Noterbart är dock att instruktionerna för faktabladets utformning (maximalt 2 sidor) är på 25 sidor med detaljerade instruktioner om hur informationen ska presenteras för att vara lättbegriplig.¹³⁴

Riskområden

På detta område syftar informationskraven till att konsumenten ska få en god överblick över de olika fondernas inriktning, för att underlätta för konsumenten att jämföra olika typer av fonder. Vi anser emellertid att utformningen av informationskraven *endast* fokuserar på kortfattad, begriplig information och inte beaktar att konsumenter även har behov av relevant information vid utformning av fondportföljen, dvs. Steg 1 och 2 i beslutstrappan.

För det första baseras det slutliga värdet av sparandet som idag finns, t.ex. på fondkollen.se, på en genomsnittlig historisk värdeutveckling om t.ex. 5 procent över en femårsperiod. Struktureras informationen på ett sådant sätt synliggörs inte risken att fondkapitalet på bara någon månad kan minska med 30 procent. En genomsnittlig värdeutveckling synliggör inte heller kursrörelser som är "normala" i ett långsiktigt sparande och kan därför leda konsumenter att välja felaktig risknivå i sitt sparande. Normaliserade och förenklade skalor som "låg" och "hög" risk blir lätt föremål för subjektiva tolkningar eftersom begreppen inte är definierade (det leder istället de flesta till att välja ett mittenalternativ).

För det andra diskuteras det för närvarande om fondavgifter ska redovisas i kronor och ören istället för i procent, det s.k. Normanbeloppet.¹³⁵

¹³⁴ Se Kommissionens förordning 583/2010.

¹³⁵ Se t.ex. <http://www.morningstar.se/Article.aspx?title=norman-belopp-fonder-kostnad-10-ar>.

Bakgrunden till diskussionen är att många anser att konsumenter inte kan beräkna hur stor del av avkastningen på ett långsiktigt sparande som går till att betala fondavgifter på t.ex. 1.4 procent. Många konsumenter har också stora svårigheter att beräkna totalkostnaden för procentuella avgifter över ett flertal år, s.k. ränta på ränta.¹³⁶ Risken är därför att konsumenten inte inser vikten av att söka billigare alternativ till sitt fondsparande. Särskilt som några tiondels procent i avgiftssänkning kan innebära 10 000-tals kronor i lägre avgifter för ett långsiktigt sparande. Det är emellertid inte möjligt att idag införa information om fondavgifter i kronor och ören på faktabladet, det är endast förvaltningsavgiften i procent som får anges.

För det tredje finns det idag många sidor som presenterar fondinformation, t.ex. morningstar.se, fondkollen.se, pensionsmyndigheten.se och minpension.se. På dessa sidor kan konsumenten sortera och jämföra fonder utifrån historisk avkastning, avgifter, inriktning etc. Denna typ av information är bra för konsumenten vid sitt val av fond men om konsumenten saknar tillräcklig kunskap om sina egen kunskap och mål och syfte med placeringen kan konsumenten göra felaktiga val, till följd av att konsumenten t.ex. saknar tillräcklig kunskap om hur man sätter samman en riskavvägd fondportfölj eller inte har tillräcklig kunskap om vilken risk som den aktuella fondplaceringen är förenad med.

För det fjärde finns det en stor risk för att konsumenter lägger för stor vikt vid den historiska avkastningen och låter denna avgöra framtida investeringar, dvs. konsumenten väljer de fonder som har gått bäst det senaste året. Om fonderna inte grupperas och klassificeras efter korrekt risknivå, kan historisk avkastning vara direkt vilseledande då stora variationer i absolut avkastning oftast reflekterar hög risk snarare än förmåga att placera.

4.5.5 Rekommendationer

Följande rekommendationer tar inte enbart sikte på fondbolagens verksamhet utan även andra aktörer som på något sätt förmedlar fondinformation till konsumenter.

Vi anser att det finns ett stort behov av koordinering av den information som tillhandahålls idag. Som exempel kan nämnas de årsbesked från olika pensionsgivare skickar ut. Många konsumenter får information från Pensionsmyndigheten, eventuellt tjänstepensionsinstitut (kan också vara flera om t.ex. konsumenten både haft en statlig och en privat arbetsgivare) och privat pensionssparande. Risken med information från många

¹³⁶ Se Almenberg och Widmark (2010), s. 13 ff.

informationsgivare är att konsumenten får svårt att sammanställa informationen för att få en god överblick över sitt samlade pensionssparande. Fler avsändare och informationskällor kan också verka förvillande. Vi anser därför att det vore bättre om en avsändare hade ansvaret för att samla in och sammanställa all pensionsinformation som sedan skickades ut till alla hushåll årligen, t.ex. Minpension.se (som därmed skulle kunna ersätta det orangea kuvertet).

Vi anser också att det finns ett stort behov av att tillhandahålla information och vägledning till konsumenter i den inledande fasen när konsumenten ska överväga olika investeringsalternativ. En sådan vägledning skulle också ha funktionen av att konsumenten indirekt blir utbildad och får mer information om hur denne bör strukturera sitt sparande inom ramen för befintligt fondutbud.

Vi anser också att lagstiftaren tillsammans med myndigheter bör verka för att de aktörer i finansbranschen som tillhandahåller rådgivning om fonder antar riktlinjer för rådgivning om fonder innebärande att rådgivaren har en skyldighet att vid rådgivningsmötet ange ungefär hur stora kostnaderna för fonderna skulle komma att bli under den aktuella sparperioden. Vid en sådan beräkning skulle man kunna nyttja de schabloniserade avkastningsmål som används på t.ex. fondkollen.se.¹³⁷

Många konsumenter upplever också att pensionsinformation antingen är svårtillgänglig alternativt anser att pensionen ligger för långt fram i tiden för att de i dagsläget ska lägga tid på att se över sitt pensionssparande i fonder. En möjlighet som kan öka viljan att se över sitt pensionssparande skulle kunna vara att det på lönebeskedet framgår i kronor hur mycket som arbetsgivaren betalar in till den allmänna pensionen, premiepensionen och eventuell tjänstepension. Därmed skulle det bli tydligt för konsumenten hur de olika pensionssystemen hänger ihop och inom vilket som konsumenten primärt bör se över sitt sparande.

Vid prestationsbaserade avgifter ska företaget idag tillhandahålla ett lättbegripligt och tydligt räkneexempel. Det saknas emellertid en definition eller standard för vad som anses vara lättbegriplig information och detta leder till att företagen har tämligen stor frihet att själva bedöma innebörden av detta krav. Prestationsbaserade avgifter kan också lätt utnyttjas till fondbolagens fördel om det inte baseras på relevanta

¹³⁷ Se vidare DI.se 120322, Bankerna duckar för att visa fondavgifter i kronor, http://di.se/Default.aspx?pid=262523_ArticlePageProvider&epslanguage=sv&referrer=http%3A%2F%2Ffondbolagen.se%2Fsv%2FAktuellt%2FFonder-i-media%2F.

jämförelseindex. Det finns därför behov av riktlinjer från Finansinspektionen som styr vilka jämförelseindex som anses vara relevanta för den aktuella fondkategorin. Vi rekommenderar också att fondbolaget i informationsmaterialet tydligt anger fördelen med att fonden är förenad med en prestationsbaserad ersättningsmodell.

4.6 Informationskrav avseende kreditgivning

Kreditgivning till konsumenter reglerades tidigare i konsumentkreditlagen (1992:830). 2008 antogs ett nytt konsumentkreditdirektiv¹³⁸ i EU och till följd av att direktivet skulle implementeras i svensk rätt ersattes den tidigare konsumentkreditlagen med en ny lag med samma namn, konsumentkreditlagen (2010:1846) (cit. konsumentkreditlagen, KkrL).

Konsumentkreditdirektivets övergripande syfte är att underlätta framväxten av en fungerande inre marknad för konsumentkrediter. Genom att det införs likartade regler inom EU underlättas situationen för konsumenter genom att dessa lättare kan dra nytta av fördelarna med att konsumentkrediter konkurrensutsätts inom EU, skäl 4 och 7 2008/48/EG. En väsentlig del av syftet med direktivet var att upprätta omfattande bestämmelser som reglerar den förhandsinformation som konsumenten ska erhålla i god tid innan kreditavtalet ingås (artikel 5–7 2008/48/EG). Informationen som syftar till att konsumenten ska kunna jämföra olika erbjudanden och fatta ett välgrundat beslut ska tillhandahållas i en särskild, standardiserad blankett.¹³⁹

I 4 § KkrL räknas ett antal krediter upp som inte omfattas av lagen. Sådana typer av krediter är t.ex. *fakturakrediter* (dvs. kortfristiga krediter som är avsedda att finansiera ett köp av en vara eller tjänst som kreditgivaren tillhandahåller konsumenten), *abonnemangsavtal* (dvs. avtal som innebär att konsumenten fortlöpande tillhandahålls en vara eller en tjänst under förutsättningen att varan eller tjänsten som levererats betalas inom tre månader) eller *kontokrediter* (dvs. att krediten är räntefri och att konsumenten endast ska betala en "obetydlig avgift" för krediten, t.ex. en årsavgift på några hundratal kronor).¹⁴⁰ Även värdepapperskrediter är till viss del undantagna från lagens tillämpningsområde till följd av att dessa istället regleras i värdepappers-marknadslagen, 4 § 5 st. KkrL.¹⁴¹

Reglering av snabblån

Eftersom konsumentkreditdirektivet tillåter nationell reglering av lån understigande 200 euro (ungefär 1 900 kr) diskuterade regeringen i vilken grad nationell reglering skulle införas för att reglera sådana typer av kreditavtal. Snabblån var typiskt sett undantagna från kreditprövning enligt 1992 års konsumentkreditlag men regeringen ansåg, trots att snabblånen

¹³⁸ Se Europaparlamentets och rådets direktiv 2008/48/EG av den 23 april 2008 om konsumentkreditavtal och om upphävande av rådets direktiv 87/102/EEG.

¹³⁹ Se även prop. 2009/10:242 Ny konsumentkreditlag, s. 31.

¹⁴⁰ Se prop. 2009/10:242, s. 88 f.

¹⁴¹ Se prop. 2009/10:242, s. 90. Se vidare 2 kap. 2 § 2 p. och 8 kap. 37–39 §§ Vpml.

kan anses fylla en viktig funktion för många konsumenter, att behovet av förhandsinformation vägde tyngre och att snabblånen därför inte skulle undantas från direktivets krav på information.¹⁴²

Kronofogdemyndigheten hade i sitt remissvar pekat på att det fanns indikationer på att snabblån som utbetalas under "dygnets sena timmar" användes till spel och inköp på Internet. I Finland hade det därför införts ett krav på att krediter som beviljas mellan 23.00 och 07.00 inte får betalas ut förrän efter kl. 07.00. Promemorian som föregick propositionen ansåg emellertid att det fanns invändningar mot en sådan reglering.¹⁴³ Ett utbetalningsförbud skulle vara ett stort ingrepp i parternas avtalsfrihet och att en sådan regel även skulle ställa till problem vid internationella transaktioner. Därför ansåg regeringen att även "*om det är så att lån som utbetalas kvälls- eller nattetid i högre grad används för transaktioner på Internet, är det inte en tillräcklig anledning att göra ett sådant ingrepp*".¹⁴⁴ Regleringen ansåg istället att kravet på förhandsinformation och kreditprövning leder till att utbetalningen i många fall förskjuts i tiden och att man därmed kommer åt problemen med spontana låneansökningar.¹⁴⁵ Regeringen ansåg heller inte, såsom föreslagits av Uppsala universitet, att det skulle införas en reglering om att en effektiv ränta som överstiger en viss nivå inte skulle kunna göra gällande mot konsumenten.¹⁴⁶ Utgångspunkten skulle istället vara att samma regler ska gälla för alla slag av krediter och att regleringen fullt ut skulle göras tillämplig på snabblån. Konsumenten får därmed förhandsinformation, konsumentens återbetalningsförmåga prövas samt att konsumenten ges möjlighet att ångra krediten, vilket regeringen antog kunde ge goda förutsättningar för att minska de negativa effekterna av snabblånen utan att nödvändigtvis "*försvåra för kreditgivare och låntagare som uppskattar och kan hantera låneformer*".¹⁴⁷

Informationskrav

Näringsidkaren som lämnar en kredit till konsumenten ska iaktta god kreditgivningssed och därvid ta till vara konsumentens intressen med tillbörlig omsorg och ge de förklaringar som konsumenten behöver, 6 § KkrL. Näringsidkaren ska ge konsumenten de förklaringar som denne

¹⁴² Se även prop. 2009/10:242, s. 35.

¹⁴³ Se Ds 2009:67 Ny konsumentkreditlag, s. 64 ff.

¹⁴⁴ Se även prop. 2009/10:242, s. 36.

¹⁴⁵ Se prop. 2009/10:242, s. 36.

¹⁴⁶ Se Uppsala universitet, Remissvar på promemorian Ny konsumentkreditlag (Ds 2009:67). Se även Ingvarsson, Torbjörn, Lån i telefon – dags att reglera?, JT 2009-10 s. 384 ff.

¹⁴⁷ Se prop. 2009/10:242, s. 36 f. och s. 45. Se avseende ocker även 31 § lagen (1915:218) om avtal och andra rättshandlingar på förmögenhetsrättens område.

behöver för att kunna avgöra om det aktuella kreditavtalet passar dennes behov och ekonomiska situation. *Förklaringskyldigheten* innebär emellertid ingen rådgivningsskyldighet för näringsidkaren. Däremot kan det av omständigheterna följa en skyldighet för näringsidkaren enligt god kreditgivningssed att avråda konsumenten från att ingå ett kreditavtal. För att förklaringskyldigheten ska anses uppfylld krävs det att konsumenten erhåller de förklaringar som denne har behov av, dvs. ett krav på anpassning till konsumentens förmåga och behov.¹⁴⁸ Har konsumenten emellertid ingått liknande kreditavtal tidigare kan näringsidkaren utgå från att konsumenten har tillräcklig kunskap utan behov av vidare förklaringar, såvida inte konsumenten efterfrågar sådan information.¹⁴⁹

Innebörden av god kreditgivningssed förtydligas genom Konsumentverkets allmänna råd om konsumentkrediter (KOVFS 2011:1) och Finansinspektionens allmänna råd (FFFS 2011:47) om krediter i konsumentförhållanden. Av Konsumentverkets allmänna råd följer även rekommendationer för hur t.ex. information och marknadsföring bör utformas.

Information vid marknadsföring av krediter

Näringsidkaren är skyldig att vid marknadsföring av kreditavtal ange ett representativt exempel och lämna information om den effektiva räntan för krediten, 7 § KkrL. Med marknadsföring avses detsamma som i marknadsföringslagen.¹⁵⁰ Om någon annan räntesats eller sifferuppgift än den effektiva räntan används, ska näringsidkaren dessutom med ett representativt exempel lämna detaljerad information om bl.a. om räntan är bunden eller rörlig samt avgifter och andra kostnader som utgör en del av kreditkostnaden, 7 § 2 st KkrL.

Bestämmelsen ska ses, i likhet med 1992 års konsumentkreditlag som ett komplement och en precisering av andra marknadsrättsliga bestämmelser, framför allt om information och vilseledande marknadsföring i marknadsföringslagen.¹⁵¹

¹⁴⁸ Se prop. 2009/10:242, s. 52 f. och s. 91: "Det finns anledning att ställa kraven på förklaringar högre vid vissa typer av krediter, t.ex. krediter som innebär särskilt stora risker för skuldsättningsproblem och krediter som har en konstruktion som är svår för konsumenter att förstå. Vid sådana krediter ska näringsidkaren utgå från att konsumenten normalt har behov av utförliga förklaringar. Det kan innebära att det måste finnas möjlighet för konsumenten att muntligen ställa frågor till, och utan dröjsmål få dessa besvarade av, en på området särskilt insatt person."

¹⁴⁹ Se prop. 2009/10:242, s. 52 f. och s. 91.

¹⁵⁰ Se prop. 2009/10:242, s. 92.

¹⁵¹ Se prop. 2009/10:242, s. 45 och s. 91 ff.

Om konsumenten är skyldig att ingå ett avtal om en kompletterande tjänst till kreditavtalet, och kostnaderna för tjänsten inte kan fastställas i förväg, ska skyldigheten anges i marknadsföringen i anslutning till information om den effektiva räntan, 7 § 3 st. KkrL. Därutöver ska information lämnas på ett *klart, kortfattat och framträdande sätt*, 7 § 4 st. KkrL.

Information innan ett kreditavtal ingås

Enligt 8 § KkrL ska näringsidkaren *i rimlig tid* innan ett kreditavtal ingås tillhandahålla konsumenten detaljerad information om bl.a. vilken slags kredit det rör sig om, kreditbeloppet och villkoren för utnyttjandet av krediten, kreditavtalets löptid, krediträntan, villkoren för krediträntan med angivande av referensindex eller referensräntor samt tidpunkter, förfaranden och andra villkor för ändring av krediträntan.¹⁵²

Informationen ska tillhandahållas i det standardiserade formuläret "Standardiserad europeisk konsumentkreditinformation" och ska lämnas till konsumenten i en handling eller annan varaktig form som är tillgänglig för konsumenten (informationen ska begränsas till ovanstående punkter).¹⁵³ Om konsumenten begär att kreditavtalet ingås genom distanskommunikation som inte tillåter att sådan information ges i denna form, ska konsumenten tillhandahållas informationen snarast efter att avtalet har ingåtts, 8 § 2 st. KkrL.¹⁵⁴

Med rimlig tid avses att *"konsumenten ska ges tillräcklig tid för att sätta sig in i och överväga informationen. Det finns inte något krav på att konsumenten måste lämna ett bankkontor eller att en elektronisk kommunikation måste avbrytas för att ge konsumenten betänketid, så länge han eller hon bara får rimlig tid på sig."*¹⁵⁵ Olika konsumenter behöver olika lång tid på sig för att sätta sig in i villkoren och om konsumenten bedöms ha god kunskap om det aktuella kreditavtalet kan detta ingås i anslutning till att informationen har lämnats.¹⁵⁶ Bestämmelsen ska läsas tillsammans med kravet på god kreditgivningssed som innebär att kreditgivaren *ska* ha förvissat sig om att konsumenten förstår den information som lämnas enligt denna paragraf.¹⁵⁷

¹⁵² Se för närmare innebörd av respektive informationsplikt prop. 2009/10:242, s. 95 f.

¹⁵³ Formuläret framgår av bilaga II till direktiv 2008/48/EG, se förordning (2010:1856) om formulär för förhandsinformation vid konsumentkrediter.

¹⁵⁴ Se prop. 2009/10:242, s. 48.

¹⁵⁵ Se prop. 2009/10:242, s. 94.

¹⁵⁶ Se prop. 2009/10:242, s. 94.

¹⁵⁷ Se prop. 2009/10:242, s. 94 f.

Om konsumenten begär det, ska näringsidkaren utan kostnad tillhandahålla denne ett utkast till ett kreditavtal, 8 § 3 st. KkrL. Är krediten förenad med panträtt i fastighet eller motsvarande typ av kredit behöver endast information i 7 § 2 st. 1–4 pp. KkrL, 8 § 4 st. KkrL. Det finns vid tiden för implementeringen av direktivet ett initiativ till särskild bolåneinformation som tagits fram av branschen, en s.k. europeisk bolånekod som senare kom att antas av EU-kommissionen (se vidare under avsnitt 4.6.1). Regeringen ansåg att trots att många bolag anslutit sig till koden, kunde man inte säkerställa att alla företag anslöt sig till den. Därför skulle reglerna i 1992 års konsumentkreditlag om bostadskrediter överföras till den nya lagen.¹⁵⁸ Här gäller inte kravet på användande av standardblanketten utan istället kan bolåneföretaget använda sig av EU-kommissionens rekommendation av den 1 mars om förhandsinformation.¹⁵⁹ Informationen ska i detta fall lämnas i rimlig tid till konsumenten innan avtal ingås och i en handling eller annan varaktig form som är tillgänglig för konsumenten.¹⁶⁰ Undantag från vissa av konsumentkreditlagens regler avseende bostadskrediter regleras i 4 § 4 st. KkrL.

Vid kontokrediter som ska betalas på uppmaning eller inom tre månader behöver näringsidkaren endast lämna den information som anges i 8 § 1 st. 1, 2, 4, 6, 9, 12, 17, och 19 pp. KkrL, 9 § 1 st. KkrL. Därutöver ska näringsidkaren tillhandahålla konsumenten information om kreditbeloppet, effektiva räntan förenad med ett representativt exempel samt villkor och förfarande för att säga upp kreditavtalet. Om avtalet innebär att konsumenten kan uppmanas att betala tillbaka hela den utestående krediten, ska informationen lämnas även om detta, 9 § KkrL. Alla uppgifter i informationen ska vara lika framträdande, 9 § 2 st. KkrL.¹⁶¹

Vid telefonförsäljning av krediter följer det av 10 § 1 st. KkrL att i stället för 8 § 1 st. och 9 § 1 st. KkrL ska det som föreskrivs av 3 kap. 4 § 1 st. distans- och hemförsäljningslagen (2005:59) (cit. distansavtalslagen, DAvtL) tillämpas. Den finansiella tjänsten ska beskrivas utifrån tjänstens huvudsakliga egenskaper som ska ges enligt det stycket ska innehålla information om bl.a. kreditbeloppet och villkoren för utnyttjande av krediten, kreditavtalets löptid och krediträntan, villkoren för krediträntan med angivande av referensindex eller referensräntor samt tidpunkter, förfaranden och andra villkor för ändring av krediträntan.

¹⁵⁸ Se prop. 2009/10:242, s. 50.

¹⁵⁹ Se prop. 2009/10:242, s. 97 och Kommissionens rekommendation av den 1 mars 2001 om förhandsinformation som skall lämnas av långivare som erbjuder bostadslån.

¹⁶⁰ Se prop. 2009/10:242, s. 97.

¹⁶¹ Se prop. 2009/10:242, s. 50 och s. 98.

Undantagsregeln vid distansavtal är avseende formen för informationen, inte kravet på att sådan information ska lämnas.¹⁶²

Är det fråga om en kredit som avses i 9 § KkrL ska beskrivningen innehålla information om kreditbeloppet, krediträntan med villkor för den och angivande av referensindex eller referensräntor samt den effektiva räntan med angivande av ett representativt exempel. Om avtalet innebär att konsumenten kan uppmanas att betala tillbaka hela den utestående krediten, ska också detta anges, 10 § 2 st. KkrL.

Tillhandahålls krediten genom en kreditförmedlare har även förmedlaren en informationsskyldighet gentemot konsumenten genom att denne vid marknadsföringen till konsumenter ska lämna information om huruvida förmedlingen sker i samarbete med viss kreditgivare eller är oberoende, 48 § 1 st. KkrL. Kreditförmedlaren är också skyldig att upplysa konsumenten om avgifter som konsumenten ska betala till förmedlaren för dennes tjänster och sådana avgifter får endast tas ut om information har getts samt om parterna innan kreditavtalet ingås har avtalat om att sådana avgifter får tas ut, 48 § 2 st. KkrL. Om sådan information inte lämnas ska marknadsföringslagen tillämpas med undantag av bestämmelserna i 29–36 §§ om marknadsstörningsavgift, 48 § 3 st. KkrL.

Påföljd vid utebliven information

Om den information som ska tillhandahållas konsumenten enligt 7–10 §§ KkrL inte lämnas, ska marknadsföringslagen tillämpas med undantag av bestämmelserna i 29–36 §§ om marknadsstörningsavgift, 11 § KkrL.

Dokumentation av kreditavtalet

Näringsidkaren är skyldig enligt 14 § KkrL att dokumentera kreditavtalet genom att nedteckna avtalet i en handling eller annan varaktig form som är tillgänglig för konsumenten. Dokumentet ska enligt 14 § 2 st. KkrL, förutom de uppgifter som följer av 8 § 1 st. 1–6, 8–10, 12–14 och 16 pp. KkrL, innehålla bl.a. information om konsumenten, den effektiva räntan med de antaganden som ligger till grund för beräkningen av räntan samt det sammanlagda belopp som ska betalas av konsumenten och konsumentens rätt att få en betalningsplan.

Informationen ska lämnas på ett *klart* och *kortfattat sätt* och ska tillhandahållas konsumenten utan kostnad, 14 § 3 st. KkrL. Bestämmelsen

¹⁶² Se prop. 2009/10:242, s. 49 och s. 99.

avser de uppgifter som ska lämnas enligt 14 § 2 st. KkrL och inte avtalsvillkoren i sig.¹⁶³

När det gäller en kontokredit som ska betalas tillbaka på uppmaning eller inom tre månader ska det i 14 § avsedda dokumentet, förutom avtalsvillkoren, innehålla de uppgifter som anges i 8 § 1 st. 1–4 och 6 pp. KkrL, 15 § KkrL. Dokumentet ska därutöver innehålla uppgifter om konsumentens namn, personnummer och adress, den effektiva räntan med de antaganden som ligger till grund för beräkningen av räntan och det sammanlagda belopp som ska betalas av konsumenten, förfarandet för att säga upp kreditavtalet samt avgifter och villkoren för ändring av avgifterna. Om avtalet innebär att konsumenten kan uppmanas att betala tillbaka hela den utestående krediten, ska också det anges.

Konsumenten har rätt att utan kostnad erhålla en sammanställning som visar när kapital, ränta och avgifter ska betalas. Om räntan inte är bunden eller om avgifter kan ändras ska konsumenten ges en upplysning om att den gäller till dess räntan eller avgifterna ändras, 16 § KkrL.¹⁶⁴ Konsumenten ska enligt 20 § KkrL regelbundet av kreditgivaren erhålla kontoutdrag som ska innehålla information om krediten. Det anges emellertid inte i lagtexten hur ofta kontoutdrag ska tillhandahållas utan parterna kan reglera detta i avtalet men det ska ske med viss regelbundenhet. Av god kreditgivningssed anses det också följa att kontoutdrag bör tillhandahållas någorlunda frekvent.¹⁶⁵

Konsumenten ska också bli underrättad i förtid om eventuella avgiftshöjningar innan denna börjar gälla, 20 § 2 st. KkrL. Vidare ska konsumenten få information, om det enligt avtalet är möjligt att överskrida en kreditgräns, om krediträntan och villkoren för räntan med angivande av referensindex eller referensräntor samt avgifter och villkoren för ändringen av avgifterna. Har överskridandet varat i över en månad, ska kreditgivaren snarast underrätta konsumenten om den överskjutande skulden och krediträntan på den skulden samt om avgift eller dröjsmålsränta på grund av överskridandet, 20 § 3 st. KkrL.¹⁶⁶

¹⁶³ Se prop. 2009/10:242, s. 103.

¹⁶⁴ Se prop. 2009/10:242, s. 104 f.

¹⁶⁵ Se prop. 2009/10:242, s. 106.

¹⁶⁶ Se prop. 2009/10:242, s. 106 f.

4.6.1 Självreglering

Branschen har i samarbete med konsumentorganisationer tagit fram en *bolånekod*, som är en överenskommelse om viss förhandsinformation som ska lämnas till konsumenten innan ett avtal träffas om bolån.¹⁶⁷

4.6.2 Pågående lagstiftningsarbete inom EU

Eftersom konsumentkreditdirektivet inte är tillämpligt på bolån förbereds för närvarande ett särskilt direktiv om bolånekrediter, s.k. hypotekslån. Detta är ett prioriterat område mot bakgrund av att hushållens skuldsättning ökar i hela EU.¹⁶⁸

4.6.3 Möjligheter till nationell särreglering

Enligt skäl 9 framgår att direktivet är ett s.k. fullharmoniseringsdirektiv, dvs. att det inte är tillåtet för medlemsstaterna att behålla eller införa andra nationella bestämmelser än de som föreskrivs i direktivet. Undantaget är i de situationer som inte regleras av direktivet: *”Det bör således stå medlemsstaterna fritt att behålla eller införa andra nationella bestämmelser om det inte finns några sådana harmoniserade bestämmelser. Medlemsstaterna bör alltså exempelvis få behålla eller införa nationella bestämmelser om solidariskt ansvar för säljaren eller leverantören av tjänster och kreditgivaren. Ett annat exempel på en sådan möjlighet för medlemsstaterna kan vara att behålla eller införa nationella bestämmelser om uppsägning av ett kontrakt som avser varuförsäljning eller tillhandahållande av tjänster om konsumenten utnyttjar sin ångerrätt i samband med kreditavtalet. I detta avseende bör medlemsstaterna tillåtas att när det gäller kreditavtal med obestämd löptid fastställa en minimiperiod mellan den tidpunkt när kreditgivaren begär återbetalning och den dag när krediten ska återbetalas.”*, skäl 9 2008/48/EG.¹⁶⁹

Definitionerna i direktivet bestämmer omfattningen av harmoniseringen och medlemsstaternas skyldighet att genomföra direktivet begränsas därför till direktivets tillämpningsområde som det fastställs genom dessa definitioner. Direktivet begränsar således inte medlemsstater från att behålla eller införa nationell lagstiftning som motsvarar bestämmelserna i direktivet eller vissa av dess bestämmelser för kreditavtal som inte omfattas av direktivets tillämpningsområde, t.ex. kreditavtal som understiger 200 euro eller ränte- och avgiftsfria kreditavtal och kreditavtal enligt vilka krediten ska betalas tillbaka inom tre månader och för vilka endast obetydliga avgifter ska betalas (skäl 10 och art. 2.2.c, 2.2.f

¹⁶⁷ Se Svenska Bankföreningen, Bolån – EU-kod för information om bolån.

¹⁶⁸ Se Europeiska kommissionen, Förslag till Europaparlamentets och rådets direktiv om bostadslåneavtal (KOM(2011) 142 slutlig).

¹⁶⁹ Se även prop. 2009/10:242, s. 31.

2008/48/EG). Sådana kreditavtal skulle t.ex. motsvaras av många av de s.k. snabblån som blivit allt vanligare (se nedan under avsnitt 4.6.4).

Enligt artikel 22.1 2008/48/EG framgår att medlemsstaterna inte får behålla eller införa andra bestämmelser i sin nationella lagstiftning som skiljer sig från vad som fastställts i direktivet i den mån direktivet innehåller harmoniserade bestämmelser. De harmoniserade reglerna framgår av direktivets artikel 2 som också anger ett antal olika typer av kreditavtal som direktivet inte är gällande på, t.ex. bolånekrediter, krediter understigande 200 euro eller överstigande 75 000 euro och pantlån. För kreditavtal som ska betalas tillbaka på uppmaning eller inom tre månader gäller särskilda delar av direktivet, se artikel 2.3 2008/48/EG.

Informationskraven i konsumentkreditdirektivet är fullharmoniserade, vilket innebär att det inte är möjligt att införa ytterligare reglering nationellt.¹⁷⁰

4.6.4 Identifierade riskområden

Allmänt om utformningen av informationskraven

På samma sätt som regleringen av fonder fokuserar regleringen av konsumentkrediter på att konsumenten ska erhålla tydlig och begriplig information och i efterhand få information som underlättar för konsumenten att beakta sitt kreditengagemang (Steg 3 och 4 i beslutstrappan). Vidare ska konsumenterna erhålla tillräcklig betänktetid för att sätta sig in i kreditavtalet samt att kreditgivaren ska säkerställa att konsumenten har förstått informationen.

Riskområden

På detta område syftar informationskraven till att konsumenten ska få en god överblick över kreditavtalets verkningar och påverkan på konsumentens framtida ekonomiska ställning. Vi anser att informationskraven är lämpligt utformade och att den standardiserade formen för konsumentkreditavtal är gynnsam, genom att den underlättar jämförelse mellan olika kreditgivare. Det finns emellertid ett par aspekter som vi önskar fästa uppmärksamheten på.

För det första är tillgängligheten till snabba krediter för vissa grupper av konsumenter ett problem genom att det är tämligen enkelt att erhålla s.k. snabblån. Formen för ingåendet av ett sådant kreditavtal är tämligen enkel och vi ställer oss frågande till om det är möjligt för konsumenten att överblicka hur krediten kommer att påverka konsumentens framtida

¹⁷⁰ Se prop. 2009/10:242, s. 61.

ekonomiska ställning. Att regleringen ställer krav på att ange den effektiva räntan är emellertid ett viktigt verktyg för att motverka ett sådant informationsunderskott.

För det andra anser vi att nyttjandet av begreppet bolånelöfte är missvisande. Vi anser att många konsumenter riskerar att se ett positivt besked från banken i form av bolånelöfte som utgörande ett löfte om att konsumenten kommer att beviljas krediten. Så är emellertid inte fallet utan lånelöftet är ett för banken oförbindande besked om att konsumenten har ett visst utrymme i sin ekonomi inom vilket en bank efter bedömning av det potentiella köpeobjektet möjligen kan erhålla en kredit för att finansiera affären.

4.6.5 Rekommendationer

Enligt konsumentkreditdirektivet har en kreditgivare en förklaringsplikt i förhållande till konsumenten. Det fanns tidigare en rådgivningsskyldighet för kreditgivaren men den togs bort vid remissbehandlingen av direktivet och ersattes med en förklaringsplikt. Direktivet innehåller emellertid inte några harmoniserade regler om vad förklaringskyldigheten innebär.¹⁷¹ Av Konsumentverkets allmänna råd framgår emellertid att kreditgivaren är skyldig att lämna *"samtliga förklaringar som konsumenten behöver för att kunna avgöra om kreditavtalet passar hans eller hennes behov och ekonomiska situation"*.¹⁷² Näringsidkarens förklaringskyldighet innebär inte att kreditgivaren behöver lämna några råd till konsumenten. Av de allmänna råden framgår emellertid att kreditgivaren bör avråda konsumenten från att ingå kreditavtal om *"omständigheter finns som tyder på att kreditavtalet är ofördelaktigt för konsumenten att ingå, till exempel med förekomsten av andra låneformer hos kreditgivaren och/eller risk för överskuldssättning för konsumenten"*. Innebörden av denna rekommendation och dess förenlighet med konsumentkreditdirektivet bör utredas närmare. Är den förenlig med förklaringsplikten som följer av direktivet, bör rekommendationen bli tydligare genom att t.ex. ange några typsituationer på när myndigheten anser att ett avrådande bör lämnas.

Som vi har förstått finns det ingen självreglering på marknaden för hur bolånelöften ska utformas och förordar därför att branschen i samband med Finansinspektionen och Konsumentverket tar fram riktlinjer/branschkod för hur ett sådant lånelöfte bör utformas och vilken information som därvid bör tillhandahållas konsumenten. Man bör vid en

¹⁷¹ Se prop. 2009/10:242, s. 52 f.

¹⁷² Se Konsumentverkets allmänna råd om konsumentkrediter (KOVFS 2011:1).

sådan översyn också överväga i vilken mån som lånelöfte över huvud taget är ett lämpligt begrepp att använda sig av.

4.7 Informationskrav avseende försäkringar

Försäkringsgivarens informationsplikt regleras i 10 kap. försäkringsavtalslagen (2005:104) (cit. FAL). Vi kommer endast att behandla de aspekter som blir relevanta för finansiella tjänster inkluderande försäkringar.

Försäkringsbolaget är enligt 10 kap. FAL skyldigt att lämna viss information till försäkringstagarna. Informationen ska vara klar och tydlig och på svenska.¹⁷³ Om försäkringstagaren begär det får informationen lämnas på ett annat språk, 10 kap. 1 § FAL. Innan en personförsäkring meddelas ska försäkringsgivaren lämna information som underlättar för kunden att bedöma sitt försäkringsbehov och val av försäkring. Informationen ska återge det huvudsakliga innehållet i de försäkringsvillkor som kunden behöver ha kännedom om för att kunna bedöma kostnaden för och omfattningen av försäkringen. Viktiga begränsningar ska tydligt framgå, 10 kap. 2 § FAL. Informationen behöver emellertid inte lämnas ut om kunden avstår från den eller det möte hinder med hänsyn till förhållandena då försäkringsavtalet ingås, 10 kap. 3 § FAL.¹⁷⁴

Snarast efter avtalsslutet ska försäkringsgivaren tillhandahålla kunden en skriftlig bekräftelse på avtalet. Försäkringsgivaren ska också, om detta inte skett tidigare, upplysa om försäkringsvillkorens innehåll och särskilt framhålla villkor som med hänsyn till försäkringens beteckning eller övriga omständigheter utgör en oväntad och väsentlig begränsning av försäkringsskyddet, eventuella förbehåll för när försäkringsgivarens ansvar inträder etc., 10 kap. 4 § FAL. Under försäkringsperioden ska försäkringsgivaren årligen och i samband med försäkringens förnyelse i skälig omfattning informera försäkringstagaren om sådana förhållanden som är av betydelse för kunden att känna till. Vid begäran från kunden ska även övrig information om premien och andra villkor lämnas till kunden, 10 kap. 5 § FAL. Ändras försäkringsvillkoren ska kunden erhålla information om innebörden av förändringen, 10 kap. 6 § FAL.

¹⁷³ Se prop. 2003/04:150 Ny försäkringsavtalslag, s. 151: "Självfallet är det viktigt att villkoren är så klara som möjligt. Vikten av att försäkringsbolagen strävar åt detta håll bör därför betonas. Detta bör komma till uttryck i lagen genom ett krav på att all information skall vara tydlig. Det skall också erinras om att man i viss utsträckning redan i dag med stöd av lagen om avtalsvillkor i konsumentförhållanden, som är tillämplig också på försäkringsvillkor, kan komma till rätta med problem som är knutna till den språkliga utformningen av avtalsvillkor. Där föreskrivs bl.a. (i

10 §) att, om innebörden av ett villkor som inte har varit föremål för individuell förhandling är oklar, villkoret vid en tvist mellan en näringsidkare och en konsument skall tolkas till konsumentens förmån. Redan detta bör vara ett skäl för försäkringsbolagen att se till att villkoren är så tydliga och entydiga som möjligt."

¹⁷⁴ Se prop. 2003/04:150, s. 144 ff.

Om ett villkor som anges i 10 kap. 4 och 6 §§ FAL inte har särskilt framhållits för kunden före eller efter avtalsslutet får detta inte åberopas av försäkringsgivaren, 10 kap. 9 § FAL.¹⁷⁵

Försäkringstagaren har också en upplysningsplikt gentemot försäkringsgivaren enligt 12 kap. FAL.

4.7.1 Självreglering

Svensk Försäkring, som är försäkringsföretagens branschorganisation, har tagit fram ett antal rekommendationer avseende försäkringar med koppling till den finansiella marknaden.

Min Pension i Sverige AB Min Pension är ett samarbete mellan staten och pensionsbolagen och är ett dotterbolag till Svensk Försäkring. Samarbetet innebär att en konsument kan, via minpension.se, få en samlad överblick över sitt totala pensionssparande, dvs. allmän pension, premiepension, tjänstepension och eventuellt eget pensionssparande.¹⁷⁶

Faktablad för livförsäkringsprodukter av sparandetyper (2011) Rekommendationen är en komplettering av Finansinspektionens föreskrifter och allmänna råd (FFFS 2011:39) om information som gäller försäkring och tjänstepension.

Rekommendation om förköpsinformation (träder i kraft 1 januari 2013) Rekommendationen innehåller riktlinjer för hur faktablad rörande livförsäkringsprodukter av sparandetyper bör utformas. Rekommendationen innebär en typ av branschharmonisering motsvarande den som finns för fondinvesteringar.

Pensionsorden (2010) Pensionsorden är en ordlista som tagits fram i samarbete mellan Försäkringskassan, Pensionsmyndigheten och Svensk Försäkring och syftar till att säkerställa att branschen och myndigheter använder sig av en överensstämmande begreppsbildning. En översyn av ordlistan, som finns på minpension.se, är planerad under 2012.¹⁷⁷

Rekommendation om finansiell rådgivning (2004) Rekommendationen är tämligen kortfattat utformad och innebär i realiteten endast ett krav på

¹⁷⁵ Se prop. 2003/04:150, s. 152 ff.

¹⁷⁶ Se <http://www.minpension.se>.

¹⁷⁷ Se <https://www.minpension.se/Ordlista.aspx>.

försäkringsbolagen att ha tillräckligt kompetent personal för dem som tillhandahåller finansiell rådgivning till konsumenter.¹⁷⁸

4.7.2 Pågående lagstiftningsarbete inom EU

Den 25 november 2009 antogs Solvens II-direktivet, som ska vara implementerat i medlemsstaterna senast den 31 oktober 2012.¹⁷⁹ Direktivet innehåller en del bestämmelser om försäkringsgivarens informationsplikt till försäkringstagaren och är i vissa delar ett fullharmoniseringsdirektiv.¹⁸⁰

Innan ett försäkringsavtal ingås ska försäkringsgivaren tillhandahålla försäkrings-tagaren information om försäkringsgivaren och detaljerad information om försäkringens innebörd och villkor. Om försäkringsgivaren i samband med ett erbjudande om eller tecknande av ett livförsäkringsavtal presenterar siffror avseende storleken på potentiella betalningar som överstiger de kontraktuella betalningarna ska försäkringsgivaren ge försäkringstagaren ett exempel på beräkning i vilken det potentiella slutliga ersättningsbeloppet beräknas utifrån premieinbetalningarna vid tre olika räntesatser. Informationen ska vara tydlig och lättbegriplig avseende om att beräkningsexemplet endast är en beräkningsmodell som grundar sig på teoretiska antaganden, och att försäkringstagaren inte kan ställa några avtalsgrundande anspråk utifrån beräkningsexemplet.¹⁸¹

4.7.3 Möjligheter till nationell särreglering

I Solvens II-direktivet anges det i skäl 2 och 11 att syftet med direktivet är att *"nödvändigt att undanröja de största skillnaderna mellan de lagregler som gäller för försäkrings- och återförsäkringsföretag i de olika medlemsstaterna"*. Det innebär att eventuella förändringar i svensk rätt måste stämmas av mot direktivets övergripande syfte att underlätta för försäkringsbolag att tillhandahålla försäkringsverksamhet inom hela unionen.

4.7.4 Identifierade riskområden

Allmänt om utformningen av informationskraven

Även försäkringsregleringen fokuserar främst på att konsumenten ska erhålla tydlig och lättöverskådlig information inför sitt val av försäkring samt under avtalstiden få redogörelser om t.ex. eventuella förändringar i

¹⁷⁸ Se <http://www.svenskforsakring.se/Huvudmeny/Branschsamarbete/Rekommendationer/Undersidor/Rekommendation-om-finansiell-radgivning/>.

¹⁷⁹ Se Europaparlamentets och rådets direktiv 2009/138/EG av den 25 november 2009 om upptagande och utövande av försäkrings- och återförsäkringsverksamhet (Solvens II).

¹⁸⁰ Se skäl 2 och 11 2009/138/EG. Se även SOU 2011:68 Rörelse reglering för försäkring och tjänstepension, s. 56 f.

¹⁸¹ Se artikel 185 2009/138/EG. Se även SOU 2011:68, s. 542 f.

försäkringsskyddet (Steg 3 och 4 i beslutstrappan). Det är emellertid försäkringsbolagen själva som avgör vad som är tydlig information men det ska samtidigt påpekas att det sker initiativ inom branschen genom att ta fram en gemensam ordlista för att undvika alltför många synonymer, vilket leder till en förbättrad möjlighet för konsumenter att jämföra olika försäkringslösningar.

Riskområden

På detta område syftar informationskraven till att konsumenten ska få en god överblick över försäkringsavtalets verkningar och innebörd. Vidare syftar informationskraven till att möjliggöra för konsumenten att denne på goda grunder kan bedöma sitt eget försäkringsbehov. Vi anser att informationskraven är lämpligt utformade men det finns emellertid ett par aspekter som vi önskar fästa uppmärksamheten på.

För det första visar flera tvister med försäkringsförmedlare att konsumenter ibland kan ha svårt att förstå hur en kapitalförsäkring är konstruerad. Vissa kunder har varit av uppfattningen att en kapitalförsäkring innebär att det insatta kapitalet är försäkrat och därigenom inte kan minska i värde. Det nya investerarsparkontot är i stort sätt att jämföra med en kapitalförsäkring och därigenom uppstår det en konkurrenssituation mellan bank- och försäkringsmarknaden om att tillhandahålla sitt investeringsskal. Konkurrens är oftast bra men frågan är om informationen på marknaden om varför en konsument ska välja det ena eller det andra är av tillräckligt god kvalitet.

För det andra kombineras ofta en investering i en kapitalförsäkring med att konsumenten också erhåller råd om placeringar i strukturerade produkter. Mot bakgrund av att intjäningen oftast är högre på strukturerade produkter än t.ex. fonder finns det en risk att många kunder erhåller rekommendationer som i och för sig uppfyller lagens krav på lämplighet men där det finns motsvarande investeringslösningar som tillhandahåller motsvarande avkastningsmöjlighet men till en lägre kostnad.

4.7.5 Rekommendationer

Vi anser att man bör se över möjligheten att införa en branschstandard för redovisning av de lösningar som rekommenderas konsumenten och därvid särskilt ange kostnaden för respektive delmoment i produkten (alternativt att branschens självreglering avseende förköpsinformation kompletteras). Att konsumenten erbjuds en totallösning med en sammanlagd avgift torde försvåra för konsumenten att utvärdera den erbjudna lösningen och också betyda svårigheter för konsumenten att jämföra en sådan paketlösning med andra typer av investeringsstrategier.

4.8 Informationskrav avseende distansavtal om finansiella tjänster

Enligt 3 kap. 3 § distans- och hemförsäljningslagen (2005:59) (cit. DAvtL) ska en näringsidkaren innan ett distansavtal ingås lämna detaljerad information om bl.a. den finansiella tjänstens eller det finansiella instrumentets huvudsakliga egenskaper, den finansiella tjänstens eller det finansiella instrumentets pris, inbegripet arvoden, skatter och avgifter och, det med avtalet kan följa skatter, avgifter eller kostnader som varken betalas genom näringsidkaren eller påförs av denne och de särskilda risker som följer med det finansiella instrument som avtalet avser, inklusive uppgift om att den tidigare värdeutvecklingen och avkastningen inte ger någon säker vägledning i fråga om den framtida utvecklingen och avkastningen.

Informationen ska ges *klart och begripligt* och på ett sätt som är *anpassat* till det medel för distanskommunikation som används, 3 kap. 3 § 2 st. DHL. I *rimlig tid innan* ett distansavtal ingås ska konsumenten erhålla samtliga avtalsvillkor och ska lämnas i en handling eller i någon annan läsbar och varaktig form som är tillgänglig för konsumenten. Är det inte möjligt att lämna sådan information före avtalsslutet, ska näringsidkaren tillhandahålla konsumenten denna information i sådan form snarast efter det att avtalet har ingåtts, 3 kap. 3 § 3–4 st. DHL. Särskilda regler avseende betaltjänster finns i lagen (2010:751) om betaltjänster.

Telefonförsäljning

Det finns särskilda regler för telefonförsäljning. Näringsidkaren måste i början av varje samtal ge konsumenten information om *sin identitet* och namnet på den person som är i kontakt med konsumenten och dennes relation till näringsidkaren. Näringsidkaren måste också informera om *syftet* med samtalet. Konsumenten kan samtycka till att viss information i 3 § inte behöver tillhandahållas men näringsidkaren måste då upplysa konsumenten om var ytterligare information finns tillgänglig. Denna information ska i sådana fall lämnas snarast efter det att avtalet har ingåtts, 3 kap. 4 § DHL.

Ångerrätt

Konsumenten har rätt att frånträda distansavtalet inom vanligtvis 14 dagar från den dag då distansavtalet ingåtts. Det finns särskilda regler för vissa typer av distansavtal, t.ex. kreditavtal, livförsäkring eller privat individuellt pensionssparande, 3 kap. 7–11 §§ DHL.

4.8.1 Självreglering

Avseende telefon finns det en särskild organisation, NIX, som är en ideell förening som inrättats för att hantera marknadsföring över telefon till privatpersoner. Registret inrättades 1999 och dit kan en konsument vända sig för att anmäla sitt telefonnummer. Medlemsföretagen är skyldiga, enligt god marknadsföringssed, att kontrollera att numret inte är spärrat för samtal i försäljnings-, marknadsförings- eller insamlingssyfte. Undantaget är om kunden givit uttryckligt medgivande till telefonkontakt eller om det redan föreligger ett etablerat kundförhållande mellan privatpersonen och företaget.¹⁸²

Svensk Försäkring har också tagit fram en rekommendation för tillhandahållande av försäkring via Internet som grundas på the European Good Practice Guide for Insurance Business om the Internet från Comité Européen des Assurances. Syftet med rekommendationen är att fastlägga allmänna principer för försäkringsbolag som erbjuder konsumenter att ingå försäkringsavtal på Internet och därvid fastställa höga krav på information och garantera att god affärssed efterlevs när Internet används som kommunikationskanal.¹⁸³

Sveriges Callcenter Förening har tillsammans med Swedma (Swedish Direct Marketing Association) tagit fram etiska regler i form av god sed vid telefonförsäljning mellan dels företag, och dels till konsumenter i marknadsföringssyfte.¹⁸⁴

4.8.2 Pågående lagstiftningsarbete inom EU

Det finns ett förslag till ett övergripande direktiv om konsumenträttigheter. Syftet med det föreslagna direktivet är att förenkla regleringen av konsumentskydd inom EU och undvika den fragmentisering som uppstått genom att enskilda företeelser regleras i separata direktiv.¹⁸⁵

4.8.3 Möjligheter till nationell särreglering

Enligt artikel 4 2002/65/EG får medlemsstaterna, i avvaktan på ytterligare harmonisering, behålla eller införa strängare bestämmelser om krav på förhandsinformation, om bestämmelserna är förenliga med gemenskapsrätten. Det anges emellertid i skäl 13 i direktivet att medlemsstaterna inte bör kunna besluta om andra bestämmelser än dem

¹⁸² Se vidare <http://www.nix.nu>.

¹⁸³ Se <http://www.svenskforsakring.se/Huvudmeny/Branschsamarbete/Rekommendationer/Undersidor/God-sed-for-forsakring-pa-Internet/>.

¹⁸⁴ Se SCCFs och SWEDMAs etiska regler vid telefonförsäljning mellan näringsidkare och SCCFs och SWEDMAs etiska regler vid telefonförsäljning till konsument.

¹⁸⁵ Se Europeiska kommissionen, Förslag till Europaparlamentets och rådets direktiv om konsumenträttigheter (KOM(2008) 614 slutlig).

som fastställs i detta direktiv på de områden som harmoniseras i direktivet, om detta inte särskilt anges i direktivet. Direktivet är emellertid drygt tio år gammalt och det har tillkommit en mängd reglering på det finansiella området, särskilt vad avser konsumentinformation, varför det är svårt att idag säkert uttala sig om vilket nationellt utrymme det finns för ytterligare reglering.¹⁸⁶

4.8.4 Identifierade riskområden

Allmänt om utformningen av informationskraven

Informationskraven syftar till att säkerställa att konsumenten får tillräckligt med information så att denne kan bedöma innebörden av den tjänst som konsumenten överväger att köpa. Genom att avtalet ingås över telefon eller Internet är informationsreglerna fokuserade på att näringsidkaren tillhandahåller detaljerad information om företaget och tjänsten så att konsumenten även kan bedöma vad det är för typ av företag som konsumenten ingår avtal med (beslutstrappans Steg 3 och 4). Givetvis föreligger det motsvarande problem med informationsregleringen här som på andra områden (se ovan avsnitt 4.1-4.7) genom att det inte framgår hur informationen ska vara strukturerad för att vara ändamålsenlig. Det enda "kvalitetskrav" som framgår av regleringen är att informationen ska vara klart och tydligt utformad så att den blir begriplig för konsumenten. Innebörden av detta är dock ytterst oklar, vilket ur ett konsumentskyddsperspektiv är otillfredsställande.

Riskområden

På detta område syftar informationskraven till att konsumenten ska få tillräcklig information om den produkt eller tjänst som konsumenten väljer att köpa på distans, vanligtvis över Internet eller genom telefonförsäljning. Vi anser emellertid att det finns vissa särskilda risker vid ingående av avtal om finansiella tjänster på distans.

För det första är många produkter och tjänster som erbjuds på den finansiella marknaden komplicerade. Detta blir särskilt tydligt om man studerar de omfattande informationskrav som lagstiftaren har infört på respektive område, syftande till att stärka konsumentens ställning i förhållande till näringsidkaren. Vi ställer oss frågande till om det över huvud taget är lämpligt att konsumenten i vart fall ingår vissa typer av finansiella avtal över telefon. Det torde vara förenat med stora svårigheter, om ens möjligt, att informera om innebörden av t.ex. en strukturerad produkt. Vi ser det inte som möjligt att ersätta innebörden av ett komplext

¹⁸⁶ Se prop. 2004/05:13 Distans- och hemförsäljningslag, m.m., s. 33 f. och prop. 2011/12:28 Enklare avbetalningsköp m.m., s. 10.

prospekt till muntlig information och därvid säkerställa att konsumenten har förstått informationen. Man bör därför utreda i vilken mån det är möjligt att införa ett krav på skriftligt avtal vid köp av vissa finansiella tjänster på distans.¹⁸⁷

För det andra saknar stora delar av den EU-rättsliga lagstiftningen civilrättsliga regler. Detta innebär att det skapas stora möjligheter för branschen att ta fram standardavtal på området som kan vara alltför näringsidkarvänliga, även inom ramen för vad som är tillåtet enligt t.ex. avtalsvillkorlagen (lagen (1994:1512) om avtalsvillkor i konsumentförhållanden).

4.8.5 Rekommendationer

Vi rekommenderar att det tillsätts en utredning som får i uppdrag att utreda behovet av en särskild finansavtalslag som bl.a. reglerar form för avtals ingående, reklamationsplikt och preskriptionsregler (där den norska finansavtaleloven kan utgöra förebild).¹⁸⁸

Vidare rekommenderar vi att lagstiftaren och berörda myndigheter tillsammans med berörda branschorganisationer verkar för att ta fram etiska riktlinjer för vilka avtal som är lämpliga att ingå på distans mellan en näringsidkare och en konsument.

¹⁸⁷ Se DN.se 120209. <http://www.dn.se/ekonomi/finansavtal-via-telefon-kan-stoppas>.

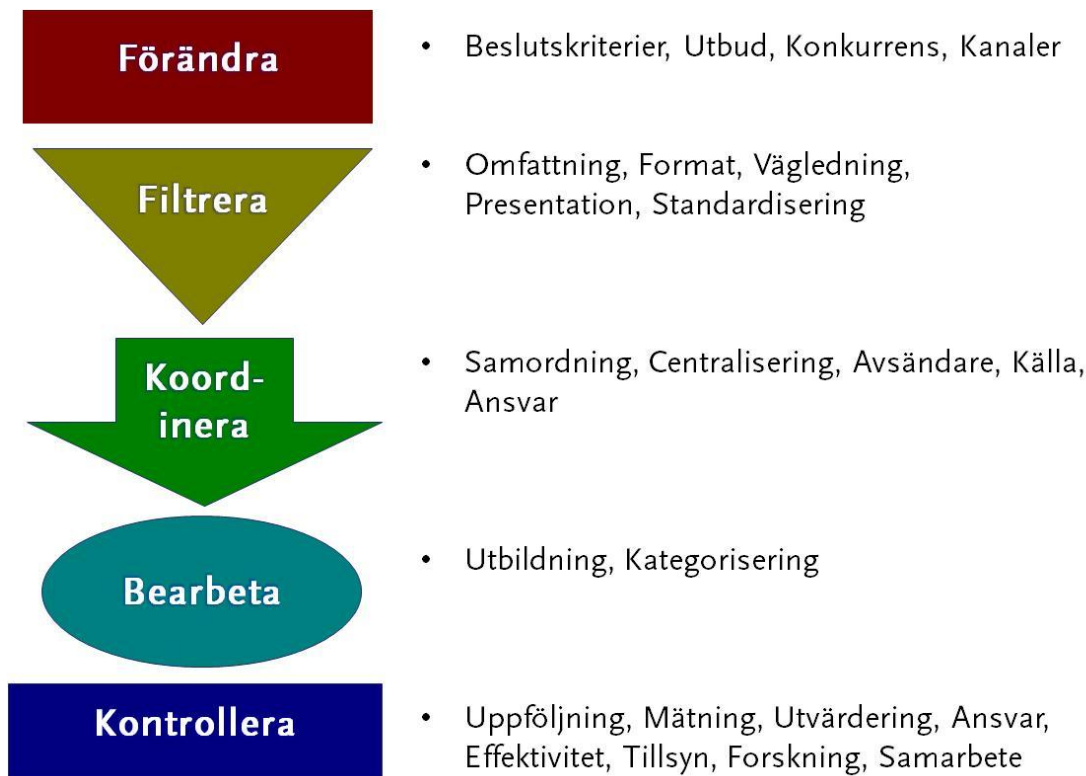
¹⁸⁸ Se lov om finansavtaler og finansoppdrag <http://www.lovdatab.no/all/nl-19990625-046.html>.

5. Fem sätt att skapa bra finansiell information

Mot bakgrund av de brister i den finansiella informationen inom respektive produkt- och tjänsteområde som vi identifierat och de risker som dessa medför, anser vi att det är viktigt att alla aktörer, vid utformning av finansiell information som riktas till konsumenter, arbetar utifrån ett gemensamt övergripande perspektiv i form av principer för bättre finansiell information.

Vi har därför identifierat fem övergripande principområden som vi anser är nödvändiga att beakta vid all typ av "informationsdesign". Dessa områden kompletterar till stor del varandra, och kan användas som en karta eller checklista för att definiera hur man förhåller sig till tänkta åtgärder. Tanken med vår modell är att denna ska tjäna som vägledning för hur man kan skapa bättre finansiell information och syftar samtidigt till att synliggöra de komplexa variabler som måste tas hänsyn till för att få ett överensstämmande och logiskt regelverk. Utan en gemensam policy kommer regleringen även fortsättningsvis vara inriktad på vissa punktinsatser, vilket vi anser vara negativt för konsumentskyddet i stort – framför allt med beaktande av att många konsumenter rör sig över många delområden på den finansiella marknaden och skulle främjas av större harmonisering och gemensam regleringspolicy.

Figur 2: Fem övergripande metoder att skapa bra finansiell information



5.1 Förändra

En av de viktigaste slutsatserna från litteraturen inom finansiell psykologi är att relativt små förändringar av hur information väljs ut eller presenteras kan få stora konsekvenser för vilka beslut konsumenten tar. "Informationsdesign" är speciellt viktigt i de första två stegen av beslutstrappan, eftersom konsumenten här ofta inte tar in någon större mängd information. En bra informationsdesign kan stimulera till högre konkurrens och i slutändan ett sundare utbud. Ett bra utbud av produkter och tjänster minskar i sin tur kostnaden för konsumenten att göra oinformerade val.

Beslutskriterier Ett exempel på design är vilka implicita kriterier som ställs för att en produkt skall anses "bra". Ett vanligt sorteringskriterium i fondmarknaden baseras på historisk avkastning, vilket leder individer till att tro att hög historisk avkastning är förenligt med en bra produkt. Den akademiska forskningen finner lite stöd för detta. Det finns forskning som visar att mer utvecklade marknader (med en hög andel öppet indexerat kapital), tenderar att ha lägre fondavgifter, och också har aktiva fonder som

i större utsträckning slår sina jämförelseindex.¹⁸⁹ Relativa jämförelser mellan fonder kan direkt motverka en sådan utveckling, eftersom det ger förvaltaren incitament att följa index i större utsträckning för att undvika risken att avvika från normen.¹⁹⁰ Historisk avkastning kan i och för sig ge viktig information om skillnader i kostnader och effektivitet för förvaltning av likartade produkter, men det gäller då att fondernas förvaltningsinriktning är densamma. Dessa signaler är dock också befattade med mycket brus, och är för de flesta svåra att utvärdera. Kriterier som risk och kostnad är minst lika viktiga, och kanske mer relevant för konsumenterna i de första stegen i beslutstrappan.

Avgifter Kanske är den fråga som fått störst utrymme i debatten om konsument-information hur värdepappersfonder bör redovisa sina avgifter. En tydlig redovisning av avgifter är viktig för att konsumenter skall förstå priset på den produkt man köper. Det ökade inslaget av prestationsbaserade avgifter gör sådana beräkningar än mer komplicerade. I USA har man redan infört ett system där alla fonder måste redovisa sina avgifter uttryckt i ett absolut belopp efter en standardiserad mall.¹⁹¹ Även om en sådan modell som förlitar sig på en rad förenklade antaganden inte är perfekt, så har den fördelen att jämförbarheten mellan fondavgifter blir både enkel och väldigt tydlig. Detta är ifrån ett konsumentperspektiv självfallet önskvärt, och även om dagens regler ger vissa restriktioner för hur förenklad fondinformation kan utformas, kan branschen själva ge rekommendationer för hur man kan bli tydligare i sin redovisning av avgifter.

Att också redovisa hur avgifterna används i större utsträckning är något som ytterligare kan stärka förtroendet för fondbolagen. I USA redovisar man sedan länge avgifter för marknadsföring och försäljning separat (s.k. "12-1b fees" som egentligen belastar fondens kapital). I den svenska modellen finns det ingen möjlighet för konsumenten att förstå vilken del av avgiften som går till förvaltaren respektive försäljaren eller rådgivaren. För pensionsförsäkringar är kostnadsstrukturen också ofta komplex, bestående av årliga avgifter såväl som olika inbetalnings- och fondavgifter som är svåra att överblicka.¹⁹² Ett angränsande problem till ovanstående är att

¹⁸⁹ Cremers et al (2011) skiljer mellan öppen och stängd ("closet") indexering, där man i senare fallet tenderar att indexera även om fonden uppges förvaltas aktivt.

¹⁹⁰ Se Chevalier och Ellison (1997).

¹⁹¹ En investering om USD 10 000, avkastning 5% per år, och för ett antal tidshorisonter upp till 10 år. Morningstar i Sverige har nyligen infört "Normanbeloppet" som anger totalkostnaden i kronor för att fondspara 1 000 kr per månad i 10 år.

¹⁹² I en undersökning utförd under januari 2011 av United Minds för Alectas räkning svarade 60% att de inte vet hur mycket tjänstepension som betalas in av arbetsgivaren, och hela 87

pensionsbolagen arbetar med olika antaganden, t.ex. livslängd, som är av avgörande betydelse för pensionsprognosen.

Till tydligheten i redovisning av avgifter skulle man därför också kunna lägga till att en standardiserad och transparent redovisning av desamma vore önskvärt för att förenkla jämförelser för konsumenten. Detta arbete borde även ligga i branschens intresse, eftersom det annars lätt skapar oklarheter som i sin tur leder till ökad misstänksamhet bland kunder till företagen på marknaden.

I den nuvarande regleringen tillåter man inte differentierade avgifter för fondsparande i konsumentledet. Konsumenten har därför ingen möjlighet att förhandla sig till ett bättre pris, och därför finns heller inga incitament att sätta press på återförsäljarledet som i många andra branscher. Differentierade och tydliga avgifter skulle också kunna öppna upp för nya affärsmodeller för rådgivning, där fasta arvoden kan omvandlas till rabatter för konsumenterna. En mer öppen och tydligare arkitektur i avgiftsstrukturerna ger både företag och individer större flexibilitet i att själva hitta bra lösningar, och verkar dessutom för att väcka ett bredare intresse från konsumenterna att inhämta information.

Blancolån På senare tid har man kunna konstatera att blancolån medfört problem med återbetalning för främst yngre människor. Den effektiva räntan i pantbanker och på s.k. "SMS-lån" är ofta mycket hög, varför sådana lån ifrågasatts då man antar att dessa riktar sig till just ungdomar. Agarwal och Bos (2011) har undersökt lån i svenska pantbanker och fann att de som utnyttjar denna kreditkanal oftast inte har andra möjligheter att låna. Detta tycker vi manar till viss försiktighet i policyåtgärder som syftar till att begränsa lån till sådana grupper. Samtidigt finns det förstås anledning till att se över hur dessa krediter fungerar i praktiken, och om man genom att till exempel införa en kort ångerperiod eller karantäntid kan minska impulsiva och ogenomtänkta beslut.

5.2 Filtrera

Kanske är det största problemet att mängden av information om finansiella produkter och tjänster är så stor att det blir svårt att tillgodogöra sig innehållet. Mängden har två dimensioner: dels genom ett stort utbud, men framför allt genom detaljerade prospekt, avtal och villkor. I en allt mer

procent att det är viktigt att förstå vad olika pensionsbolag tar betalt för förvaltningen av tjänstepensionen.

komplicerad och reglerad marknad använder företagen mycket detaljerade avtalsvillkor vilket lätt kan få absurda konsekvenser.¹⁹³

Format Problemet att kommunicera information är förstås redan väl känt. Det är mot denna bakgrund som man inom USA och EU infört regler om förenklad fondinformation, där den mest väsentliga informationen samlas på två till tre sidor. Syftet är att öka jämförbarheten mellan investeringsalternativ, med målet att förenkla kundens val och öka konkurrensen. Det finns emellertid forskning som visar att detta inte är tillräckligt för att uppnå dessa mål. I ett experiment med både förenklade och kompletta prospekt finner Beshears et al (2009) inga signifikanta skillnader i hur individerna valde bland ett urval av fonder. Ett sätt att tolka dessa resultat är att även ett förenklat informationsblad kräver en relativt avancerad beslutsprocess som innefattar Steg 3 i vår beslutstrappa. Även om informationen är förenklad, gynnas inte de individer som inte redan har förankrat de mest grundläggande besluten i processens tidigare skeden.

Informationskanaler Den information som finns om fondutbudet i Sverige idag är generellt mycket bra och enkel att hitta. Morningstar är världsledande i fondutvärdering, och förutom den detaljerade information som går att hitta direkt på deras plattform, så finns informationen också hos de flesta större tidningar, webbplatser och nätmäklare. Denna information riktar sig främst till de som redan är i stånd att välja och/eller utvärdera sina innehav – det vill säga, de senare stegen i vår beslutstrappa.

Utbudet är dock sämre för de individer som ännu är i stadiet att bestämma sig för risknivå och inriktning av portföljen (Steg 1 och 2). Vi tror att ett stort pedagogiskt problem ligger i att kommunicera vad risk egentligen innebär. Man kan förmodligen inte ens lyckas med detta med de enkla riskskalor som är föreslagna i de nya förenklade fondfaktabladen, eftersom riskbegreppet är subjektivt och för de allra flesta människor intimt förknippat med att förlora pengar. De nya faktabladen visar den historiska avkastningen i grafisk form, vilket är ett mer effektivt sätt att förstå hur hög fondens risk varit.

Presentation av risker Gemensamt för alla de verktyg som idag finns för att utvärdera fonder är att de fokuserar på just historisk avkastning, vilken kan vara viktig vid val mellan individuella fonder som har samma förvaltningsinriktning, men som är ett mycket trubbigt hjälpmedel för att komponera en portfölj med bra riskspridning. Om fokus ligger på utvärdering i givna intervall, t.ex. senaste fem åren, är det lätt att

¹⁹³ Ett exempel är Apple AppStores kundavtal på 67 sidor som få läser innan godkännande.

underskatta den stora slumpmässiga komponent som ligger i sparandets natur (om man ändrar tidshorizonten får man oftast betydande förändringar i rangordning bland fonder som sorteras på historisk avkastning).

Kalkyler som görs för att illustrera effekten av avkastning och avgifter för långsiktigt sparande över lång tid är generellt förstås bra hjälpmedel, eftersom de allra flesta har svårt att göra sådana beräkningar själva.¹⁹⁴ Problemet ligger i att dessa i princip uteslutande uttrycker slutbeloppet baserat på antaganden om genomsnittlig avkastning. Detta ger ingen vägledning om variationen man har att förvänta sig under spartiden, eller hur man skall ställa sig till de risker som är förenade med investeringen. Detta kan också få den olyckliga konsekvensen att det också blir svårt att kommunicera riskbegreppet för rådgivare.

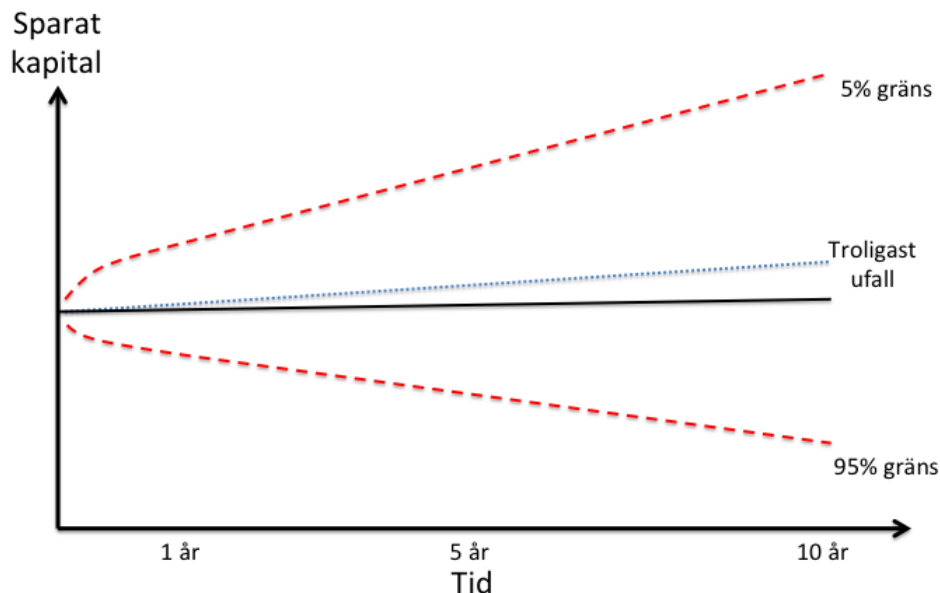
En bättre modell för att planera sparande i de första stegen i beslutstrappan är att tillämpa en mer framåtblickande modell. Här skulle man kunna tänka sig mer lättbegripliga, grafiska hjälpmedel för att illustrera vad risk innebär *ex ante*. En effektiv metod är att visa simuleringar, eftersom man visar ett mycket större rum av tänkbara utfall (se Figur 3).

Sparande är framåtblickande För att betona den framåtblickande aspekten av sparande kan man tänka sig att konsumenten får ett antal alternativa portföljer att välja mellan baserade på antaganden om framtida avkastningar och risker för några vanliga tillgångsslag. En grafisk representation av vad risk i sådana investeringar innebär kommunicerar innebörden på ett sätt som är mycket svårare att uttrycka i ord eller skalor. Ett sådant verktyg skulle kunna kompletteras med bilder av i tvärsnittet för hur sannolikhetsfördelningen ser ut för en given tidshorizont.

Grafiska presentationer är många gånger det mest effektiva sättet att presentera information, och bör uppmuntras. Det är ofta lätt att missförstå innebörden av ett medelvärde eller median. Risker är därför stor att konsumenten blir missnöjd om inte minst medelvärdet (strikt statistiskt menas medianen) i framtiden infrias, vilket i praktiken bara händer hälften av gångerna.

¹⁹⁴ Flera pensionsbolag presenterar sådana prognoser. Fondbolagens förening lanserade en "räknesnurra" på fondkollen.se i liknande syfte.

Figur 3: Simulerade utfall av vald investeringsinriktning. Den prickade linjen märkt "Troligt utfall" anger medianen och visar det mest sannolika värdet av portföljen vid varje tidpunkt. De två streckade kurvorna visar sannolikheten för vad portföljen minst är värd vid varje tidpunkt.



Pensioner Ett annat problem som uppmärksammas är det låga engagemanget i pensionsfrågor, speciellt bland yngre individer. Speciellt tjänstepensionssparande kan lätt framstå som komplicerat, särskilt om man haft flera arbetsgivare. Internetsajten minpension.se är ett bra exempel på hur branschen och staten tillsammans sökt sammanställa enkel information kring den totala pensionen för att avhjälpa denna problematik. Pensionsmyndigheten har också uppdraget att informera medborgarna om pensionsfrågor, och det vore därför önskvärt om deras roll blev tydligare (se vidare under Koordinera och Kontrollera). Eftersom allt större ansvar ligger på individen och företagen att själva ombesörja tillräckliga pensionsavsättningar, skulle detta behöva tydliggöras mot konsumenten. Ett förslag som har förekommit i debatten är att rapportera avsättningen till pension på lönebeskedet. Detta är en åtgärd som ständigt påminner löntagaren om de avsättningar som görs, och att det är pengar som man själv skall disponera i framtiden.

5.3 Koordinera

På finansmarknadsområdet finns det många aktörer som producerar information, bl.a. myndigheter, bolag, branschorganisationer, samarbetsorgan m.m. Informationskraven synes inte heller minska om man betraktar den ovanstående genomgången inom respektive produktområde. Utrymmet för att införa ytterligare alternativt ändrad reglering på området

är dessutom i många fall tämligen begränsat. I det fall det finns nationellt utrymme bör man ändå överväga om det är lämpligt att införa nationell särreglering med tanke på att sådan reglering i realiteten kan få verkan av handelshinder och därmed inte vara förenlig med EU-rätten.

Samordning Frågan är då vad man kan göra för att underlätta för konsumenter att söka information? Här ser vi ett stort behov av samordning av information, särskilt under de två inledande stegen i informationssökningen. Som exempel kan nämnas den pensionsinformation som skickas ut till många konsumenter årligen. Det kommer information från pensionsmyndigheten, olika kollektivavtalade pensionslösningar, privata pensionslösningar, tjänstepensionslösningar etc. Det är tydligt att det behövs ytterligare samordning av sådan information (likt den information som är tillgänglig via minpension.se) för att inte konsumenten, redan vid den till konsumenten tillsända information, får svårigheter med att skapa sig en överblick över sin totala pensionsituation. Det skulle förslagsvis vara bättre om en och samma instans, likt minpension.se, får ansvar att samla in all pensionsinformation och skickar ut denna till konsumenten en gång per år (vilket skulle komplettera eller ersätta det orangea kuvertet). En sådan (portfölj)sammanställning skulle ge konsumenten en enkel översikt över sitt samlade pensionsåtagande och därigenom också underlätta för konsumenten att bedöma i vilken mån denne behöver göra förändringar i sitt pensionssparande. Vi tror också att det är viktigt att sänka "tröskeln" så mycket som möjligt vad avser informationsinhämtning. Som exempel kan tas fondkollen.se, minpension.se samt pensionsmyndigheten som tagit fram appar till mobiltelefoner med inte bara allmän information utan där konsumenten också kan få en översikt över sina egna investeringar. Lyckas man få konsumenten att ladda ned appen till sin mobil ökar sannolikheten för att konsumenten i vart fall någon gång per år klickar på den och ser över sitt sparande i jämförelse med att konsumenten tar del av årsbesked som skickas med post. Appens ikon fungerar därmed som en form av ständig påminnelse genom att konsumenten ser den från tid till annan vid tillfällen då konsumenten möjligen är mer benägen att lägga några minuter för att se över sitt sparande, t.ex. vid kollektiva resor till och från arbetet.¹⁹⁵

Språkbruk En annan aspekt som vi vill framhålla är att det är önskvärt att lagstiftaren tillsammans med myndigheter och finansbranschens aktörer eftersträvar att förenkla språkbruket på finansmarknaden. Det borde från myndighetshåll tas initiativ till en övergripande ordlista som branschens aktörer åtar sig att följa, för att undvika att alltför komplicerade begrepp

¹⁹⁵ Se vidare tillgänglighetsbias i avsnitt 3.1.1.

eller otaliga synonymer för samma begrepp används i förhållande till konsumenter. Som exempel kan nämnas bolånelöftet – ett löfte om att banken kan komma att lämna en kredit men som i realiteten inte alls är ett löfte. Vi ifrågasätter om detta över huvud taget är ett lämpligt begrepp att använda sig av. Likheter kan göras med den s.k. Svarta listan, en lista framtagen av Regeringskansliet som innehåller begrepp som inte ska nyttjas i lagstiftning och av myndigheter.¹⁹⁶ Det finns emellertid redan idag lovvärda initiativ på marknaden, t.ex. pensionsordlistan och ordlistan till branschkode om strukturerade produkter, men det finns behov av en övergripande branschordlista. På samma sätt bör det tas fram en gemensam riktlinje för hur finansiell information bör presenteras i förhållande till konsumenter.

Ökad kännedom Konsumenternas bank- och försäkringsbyrå roll behöver också synliggöras och stärkas i ökad utsträckning. Detta kan ske t.ex. genom att Konsumenternas deltar vid presentationer av myndighetsrapporter och därvid lämnar synpunkter eller genom att byrån utformade egna remissvar istället för att idag rapportera till sina huvudmän. Vi vill poängtera att vårt förslag inte innebär att Konsumenternas arbete ska ersätta befintliga informationskällor, särskilt inte de olika hemsidor som skapats genom branschgemensamma åtgärder. Däremot finns det en klar fördel om sökandet av information förläggs till ett ställe där konsumenten får information om vad denne bör tänka på vid vidare sökande av information och där konsumenten blir vägledad i informationsvalet genom t.ex. förklarande länkar till hemsidor för vidare information.

Det är tydligt att det föreligger ett stort behov av dels samordning av finansiell information, dels en oberoende utvärdering av marknadens produkter och tjänster. Vi föreslår därför att Konsumenternas Bank- och försäkringsbyrå får, i det fall det behövs, ytterligare resurser för att öka kännedomen hos konsumenter avseende Konsumenternas verksamhet.

Ett annat alternativ är att en ny myndighet, alternativt ett oberoende organ, inrättas för att vägleda konsumenter i deras inledande sökande av information. Konsumenternas har emellertid idag mycket information av Steg 1 och 2-karaktär, t.ex. vad avser översikter över försäkringar där inte endast pris har betygssatts utan även de individuella villkoren vilket underlättar en jämförelse för konsumenten. Vi anser att det är en klar fördel om konsumenter endast har en plats för att söka inledande information om finansiella tjänster och produkter istället för att idag bl.a. vara hänvisad till Konsumentverket, Finansinspektionen, Konsumenternas,

¹⁹⁶ Se SB PM 2011:1, Svarta listan: ord och fraser som kan ersättas i författningsspråk.

gilladinekonomi.se, Minpension.se, fondkollen.se, Morningstar.se m.m. Det finns också ett behov av att det finns en aktör som har en mer oberoende roll och som primärt kan argumentera utifrån konsumenternas perspektiv, något som Konsumenternas redan idag har men vi ser att det skulle behövas mer resurser mot bakgrund av de tämligen stora marknader som byrån har att informera om och utvärdera. Som exempel på sådana frågor som Konsumenternas skulle kunna arbeta med är t.ex. att ta fram generella rekommendationer om hur vissa typer av konsumenter bör investera eller utvärdera olika typer av strukturerade produkter och jämföra dessa kostnadsmässigt med likvärdiga investeringsalternativ. En annan möjlighet är att Konsumenternas tillsammans med tillsynsmyndigheterna söker en branschöverenskommelse med berörda aktörer avseende vilka typer av finansiella avtal som över huvud taget är lämpliga att ingå på distans.

Avslutningsvis vill vi framhålla vikten av att samarbete inleds mellan myndigheter (och andra relevanta organ) och relevanta forskningsområden vid universiteten, för att nyttja den kunskap som där föreligger inom konsument- och finansmarknadsforskningen. Detta skulle kunna ske t.ex. genom gemensamma forskningsprojekt för att öka kunskapen och hitta möjliga lösningar till de problem som idag föreligger på finansmarknaden.

5.4 Bearbeta

Den generellt låga förståelsen för ekonomiska frågor och förhållanden som kartlagts genom forskningen kring finansiell förmåga och räknefärdighet har stimulerat till en rad satsningar på utbildning i finansiell ekonomi.¹⁹⁷ Det är ännu för tidigt att utvärdera exakt hur effektiva sådana insatser är för att ändra beteenden hos bredare lager av befolkningen. Den forskning som finns visar att effekterna av sådana program är begränsade.¹⁹⁸ Det kan istället vara psykologiska faktorer som förklarar en stor del av beteendet. Som vi tidigare diskuterat, visar forskningen att System 1-tänkande är mer utbrett hos grupper som saknar träning i logiskt tänkande. Om så är fallet, har inte punktinsatser särskilt stor verkan. Eftersom det finns starka samband mellan den mer generella räknekompetensen och finansiell förmåga, är det inte självklart att den bästa vägen är att öka förståelsen för bara finansiella frågor. Program som söker höja den mer generella räkneförmågan hos befolkningen måste förstås börja på grundskolenivå, men kan mycket väl vara en utbildningsinvestering som ger högre

¹⁹⁷ Ett exempel är de utbildningsprogram som initierats av Finansinspektionen, Konsumentverket och Kronofogden som är punktinsatser riktade mot till exempel ungdomar och fackliga organisationer.

¹⁹⁸ Se diskussionen i FSA (2008).

avkastning på många fler områden – och som dessutom höjer den finansiella förmågan. Sådana program kräver betydligt större resurser och långsiktiga strategier än de satsningar vi nu ser för att öka intresset för finansiella frågor.

Utbildningsstrategier För bara några decennier sedan tog det allmänna ett mer långtgående ansvar för individen, och det fanns också mycket färre alternativ för både sparande och lån. Det system där individen ställs inför ett större inslag av egna val är fortfarande relativt nytt. Ett flertal avregleringar av finansmarknader och skattereformer har bidragit till att utbudet av finansiella tjänster närmast exploderat. Sådana systemomställningar tar tid, eftersom kunskapen inte kan överföras naturligt mellan generationerna inom befolkningen.¹⁹⁹ Information och utbildning är därför frågor som måste föras upp på den allra högsta beslutsnivån, för att sedan införlivas i strategierna för utbildningsväsendet i stort.

Incitament Finns det incitament att lära sig? På marknaden för kapitalvaror (t.ex. TV-apparater) finns generellt sett en mycket hög medvetenhet om pris och prestanda, och det finns en rad utvecklade tjänster med verktyg att både jämföra och som konsumenter kan organisera sig tillsammans med andra för att förbättra villkoren för. Varför sker detta inte spontant i samma utsträckning på finansmarknaden?

För det första finns det många gånger en utbredd uppfattning om att man inte kan påverka priset på tjänsterna. I fallet om fondavgifter, är detta som tidigare diskuterats reglerat. Det är dock intressant att se att konsumenter i större utsträckning börjat förhandla om lånevillkor, t ex gällande boräntor. Det finns också ett begynnande intresse från fackliga organisationer att organisera medlemmar i konsument-kooperativ.²⁰⁰ Detta kan mycket väl vara första steget i en ökande medvetenheten om konsumentens förhandlingsposition. Ett troligt hinder för en sådan utveckling är att de flesta konsumenter inte vet vilka rättigheter man faktiskt redan har. Det finns inte bara en finansiell, utan även en juridisk okunskap som gör att man inte vet vad man skall förvänta sig av en produkt, kundmöte, eller rådgivning. Sådan information borde kunna göras både enkel och tillgänglig för bredare lager av allmänheten.

¹⁹⁹ En sådan hypotes får stöd i resultaten av Agarwal et al (2009) och Almenberg och Widmark (2010), som finner att den finansiella kunskapen bland äldre är betydligt lägre än genomsnittet.

²⁰⁰ Detta är dock svårare att genomföra med värdepappersfonder, där rabatter inte kan skickas vidare till medlemmarna direkt, utan först måste samlas i fond-i-fondlösningar. Detta utgör ett betydande hinder för en liknande utveckling för fondmarknaden.

För det andra är det många gånger högst osäkert vad som karaktäriserar en bra produkt. Forskning inom t.ex. portföljteori kan ge vissa allmänna principer om goda val (t.ex. hög diversifiering), men forskning ger relativt lite vägledning gällande val av individuella fonder. Detta gör standardiserade och enkla produktjämförelser betydligt svårare att genomföra i jämförelse med andra konsumentmarknader, och kommer därför inte till stånd naturligt. Av den anledningen vore det önskvärt om man i större utsträckning kunde förmedla allmänna råd och jämförelser från en källa som konsumenter kan betrakta som oberoende. Konsumenternas Bank- och Försäkringsbyrå har denna funktion idag, men deras verksamhet skulle kunna utökas och göras mer känd hos bredare lager av befolkningen.

Konsumenterna skulle också gynnas av en tydligare varudeklaration. Med värdepappersfonder som exempel ryms inom den legala definitionen av en specialfond mycket breda förvaltningsmandat, där t.ex. begreppet hedgefond inte har någon juridisk definition. Hedgefonder och fond-i-fonder med rörliga ersättningsstrukturer följer ofta standardiserade jämförelseindex baserade på en penningmarknadsränta, även om förvaltningsinriktningen kan innebära väsentligt högre risker. Här skulle bransch-standards och en ökad kategorisering av fonder verkar för att öka jämförbarheten. Jämförelseindex måste vara relevanta och tydliga, och man bör regelbundet utvärdera hur väl de avspeglar den relevanta placeringstrategin.

Till sist så arbetar starka psykologiska faktorer mot förändring. Även om man kanske inte är helt nöjd med sina villkor, så känner man sig relativt trygg i förhållanden med etablerade kontakter (familjäritet). Kognitiv dissonans gör att man är obenägen att söka falsifierande information (finna bättre alternativ som visar att man själv ingått ett dåligt avtal), utan är mer benägen att söka bekräftande information (t.ex. om hur likartat dåliga alla andra alternativ är). Om man dessutom har förlorat pengar i en investering, är många obenägna att realisera en förlust (förlustaversion). Det mest effektiva sättet att motverka effekten av dessa psykologiska mekanismer är att försöka anta ett framåtblickande perspektiv och arbeta med pedagogiska presentationer som redan diskuterats i tidigare avsnitt.

5.5 Kontrollera

Vem har ansvar för vad? Informationskraven i den finansiella lagstiftningen bygger på att företagen följer dessa. Finansinspektionen har tillsammans

med Konsumentverket tillsynsansvar över regleringen, låt vara att Finansinspektionen har det största ansvaret. Därutöver har Pensionsmyndigheten ansvaret för information inom det allmänna pensionsystemet. Om inte tillsynen är effektiv finns det risk för att kunderna drabbas genom att informationskraven inte iakttas alternativt att konsumenterna inte får den vägledning de behöver.

Det finns även en risk för att vissa frågor hamnar mellan stolarna när det är flera myndigheter som har olika typer av uppdrag på finansmarknaden. Som exempel kan nämnas pensionsområdet. Pensionsmyndigheten har bl.a. som uppdrag att administrera premiepensionssystemet men saknar verktyg att agera mot oseriösa premie-pensionsrådgivare. Det är istället Finansinspektionen som har som uppdrag att agera mot dessa typer av företag i den mån de enligt inspektionen agerar i strid med regelverket. Risker finns då att myndigheterna har olika uppfattningar om hur regelverket ska tolkas, samtidigt som båda myndigheterna är företrädare för staten. Denna situation väcker också andra frågor. Vem är det egentligen som ska ha ansvar för pensionsfrågor och pensionsinformation? Pensionsmyndigheten, Finansinspektionen, Konsumentverket, Konsumenternas Bank- och Försäkringsbyrå, minpension.se, Svensk Försäkring, Svenska Bankföreningen etc.? Det finns ett flertal initiativ på området men för oss som betraktar systemet utifrån framstår det som oklart vilken aktör det är som ska anses ha ansvaret för att tillhandahålla information om pensioner till konsumenter – minpension.se eller Pensionsmyndigheten? Det måste vara en aktör som äger frågan, annars riskerar man att det uppstår kvalitetsbrister i systemet till följd av att det inte är tydligt vem som har ansvar för vilka typer av frågor. Som exempel representerar både Konsumenternas Försäkringsbyrå och Konsumenternas Bank- och Finansbyrå konsumenten i överlappande frågor. Vi ställer oss frågande till varför man anser det finnas behov av flera varumärken som har till uppgift att verka för ett gemensamt konsumentkollektiv.

Behov av effektiv tillsyn Rådgivning spelar en stor roll för många konsumenters möjlighet att utvärdera sina valmöjligheter och också öka kunskaperna om sin egen ekonomiska situation och förutsättningar. Många konsumenter väljer också att söka hjälp vid urvalsprocessen genom att få rådgivning. Därför är det viktigt att tillsynen över rådgivare är effektiv och att den sker löpande. Vidare är det viktigt att få en helhetssyn avseende rådgivningens kvalitet för att möjliggöra eventuella justeringar i lagtext för att korrigera problemen. Om det inte finns en kontinuerlig övervakning, är kundskyddet beroende av den kvalitet som den enskilde rådgivaren och företagets complianceavdelning håller, vilket skapar risker för kunderna.

Brister kontrollen finns stora risker för att konsumenter förvärvar finansiella tjänster och produkter som inte är lämpliga och som i förlängningen kan komma att påverka förtroendet för finans-branschen som helhet.²⁰¹

Det är således av yttersta vikt att vi har en fungerande tillsyn på området.²⁰² Finansinspektionen arbetar med en riskmatris varje år där olika typer av risker ges olika riskmått, vilka i sin tur ligger till grund för de insatser som inspektionen gör under det följande året. Olämpliga placeringar ges ett tämligen högt riskmått. Det är bra att det sker en löpande tillsyn av marknadens aktörer men vi är av uppfattningen att tillsynen behöver vara betydligt mer omfattande och med större fokus på konsumenter, framför allt för att skapa sig en god bild av vilka problem som föreligger och i så fall med vilken omfattning.

Ett annat exempel på det som skulle kunna förbättras är t.ex. att dokumentations-reglerna avseende rådgivningstillfällen ses över och kompletteras med instruktioner om *hur* rådgivningen ska dokumenteras (t.ex. hur omfattande en lämplighetsbedömning ska beskrivas i dokumentationen), inte endast vilka informationsavsnitt som ska anges i dokumentationen.²⁰³ Vi rekommenderar även att Finansinspektionen är tydligare i sin rapportering och tydligare kommunicerar sina tolkningar av regelverket till marknaden. Idag sker större delen av rapporteringen och även till viss del tillsynsbesluten i form av generella beskrivningar av såväl vilka problem som förelegat samt dess omfattning, vilket gör att det är svårt att bilda sig en uppfattning om exakt vilka brister som förelegat i de individuella fallen. Skulle rapporteringen bli tydligare är det lättare för företagen att anpassa sin verksamhet till Finansinspektionens tolkning av regelverket, vilket också skulle vara till gagn för konsumentskyddet vid eventuella processer mot t.ex. sin rådgivare. Det finns många frågor som idag saknar svar, t.ex. hur Finansinspektionen ser på betänketid innan investeringar. Är det förenligt med omsorgskraven i

²⁰¹ Se Finansinspektionen, Risker i det finansiella systemet, s. 29 f.: "Innovationskraften är stor och nya produkter med svåranalyserade derivatinslag kommer fortlöpande till marknaden. Komplexiteten består både av att produkterna är svåra att genomlysa och att de är komplicerade. I det första fallet har konsumenter svårt att få ta del av all relevant information. I det andra fallet är det svårt att analysera nyttan av en produkt även om allt som finns att veta om produkten står till ens förfogande".

²⁰² Se Yttrande från Europeiska och sociala kommittén om meddelande från kommissionen till Europaparlamentet, rådet, Europeiska ekonomiska och sociala kommittén samt Europeiska centralbanken: Reglering av finansiella tjänster för en hållbar tillväxt (KOM(2010) 301 slutlig): "Mer måste göras på området för internationell tillsyn. Du kan ha världens bästa regler, men om genomförandet inte övervakas, så kommer de inte att vara till någon nytta".

²⁰³ Något som framfördes redan förra året, se Korling, Rådgivning eller marknadsföring?, s. 56.

värdepappersmarknadslagen att rekommendera en konsument en investering för ett betydande belopp och därefter omedelbart bistå konsumenten med att genomföra investeringen utan att konsumenten beretts tid att tänka över rådgivarens förslag? Ett annat exempel är frågan om hur placeringsinstruktioner får utformas – är en tämligen generell uppdragsbeskrivning förenlig med regelverket?

Detta får också effekter på hur man ser på regelverkets effektivitet. Som exempel kan nämnas den provision som försäkringsförmedlare får och som Finansinspektionen anser skapar så pass stora problem och risker för kunder att ett provisionsförbud har förordats av inspektionen. Vi vill inte här föregripa resultatet av den utredning som för närvarande sker på uppdrag av Finansmarknadskommittén som ska analysera effekterna av ett eventuellt provisionsförbud eller i vart fall begränsning i förmedlares rätt att ta emot provision från annan part än kunden. Fråga är här om det är regleringen som inte är tillräckligt effektiv eller om problemet istället har uppkommit genom att det anses vara svårt att utöva en effektiv tillsyn över dessa bolag och att det av detta skäl förordas ett provisionsförbud. Om det föreligger problem vid tillsynen av försäkringsförmedlare bör man överväga om det verkligen är rätt lösning på problemet att förbjuda en företeelse helt och hållet genom lagstiftning, istället för att förändra det sätt på vilken Finansinspektionen utövar tillsyn. En effektiv tillsyn kräver stora resurser och möjligen är Finansinspektionen i behov av ytterligare resurser för att fullt ut kunna tillvarata konsumenternas intressen på finansmarknaden.

Vår bedömning är att lagstiftningen i stort är bra och fungerar men är i många avseenden tämligen generellt utformad, vilket skapar alltför stort utrymme för tolkningar och därmed osäkerhet om reglernas konkreta innebörd (t.ex. vad som är en lämplig investering, vad som är ett hederligt, rättvist och professionellt handlande av marknadens aktörer, vad som är lättbegriplig information etc). Här behövs också ett ökat fokus på regler om hur information ska presenteras, inte endast vilken typ av information som ska tillhandahållas konsumenten. Idag är det inte möjligt att avgöra hur Finansinspektionen ser på dessa typer av frågor, vilket är otillfredsställande ur ett rättssäkerhetsperspektiv.

Vandelsprövning En annan faktor som måste beaktas är övervakningen av dem som tidigare bedömts vara olämpliga aktörer och antingen har fått sitt tillstånd indraget alternativt att bolaget har försatts i konkurs. Avseende investeringsrådgivning finns ett certifieringssystem för rådgivare genom SwedSec som innebär att rådgivaren blir av med sin licens om denne enligt

disciplinnämnden bedömts ha agerat alltför vårdslöst eller med uppsåt tillfogat kunder ekonomisk skada. I realiteten fungerar ett sådant frångående av licensen som en form av näringsförbud. Avseende försäkringsförmedling är ett motsvarande system under utveckling genom InsureSec. Det är viktigt att motsvarande system finns för de övriga områden som vi har analyserat, t.ex. bankernas och försäkringsbolagens egen personal. Idag är det upp till bolagen själva att välja om de ska certifiera sin personal genom SwedSec eller om det anses vara tillräckligt att personalen utbildas antingen internt eller genom ett externt utbildningsföretag. Certifieringen har en viss disciplinär funktion som vi tror är nödvändig för att upprätt-hålla en god kvalitet hos den rådgivning som konsumenter får ta del av.

Förutom övervakning av enskilda anställda bör man även överväga om tillstånds- och övervakningsprocessen över enskilda bolag ska förändras. Risken är annars, om det är alltför enkelt att missköta ett företag på kundernas bekostnad för att därefter starta upp ett nytt bolag med samma personer i det nya bolaget, att tillsynen blir ineffektiv. Brister detta spelar det egentligen inte någon roll hur bra regelverket i sig är, om det i realiteten blir verkningslöst genom att regelefterlevnaden är undermålig. Möjligen ska nystartade bolag granskas närmare i ett inledande skede för att säkerställa att regelefterlevnaden är god. En effektiv tillsyn kombinerat med ett certifieringssystem för anställda torde kunna nå långt i detta avseende.

Motstridig lagstiftning En annan aspekt som vi vill framhålla med hänsyn till kontroll över marknadens aktörer är att lagstiftningen som syftar till att skapa ett gott konsumentskydd på finansmarknaden i många avseenden är utformad på ett sådant sätt att den skapar interna konflikter. Som synes ovan vid genomgången av informationskraven inom respektive område är det tydligt att lagstiftaren inledningsvis, och som ett övergripande krav, ställer krav på aktörerna att tillhandahålla information som är begriplig och lättförståelig för att möjliggöra för konsumenten att göra ett välöversvägt val av investeringsform och inriktning. Samtidigt innehåller lagstiftningen oftast omfattande krav på aktörerna att tillhandahålla detaljerad information till konsumenten. Som exempel kan nämnas en kund som träffar en rådgivare som lämnar en rekommendation innebärande att kunden ska öppna en kapitalförsäkring/ett investerarsparkonto och inom ramen för detta ska investera i ett antal fonder och en eller flera strukturerade produkter. Konsumenten kommer i detta fall att tillhandahållas information om försäkringslösningen/villkoren för sparkontot, individuell information om varje enskild fond som

rekommenderas samt informationsbroschyrer samt prospekt avseende de strukturerade produkterna. Därutöver ska kunden i vissa fall informeras om penningtvättsreglering och dessutom, om rådgivningen sker över telefon, ska konsumenten erhålla information om villkor för distansavtal. Sker placeringen inom ramen för en pensionslösning tillkommer ytterligare information som konsumenten ska ta del av, förstå och intyga att denne tagit del av. Det vore inte en överdrift att säga att de flesta kunder upplever en sådan informationsmängd som övermäktig och därmed har den konsumentskyddande regleringen fått en motsatt verkan. Regleringen i sig kan innebära att kunden i realiteten, p.g.a. av att denne inte orkar/inte kan ta till sig informationen, är i ett sämre informationsläge än om regleringen innefattade mindre omfattande informationskrav. I dagsläget är det aktörerna på marknaden som ställs inför valet att välja ut viss information som ska framhållas för kunden (och därmed möjligen agera i strid med lagstiftningen) eller informera i enlighet med regleringen och därmed riskera att kunden inte tar del av informationen p.g.a. den totala mängd blanketter, avtal och informationsbroschyrer som en sådan investering för med sig. Stora delar av regleringen ställer krav på aktörerna att tillhandahålla begriplig och lättöverskådlig information. Idag saknas det riktlinjer från myndigheterna vad som skall anses utgöra sådan information.

Lätt att få rätt? När man talar om konsumentskydd så fästs stort fokus vid hur aktören ska agera i förhållande till kunden men lika viktigt är det för ett fungerande konsumentskydd att konsumenten har rimliga möjligheter att få rätt i en eventuell process, om denne blir felaktigt behandlad. Många konsumenter kan inte vända sig till Allmänna reklamationsnämnden (ARN) vid finansiella tvister eftersom ARN inte prövar muntlig bevisning. Då många beslut om köp av finansiella produkter och tjänster initieras av informationsmöten alternativt muntlig marknadsföring och rådgivning, är konsumenten tvungen att stämna företaget i allmän domstol. Studerar man många av de fall som avgjorts i tingsrätt och hovrätt de senaste åren, kan man konstatera att många tvister är beroende av att aktören utförligt har dokumenterat rådgivnings-tillfället. Finns det brister i dokumentationen hamnar kunden i ett svårare bevisläge eftersom detta innebär att kundens och företagets beskrivningar av händelseförloppet ställs mot varandra och där anses kunden sällan ha större trovärdighet än företagets representanter. Stora delar av regleringen är också av s.k. näringsrättsligt slag, dvs. att den reglerar hur företaget ska uppträda i förhållande till tillsynsmyndigheter och kunderna. Detta får till följd att eventuella brister på företagets sida inte automatiskt styrker kundens talan om att t.ex. rådgivaren har uppträtt vårdslöst. Är reglering och föreskrifter alltför

generellt utformade blir det än svårare för kunden att påvisa att företaget har agerat i strid med lagstiftning och eventuell branschpraxis. Vi föreslår därför att Finansinspektionens föreskrifter (där det är möjligt) konkretiseras ytterligare samt att lagstiftaren i arbetet inom EU lyfter fram behovet av en detaljerad reglering, särskilt avseende de regler som syftar till att skapa ett gott investerarskydd. Vi anser även att det finns ett behov av att det utformas generella rekommendationer till konsumenter, särskilt för att hjälpa dem under Steg 1 och 2 i informationssökningen. Om detta ska ske i myndigheters regi eller i form av ett oberoende institut måste utvärderas närmare. Det är emellertid tydligt att det finns ett stort behov av att på olika sätt söka konkretisera vad som huvudsakligen är lämpliga investeringsstrategier och produkter med hänsyn till schabloniserade målgrupper.

Uppföljning/utvärdering Alla system måste från tid till annan ses över för att utvärdera i vilken mån detta fungerar på det sätt som avsetts, vilket även gäller lagstiftning. Tyvärr är inte detta särskilt vanligt. Istället initieras översyn av lagstiftning oftast först när problemen med regleringen har blivit så pass stora att de anses skapa problem vid tillämpningen. Vi förordar att lagstiftning och föreskrifter systematiskt utvärderas inom ett år efter det att regelverket har trätt i kraft. En sådan utvärdering bör inte göras av det organ som har skapat regelverket utan av någon utomstående part, t.ex. en konsumentorganisation. Regelverken på den finansiella marknaden är oftast komplicerade och delvis överlappande, vilket skapar svårigheter att på förhand utvärdera om det föreslagna regelverket får den effekt som lagstiftaren har avsett. Det bör därför införas ett standardiserat sätt för utvärdering av regelverken kort tid efter det att dessa trätt i kraft, istället för att som idag först utvärdera regelverket när lagstiftaren eller myndigheten har beslutat sig för att regelverket ska ändras.²⁰⁴ Som exempel kan nämnas t.ex. de utbildningsinsatser som Finansinspektionen har fått i uppdrag att initiera eller utformningen av fondfaktabladen. Det behövs löpande utvärdering och forskning om dessa frågor för att erhålla en korrekt bild av vilken effekt som dessa punktinsatser har för konsumentskyddet.

Internationellt samarbete Avslutningsvis vill vi framhålla att Europeiska ekonomiska och sociala kommittén rekommenderat EU att överväga ett förslag om att inrätta en konsumentskyddsmyndighet för finansiella tjänster på motsvarande sätt som den amerikanska Consumer Financial

²⁰⁴ Se Wahlgren, Peter, Lagstiftning : problem, teknik, möjligheter, Norstedts Juridik, Stockholm 2008, s. 85 ff.

Protection Bureau.²⁰⁵ Vi anser att detta är nödvändigt för att centralisera konsumentskyddsfrågor på det finansiella området men vill här framhålla vikten av att motsvarande nationella konsumentorgan samarbetar med varandra och med den föreslagna konsumentbyrån för att utbyta erfarenheter och framgångsrika lösningar syftande till att stärka konsumentens förmåga att agera på den finansiella marknaden. På samma sätt är det viktigt att kommunicera de frågor som diskuteras i Sverige och föra dessa vidare till de förhandlingar som föregår nya lagtexter, t.ex. att mycket av den EU-rättsliga regleringen på området i stort är av näringsrättslig karaktär och därmed saknas det gemensam reglering av hur det enskilda kundförhållandet ska bedömas, t.ex. för vilka typer av skador är det möjligt för konsumenten att erhålla skadestånd? Här ser det väldigt olika ut i de olika medlemsstaterna och harmoniseras inte även civilrättsliga regler, faller idén med gemensamma regler för att öka förutsebarheten och den gränsöverskridande handeln samt ett gemensamt konsumentskydd.

²⁰⁵ Se Yttrande från Europeiska och sociala kommittén om meddelande från kommissionen till Europaparlamentet, rådet, Europeiska ekonomiska och sociala kommittén samt Europeiska centralbanken: Reglering av finansiella tjänster för en hållbar tillväxt (KOM(2010) 301 slutlig), p. 1.8.

6. Källförteckning

1. Lagstiftning

EU

Rådets direktiv 93/22/EEG av den 10 maj 1993 om investeringstjänster inom värdepappersområdet

Kommissionens rekommendation av den 1 mars 2001 om förhandsinformation som skall lämnas av långgivare som erbjuder bostadslån

Europaparlamentets och rådets direktiv 2002/65/EG av den 23 september 2002 om distansförsäljning av finansiella tjänster till konsumenter och om ändring av rådets direktiv 90/619/EEG samt direktiven 97/7/EG och 98/27/EG

Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/39/EG av den 21 april 2004 om marknader för finansiella instrument och om ändring av rådets direktiv 85/611/EEG och 93/6/EEG och Europaparlamentets och rådets direktiv 2000/12/EG samt upphävande av rådets direktiv 93/22/EEG

Kommissionens direktiv 2006/73/EG av den 10 augusti 2006 om genomförandet av Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/39/EG vad gäller organisatoriska krav och villkor för verksamheten i värdepappersföretag, och definitioner för tillämpning av det direktivet

Europaparlamentets och rådets direktiv 2008/48/EG av den 23 april 2008 om konsumentkreditavtal och om upphävande av rådets direktiv 87/102/EEG

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

Europaparlamentets och rådets direktiv 2009/138/EG av den 25 november 2009 om upptagande och utövande av försäkrings- och återförsäkringsverksamhet (Solvens II).

Kommissionens förordning 583/2010 av den 1 juli 2010 om genomförande av Europaparlamentets och rådets direktiv 2009/65/EG rörande basfakta för investerare och villkor som ska uppfyllas när faktablad med basfakta för investerare eller prospekt

tillhandahålls på annat varaktigt medium än papper eller på en webbplats

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

Sverige

Lagen (1915:218) om avtal och andra rättshandlingar på förmögenhetsrättens område

Konsumentköplagen (1990:932)

Lagen (1994:1512) om avtalsvillkor i konsumentförhållanden

Lagen (2003:862) om finansiell rådgivning till konsumenter

Distans- och hemförsäljningslag (2005:59)

Försäkringsavtalslagen (2005:104)

Lagen (2004:46) om investeringsfonder

Lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden

Marknadsföringslagen (2008:486)

Konsumentkreditlagen (2010:1846)

Förordning (2010:1856) om formulär för förhandsinformation vid konsumentkrediter

Norge

Lov om finansavtaler og finansoppdrag (finansavtaleloven) (1999-06-25)

Myndighetsföreskrifter

Finansinspektionens föreskrifter och allmänna råd (FFFS 2004:4) om finansiell rådgivning till konsumenter

Finansinspektionens föreskrifter (FFFS 2005:11) om försäkringsförmedling

Finansinspektionens föreskrifter (FFFS 2007:16) om värdepappersrörelse

Finansinspektionens allmänna råd (FFFS 2011:47) om krediter i konsumentförhållanden

Konsumentverkets föreskrifter och allmänna råd (KOVFS 2004:4) om finansiell rådgivning till konsumenter

Konsumentverkets allmänna råd om konsumentkrediter (KOVFS 2011:1)

2. Offentligt tryck

EU

European Commission. (2003). *Eurobarometer 60.2*.

Förslag till Europaparlamentets och rådets direktiv om konsumenträttigheter (KOM(2008) 614 slutlig).

European Commission, COM(2009) 204 final, Communication from the Commission to the European Parliament and the Council – Packaged Retail Investment Products.

CEIOPS, The IMD and other intermediaries' related issues – practical solutions and examples, (CEIOPS-DOC-19/09).

European Commission, Requests for advice regarding the revision of the Insurance Mediation Directive, 27.01.2010.

CESR, CEBS & CEIOPS, Report of the 3L3 Task Force on Packaged Retail Investment Products (PRIPIs), 6 October 2010 (CESR/10-1136).

CEIOPS, CEIOPS Advice on the European Commission on the revision of the Insurance Mediation Directive (2002/92/EC), (CEIOPS CCP-59/10).

Europeiska kommissionen, Vitbok : Politiken på området finansiella tjänster 2005-2010, (KOM(2005) 629 slutlig).

Europeiska kommissionen, EU:s strategi för konsumentpolitiken 2007–2013 Starkare konsumenter, högre välbefinnande för konsumenterna och ett effektivt konsumentskydd, (KOM(2007) 99 slutlig).

Europaparlamentet, Betänkande om “Bättre lagstiftning”, 29 juni 2010.

Yttrande från Europeiska och Sociala kommittén om meddelande från kommissionen till Europaparlamentet, rådet, Europeiska ekonomiska och sociala kommittén samt Europeiska centralbanken: Reglering av finansiella tjänster för en hållbar tillväxt (KOM(2010) 301 slutlig).

CESR, CESR's guidelines on the methodology for the calculation of the synthetic risk and reward indicator in the Key Investor Information Document, (CESR/10-673), 1 July 2010.

CESR, CESR's guidelines on the methodology for calculation of the ongoing charges figure in the Key Investor Information Document, (CESR/10-674), 1 July 2010.

European Commission, Working document of the Commissions services (DG internal market) – Consultation by Commission Services on legislative steps for the Packaged Retail Investment Products initiative (26 November 2010).

CESR, Transition from the Simplified Prospectus to the Key Investor Information document, (CESR/10-1319), 20 December 2010.

CESR, CESR's guide to clear language and layout for the Key Investor Information document, (CESR/10-1320), 20 December 2010.

Europeiska kommissionen, Förslag till Europaparlamentets och rådets direktiv om bostadslåneavtal (KOM(2011) 142 slutlig).

Europeiska kommissionen, Förslag till Europaparlamentets och rådets direktiv om marknader för finansiella instrument och om upphävande av Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/39/EG (KOM(2011) 656 slutlig).

European Parliament, Draft report on the proposal for a directive of the European Parliament and of the Council on markets in financial instruments repealing Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council (recast) (COM(2011)0656 – C7-0382/2011 – 2011/0298(COD)).

Sverige

Prop. 2002/03:133 Lag om finansiell rådgivning till konsumenter

Prop. 2003/04:150 Ny försäkringsavtalslag

Prop. 2004/05:13 Distans- och hemförsäljningslag, m.m.

Prop. 2004/05:133 Försäkringsförmedling

Prop. 2006/07:115 Ny lag om värdepappersmarknaden

Prop. 2009/10:242 Ny konsumentkreditlag

Prop. 2010/11:135 Investeringsfondsfrågor

Prop. 2011/12:28 Enklare avbetalningsköp m.m.

Ds 2009:67 Ny konsumentkreditlag

SOU 2004:47 Näringslivet och förtroendet

SOU 2011:68 Rörelse reglering för försäkring och tjänstepension

Direktiv 2011:77 Förvaltare av alternativa investeringsfonder
SB PM 2011:1 Svarta listan : ord och fraser som kan ersättas i
författningsspråk

Myndighetspublikationer

Finansinspektionen, Livbolagens provisioner till försäkringsmäklare
(2005:2)

Finansinspektionen, Risker i det finansiella systemet, 15 november
2011

FSA, What Consumers Know About Financial Regulation, London, 2004
(Consumer research no. 29)

FSA, Evidence of Impact: An Overview of Financial Education
Evaluations, London, 2008 (Consumer research no. 68)

Konsumentverket och Svensk Energi, Allmänna avtalsvillkor för
försäljning av el till konsument, 2008-12-15

SEC 1257: The Consumer Markets Scoreboard (Vol. 4). (2010). Security
Exchange Commission.

Uppsala universitet, Remissvar på promemorian Ny
konsumentkreditlag (Ds 2009:67)

3. Praxis

NJA 1995 s. 693

4. Litteratur

Agarwal, S., & Bos, M. (2011). Rationality in the Consumer Credit Market:
Choosing between Alternative and Mainstream Credit. *Working Paper,*
Stockholm University .

Agarwal, S., Driscoll, J., Gabaix, X., & Laibson, D. (2009). The Age of Reason:
Financial Decisions over the Life-Cycle with Implications for Regulation.
Brookings Papers on Economic Activity , 2, 51-117.

Alecta. (2012). *Tjänstepension – investeringen som företagsledningen
glömmer*, Stockholm, Sverige.

Allais, M. (1953). Le comportement de l'homme rationnel devant le risque:
critique des postulats et axiomes de l'école Américaine. *Econometrica* , 21,
503-546.

- Almenberg, J., & Widmark, O. (2011). Räknefärdighet och finansiell förmåga. *Ekonomisk Debatt*, 39, 17-32.
- Anderson, A. (2007). All Guts, No Glory: Trading and Diversification among Online Investors. *European Financial Management*, 3, ss. 448-471.
- Anderson, A. (2012). Trading and Under-Diversification. *SIFR Working Paper*.
- Barber, B., & Odean, T. (2008). All that Glitters: The Effect of Attention and News on the Buying Behavior of Individual and Institutional Investors. *Review of Financial Studies*, 21, 785-818.
- Barber, B., & Odean, T. (2002). Online Investors: Do the Slow Die First? *Review of Financial Studies*, 15, 455-487.
- Barber, B., & Odean, T. (2000). Trading is Hazardous to Your Wealth: The Common Stock Investment Performance of Individual Investors. 55, 773-806.
- Barberis, N., & Huang, M. (2008). Stocks as Lotteries: The Implications of Probability Weighting for Security Prices. *American Economic Review*, 98, 2066-2100.
- Barberis, N., Huang, M., & Santos, T. (2001). Prospect Theory and Asset Prices. *Quarterly Journal of Economics*, 116, 1-53.
- Bazerman, M., & Moore, D. (2009). *Judgement in Managerial Decision Making* (7th ed.). New Jersey: John Wiley and Sons.
- Benartzi, S., & Thaler, R. (1995). Myopic Loss Aversion and the Equity Premium Puzzle. *Quarterly Journal of Economics*, 110, 73-92.
- Benartzi, S., & Thaler, R. (2001). Naive Diversification Strategies in Defined Contribution Plans. *American Economic Review*, 91, 79-98.
- Benartzi, S., & Thaler, R. (2004). Save More Tomorrow: Using Behavioral Economics to Increase Employee Saving. *Journal of Political Economy*, 112, 164-187.
- Beshears, J., Choi, J., David, L., & Brigitte, M. (2009). *How Does Simplified Disclosure Affect Individuals' Mutual Fund Choices?* NBER Working Paper 14859.
- Beshears, J., Choi, J., Laibson, D., & Madrian, B. (2005). Are Empowerment and Education Enough? Underdiversification in 401(k) Plans. *Brookings Papers on Economic Activity*, 151-198.
- Calvet, L., Campbell, J., & Sodini, P. (2009). Measuring the Financial Sophistication of Households. *American Economic Review*, 99, 393-98.

- Campbell, J. Y., Jackson, H. E., C., M. B., & Tufano, P. (2011). Consumer Financial Protection. *Journal of Economic Perspectives* , 25, 91–114.
- Carhart, M. (1997). On Persistence in Mutual Fund Performance, *Journal of Finance*, 52, 57-82.
- Carlin, B. (2009). Strategic Price Complexity in Retail Financial Markets. *Journal of Financial Economics* , 91, 278-287.
- Carlin, B., & Robinson, D. (2012). What Does Financial Literacy Training Teach Us? *Forthcoming in Journal of Economic Education* .
- Chang, E. C., Tang, D. Y., & Zhang, M. (2012). *Suitability Check and Household Investments in Structured Products*. University of Texas at Austin.
- Chater, N., Huck, S., & Inderst, R. (2010). *Consumer Decision-Making in Retail Investment Services: A Behavioral Economics Perspective*.
- Choi, J., Laibson, D., Madrian, B., & Metrick, A. (2004). Employee Investment Decisions about Company Stock. i O. S. Utkus (Red.), *Pension Design and Structure: New Lessons from Behavioral Finance* (ss. 121–136). Oxford University Press.
- Cremers, M., Ferreira, M., Matos, P. & Starks, L. (2011). The Mutual Fund Industry Worldwide: Explicit and Closet Indexing, Fees, and Performance, *Working paper*, Yale School of Management.
- Cronqvist, H., & Siegel, S. (2012). Why Do Individuals Exhibit Investment Biases? *Working paper*, Claremont McKenna College Robert Day School of Economics and Finance.
- Cronqvist, H., & Thaler, R. (2004). Design Choices in Privatized Social-Security Systems: Learning from the Swedish Experience. *American Economic Review* , 94, 424-428.
- Dahlquist, M., Martinez J. & Söderlind, P. (2011). Individual Investor Activity and Performance, *SIFR Working Paper*.
- Della Vigna, S., & Malmendier, U. (2006). Paying Not to Go to the Gym. *American Economic Review* , 96, 694-719.
- Ellsberg, D. (1961). Risk, Ambiguity, and the Savage Axioms. *Quarterly Journal of Economics* , 75, 643-669.
- Elton, E., Gruber, M., & Busse, J. (2004). Are Investors Rational? Choices among Index Funds. *Journal of Finance* , 59.
- Frederick, S. (2005). Cognitive Reflection and Decision Making. *Journal of Economic Perspectives* , 19, 25-42.

- French, K. (2008). Presidential Address: The Cost of Active Investing. *Journal of Finance*, 63, 1537-1573.
- French, K., & Poterba, J. (1991). Investor Diversification and International Equity Markets. *American Economic Review*, 81 (2), 222-226.
- Friedman, M., & Savage, L. J. (1948). The Utility Analysis of Choices Involving Risk. *The Journal of Political Economy*, 4, 279-304.
- Goetzmann, W., & Peles, N. (1997). Cognitive Dissonance and Mutual Fund Investors. *Journal of Financial Research*, 20, 145-158.
- Grinblatt, M., Keloharju, M., & Linnainmaa, J. (2012). IQ, trading behavior, and performance. *Journal of Financial Economics*, 104, 339-362.
- Gruber, M. (1996). Another Puzzle: The Growth in Actively Managed Mutual Funds. *Journal of Finance*, 51, 783-810.
- Harvey, C., & Siddique, A. (2000). Conditional Skewness in Asset Pricing Tests. *Journal of Finance*, 55, 1263-1295.
- Henderson, B., & Pearson, N. (2011). The Dark Side of Financial Innovation: A Case Study of the Pricing of a Retail Financial Product. *Journal of Financial Economics*, 100, 227-247.
- Hirshleifer, D., & Shumway, T. (2003). Good Day Sunshine: Stock Returns and the Weather. *Journal of Finance*, 58, 1009-1032.
- Huberman, G. (2001). Familiarity Breeds Investment. *Review of Financial Studies*, 14, 659-680.
- Huberman, G., & Jiang, W. (2006). Offering versus Choice in 401(k) Plans: Equity Exposure and Number of Funds. *Journal of Finance*, 61, 763-801.
- Inderst, R., & Ottaviani, M. (2010). Consumer Protection in Markets with Advice. *Competition Policy International*, 47-64.
- Ingvarsson, T. (2009). Lån i telefon – dags att reglera?, *Juridisk Tidskrift*, 2009-10 s. 384 ff.
- Johnson, E., & Thaler, R. (1990). Gambling with the House Money and Trying to Break Even: The Effects of Prior Outcomes on Risky Choice. *Management Science*, 36, 643-660.
- Kacperczyk, M., Sialm, C., & Zheng, L. (2005). On the Industry Concentration of Actively Managed Equity Mutual Funds. *Journal of Finance*, 60, 1983-2011.
- Kahneman, D. (2011). *Thinking, Fast and Slow* (1st ed.). New York: Farrar, Strauss and Giroux.

- Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk. *Econometrica* , 47, 263-292.
- Kahneman, D., Slovic, P., & Tversky, A. (1982). *Judgement under uncertainty: Heuristics and biases*. Cambridge, MA: Cambridge University Press.
- Karlsson, N., Loewenstein, G., & Seppi, D. (2009). The Ostrich Effect: Selective Attention to Information. *Journal of Risk and Uncertainty* , 38, 95-115.
- Korling, F. (2010). *Rådgivningsansvar – särskilt avseende finansiell rådgivning och investeringsrådgivning*, Jure Förlag, Stockholm.
- Korling, F. (2011). *Rådgivning eller marknadsföring? Analys av försäkringsförmedlares verksamhet i förhållande till lagen (2003:862) om finansiell rådgivning till konsumenter och lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden*, rapport till Finansinspektionen 2011-01-17.
- Kumar, A. (2009). Who Gambles in the Stock Market. *Journal of Finance* , 64, 1889-1933.
- Laibson, D. (1997). Golden Eggs and Hyperbolic Discounting. *Quarterly Journal of Economics* , 443-477.
- Langer, E., & Roth, J. (1975). Heads I win, tails it's chance: The illusion of control as a function of the sequence of outcomes in a purely chance task. *Journal of Personality and Social Psychology* , 32, 951-955.
- Lusardi, A., & Mitchel, O. (2007). Baby Boomer Retirement Security: The roles of Planning, Financial Literacy, and Housing Wealth. *Journal of Monetary Economics* , 54, 205-224.
- Lusardi, A., & Mitchell, O. (2011). Financial Literacy Around the World: An Overview. *NBER Working Paper No W17107* .
- Lycke, J. (2007). *Synpunkter på förslaget på föreskrifter med anledning av MiFID*, 2007-06-05.
- Malkiel, B. (2003). The Efficient Market Hypothesis and Its Critics. *Journal of Economic Perspectives* , 17, 59-82.
- Malmendier, U., & Nagel, S. (2011). Depression Babies: Do Macroeconomic Experiences Affect Risk Taking? *Quarterly Journal of Economics* , 126 (1), 373-416.
- Medieakademien. (2012). *Förtroendebarmetern 2012*, Sverige.
- Nordnet. (2009). *Market Outlook*, Stockholm.
- Odean, T. (1998). Are investors reluctant to realize their losses? *Journal of Finance* , 53, 1775-1798.

Shefrin, H., & Statman, M. (2000). Behavioral Portfolio Theory. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* , 35, 127-151.

Shefrin, H., & Statman, M. (1985). The Disposition to Sell Winners too Early and Ride Losers too Long: Theory and Evidence. *Journal of Finance* , 40, 777-790.

Shiller, R. (1999). Human behavior and the efficiency of the financial system. i J. B. Woodford (Red.), *Handbook of Macroeconomics* (Vol. 1, ss. 1305-1340). Elsevier.

Shiller, R. (1999). Human Behavior and the Efficiency of the Financial System. i J. Taylor, & M. Woodford, *Handbook of Macroeconomics*. Amsterdam: Elsevier Science.

Svenson, O. (1981). Are We All Less Risky and More Skillful than our Fellow Drivers? *Acta Psychologica* , 47, 143-148.

Thaler, R. (1980). Toward a Positive Theory of Consumer Choice. *Journal of Economic Behavior and Organization* , 1, 39-60.

Thaler, R., & Sunstein, C. (2008). *Nudge: Improving Decisions about Health, Wealth and Happiness*. London: Penguin Books.

Tversky, A., & Kahneman, D. (1991). Advances in Prospect Theory: Cumulative Representation of Uncertainty. *Quarterly Journal of Economics* , 106, 1039-1061.

Vigna, S. D., & Malmendier, U. (2006). Paying Not to Go to the Gym. *American Economic Review* , 96, 694-719.

Wahlgren, P. (2008). *Lagstiftning : problem, teknik möjligheter*, Norstedts Juridik, Stockholm 2008.

Dagspress

DI.se 120322, Bankerna duckar för att visa fondavgifter i kronor, http://di.se/Default.aspx?pid=262523__ArticlePageProvider&epslangu age=sv&referrer=http%3A%2F%2Ffondbolagen.se%2Fsv%2FAktuellt %2FFonder-i-media%2F.

DN.se 120209. <http://www.dn.se/ekonomi/finansavtal-via-telefon-kan-stoppas>.

<http://www.morningstar.se/Article.aspx?title=norman-belopp-fonder-kostnad-10-ar>.

5. Internet

http://ec.europa.eu/internal_market/finservices-retail/investment_products_en.htm

http://ec.europa.eu/internal_market/insurance/mediation_en.htm

<http://www.fondkollen.se>

<http://www.minpension.se>

<http://www.nix.nu>

6. Självreglering

Fondbolagens förening – Manual faktablad

Fondbolagens förening – svensk kod för fondbolag 2010

Fondbolagens förening – riktlinjer för fondbolagens informationsgivning och marknadsföring m.m. (2009)

Fondbolagens förening – Riktlinjer för årlig redovisning av kostnader till andelsägare (2011)

Konsumentverket och Svensk Energi, Allmänna avtalsvillkor för försäljning av el till konsument, 2008-12-15

SCCFs och SWEDMAs etiska regler vid telefonförsäljning mellan näringsidkare

SCCFs och SWEDMAs etiska regler vid telefonförsäljning till konsument

Svensk Försäkring, Faktablad om livförsäkringsprodukter av sparandetyyp (2011)

Svensk Försäkring, Rekommendation om förköpsinformation (2013)

Svensk Försäkring, Pensionsorden (2010)

Svensk Försäkring, God sed för försäkring på Internet (2002)

Svensk Försäkring, Rekommendation om finansiell rådgivning (2004)

Svenska Bankföreningen, Bolån – EU-kod för information om bolån

Svenska Fondhandlareföreningen, *Utvärdering av vilka reglerade marknader och MTFer (marknadsplatser) som bör väljas för genomförande av ordrar från icke-professionella kunder (2009)*

Svenska Fondhandlareföreningen, *Riktlinjer för utförande av order samt sammanläggning och fördelning av order (2008)*

Svenska Fondhandlareföreningen, *Kontroll och uppföljning av "Best execution" avseende aktier (2009)*

Svenska Fondhandlareföreningen, *Ordlista (version 3), Begrepp och definitioner avseende vissa strukturerade placeringsprodukter – bilaga till branschkod för strukturerade placeringsprodukter (2010)*

Svenska Fondhandlareföreningen, *Branschkod, Vägledande riktlinjer för informationsgivning gällande strukturerade placeringsprodukter, version 2, 2010-02-22*

Svenska försäkringsförmedlares förening (SFM), *Riktlinjer för god försäkringsförmedlingssed (20 juni 2011)*

Svenska försäkringsförmedlares förening (SFM), *Yrkesetiska riktlinjer för försäkringsförmedlare (28 januari 2011)*

Sveriges Callcenter Förening och Swedma (Swedish Direct Marketing Association), *SCCFs affärsetiska grundprinciper - en sammanfattning*