



Den svenska fondmarknaden – en fördjupning

RAPPORT 2015:8

Den svenska fondmarknaden

– en fördjupning

Konkurrensverkets rapportserie 2015:8

Konkurrensverket oktober 2015

Utredare: Stefan Åkerblom (projektledare) och Märten Törnqvist

ISSN-nr 1401-8438

E-print, Stockholm 2015

Foto: Matton Images

Förord

Fondmarknaden spelar en stor och viktig roll i det finansiella systemet, vilket innebär att det är betydelsefullt att det finns goda förutsättningar för en väl fungerande konkurrens. Det är också en konsumentnära marknad.

I Konkurrensverkets rapport *Konkurrensen på den finansiella tjänstemarknaden – inlåning, bolån och fonder* (2013:4) kunde det bland annat konstateras att det fanns vissa problem gällande bristande kund-
rörlighet och trögrörliga förvaltningsavgifter på den svenska fondmarknaden, vilka sannolikt kunde bero på olika hinder för en effektiv konkurrens. I den här rapporten är ambitionen att fördjupa analyserna av fondmarknaden för att ytterligare belysa marknads- och konkurrensförhållandena med fokus just på kundrörligheten och fondavgifterna.

I arbetet med rapporten har stor vikt lagts vid att analysera tillgängliga empiriska underlag från ett flertal olika källor. Synpunkter har också inhämtats från aktörer med god kännedom om marknaden.

Rapporten är skriven inom ramen för Konkurrensverkets konkurrensfrämjande verksamhet.

Stockholm oktober 2015

Dan Sjöblom
Generaldirektör

Innehåll

Sammanfattning	7
Summary	9
1 Inledning	11
1.1 Bakgrund	11
1.2 Syfte	13
1.3 Projektgruppen och genomförandet	14
1.4 Avgränsningar	15
1.5 Fondmarknadens karaktäristik	15
1.6 Disposition	19
2 Den svenska fondmarknaden	20
2.1 Fondförmögenhetens utveckling	20
2.2 Sammanfattning	26
3 Företagen och produkterna på marknaden	27
3.1 Antal fondbolag och fonder med tillstånd	27
3.2 Fondbolagens marknadsandelar	31
3.3 Fondbolagens finansiella ställning	36
3.4 Sammanfattning	39
4 Regleringen av marknaden	41
4.1 Bakgrund	41
4.2 UCITS IV	42
4.3 AIFM	43
4.4 MiFID I	44
4.5 Föreskrifter från Finansinspektionen	45
4.6 Fondbolagens förenings kod och riktlinjer	46
4.7 Pågående förändringar	47

4.8	Sammanfattning.....	52
5	Kundrörlighet.....	54
5.1	In- och utbetalningar för fondandelar	54
5.2	Rörlighet mellan olika fondtyper	59
5.3	Forskningsuppdrag om kundrörligheten	61
5.4	Sammanfattning.....	63
6	Fondavgifter.....	65
6.1	Olika typer av avgifter och kostnader	65
6.2	Avgifternas nivå i Sverige	68
6.3	Vad påverkar avgifternas nivå?.....	69
6.4	Sammanfattning.....	78
7	Priskänslighet.....	79
7.1	Priskänslighet hos investerare och priskonkurrens mellan fondbolag.....	79
7.2	Sammanfattning.....	85
8	Slutsatser	87
8.1	Konkurrenssituationen på marknaden.....	87
8.2	Hur skulle konkurrensförutsättningarna kunna förbättras ytterligare?.....	91
	Referenser	97
	Bilaga 1 Beskrivning av datamaterialet	101
	Bilaga 2 Ytterligare deskriptiv statistik till den empiriska analysen i kapitel 6	107

Sammanfattning

Syftet med den här rapporten är att analysera marknads- och konkurrensförhållandena på den svenska fondmarknaden (inklusive premiepensionssystemet) med fokus på kundrärlighet och fondavgifter. Avsikten är dels att den ska vara kunskapsuppbyggande, dels att den ska kunna tjäna som underlag för diskussion kring eventuella reformförslag på den aktuella marknaden.

Följande punkter kan sammanfatta de iakttagelser som görs i rapporten gällande konkurrenssituationen på den svenska fondmarknaden:

- Marknaden växer successivt och det finns en ökad internationell konkurrens de senaste åren. Detta beror till stor del på ökad internationell harmonisering av regleringen på området. Hushållen är den största kundgruppen på marknaden då de står för drygt två tredjedelar av det totala fondinnehavet.
- Storbankskoncernernas fondbolag dominerar fortfarande marknaden, om än i mindre utsträckning än i början av 2000-talet. Det finns vidare ett stort antal aktörer med relativt låga marknadsandelar och marknaden karakteriseras av en medelhög koncentrationsgrad.
- Branschen som helhet verkar kännetecknas av relativt höga vinstmarginaler, även om mindre fondbolag tenderar att ha en något svårare ekonomisk situation än de större bolagen. Detta beror till exempel på avsaknad av egen produktdistribution och att branschen kännetecknas av stordriftsfördelar. En successivt större och/eller krångligare regelbörda slår också hårdare mot de mindre fondbolagen.

- Kundernas rörlighet på marknaden tenderar att följa börsutvecklingen. Rörligheten ökade exempelvis kraftigt i samband med utbrottet av den ekonomiska krisen år 2007–2008. Kunderna tycks alltså göra förändringar i sitt fondinnehav när det anser att det är påkallat. Det verkar också som om kundrörligheten varit förhållandevis hög de senaste åren jämfört med för 15–20 år sedan. Dock verkar åtminstone privatkundernas pris-känslighet vara låg.
- Det finns en trend med sjunkande förvaltningsavgifter de senaste åren. Det en utveckling som tyder på att konkurrens-situationen ökat. Tydligast är trenden för aktiefonder. Även analyser av vilka faktorer som påverkar förvaltningsavgiften indikerar att konkurrenssituationen mellan fondbolagen är påtaglig.

I slutet av rapporten diskuteras hur konkurrensförutsättningarna skulle kunna förbättras ytterligare. Detta utöver de frågor som för närvarande ses över av den pågående Fondutredningen och som berör branschens konkurrenskraft.

Summary

This report aims to analyse market and competition conditions within the Swedish mutual fund market (including the premium pension system) with a particular focus on customer mobility and fund charges. The intention here is two-folded; in addition to being educational and informative, the report shall also serve as a basis for discussions concerning possible proposals for reforms in the market.

The following points summarise the observations made in the report in respect of competition within the Swedish mutual fund market:

- The market is gradually growing and there has been increased international competition in recent years. This is largely due to an increased international harmonisation of regulations in this area. Private households are the largest customer group within the market – they account for more than two thirds of total mutual fund assets.
- The major banking groups' fund management companies still dominate the market, albeit to a lesser degree than in the early 2000s. There are a large number of operators with relatively small market shares and the market is characterised by a medium high degree of concentration.
- The sector as a whole seems to be characterised by relatively high profit margins, even if smaller fund management companies tend to have a somewhat more difficult financial situation than the larger ones. This is due, for example, to the smaller companies lacking their own channel to distribute their

products, and also to the fact that the sector is characterised by economies of scale. A gradually more stringent and/or more complicated regulatory burden would also have a greater impact on the smaller fund management companies.

- Customer mobility within the market tends to reflect stock market performance. For example, mobility increased substantially in conjunction with the outbreak of the 2007–2008 financial crisis. Customers can therefore be expected to adjust their fund holdings when they consider this is warranted. It also seems that customer mobility has been relatively high in recent years compared with 15–20 years ago. However, the price sensitivity of private customers seems to be low.
- There has been a trend in recent years that has seen fund management fees fall. This development suggests that competition has increased. The trend is most obvious with equity funds. Analyses of the factors affecting management fees also indicate that there is competition between the fund management companies present.

The report concludes with a discussion of how the conditions for competition could be improved still further. This is in addition to the questions regarding the competitiveness of the industry that are currently being investigated by the Inquiry appointed to conduct an overview of the regulations governing investment funds.

1 Inledning

Fondmarknaden spelar en stor, och för många investerare viktig, roll i det finansiella systemet. En anledning är att fonder sammanför resurser i form av kapital från flera mindre investerare, vilket leder till stordriftsfördelar. Det handlar till exempel om analyskapacitet. Eftersom fondbolagen genom fonderna också själva är (institutionella) investerare har de ofta en mycket djupare insikt i den aktuella delmarknaden än många av de enskilda investerarna. Andra fördelar för investerarna är till exempel ökad riskspridning och lägre kostnader jämfört med att separat investera i alla de underliggande tillgångarna.

Det finns också en stor samhällsekonomisk betydelse av en väl fungerande fondmarknad. Fonderna bidrar genom sina investeringar med likviditet till aktiemarknaden och följaktligen med kapitalförsörjning till själva bolagen.

Många av fondbolagen tar även ett aktivt ägaransvar i de företag som de investerar i. Graden av aktivt ägande är också något som kan påverka fondbolagens roll och betydelse i det finansiella systemet.

1.1 Bakgrund

I Konkurrensverkets rapport *Konkurrensen på den finansiella tjänstemarknaden – inlåning, bolån och fonder* (2013:4) kunde det bland annat konstateras att det fanns vissa problem gällande bristande kundrörlighet och trögrörliga förvaltningsavgifter på fondmarknaden, vilka sannolikt kunde bero på olika hinder för en effektiv konkurrens.

I den här rapporten är ambitionen att fördjupa analyserna av fondmarknaden för att ytterligare belysa marknads- och konkurrensförhållandena.

I syfte att identifiera ytterligare infallsvinklar för det kommande arbetet höll Konkurrensverket i juni 2014 ett s.k. "rundabords-samtal" med ett flertal aktörer verksamma på den svenska fondmarknaden.¹ Målsättningen med samtalet var att skapa en bild kring vilka eventuella konkurrensproblem aktörerna själva såg på marknaden och få inspel kring potentiella åtgärder som kan underlätta kundrörligheten och förbättra konkurrenssituationen för främst små- och medelstora fondbolag. Några av synpunkterna som fördes fram av fondbolagen i samtalet redogörs för nedan:

- **Regelförändringar:** Fondbolag utan koncernintern produkt-distribution kan få svårare att hantera kommande regelförändringar än bolag med koncernintern distribution. Dock är det vanligare med kors- och tredjepartsdistribution nu än tidigare, vilket kan vara en förmildrande omständighet.
- En stor fråga just nu i branschen är den om provisionsförbudet som följer av MiFID II-direktivet och vilka konsekvenser det skulle få för konkurrensen. Generellt är konsekvensanalyserna bristande när det kommer till regelförändringar enligt vissa av deltagarna vid rundabordssamtalet.

¹ Konkurrensverket, rundabordssamtal med fondbolag 2014-06-10. Inbjudan till samtalet var öppen för alla fondbolag som var intresserade. De som deltog var East Capital, Enter Fonder, Fondbolagens förening, Lannebo Fonder, Skagen Fonder, Skandia Fonder och Swedbank Robur.

- **Kundrörlighet:** Bristande kundrörlighet kan bero på faktorer som till exempel ointresse för produkterna, kunskapsbrister gällande fondsparande i allmänhet och skattekonsekvenser av fondbyten.
- **Förvaltningsavgifter:** Det finns viss prispress i fondbranschen, men avgiftsnivåerna ser olika ut bland olika typer av fonder. Blandfonder är fortfarande relativt dyra, medan aktiefonder verkar ha gått ned något. En förklaring till detta kan vara att det för närvarande är populärt med indexfonder, vilket sätter press på andra typer av fonder. Andra faktorer som kan påverka avgiftsnivåerna åt olika håll är till exempel förvaltningstjänster, bolagskonsolideringar och bankers och försäkringsbolags paketering av finansiella tjänster.
- **Pensionssystemen:** Både tjänste- och premiepensionssystemet är viktiga distributions- och marknadsföringskanaler för fondbolagen. Dessa kanaler underlättar exempelvis för utländska fondaktörer som vill etablera sig på den svenska marknaden. Det finns dock överlag en viss oro över vad som ska hända med premiepensionssystemet framöver.

1.2 Syfte

Den här rapporten skrivs inom ramen för Konkurrensverkets konkurrensfrämjande verksamhet. Avsikten är dels att den ska vara kunskapsuppbyggande, dels att den ska kunna tjäna som underlag för diskussion kring eventuella reformförslag på den aktuella marknaden.

Syftet är att analysera marknads- och konkurrensförhållandena på den svenska fondmarknaden (inklusive premiepensionssystemet) med fokus på kundrärlighet och fondavgifter.

1.3 Projektgruppen och genomförandet

Projektgruppen har bestått av Stefan Åkerblom (projektledare), Mårten Törnqvist (projektmedarbetare) och Diego Gomez Ruales (projektråd). Därtill har ett flertal andra medarbetare på Konkurrensverket bistått med genomläsning och värdefulla synpunkter. Även Fondbolagens förening, Konsumentverket, Finansinspektionen och Pensionsmyndigheten har bidragit med värdefulla synpunkter på olika delar av rapporten.

I arbetet med rapporten har stor vikt lagts vid att analysera tillgängliga empiriska underlag för att eftersträva en så hög reliabilitet som möjligt. Analyserna i rapporten baseras på data från bl.a. Statistiska centralbyrån (SCB), Finansinspektionen, Pensionsmyndigheten, Fondbolagens förening, European Fund and Asset Management Association (EFAMA), InfoTorg och Morningstar.

Konkurrensverket har också inom ramen för sitt forskningsanslag lagt ut ett forskningsuppdrag till fil. dr. Karl Lundvall att ytterligare analysera kundernas rörlighet och beteende på fondmarknaden. Uppdraget behandlar privatkunderna på "den reguljära fondmarknaden", dvs. inte tjänste- och premiepensionssystemet. Slutredovisningen av uppdraget sker i oktober 2015 med en delredovisning i augusti 2015. Resultat och metod från delredovisningen beskrivs närmare i *avsnitt 5.3*.

1.4 Avgränsningar

I Konkurrensverket (2013) förklarades vissa grundläggande begrepp som förekommer på fondmarknaden, exempelvis relaterade till risk och avkastning. Detta görs därför inte igen i denna rapport, utan läsare som önskar en mer grundläggande ingång till marknaden hänvisas till den förra rapporten.

Tjänstepensionssystemet berörs inte heller i nämnvärd utsträckning i denna rapport, eftersom dessa olika delmarknader fungerar väsentligt annorlunda än resten av fondmarknaden. Företrädare för arbetsgivare och arbetstagare förhandlar centralt fram pensionsutfästelsernas villkor via kollektivavtal. Därefter upphandlas ett begränsat antal bolags tjänster för ett visst antal år framåt. Det är således kollektivavtalsparterna själva som påverkar konkurrensituationen inom tjänstepensionsområdet – något som sanktioneras genom ett uttryckligt undantag i konkurrenslagen vad gäller överenskommelser mellan arbetsgivare och arbetstagare om lön eller andra anställningsvillkor.²

Det är slutligen viktigt att påpeka att avsikten med denna rapport inte är att analysera eventuella faktorer som kan tänkas påverka avkastningen.

1.5 Fondmarknadens karaktäristik

Fondmarknaden kan på vissa punkter sägas skilja sig från många andra produkt- eller tjänstemarknader. Här redogörs för några av fondmarknadens säregenskaper.

² Konkurrenslagen (2008:579) 1 kap. 2 §.

Priserna anges generellt i procent

På fondmarknaden anges priserna (avgifterna) generellt i procent istället för i monetära termer som på de flesta andra produkt- eller tjänstemarknader. Detta kan medföra att priserna justeras mer sällan än om prissättningen sker i monetära termer, eftersom de inte behöver öka naturligt med inflationen. Procentandelarna följer automatiskt prisutvecklingen på insatt kapital och de underliggande tillgångarna, samtidigt som courtagen som fondbolagen betalar i sin tur också oftast anges i procent.

Fondernas avkastning redovisas i normalfallet efter att förvaltningsavgiften dragits av. Förutsatt att investerarna tar hänsyn till fonders historiska avkastning i sina investeringsbeslut så innebär denna typ av prissättning också att fonder med högre avgifter måste prestera bättre än fonder med lägre avgifter – i annat fall torde de väljas bort av investerarna. Det borde med andra ord finnas ett naturligt prisstryck nedåt, eftersom det får avkastningen att se bättre ut. Detta kräver dock som sagt att investerarna beaktar den historiska avkastningen i sina investeringsbeslut, vilket de också verkar göra i stor utsträckning.³

Vissa kunder är tvungna att köpa

Till skillnad mot många andra produkt- eller tjänstemarknader är en kundgrupp tvungen att välja minst en produkt ur det tillgängliga utbudet på en del av fondmarknaden, nämligen privatpersonerna via sitt pensionssparande i premiepensionssystemet. Exempelvis handlade det för år 2014 om ett genomsnittligt inflöde i systemet på 6 605 kronor per person (omfattande 5 397 860 pen-

³ Se till exempel Fondbolagens förening (2014).

sionssparare) som placeras utifrån spararnas önskemål.⁴ De sparare som inte vill välja fonder själva får sina pengar placerade i fonden AP7 Såfa, som förvaltas av statliga Sjunde AP-fonden. Totalt finns det för närvarande omkring 850 olika fonder att välja på i premiepensionssystemet och spararna har möjlighet att välja upp till fem fonder var.

Alla fonder som är registrerade hos Finansinspektionen och som uppfyller kraven i det senast uppdaterade UCITS-direktivet (se vidare *avsnitt 4.2*), får delta i premiepensionssystemets fondutbud. Varje fondbolag (och förvaltargrupp/koncern) får ha högst 25 fonder registrerade och måste rabattera de fonder de väljer att tillhandahålla i systemet. Denna rabatt betalar sedan Pensionsmyndigheten tillbaka till de sparare som investerat i fonden. När en fond blir större ökar rabatten. I genomsnitt uppgår rabatterna i premiepensionssystemet till ca 2/3-delar av avgifterna på den reguljära fondmarknaden.⁵

För fondbolagen som väljer att delta i premiepensionssystemet innebär detta att det alltid kommer att finnas en viss garanterad minimiefterfrågan att försöka tillgodose, till skillnad mot på den reguljära fondmarknaden där ingen kundgrupp är tvungen att köpa och således ingen garanterad minimiefterfrågan finns.

Köp innefattar både produkt och tjänst

Ett köp av en fondandel innefattar både en produkt, själva fondandelen, och en tjänst, förvaltningen av fonden. Förvaltningens karaktär kommer att variera beroende på vilken typ av fond som

⁴ Pensionsmyndigheten.

⁵ Ibid.

investeringen gäller. När det gäller indexfonder handlar förvaltningen främst om omallokeringar utifrån eventuella förändringar i det underliggande jämförelseindexet, medan det för mer aktivt förvaltade fonder handlar mer om analyser av marknader och bolag.

Syftet med köpet är att andelen ska öka i värde över tid och därmed generera avkastning till kunden. Vid köp av en andel i en indexfond kommer den framtida avkastningen ligga precis i linje med avkastningen för det underliggande jämförelseindexet reducerat med avgiften som tas ut.⁶ Om köpet istället avser en andel i en fond som är mer aktivt förvaltad köper kunden också möjligheten att få en avkastning som ligger över, men också risken av få en avkastning som ligger under, avkastningen för relevant jämförelseindex.

Utbudet av enskilda produkter är generellt obegränsat

Utbudet av enskilda produkter på fondmarknaden, alltså fondandelar, kan generellt sägas vara obegränsat. När nytt kapital tillförs en viss fond skapas omedelbart nya fondandelar. Det finns således inte någon risk att fondandelarna i en viss fond skulle "ta slut", vilket ju kan hända med produkter eller dess insatsvaror på andra produktmarknader.

Observera att det obegränsade utbudet endast gäller för öppna fonder. Det finns även slutna fonder där andelarna är fastställda från början.⁷ Dessa är dock inte lika vanligt förekommande som de öppna fonderna. Det händer också att fondbolag stänger fonder för

⁶ Det finns även fonder som liknar indexfonder men med andra typer av viktningar kan avvika från sina underliggande index (exempelvis s.k. Smart beta).

⁷ Ofta används de engelska begreppen open-end respektive closed-end fund.

nya insättningar, till exempel för att de anser att fonden blivit för stor.

En fondandelsägare kan också när som helst (ibland inom vissa restriktioner) sälja sina fondandelar. Det behöver inte finnas någon motpart som köper andelarna, vilket ju är fallet med många andra finansiella instrument. Undantaget är börshandlade fonder (vilka brukar förkortas ETF efter engelskans exchange traded funds).

1.6 Disposition

Kapitel 2–4 beskriver den svenska fondmarknaden ur ett deskriptivt sammanhang, exempelvis vad gäller fondförmögenhetens utveckling, antal företag och produkter med tillstånd, samt vilken reglering som påverkar dem. Kapitel 5–7 är av mer analytisk karaktär. I de senare kapitlen analyseras kundrörligheten och fondavgifterna.

I nästan samtliga kapitel finns avsnitt om forskning på det aktuella området. Ambitionen är inte att dessa sammanställningar på något sätt ska vara heltäckande vad gäller forskningsläget, utan snarare ge en inblick i en del av den forskning som finns på området.

2 Den svenska fondmarknaden

I detta avsnitt redovisas deskriptiv statistik för den svenska fondmarknaden i form av investeringsfonder registrerade i Sverige. Egentligen är den svenska fondmarknaden större än endast dessa fonder, eftersom det finns svenska fondbolag som exempelvis har fonder registrerade i Luxemburg och som svenska kunder investerar i. På samma sätt finns det utländska fondbolag som tillhandahåller fonder som svenska kunder investerar i. Vilka de sistnämnda är går dock inte att urskilja inom ramen för den offentliga statistiken.⁸

2.1 Fondförmögenhetens utveckling

Fondförmögenheten uttrycker fondspararnas samlade tillgångar i investeringsfonder och är ett sätt att illustrera fondmarknadens storlek. Fondförmögenhetens utveckling innefattar både nettoflöden och värdeutveckling för de underliggande tillgångarna, vilket i sin tur påverkas av faktorer såsom börsutveckling och växelkurser.

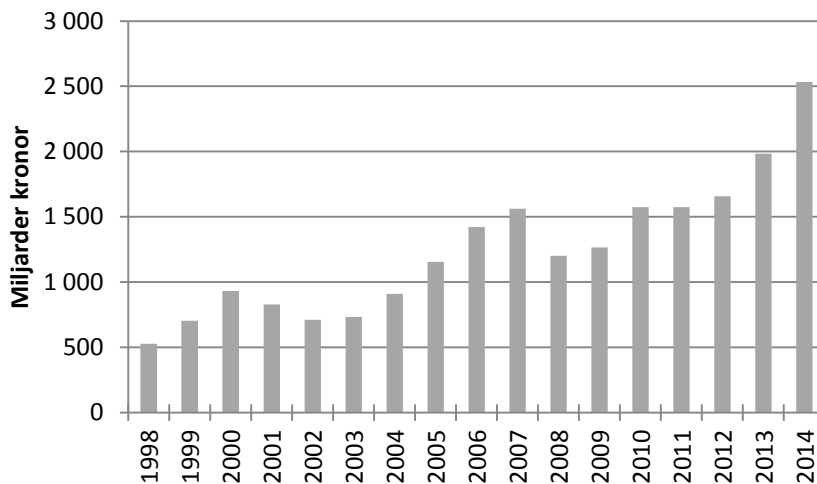
Det kan utifrån *figur 1* konstateras att fondförmögenheten för Sverigeregistrerade fonder successivt har stigit sedan slutet av 1990-talet räknat i fasta priser. År 2014 motsvarande den genomsnittliga fondförmögenheten under året, inklusive premiepension, drygt 73 procent av Sveriges BNP (till baspris). Om premiepensionen räknas bort blir andelen av BNP istället 57 procent. Motsvarande andelar för år 2001 var 32 respektive 30 procent.⁹ I monetära termer uppgick

⁸ I exempelvis Fondbolagens förenings statistik definieras den svenska fondmarknaden som de fonder som finns till försäljning i Sverige oavsett registreringsland.

⁹ SCB (Statistikdatabasen), egna beräkningar.

den genomsnittliga samlade fondförmögenheten till 2 532 miljarder kronor år 2014, inklusive premiepensionssystemet.

Figur 1 **Fondförmögenhet för investeringsfonder registrerade i Sverige, 1998–2014, ställning i genomsnitt per år i 2014 års priser¹⁰**



Anm.: Inklusive premiepension. Årsgenomsnitten är baserade på kvartalsdata. 1998 års genomsnitt är baserat på 3 kvartal (Q2–Q4). Under andra kvartalet 2014 blev ett flertal utlandsregistrerade fonder svenskregistrerade. Totalt flyttades omkring 130 miljarder.

Källa: SCB (Statistikdatabasen), egna beräkningar.

De tillfälliga minskningar som kan urskiljas i figuren under perioden inträffade i samband med de två stora allmänna ekonomiska nedgångarna under 2000-talet, närmare bestämt i början av 2000-talet och efter 2007.

Den samlade fondförmögenheten för svenskregistrerade fonder kan också sättas i ett europeiskt perspektiv. År 2012 motsvarade den

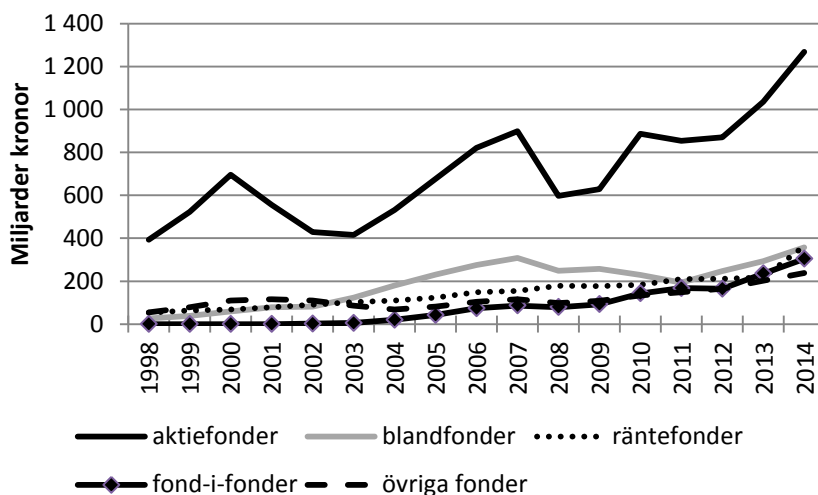
¹⁰ För samtliga fastprisberäkningar i rapporten har konsumentprisindex (KPI), skuggindex, använts.

2 procent av den totala europeiska fondförmögenheten. Hur stor andel av fondförmögenheten fonder i respektive registreringsland har beror inte bara på invånarunderlaget i landet, utan även på faktorer såsom reglering. Listan toppas av Luxemburgregistrerade fonder som har en samlad fondförmögenhet motsvarande 27 procent av den totala europeiska fondförmögenheten under samma år. Övriga länder som har en högre europeisk andel än Sverige är Frankrike, Tyskland, Irland, Storbritannien, Schweiz och Italien. Om istället endast hushållens direktsparande i fonder som andel av totala finansiella tillgångar studeras ligger Sverige däremot i topp tillsammans med länder som Belgien, Slovakien, Tyskland och Ungern.¹¹

Redovisningen av fondförmögenheten kan också delas upp på olika typer av fonder, vilket görs i *figur 2*. Det blir då tydligt att aktiefonder genomgående under perioden står för merparten av fondförmögenheten. Skillnaden mellan fondtyperna har emellertid minskat över tid. I början av perioden stod aktiefonder för omkring två tredjedelar av den totala fondförmögenheten. De senaste åren har denna andel sjunkit till drygt hälften. Blandfonder och fond-i-fonder är vidare de fondtyper som har ökat procentuellt mest under perioden.

¹¹ EFAMA (2013).

Figur 2 Fondförmögenhet för investeringsfonder registrerade i Sverige, 1998–2014 uppdelat på typ av fond, ställning i genomsnitt per år i 2014 års priser



Anm.: Se anmärkning under *figur 1*.

Källa: SCB (Statistikdatabasen), egna beräkningar.

Hushållen står för en stor andel av fondinnehavet

SCB publicerar varje kvartal statistik över in- och utbetalningar respektive ställning för investeringsfonder registrerade i Sverige. Denna statistik ger således en inblick i hur sammansättningen av fondbolagens kunder ser ut på en aggregerad nivå.

Hushållen stod för omkring en femtedel av den totala fondförmögenheten första kvartalet 2015 exkl. indirekt fondinnehav (premiepensionen och fondförsäkringar). Om även de indirekta fondinnehaven läggs till stod hushållen för drygt två tredjedelar av den totala fondförmögenheten.

Tabell 1 Andelar i investeringsfonder registrerade i Sverige efter sektor, första kvartalet 2015

	Inbetalt, mdkr	Utbetalt, mdkr	Netto, mdkr	Ställning, mdkr	Andel av total ställning, %
Icke-finansiella företag	16	13	4	95	3,1
Finansiella företag	165	119	46	2 102	67,7
- varav premiepension	15	15	0	724	23,3
- varav fondförsäkring	54	46	8	711	22,9
Kommuner	3	4	- 1	45	1,4
Socialförsäkring	0	0	0	8	0,3
Hushåll	59	41	18	653	21,0
Hushållens icke- vinstdrivande organisationer	5	4	1	69	2,2
Övriga svenska sektorer	2	1	1	12	0,4
Utlandet	15	12	4	121	3,9
TOTALT	267	194	72	3 106	100,0

Anm.: Sektorindelningen följer SCB:s egna indelning.

Siffrorna är inklusive återinvesterad utdelning.

Observera att avrundningarna kan göra att nettokolumnen inte alltid ser ut att stämma.

Under andra kvartalet 2014 blev ett flertal utlandsregistrerade fonder svenskregistrerade.

Totalt flyttades omkring 130 miljarder.

Källa: SCB (Statistikdatabasen).

Investeringsparkonton (ISK) står för en allt större andel

Fondbolagens förening publicerar kvartalsvis statistik över nysparande och fondförmögenhet uppdelat på fondtyp och kontoform. Statistiken omfattar alla investeringsfonder som

marknadsförs och säljs i Sverige av fondbolag som är medlemmar i föreningen. Både Sverigeregistrerade och utlandsregistrerade fonder ingår därmed.

Under första kvartalet 2015 var ISK den överlägset populäraste kontoformen när det gällde hushållens nettosparande. Över hälften av nettosparandet gick in via ISK (61 procent), främst på bekostnad av direktsparatet.¹²

I *tabell 2* kan utläsas att ISK som kontoform står för en allt större andel av fondförmögenheten. I mars 2015 stod kontoformen för 6 procent av hushållens totala fondförmögenhet jämfört med 3 procent ett år tidigare.

Tabell 2 Fondförmögenhet efter kontoform, samtliga fondtyper, 2015-03-31 och 2014-03-31

	2015-03-31		2014-03-31	
	<i>Mdkr</i>	<i>Procent</i>	<i>Mdkr</i>	<i>Procent</i>
Hushållens direktsparat	534	16	517	21
Investeringssparkonto (ISK)	183	6	85	3
Fondförsäkring & IPS	901	27	722	29
Premiepension	859	26	621	25
Förvaltarregistrerat	281	9	156	6
Företag m.m.	533	16	392	16
TOTALT	3 290	100	2 493	100

Källa: Fondbolagens förening (2015) och (2014).

¹² ISK infördes som kontoform den 1 januari 2012 med syftet att ge fysiska personer möjlighet att på ett enkelt sätt spara i finansiella instrument. Den stora skillnaden mot direktsparatet är att tillgångarna på ett ISK schablonbeskattas och att innehavaren därmed slipper redovisa varje kapitalvinst eller förlust.

2.2 Sammanfattning

- Den samlade fondförmögenheten har ökat kraftigt de senaste åren.
- Aktiefonder stod för merparten av fondförmögenheten under perioden 1998–2014, även om andelen minskat under senare år. Blandfonder och fond-i-fonder är kategorierna som har ökat procentuellt mest under samma period.
- Hushållen står för drygt två tredjedelar av den totala fondförmögenheten om även det s.k. indirekta innehavet räknas in.
- ISK står som kontoform successivt för en allt större andel av hushållens totala fondförmögenhet.

3 Företagen och produkterna på marknaden

Antalet företag och tillgängliga produkter på en viss marknad är av betydelse när det handlar om att belysa marknadens storlek och konkurrenssituation. Generellt är en mångfald av företag och produkter på en marknad önskvärt ur konkurrenshänseende.

3.1 Antal fondbolag och fonder med tillstånd

I *tabell 3* redovisas antalet fondbolag/förvaltare som enligt Finansinspektionen har tillstånd att bedriva verksamhet i Sverige, samt utländska bolag som anmält gränsöverskridande verksamhet till Sverige.

Det kan utifrån tabellen konstateras att antalet bolag med tillstånd successivt har ökat sedan år 2005. Vidare kan det konstateras att de utlandsregistrerade bolagen genomgående är i klar majoritet gentemot de svenskregistrerade. De utlandsregistrerade bolagen är också de som har ökat snabbast till antalet, vilket tyder på en ökad internationell konkurrens på den svenska marknaden.

Tabell 3 Antal fondbolag/förvaltare med tillstånd att bedriva verksamhet i Sverige, år 2005, 2008, 2011 och 2014

	2005	2008	2011	2014
Fondbolag, Sverigeregistrerade	72	83	79	59
Förvaltningsbolag inom EES 1:6, utlandsregistrerade	13	33	43	58
Fondbolag inom EES 1:7, utlandsregistrerade	281	415	659	850
Fondbolag ej UCITS 1:9, utlandsregistrerade	11	40	36	19
Auktoriserade AIF-förvaltare, Sverigeregistrerade	-	-	-	19
Registrerade AIF-förvaltare, Sverigeregistrerade	-	-	-	34
AIF-förvaltare, utlandsregistrerade	-	-	-	194
TOTALT	377	571	817	1 233

Anm.: Kategoriseringen följer Finansinspektionens indelning. EES står för Europeiska ekonomiska samarbetsområdet, UCITS för Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities och AIF för Alternative Investment Fund. Se vidare *kapitel 4*. Observera att det kan finnas bolag som har tillstånd enligt både UCITS och AIFM – dessa förekommer dock endast en gång i tabellen. Det finns också flera fondbolag/förvaltare som ingår i samma koncern. Om istället antalet verksamma koncerner skulle räknas skulle det totala antalet aktörer bli betydligt lägre.

Källa: Finansinspektionen.

I juli 2013 införlivades det s.k. AIFM-direktivet (direktivet om förvaltare av alternativa investeringsfonder) i svensk rätt. Detta medförde att det tillkom några nya typer av bolagsbeteckningar i tabellen ovan, nämligen AIF-förvaltare. Dessa förvaltare sorterades tidigare in under de andra kategorierna.¹³ Det handlar om förvaltare av vissa nationellt reglerade investeringsfonder (specialfonder), men även olika typer av slutna fonder såsom riskkapitalfonder, fastighetsfonder och infrastrukturfonder.¹⁴

¹³ Nedgångar i enskilda kategorier mellan år 2011 och 2014 i tabellen beror alltså främst omkategoriseringar.

¹⁴ Se t.ex. Prop. 2012/13:155 och *avsnitt 4.3*.

I *tabell 4* redovisas istället antalet fonder som har tillstånd enligt Finansinspektionen. Det kan konstateras att även antalet tillgängliga fonder på marknaden har ökat kraftigt sedan år 2005. Detta gäller särskilt de utlandsregistrerade delfonderna¹⁵ som mer än fördubblats till antalet.

Tabell 4 **Antal fonder med tillstånd att bedriva verksamhet i Sverige, år 2005, 2008, 2011 och 2014**

	2005	2008	2011	2014
Värdepappersfonder, Sverigeregistrerade	460	500	534	592
Specialfonder, Sverigeregistrerade	226 *	351	394	257
AIF-fond, Sverigeregistrerade	-	-	-	6
AIF-fond, utlandsregistrerade	-	-	-	552
Delfonder, utlandsregistrerade	2 384	3 636	4 321	5 097
TOTALT	3 070	4 487	5 249	6 504

Anm.: Kategoriseringen följer Finansinspektionens indelning. De Sverigeregistrerade AIF-fonderna räknades tidigare in i kategorin "Specialfonder, Sverigeregistrerade".

*Innefattar även s.k. nationella fonder enligt Finansinspektionens definition.

Källa: Finansinspektionen.

Även om produktutbudet kan anses stort riktar sig alla fonder inte till alla kundgrupper. När det gäller privatkunderna brukar t.ex. eventuella minimiinsättningar avgöra huruvida en fond i praktiken är öppen för småsparare eller ej. Exempelvis uppskattar fondbolaget AMF Fonder i sin årliga rapport *Avgifterna på fondmarknaden* (2014) att drygt 3 000 fonder var tillgängliga för svenska privat-sparare vid årsskiftet 2014/2015. Detta är emellertid en kraftig ökning, mer än en fördubbling, sedan år 2005. Aktiefonder är den

¹⁵ Till skillnad från andelsklasser i en fond, där fondförmögenheten är gemensam för alla klasser, är den inte gemensam för delfonder. Varje delfond är en separat juridisk enhet som har sina egna räkenskaper och åtaganden samt egen värdeförändring, andelsvärdesberäkning och avgifter.

fondtyp som numerärt ökat mest, från drygt 900 stycken år 2005 till närmare 1 900 stycken år 2014.¹⁶

Utbudet ökar även i premiepensionssystemet

Det är inte bara på den reguljära fondmarknaden som utbudet av fonder och fondbolag har ökat, utan även i premiepensionssystemet. Detta åskådliggörs i *tabell 5*. Numera har pensionsspararna 856 fonder att välja på från 92 olika bolag. Det genomsnittliga antal fonder per bolag har dock inte ökat över åren, utan istället minskat något. Detta innebär således att det ökade utbudet främst är en effekt av att nya fondbolag träder in, inte att befintliga bolag registerar fler fonder i utbudet.

¹⁶ AMF Fonder (2015).

Tabell 5 **Antal fondbolag och fonder i premiepensionssystemet, år 2005, 2008, 2011 och 2014**

	2005	2008	2011	2014
Antal fondbolag *	70	72	83	92
Antal fonder	711	767	770	856
- varav aktiefonder	512	582	543	573
- varav blandfonder	52	46	73	103
- varav generationsfonder	30	31	37	35
- varav räntefonder	117	108	117	145
Genomsnittligt antal fonder per fondbolag	10,2	10,7	9,3	9,3

Anm.: * Fondbolag inom samma koncern har slagits ihop.

Källa: Pensionsmyndigheten, egna bearbetningar.

3.2 Fondbolagens marknadsandelar

Som nämndes i föregående kapitel så är den svenska fondmarknaden egentligen mer vidsträckt än att endast omfatta de Sverigeregistrerade fonderna, men eftersom det inte går att skilja svenska kunders *möjliga* investeringar från deras *faktiska* investeringar avgränsas marknaden i det här fallet till att innefatta endast de Sverigeregistrerade fonderna.

Swedbank (Robur) är det största fondbolaget med en beräknad marknadsandel om 28 procent för Sverigeregistrerade fonder år 2015 (se *tabell 6*). Även fondbolagen tillhörande de andra storbankskoncernerna hamnar på den övre halvan med marknadsandelar omkring eller strax under 10 procent. Tillsammans har de över 50 procent av marknaden. Detta är dock en relativt kraftig nedgång

sedan början av 2000-talet då de tillsammans hade drygt 80 procent av marknaden.¹⁷

Bland de 15 största bolagen återfinns dock även en del medelstora bolag i termer av omsättning och balansomslutning, till exempel Didner & Gerge och Catella (se vidare *avsnitt 3.3*).

¹⁷ Se exempelvis SOU 2002:104.

Tabell 6 Olika fondbolags marknadsandelar för fonder registrerade i Sverige, år 2015, 2014 och 2013

		2015, fond- förmögenhet i mdkr	2015, andel i procent	2014, andel i procent	2013, andel i procent
1	Swedbank	772	28,0	25,1	27,7
2	Sjunde AP	283	10,2	9,5	8,8
3	Handelsbanken	280	10,2	8,0	8,1
4	SEB	240	8,7	9,2	9,3
5	Nordea	229	8,3	7,9	7,7
6	SPP	132	4,8	4,6	4,5
7	AMF Fonder	114	4,1	4,5	4,6
8	Länsförsäkringar	113	4,1	4,6	4,8
9	Skandia	78	2,8	3,0	3,0
10	Danske Invest	59	2,1	2,1	1,9
11	Didner & Gerge Fonder	48	1,7	1,7	1,3
12	Carnegie Fonder	45	1,6	1,6	1,7
13	Lannebo	37	1,3	1,6	1,4
14	Catella	35	1,3	1,0	0,9
15	Navigera	35	1,3	1,3	-
	Övriga	259	9,4	12,1	9,9
	TOTALT	2 760	100	100	100

Anm.: Marknadsandelarna är beräknade utifrån den totala fondförmögenheten (dvs. både den reguljära marknaden och premiepensionssystemet) under februari månad för respektive år. Observera att vissa av bolagen även har fonder som är registrerade i andra länder, till exempel Luxemburg, och som således inte ingår i denna beräkning.

Källa: Morningstar, egna beräkningar.

Det kan också utifrån tabellen konstateras att det finns vissa skillnader mellan åren gällande fondbolagens marknadsandelar. Några bolag har successivt ökat sin marknadsandel, medan andra har

minskat. Det är dock inte möjligt att utifrån det aktuella datamaterialet urskilja i hur stor utsträckning förändringar mellan åren i fondförmögenhet härrör till förändringar i nettoinflöde respektive värdeutveckling för de underliggande tillgångarna.

Koncentrationsgrad på marknaden

I Konkurrensverket (2013) bedömdes den svenska fondmarknaden ha en medelhög koncentration med ett Herfindahl-Hirschman (HHI) indexvärde på 1 178 för år 2012 och 1 159 för år 2011.¹⁸

Beräkningar på data över fondbolagens marknadsandelar för Sverigeregistrerade fonder från 2015 visar att HHI-värdet uppgår till 1 220. Från samma datakälla har HHI-värdet beräknats till 1 162 för år 2013, vilket således innebär en något ökad koncentrationsgrad mellan de två åren.¹⁹ Koncentrationsgraden är dock fortfarande att betrakta som medelhög.

Sjunde AP-fonden och Swedbank Robur störst i premiepensions-systemet

Sjunde AP-fonden är den överlägset största aktören i premiepensionssystemet med en dryg tredjedel av marknaden (i termer av marknadsvärde inom systemet) i slutet av år 2014. Därefter kommer Swedbank Robur Fonder som innehar en knapp femtedel av marknaden vid samma tidpunkt – detta utspritt på 54 stycken olika

¹⁸ HHI beräknas som summan av företagens kvadrerade marknadsandelar. HHI varierar från nära noll (om marknaden är atomistisk) till 10 000 (vid rena monopol). En tumregel är att ett HHI-värde lägre än 1 000 anger en låg koncentrationsgrad, ett värde mellan 1 000 och 1 800 en medelhög koncentration och ett värde över 1 800 en hög grad av koncentration på marknaden.

¹⁹ Morningstar, egna beräkningar.

fonder. Sedan kommer i fallande ordning AMF Fonder, Nordea Funds och SPP Fonder – alla med en marknadsandel omkring 5-6 procent.²⁰ AMF har 12 stycken olika fonder inom systemet, Nordea 25 stycken och SPP 17 stycken.

När det gäller marknadsandelar och HHI för bolagen i premiepensionssystemet ser det ut som följer i tabellen nedan.

Tabell 7 HHI och marknadsandelar för fondbolagen i premiepensionssystemet, år 2005, 2008, 2011 och 2014

	2005	2008	2011	2014
HHI (hela premiepensionsmarknaden)	1 386	1 257	1 187	1 556
Marknadsandel (de 5 största bolagen), %	67,2	67,1	61,6	66,8
Marknadsandel (de 20 största bolagen), %	92,3	91,2	91,3	91,9

Källa: Pensionsmyndigheten, egna bearbetningar.

Det kan konstateras att koncentrationsgraden i termer av HHI är högre år 2014 än vad den har varit tidigare år. HHI tenderar också att generellt vara högre för premiepensionsmarknaden än för den reguljära fondmarknaden, vilket alltså till stor del är en effekt av Sjunde AP-fondens starka ställning.

När det gäller marknadsandelarna inom premiepensionssystemet så är dessa relativt likvärdiga mellan åren. Undantaget är de fem största bolagens marknadsandel år 2011 som då var något lägre än under övriga år.

²⁰ Egna beräkningar baserade på data från Pensionsmyndigheten.

3.3 Fondbolagens finansiella ställning

Den finansiella ställningen hos företag på en viss marknad säger också något om marknadens karaktär. Exempelvis kan genomgående höga vinstmarginaler indikera att konkurrenstrycket är lågt.

Det är emellertid inte helt oproblematiskt att studera fondbolagens finansiella ställning. För det första har bolagen ofta väldigt olika företagsstrukturer, inte sällan med flera olika bolag, vilket gör att det inte alltid är självklart vilket av bolagen som bör studeras. För det andra överför bolag som ingår i koncerner ofta en del av vinsterna till moderbolagen, varpå en del traditionella nyckeltal som bygger på vissa poster i balansräkningen inte blir helt rättvisande och jämförbara mellan bolagen. Fondbolagen kan också bedriva lite skilda verksamheter utöver den rena fondverksamheten. Ett exempel är diskretionär portföljförvaltning.

För att ändå försöka belysa fondbolagens finansiella ställning och skillnaderna mellan stora, medelstora och små aktörer har ett urval av bolag registrerade i Sverige gjorts. Utgångspunkten har varit Finansinspektionens företagsregister. Detta innebär att det är den finansiella ställningen endast hos bolagen som har själva tillstånden för att bedriva fondverksamheten som inkluderas i sammanställningen.

Indelningen i stora, medelstora och små fondbolag utgår från gränsvärdena i Europeiska kommissionens (2003/361/EG) rekommendation med viss modifiering. Stora fondbolag har klassificerats som de bolag som har en omsättning på över 50 miljoner euro eller en balansomslutning på över 43 miljoner euro det senast tillgängliga redovisningsåret (år 2013). Små fondbolag har klassificerats som de som både hade en omsättning och en balansomslutning på

under 10 miljoner euro. Fondbolag där emellan har klassificerats som medelstora.²¹

Tillsammans representerade dessa bolags fonder omkring 75 procent av de Sverigeregistrerade fondernas fondförmögenhet det aktuella slutåret (år 2013).²²

²¹ Följande fondbolag har klassificerats som stora: Carnegie Fonder, Danske Capital, Handelsbanken Fonder, Lannebo Fonder, Länsförsäkringar Fondförvaltning, SEB Investment Management, Skandia Fonder och Swedbank Robur Fonder.

Följande fondbolag har klassificerats som medelstora: AMF Fonder, Atlant Fonder, Catella Fondförvaltning, Didner & Gerge Fonder, Enter Fonder, Gustavia Fonder, IKC Fonder och SPP Fonder.

Följande fondbolag har klassificerats som små: Aktie-Ansvar, Alfred Berg Fonder, Avanza Fonder, Cicero Fonder, E. Öhman J:or Fonder, Healthinvest Partners, Simplicity och Spiltan Fonder.

²² Morningstar, egna beräkningar.

Tabell 8 Nyckeltal för ett urval av Sverigeregistrerade fondbolag, år 2010–2013

	Stora fondbolag (N=8)	Medelstora fondbolag (N=8)	Små fondbolag (N=8)	TOTALT (N=24)
Vinstmarginal, %	22,9	23,3	14,9	20,4
Avkastning totalt kapital, %	33,8	32,9	18,7	28,5
Antal anställda, st.	65,5	12,9	8,3	28,9
Nettoomsättning per anställd, kr.	24 415	11 551	6 157	14 041
Övriga externa kostnader/ nettoomsättning, %	63,5	49,3	56,7	56,5
Personalkostnader/ nettoomsättning, %	12,9	17,0	28,2	19,4

Anm.: Samtliga värden är ovägda medelvärden.

Vinstmarginal = resultat före bokslutsdispositioner / total omsättning.

Avkastning totalt kapital = resultat efter finansnetto / totala tillgångar.

Källa: InfoTorg, egna bearbetningar.

Sammanställningen indikerar att det finns vissa skillnader mellan fondbolagen beroende på deras storlek. De små fondbolagen i urvalet tenderar att ha lägre vinstmarginal och lägre avkastning på totalt kapital än de andra. Skillnaden i genomsnittlig vinstmarginal är dock inte statistiskt signifikant (enligt Mann-Whitney). När det gäller genomsnittlig avkastning på totalt kapital finns det emellertid en signifikant skillnad mellan små och stora fondbolag.²³

Den genomsnittliga vinstmarginalen för samtliga fondbolag i urvalet är drygt 20 procent. En jämförelse med SCB:s bokslutsstatistik för finansiella företag, i det här fallet förslagsvis inom

²³ Dock endast på 10-procentsnivån.

kategorin *värdepappersbolag*, visar att dessa hade en genomsnittlig (oviktad) vinstmarginal om ca 17 procent under åren 2010-2013.²⁴ Detta kan således tyda på att fondbolagen i urvalet kanske har en något starkare finansiell ställning än resten av (den förvisso bredare) populationen.

I Konkurrensverket (2013) refererades till en sammanställning av årsredovisningar från de största fondbolagen som nyhetsbrevet *Fond & Bank* hade gjort för verksamhetsåret 2011. Då kunde det konstateras att merparten av bolagen hade en rörelsemarginal på över 10 procent.

På grund av fondmarknadens särprägel är det svårt att jämföra nyckeltalen med hur det ser ut på andra marknader. Sammantaget kan dock ändå konstateras att fondbolagen i undersökningen generellt uppvisar höga vinstmarginaler och god avkastning på totalt kapital. Det tyder på att det finns utrymme för ytterligare nyetableringar. Det kan emellertid finnas hinder som gör att nyetableringar inte sker i samma takt som på många andra marknader.

3.4 Sammanfattning

- Antalet fondbolag och fonder har ökat kraftigt de senaste åren. Även i premiepensionssystemet har utbudet ökat, om än inte lika kraftigt. I sistnämnda fall beror ökningen främst på ett inflöde av nya fondbolag, inte att befintliga bolag registrerar fler fonder.
- Det finns tydliga tecken på en ökad internationell konkurrens mellan fondbolagen de senaste åren.

²⁴ Egna beräkningar baserade på SCB (Statistikdatabasen).

- Swedbank (Robur) är det största fondbolaget med en beräknad marknadsandel om 28 procent för Sverigeregistrerade fonder år 2015. De övriga storbankskoncernernas fondbolag har marknadsandelar omkring eller strax under 10 procent. Detta innebär att de tillsammans har över 50 procent av marknaden. Det är en kraftig nedgång sedan början av 2000-talet då de hade drygt 80 procent av marknaden.
- Premiepensionssystemet har generellt en högre koncentrationsgrad än den reguljära fondmarknaden. Bägge kännetecknas av en medelhög koncentration. Det finns ett stort antal aktörer med relativt låga marknadsandelar.
- Ett stickprov baserat på 24 Sverigeregistrerade fondbolag indikerar att branschen kännetecknas av relativt höga vinstmarginaler och god avkastning på totalt kapital. De små fondbolagen tenderar att ha en något tuffare ekonomisk situation än de större bolagen.

4 Regleringen av marknaden

I detta avsnitt redovisas översiktligt de regleringar som påverkar fondmarknaden och pågående förändringar som generellt är av betydelse för hur konkurrensen fungerar på den aktuella marknaden.

Marknader som kännetecknas av effektiv konkurrens, i form av exempelvis prispress och innovativa produktlösningar, har ofta en begränsad reglering. Alltför omfattande och komplicerade regelverk kan generellt sett verka hindrande för etablering av nya företag och tillväxten i befintliga företag, inte minst för småföretag.

4.1 Bakgrund

Regleringen av fondmarknaden är i huvudsak styrd av EU-rätten. Det handlar främst om två direktiv; dels det s.k. UCITS-direktivet²⁵ (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities), ursprungligen från år 1985, dels det s.k. AIFM-direktivet²⁶ (Alternative Investment Fund Managers) från år 2011. Direktiven syftar till en ökad internationell harmonisering av reglerna för fond- och värdepappersföretag. Det handlar exempelvis om att underlätta för ett gränsöverskridande utbud, större möjligheter till handel med

²⁵ Se Europaparlamentets och rådets direktiv 85/611/EEG om samordning av lagar och andra författningar som avser företag för kollektiva investeringar i överlåtbara värdepapper (fondbolag) i syfte att införa regler för förvaltningsbolag och förenklade prospekt.

²⁶ 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 (EUT L 174, 01.07.2011, s. 1, Celex 32011L0061).

finansiella instrument över gränserna och ett förbättrat investerarskydd.

Avsikten med ett mer harmoniserat finansiellt regelverk är att det ska bidra till effektiviteten i den finansiella sektorn. Det ska ta bort bestämmelser som fungerar som direkta eller indirekta hinder mot konkurrens över nationsgränserna och minska gränsöverskridande finansiella instituts administrativa börda av att hantera olikartade regelverk för en och samma verksamhet när denna bedrivs i flera länder. Utgångspunkten har från EU:s sida varit att åstadkomma enhetliga lösningar för att undvika nationella bestämmelser som fungerar som konkurrenshinder (s.k. goldplating).

EU-direktiven innehåller både s.k. minimiregler, vilket ger utrymme för medlemsstaterna att ställa hårdare nationella krav om så önskas, och fullharmonisering (dvs. reglering där skillnader på nationell nivå inte är tillåtna). Direktiven har ändrat svensk lagstiftning vid ett flertal tillfällen sedan dess tillkomst. Nedan berörs de senaste förändringarna i dessa direktiv, samt ytterligare direktiv, föreskrifter och riktlinjer som bedöms påverka fondbolagens verksamhet.

4.2 UCITS IV

Europaparlamentet och rådet antog våren 2009 direktiv 2009/65/EG om samordning av lagar och andra författningar som avser företag för kollektiva investeringar i överlåtbara värdepapper (fondbolag), det s.k. UCITS IV-direktivet. UCITS-direktiven har medfört ändringar i svensk lagstiftning vid ett flertal tillfällen sedan dess ursprungliga tillkomst år 1985.

Bestämmelserna i UCITS IV-direktivet syftar till att underlätta gränsöverskridande verksamhet och omstruktureringar av fonder och genomfördes genom ändringar den 1 augusti 2011 i lagen (2004:46) om värdepappersfonder och lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden.

Genom UCITS IV-direktivet infördes bl.a. regler om ett utvidgat s.k. förvaltningsbolagsspass. Det innebär i korthet att fondbolag efter att ha underrättat sin nationella tillsynsmyndighet (Finansinspektionen i Sveriges fall) får bedriva samma verksamhet även på annan marknad inom EU.²⁷ Genom direktivet infördes detaljerade bestämmelser om inhemska och gränsöverskridande fondfusioner, marknadsföring av fondandelar samt gränsöverskridande reglering om tillsyn, kontroll- och ingripandemöjligheter – och samarbete mellan behöriga myndigheter inom EES. UCITS IV-direktivet införde även regler för vad som ska ingå i fondernas faktablad. Baserat på dessa regler har Kommissionen utfärdat en förordning (EU) nr 583/2010 som mer uttömmande anger vad som ska anges i ett faktablad för en värdepappersfond respektive en specialfond.

4.3 AIFM

Europaparlamentet och rådet antog i juni 2011 ett direktiv om förvaltare av alternativa investeringsfonder (AIFM-direktivet).²⁸ Genom direktivet åläggs medlemsstaterna att införa gemensamma regler avseende förvaltare av alternativa investeringsfonder (AIF-förvaltare). Direktivets regler gäller förvaltarna av sådana

²⁷ Lagen (2004:46) om värdepappersfonder 1 kap. 6 §.

²⁸ 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 (EUT L 174, 01.07.2011, s. 1, Celex 32011L0061).

fonder för vilka det tidigare inte har funnits någon gemensam europeisk reglering och som alltså faller utanför UCITS-direktivets tillämpningsområde. Direktivet har kompletterats av bestämmelser i form av tekniska standarder, som utarbetats av Europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten (Esma).

Reglerna trädde ikraft i Sverige den 22 juli 2013 genom lagen (2013:561) om förvaltare av alternativa investeringsfonder och omfattar bland annat förvaltningen av specialfonder.

Genom AIFM-direktivet förändrades viss fondförvaltning främst i att en rad bestämmelser infördes om hur en AIF-förvaltare får bedriva sin verksamhet i exempelvis riskkapitalfonder, fastighetsfonder och infrastrukturfonder. Det handlar bl.a. om bestämmelser gällande information, intressekonflikter, ersättningsystem, riskhantering och likviditetshantering.

4.4 MiFID I

År 2004 antogs det första MiFID-direktivet (Markets in Financial Instruments Directive) av Europaparlamentet och rådet.²⁹ Det är en reglering som snarast påverkar fondbolagen indirekt eftersom den främst riktar sig till andra typer av företag, vilka fondbolagen i sin tur är beroende av i sin affärsverksamhet. MiFID I innehåller nämligen bestämmelser om reglering och tillsyn av värdepappersföretag och om rätt för dessa företag att med stöd av sitt hemlandstillstånd bedriva gränsöverskridande verksamhet i andra medlems-

²⁹ 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.

stater. Direktivet innebar en ökad harmonisering av reglerna för värdepappersföretag.

Genom MiFID I förändrades den svenska värdepappersmarknaden väsentligt. Till exempel tilläts drift av s.k. MTF-plattformar (Multi-lateral Trading Facility). Det infördes också hårdare krav på transparens vid handel, vilket innebar att det skapades bättre förutsättningar för konkurrens mellan olika sätt att verkställa order i finansiella instrument. De organisatoriska kraven på värdepappersföretagen blev mer omfattande och mer detaljerade än tidigare, särskilt vad gäller hanteringen av intressekonflikter mellan värdepappersföretag och kundens intressen. Det tillkom samtidigt regler om hur värdepappersföretag ska verkställa och i övrigt hantera kundernas order för att nå bästa resultat, s.k. best execution. Det infördes även informationskrav om bl.a. avgifter, kostnader samt investeringens lämplighet för kunden.

MiFID I genomfördes i svensk rätt huvudsakligen genom en ny lag, lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden, som trädde i kraft den 1 november 2007.

4.5 Föreskrifter från Finansinspektionen

Utöver de större EU-direktiven har Finansinspektionen utfärdat föreskrifter som påverkar marknaden, huvudsakligen Finansinspektionens Föreskrifter om värdepappersfonder (FFFS 2013:9) och Föreskrifter om förvaltare av alternativa investeringsfonder (FFFS 2013:10). Föreskrifterna, som dock även de i stor utsträckning bygger på EU-direktiven, kompletterar och preciserar den svenska lagstiftningen och handlar bl.a. om tillstånd för fondverksamhet, definitioner av och krav på s.k. sund verksamhet och klagomåls- hantering. Av föreskrifterna framgår bl.a. att fondbolagen måste

uppfylla vissa organisatoriska krav, exempelvis ha funktioner för regelefterlevnad (compliance) och riskhantering. Andra funktioner kan också vara nödvändiga för att effektivt kunna efterleva regelverket på området.

Därutöver utfärdar de europeiska tillsynsmyndigheterna riktlinjer, yttranden samt frågor och svar som också har relevans för regel-tillämpningen på området.

4.6 Fondbolagens förenings kod och riktlinjer

Fondbolagens förenings kod och riktlinjer syftar enligt föreningen till att främja en sund fondverksamhet och specialfondförvaltning och därigenom värna förtroendet för fondsparande.

Koden och riktlinjerna innehåller regler som kompletterar de krav som ställs på förvaltare i lag och andra författningar.³⁰ Det finns t.ex. riktlinjer för fondbolagens marknadsföring och information samt riktlinjer om redovisning av nyckeltal avseende värdepappersfonder och specialfonder. Dessa innehåller bestämmelser om uppgiften att förvalta anförtrodda medel, förtroende, fondandelsägarnas intressen, eventuella intressekonflikter och etisk handel.³¹

Koden och riktlinjerna omfattar svenska och utländska fondbolags verksamhet i Sverige samt svenska specialfondförvaltare. I vissa

³⁰ Främst lagen (2004:46) om värdepappersfonder och Finansinspektionens föreskrifter 2013:9, samt lagen (2013:561) om förvaltare av alternativa investeringsfonder, och Finansinspektionens föreskrifter 2013:10.

³¹ Svensk kod för fondbolag, antagen av Fondbolagens förenings styrelse den 6 december 2004 (reviderad den 26 mars 2015) och Riktlinjer för fondbolagens marknadsföring och information, antagen av Fondbolagens förening vid styrelsemöte den 6 december 2004 (uppdaterad den 30 januari 2014).

avseenden bygger koden och riktlinjerna på principer antagna av den europeiska branschorganisationen, European Fund and Asset Management Association (EFAMA).

Medlemmar i Fondbolagens förening ska i årsberättelse eller på hemsida uttala att de följer koden eller riktlinjerna och ge en förklaring till eventuella avvikelser.

4.7 Pågående förändringar

Fondutredningen

Regeringen har tillsatt en utredning om Översyn av fondregelverket (dir. 2014:139 och dir. 2014:158) som ska utreda hur UCITS V-direktivet ska genomföras i svensk rätt. UCITS V-direktivet syftar till ytterligare harmonisering av reglerna på finansmarknadsområdet vad beträffar förvaringsinstitutsersättningsregler, tillsyn och sanktioner.

Därtill ska utredningen även föreslå åtgärder för att förbättra informationsgivningen och jämförbarheten kring hur fondförvaltare integrerar hållbarhetsaspekter såsom miljö- och klimatfrågor, mänskliga rättigheter, arbetsvillkor och bekämpning av korruption i sin förvaltning. Utredningen ska också föreslå åtgärder för att tydliggöra skillnaden mellan aktivt och passivt förvaltade fonder för den enskilda fondspararen.

Uppdraget ska redovisas senast den 31 december 2015.

Uppdraget innefattar, utöver implementeringen av direktivet, att göra en analys av om det behövs ändringar för att stärka den

svenska fondbranschens konkurrenskraft. Mer specifikt ska utredaren:

- ta ställning till om det bör införas en associationsrättslig fondtyp med rörligt kapital (öppen fond) som ska kunna användas för bildande av både värdepappersfonder och alternativa investeringsfonder
- analysera om det bör införas ytterligare reglerade fondtyper som är avsedda att marknadsföras enbart till professionella investerare och om analysen leder fram till att ytterligare fondtyper bör införas, föreslå en eller flera reglerade fondtyper som enbart får marknadsföras till professionella investerare och som har ett anpassat investerarskydd, möjlighet för fonderna att placera i andra tillgångar än vad som i dag är möjligt och en anpassad riskspridning, i förekommande fall ta ställning till om begränsningen av marknadsföringen innebär ett förbud mot att sälja andelar eller aktier i fonderna till icke-professionella investerare
- ta ställning till vilka fondtyper som ur ett konsumentskyddsperspektiv är lämpliga som investeringar för icke-professionella investerare och ta ställning till om alternativa investeringsfonder vars andelar eller aktier handlas på en handelsplattform men som inte uppfyller övriga krav för marknadsföring till icke-professionella investerare bör få marknadsföras till sådana investerare
- utreda de praktiska och de fondrättsliga förutsättningarna för fondbolag att få tillhandahålla investeringsparkonto som begränsas till fondandelar

- ta ställning till i vilken utsträckning kapitaltäckningsregelverket bör tillämpas på fondbolag och AIF-förvaltare med tillstånd för diskretionär portföljförvaltning och på värdepappersbolag som inte omfattas av definitionen av värdepappersföretag i tillsynsförordningen
- analysera om värdepappersfonders medel bör få placeras i överlåtbara värdepapper och penningmarknadsinstrument som handlas på en handelsplattform, undersöka om nuvarande krav i 5 kap. 3 § lagen om värdepappersfonder som uppställs på de marknader utanför EES på vilka fondens medel placeras stämmer överens med UCITS-direktivet och utreda vilka krav som enligt UCITS-direktivet gäller för placering av en värdepappersfonds medel i fondandelar och föreslå hur reglerna kan förtydligas
- analysera hur redovisnings- och bokföringskrav för värdepappersfonder kan förtydligas och ta ställning till om motsvarande krav även bör gälla för specialfonder.

Utredaren ska därtill utreda möjligheterna att dela en värdepappersfond eller en alternativ investeringsfond, analysera vilka bestämmelser i lagen om förvaltare av alternativa investeringsfonder som ska tillämpas på ledningsorganet eller dess ledamöter i en AIF-förvaltare som har ett sådant förvaltningssystem som avses i artiklarna 39–42 i rådets förordning (EG) nr 2157/2001 av den 8 oktober 2001 om stadga för europabolag, undersöka om det bör införas en möjlighet att överlåta förvaltningen av en värdepappersfond till en förvaltare som är etablerad i ett annat land inom EES, bedöma om det för alternativa investeringsfonder är nödvändigt att ange senast beräknade nettotillgångsvärde i informationsbroschyren, utreda hur förbudet för fondbolag att utöva ett väsentligt inflytande över företag bör tillämpas för fondbolag som även

förvaltar alternativa investeringsfonder och analysera hur genomförandet av MiFID II-regelverket påverkar fondbranschens möjligheter att marknadsföra sina fonder och föreslå nödvändiga ändringar i fondregelverket.

Fondutredningens delbetänkande

I juni 2015 kom utredningen med ett delbetänkande som berör den första delen av uppdraget, nämligen genomförandet av direktivet, där det bl.a. föreslås att det i lagen om värdepappersfonder tas in en rambestämmelse som anger att ett fondbolag ska ha en ersättningspolicy som är förenlig med/främjar en sund och effektiv riskhantering. Det ska också framgå att det är fondbolaget som ska se till att ett förvaringsinstitut utses och att institutet i sin tur ska hålla verksamheten åtskild från verksamheter vars intressen kan komma i konflikt med fondbolagets, fondens eller andelsägarnas intressen. I lagen om värdepappersfonder tas även in en bestämmelse om att fondbolag ska ha ändamålsenliga system för att från anställda omhänderta anmälningar om eventuella missförhållanden inom bolagen, samt väsentligt utvidgade ingripandeåtgärder för Finansinspektionen.³²

Lagändringarna föreslås träda i kraft den 18 mars 2016.

MiFID II och MiFIR

I maj 2014 antogs Europaparlamentets och rådets direktiv 2014/65/EU om marknader för finansiella instrument och om ändring av direktiv 2002/92/EG och av direktiv 2011/61/EU (MiFID II) samt Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 600/2014

³² SOU 2015:62.

om marknader för finansiella instrument och om ändring av förordning (EU) nr 648/2012 (Regulation on Markets in Financial Instruments [MiFIR]). MiFID II och MiFIR ska ersätta MiFID I från år 2004. De nya rättsakterna innebär dels att en stor del av reglerna i 2004 års direktiv överförs mer eller mindre oförändrade till MiFID II, dels att det införs nya regler eller regler som är mer utförliga än motsvarande regler i 2004 års direktiv.

Genomförandet av direktiven har utretts av 2013 års Värdepappersmarknadsutredning i betänkandet *Värdepappersmarknaden, MiFID II och MiFIR (SOU 2015:2)*. MiFID II och MiFIR kommer att genomföras genom ändringar i svensk rätt, huvudsakligen i lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden. Ändringarna kan komma att införas tidigast hösten år 2016.

Genom MiFID II och MiFIR förändras värdepappersmarknaden främst genom att kundskyddsreglerna har utvecklats, bl.a. genom krav på val av finansiella instrument för försäljning till kunder (lämplighets- och passandebedömningar), produktutbud, belöningssystem. Regler om orderhantering, dokumentation och rapportering av transaktioner är utvecklade och detaljerade och har flyttats till MiFIR.

Av MiFID II följer ett förbud för oberoende rådgivare och portföljförvaltare att ta emot ersättningar från tredjepart. Om institutet eller portföljförvaltaren har informerat kunden om att rådgivningen är oberoende får institutet/förvaltaren enligt minimiregel i direktivet inte ta emot och behålla ersättningar från någon tredjepart (till exempel fondbolag). Vidare måste institutet/förvaltaren i sin rådgivning utgå från flera olika produkter. Utredningen föreslår emellertid att Sverige använder sig av möjligheten att på detta område gå längre än minimiregeln och sträcka ut förbudet mot att ta emot ersättningar från tredjepart till att gälla all rådgivning,

oberoende eller inte, till icke-professionella kunder.³³ Konkurrensverket har i sitt remissvar ifrågasatt utredningens förslag om ett mer långtgående provisionsförbud, eftersom det i slutändan skulle kunna leda till färre aktörer på marknaden, både vad gäller antal fondbolag och antal rådgivare. När det gäller just fondbolagen så skulle förslaget vara negativt särskilt för mindre aktörer som inte har egen produktdistribution (dvs. inom koncernen) och istället gynna bl.a. stora försäkringsföretag och storbankskoncerner, vilket på sikt skulle leda till en högre marknadskoncentration.³⁴

4.8 Sammanfattning

- Den svenska lagstiftningen om fondmarknaden bygger till största delen på EU-rättsliga dokument, men även svensk lagstiftning, myndighetsföreskrifter och branschriktlinjer. Det övergripande syftet med regleringen har varit att främja mångfalden av företag och gränsöverskridande handel av fonder för att uppnå ett brett produktutbud, ett högt investerarskydd och en väl fungerande priskonkurrens.
- Ett fondbolag måste uppfylla vissa organisatoriska krav, exempelvis ha funktioner för regelefterlevnad (compliance) och riskhantering. Andra funktioner kan också vara nödvändiga för att effektivt kunna efterleva regelverket på området.
- Regleringen av den svenska fondmarknaden ses för närvarande över av den s.k. Fondutredningen som bl.a. ska

³³ SOU 2015:2.

³⁴ Konkurrensverkets remissvar Värdepappersmarknaden, MiFID II och MiFIR (SOU 2015:2), dnr 111/2015.

analysera om det behövs ändringar för att stärka den svenska fondbranschens konkurrenskraft.

- Värdepappersmarknadsutredningens förslag om ett långtgående provisionsförbud kan leda till färre aktörer på fondmarknaden och vara särskilt negativt för mindre fondbolag som inte har egen produktdistribution (dvs. inom koncernen), vilket på sikt riskerar leda till en högre marknadskoncentration.

5 Kundrörlighet

Kundrörlighet är ett svårt begrepp att förhålla sig till när det gäller fondmarknaden. Det poängteras ofta att fondsparandet bör vara ett långsiktigt sparande. Vad är då en rimlig nivå när det gäller kundrörlighet? Det borde i slutändan rimligen vara upp till kunderna själva att avgöra. En viktig faktor ur konkurrenshänseende är därför att försöka minimera olika typer av inlåsnings effekter som på olika sätt hindrar kunderna från att köpa och sälja fondandelar när de vill.

5.1 In- och utbetalningar för fondandelar

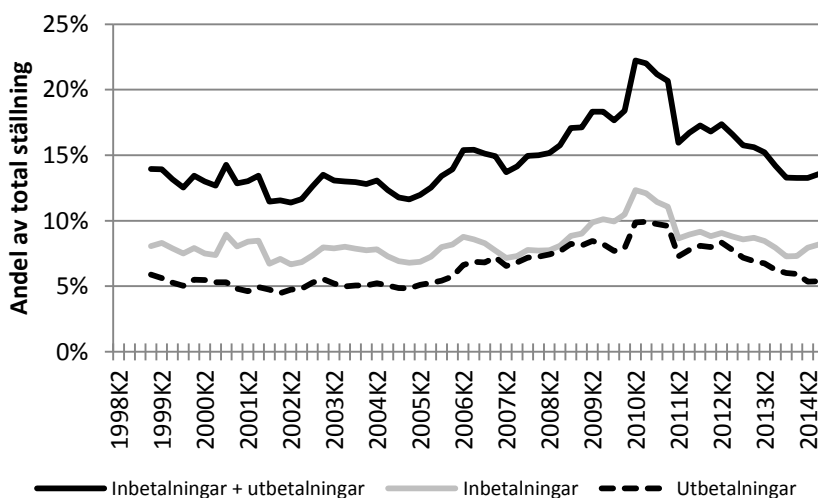
Som nämndes i *avsnitt 1.1* har i tidigare rapport kunnat konstateras att det fanns vissa problem när det gäller bristande kundrörlighet på fondmarknaden. I detta avsnitt belyses kundrörligheten ytterligare med avseende på samtliga kundtyper som ett fondbolag kan ha.

För att få en indikation på hur stor kundrörligheten har varit under de senaste åren kan de totala inbetalningarna adderat med de totala utbetalningarna till investeringsfonder relateras till den totala ställningen för fonderna. Om inbetalningarna och utbetalningarna är höga som andel av den totala ställningen så tyder det på en högre kundrörlighet än om andelen är låg.

Skälet till att inbetalningar adderat med utbetalningar används till förmån för nettobetalningar motiveras med att det i de fall där till exempel höga inbetalningar råkar sammanfalla med höga utbetalningar skulle bli missvisande att använda nettobetalningarna, efter-

som nettot då skulle kunna indikera en låg kundrörlighet när den i själva verket kanske borde anses som relativt hög.

Figur 3 Inbetalt för sålda respektive utbetalt för inlösta fond-
andelar i Sverigeregistrerade investeringsfonder som
andelar av total ställning, 4 kvartals glidande medelvärde,
1998–2014



Anm.: Inklusive återinvesterade utdelningar. Under andra kvartalet 2014 blev ett flertal utlandsregistrerade fonder svensktregistrerade. Totalt flyttades omkring 130 miljarder.

Källa: SCB (Statistikdatabasen), egna beräkningar.

Slutsatsen utifrån *figur 3* är att kundrörligheten framför allt har ökat efter utbrottet av den senaste ekonomiska krisen år 2007–2008 då både in- och utbetalningarna ökade. Följsamheten mellan in- och utbetalningar kan tyda på att fondspararna mestadels har bytt fonder, till skillnad mot att helt sälja av sina fondinnehav.

Att in- och utbetalningar tenderar att följa börsutvecklingen går också att se i data från den amerikanska fondmarknaden, åtminstone vad gäller aktiefonder.³⁵

En annan iakttagelse i figuren är att kundrörligheten verkar ha varit jämförelsevis hög de senaste åren jämfört med den redovisade tidsperioden i stort, även om den de senaste kvartalen har varit på nedgång. Det är också intressant att införandet av ISK (1 januari 2012) inte verkar ha påverkat inbetalningarna i särskilt stor utsträckning. Hushållen, som kontot riktar sig till, har ändå i genomsnitt stått för drygt en fjärdedel av inbetalningarna (exkl. indirekt fondbesittning) under den redovisade perioden.³⁶ Det kan indikera att ISK som kontoform inte primärt har lockat in nya sparare på fondmarknaden, utan istället främst attraherat de som tidigare använde andra kontoformer för sina fondbesittningar (se även *avsnitt 2.1*).

Antal fondbyten i premiepensionssystemet över tid

Under år 2014 genomfördes totalt 832 764 stycken fondbyten i premiepensionssystemet. Antalet unika pensionssparare (inklusive pensionärer) som bytte fonder under året var drygt 450 000, vilket motsvarade 6,5 procent av alla individer inom systemet.³⁷ Jämfört med de senaste åren så var detta dock att betrakta som relativt få. Det är sammantaget ungefär hälften (55 procent) av spararna som har valt att sätta ihop en egen portfölj.³⁸ Det genomsnittliga antalet

³⁵ Se t.ex. Investment Company Institute (2015), där in- och utflödet till aktiefonder har relaterats till MSCI All Country World Total Return Index under perioden 2000–2014 (månadsdata).

³⁶ Egna beräkningar baserade på datamaterialet från SCB (Statistikdatabasen).

³⁷ Pensionsmyndigheten (2015). Om spararna i AP7 Såfa exkluderas ökar andelen till 17,7 procent. Andelen sparare som valde egna fonder vid start var 67 procent.

³⁸ Ibid.

fonder per sparare är drygt 2,5 under innevarande år (2015), om sparare med innehav enbart i AP7 Såfa exkluderas (men pensionärer med fondförsäkring inkluderas). Det är ett genomsnitt som har varit stabilt de senaste åren.³⁹ Vidare har drygt 650 000 sparare valt att ha innehav i fem olika fonder, vilket är det maximala antalet tillåtna, under innevarande år. Dessa sparare motsvarar drygt 10 procent av det totala antalet sparare, om sparare med enbart innehav i AP7 Såfa inkluderas, och närmare 20 procent om dessa exkluderas. Även dessa andelar har varit stabila de senaste åren.⁴⁰

Liksom på den reguljära fondmarknaden så tycks antalet fondbyten i premiepensionssystemet, mätt i antalet unika personer som har gjort byten, ha ökat i samband med den senaste ekonomiska krisen. Se *figur 4*.

Den stora ökningen i det totala antalet fondbyten under perioden 2005-2010 berodde till stor del på den kraftiga ökningen av fondbyten som utfördes av olika typer av förvaltningsbolag för kundernas räkning.⁴¹ Sedan slutet av år 2011 finns det emellertid ett förbud mot massfondbyten i premiepensionssystemet.⁴²

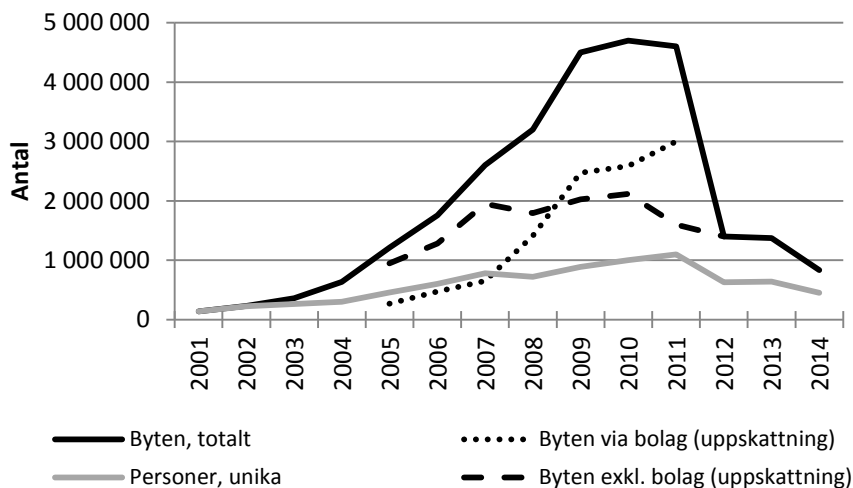
³⁹ Pensionsmyndigheten, e-post 2015-09-15.

⁴⁰ Pensionsmyndigheten, e-post 2015-09-30. Även i det här fallet inkluderas pensionärer med fondförsäkring.

⁴¹ Se till exempel Premiépensionsmyndigheten (2009).

⁴² Pensionsmyndigheten (2011).

Figur 4 Antal fondbyten per år i premiepensionssystemet, 2001–2014



Anm.: Uppskattningen av hur stor andel byten som gjorts via bolag är gjord av Pensionsmyndigheten.

Källa: Pensionsmyndighetens premiepensions- och årsrapporter.

Forskning

Det finns en hel del forskning som behandlar kundrörligheten på fondmarknaden. De studier som redovisas här är endast några exempel på de olika infallsvinklar som finns när det handlar om vilka faktorer som kan tänkas påverka rörligheten.

Aydogdu & Wellman (2011) undersöker flödeseffekterna på fondmarknaden av annonsering genom att studera 471 000 annonser från olika fondbolag under åren 1997–2003. De finner att annonsering generellt är ineffektivt när det gäller att påverka inflödet av pengar på marknaden, men att det kan vara mer effektivt när

marknadstrenden är nedåtgående (s.k. bear market), även om fondbolagen ofta drar ned på marknadsföringskostnaderna under dessa perioder. Det finns dock också studier som finner stöd för att annonserade fonder faktiskt attraherar ett signifikant större inflöde än icke-annonserade fonder (se till exempel Jain & Wu [2000] och Barber m.fl. [2005]).

Enligt Sirri & Tufano (1998) baserar kunderna sina köpbeslut på hur fonden (i det här fallet aktiefonder) har presterat tidigare. Sökkostnader verkar enligt författarna också vara en viktig faktor när det gäller flöden – något som är relaterat till fondens storlek och hur mycket uppmärksamhet den får i media. Större uppmärksamhet minskar kundernas sökkostnader.

Om fonden är etisk eller ej kan också ha betydelse för flöden. Etiska fonder upplever enligt Bollen (2007) lägre volatilitet i det monetära flödet än andra fonder.

Företaget Morningstars ratingsystem är en annan faktor som kan ha betydelse för det monetära flödet in och ut ur fonder. Del Guercio & Tkac (2008) hittar exempelvis statistiskt signifikanta in- och utflödeseffekter vid ratingförändringar i sin studie där över 10 000 fonder ingår. Uppgraderingar av betygen leder generellt till ett större inflöde och nedgraderingar till ett större utflöde bland professionella investerare. Författarna påpekar också att det är just betygsförändringen som ökar flödet från investerarna, inte eventuella förändringar i de underliggande faktorerna som i sin tur styr betyget.

5.2 Rörlighet mellan olika fondtyper

För att få en uppfattning om hur kundrörligheten ser ut mellan olika typer av fonder går det att studera samband, i det här fallet

med hjälp av korrelationer, mellan utbetalningar för inlösta fondandelar och inbetalningar för sålda andelar. Logiken är att om utbetalningar från en typ av fond ökar samtidigt som inbetalningar till en annan typ av fond ökar så är det en indikation på att kapital har flyttats från den ena fondtypen till den andra.

I *tabell 9* redovisas korrelationerna i matrisform. Vad som är höga respektive låga korrelationer finns det olika uppfattningar om.

Tabell 9 Korrelationsmatris med inbetalningar för sålda respektive utbetalningar för inlösta fondandelar i Sverigeregistrerade investeringsfonder, 1998–2014

<i>Inbetalningar / utbetalningar</i>	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
Räntefonder, totalt (1)	0,62	0,60	0,59	0,66	0,35	0,75	0,56
Räntefonder, korta (2)	0,60	0,61	0,54	0,71	0,33	0,73	0,55
Räntefonder, långa (3)	0,59	0,55	0,59	0,57	0,34	0,73	0,55
Aktiefonder (4)	0,75	0,71	0,72	0,81	0,74	0,59	0,56
Blandfonder (5)	0,55	0,54	0,52	0,49	0,29	0,61	0,55
Fond-i-fonder (6)	0,70	0,66	0,70	0,77	0,41	0,84	0,66
Övriga fonder (7)	0,70	0,61	0,74	0,63	0,26	0,71	0,83

Anm.: Beräknat på kvartalsdata.

Källa: SCB (Statistikdatabasen), egna beräkningar.

Några tendenser går att urskilja i tabellen ovan vad gäller investerarnas⁴³ agerande. De verkar tendera att till exempel:

- sälja räntefonder – köpa aktiefonder,
- sälja aktiefonder – köpa andra aktiefonder och fond-i-fonder,
- sälja fond-i-fonder – köpa räntefonder och andra fond-i-fonder,
- sälja övriga fonder – köpa andra övriga fonder.

5.3 Forskningsuppdrag om kundrörligheten

Konkurrensverket har gett fil. dr. Karl Lundvall i uppdrag att, inom ramen för Konkurrensverkets uppdragsforskning, kartlägga konsumentbeteende och rörelsemönster på fondmarknaden, samt att identifiera bakomliggande orsaker till detta.

En delredovisning av uppdraget skedde den 17 augusti 2015 och de viktigaste iakttagelserna redogörs för enligt följande.

Kartläggningen av kundrörligheten och vilka faktorer som är pådrivande bygger på en webbaserad undersökning som genomförts i TNS Sifos webbpanel under sommaren 2015. De indikatorer för rörlighet som har använts i studien är hur ofta respondenterna

⁴³ Begreppet investerare inkluderar i det här fallet samtliga av fondbolagens kunder (företag, hushåll, offentliga aktörer, utländska aktörer, osv.) och premiepensionen. Även om det exempelvis endast skulle vara hushålls- eller företagskunderna som var av intresse att studera skulle det vara svårt att urskilja dessa fullt ut. En sparform som till exempel kapitalförsäkring innebär att kundens pengar investeras via ett försäkringsbolag som i sin tur står som ägare till fondandelarna.

har bytt fonder⁴⁴ det senaste året samt hur priskänsliga de uppger sig vara.

Flera mönster gällande rörligheten har utifrån resultaten kunnat urskiljas. För det första äger respondenterna generellt sina fondandelar relativt länge (>5 år). Ett mindre förvånande resultat, med anledning av de beskattningsskillnader som finns, är att de som använder investeringssparkonto byter fonder oftare än de som har ett traditionellt direktsparande. Ett större sparande är också förknippat med högre rörlighet; de respondenter vars sparande överstiger 100 000 kronor har bytt fonder betydligt oftare än de med ett lägre sparande. Vidare är de som använder fler sparformer än fonder, exempelvis aktier, mer rörliga än de som endast har fonder och sparkonto. Respondenter med större kännedom om sina egna fonders avgiftsnivåer och deras historiska avkastning både byter fonder oftare och är mer priskänsliga.

Många väljer att placera i fonder som förvaltas av fondbolag som ingår i samma koncern som kontoförvaltaren, och har då i stor utsträckning endast fonder förvaltade av denna aktör. Detta gäller framför allt storbankskoncernernas kunder. Bland dessa kunder skiljer sig dock inte de som väljer att spara i koncernens egna fonder från de som väljer andra fonder i fråga om rörlighet. Det faktum att kunden använder flera tjänster i samma bank, vilket i undersökningen mättes genom bolån, verkar inte heller påverka rörligheten. Kunder vars fondkonto tillhör en storbank gör emellertid färre byten av fonder än de som valt att ha fondkonto hos en annan aktör. Dessa byten sker företrädesvis mellan de fonder som storbankskoncernens egna fondbolag förvaltar. Således är stor-

⁴⁴ Ett fondbyte definieras i undersökningen som att respondenten sålt hela eller delar av innehavet i en fond och använt pengarna för att köpa andelar i en annan fond, **alternativt** slutat köpa andelar i en fond och börjat köpa andelar i en annan fond istället.

bankskoncernernas kunder mindre rörliga, inte bara vad gäller antal fondbyten utan även byten mellan fondbolag.

Utöver konkret rörlighet i form av fondbyte är det även intressant att veta hur ofta konsumenterna uppdaterar sig om utvecklingen av sina fondinnehav, eftersom det ger en uppfattning om "medveten orörlighet". Det visar sig att en sjättedel av respondenterna aldrig uppdaterar sig om utvecklingen av sitt fondinnehav. Knappt en fjärdedel av respondenterna uppdaterar sig minst en gång per vecka. En dryg femtedel uppdaterar sig en eller ett par gånger per månad. Resterande uppdaterar sig en eller ett par gånger per år.

Slutligen är respondenter som har använt en rådgivare i samband med sitt fondbyte eller har större kännedom om sitt innehav mer priskänsliga än övriga.

Uppdraget ska slutredovisas senast den 5 oktober 2015.

5.4 Sammanfattning

- Kundrörligheten på fondmarknaden tenderar att följa börsutvecklingen. Rörligheten ökade exempelvis kraftigt i samband med utbrottet av den ekonomiska krisen år 2007–2008. Så skedde även i premiepensionssystemet. För sistnämnda dämpade dock förbudet mot massfondbyten antalet fondbyten när regleringen tillkom i slutet av 2011.
- Överlag verkar kundrörligheten ha varit jämförelsevis hög de senaste åren jämfört med sent 1990-tal och tidigt 2000-tal.
- Det finns en mängd bolags- och fondspecifika faktorer som kan påverka kundrörligheten. Det kan till exempel handla om

annonsering och mediauppmärksamhet, tidigare avkastning, fondbetyg m.m.

- Korrelationssamband tyder på att kundflödena är större mellan vissa typer av fonder än mellan andra.
- Faktorer som tenderar att öka rörligheten är bl.a. om konsumenter använder ett investeringssparkonto, har ett stort sparande eller använder fler sparformer än bara fonder (t.ex. aktier). Även konsumenternas kunskapsnivå verkar ha betydelse för rörligheten.
- Storbankskoncernernas kunder verkar främst spara i fonder hos koncernens egna fondbolag och har då i stor utsträckning endast fonder förvaltade av denna aktör. Dessa kunder tenderar också vara mindre rörliga än de som inte är kunder hos storbankerna, inte bara vad gäller antal fondbyten utan även byten mellan fondbolag.

6 Fondavgifter

Fondbolagens prissättning (avgiftsnivåerna) är ett ständigt aktuellt debattämne i media – ofta relaterat till fondernas historiska avkastning och/eller aktivitetsgrad.⁴⁵

För att främja konkurrens på en marknad generellt är det viktigt att ingrepp inte görs för att begränsa företagets möjligheter till fri prissättning. Om vinstmarginalerna på en viss marknad är (för) höga kommer nya aktörer att söka sig dit, vilket i sin tur kommer att pressa ned priserna och följaktligen vinstmarginalerna. Det är därför också angeläget att försöka minimera onödiga etableringshinder för att just underlätta inträdet av nya aktörer. Det skapar förutsättningar för en väl fungerande prisbildning.

6.1 Olika typer av avgifter och kostnader

Det finns en mängd olika avgifts- och kostnadsbegrepp som figurerar på fondmarknaden. Några av dem redogörs för nedan.⁴⁶

Förvaltningsavgift: avgift som bl.a. ska täcka kostnader för att administrera sparandet, information till andelsägare, analyser av marknader och företag, depåkostnader och tillsyn. Avgiften anges som en årlig procentsats och tas vanligen ut med 1/365-del varje dag och varierar mellan olika fondtyper. Avgiftsnivån kan också skilja mellan privata och institutionella investerare för samma fond.

⁴⁵ Ett av de senare exemplen var den efterföljande debatten som Flam & Vestmans (2014) rapport gav upphov till. Som nämndes i *avsnitt 4.7* har också Fondutredningen fått ett tilläggsuppdrag att föreslå åtgärder för att tydliggöra skillnaden mellan aktivt och passivt förvaltade fonder.

⁴⁶ Se även till exempel Fondbolagens förening (2012).

Det är just förvaltningsavgifterna som i Konkurrensverket (2013) konstaterats vara trögroliga.

Prestationsbaserad avgift: avkastningsrelaterad avgift som tas ut för vissa fonder (vanligare bland t.ex. hedgefonder). Det kan exempelvis handla om att fondens avkastning ska överstiga avkastningen för jämförelseindexet för att avgiften ska tas ut. Prestationsbaserad avgift används ofta i kombination med en viss fast förvaltningsavgift.

Insättnings- och/eller uttagsavgift: transaktionsrelaterade avgifter som tas ut för vissa fonder. Insättningsavgifter är relativt ovanliga i Sverige och uttagsavgifter tas ofta bara ut om uttag görs efter en mycket kort tids sparande. Det är ett sätt att täcka upp för de transaktionskostnader som kortsiktiga sparare kan orsaka för långsiktiga sparare i en viss fond.

De ovan nämnda avgifterna är sådana som investerarna kan möta. Fondbolagen möter i sin tur också avgifter, eller kostnader. En typ av kostnad är;

Transaktions-/courtagkostnader: kostnader som uppstår när en fond köper eller säljer värdepapper gentemot värdepappersmäklaren. Transaktionskostnaderna ökar med antalet affärer som görs och belastar fondförmögenheten.

Det finns också ett standardiserat mått för att jämföra kostnader för fonder i hela Europa, nämligen;

Årlig avgift: innefattar samtliga kostnader (t.ex. förvaltnings- och distributionskostnader, registreringsavgifter och avgifter till investeringsrådgivare) förutom fondens courtagkostnader, resultat-

baserade avgifter och köpavgifter. Årlig avgift återfinns bl.a. i faktabladet.

Om transaktionskostnaden adderas med den årliga avgiften fås ett mått som brukar benämnas *totalkostnadsandel (TKA)*. Det uttrycks i procent av den genomsnittliga fondförmögenheten, men är inte internationellt användbart, utan används endast i Sverige.

Hur fördelas fondavgiften mellan marknadsaktörerna?

Den europeiska branschorganisationen EFAMA uppdrog för några år sedan (2011) åt företaget Strategic Insight att kartlägga hur fondavgiften, i form av total expense ratio (TER), fördelas mellan olika aktörer. Uppgifterna är hämtade från 17 större fondbolag, vars fonder⁴⁷ distribueras i flera länder. Resultatet visar att fondbolaget i genomsnitt behåller 42 procent av TER. Denna andel ska täcka kostnader som rör till exempel portföljförvaltningen. Distributörerna erhåller i sin tur i genomsnitt 41 procent⁴⁸ av TER genom retrocession och resterande 17 procent används för att täcka driftskostnader (till exempel kostnader för förvaringsinstitut och annan administration). Kostnader för marknadsföring samt service och support till distributörerna tas generellt från fondbolagets andel.⁴⁹

⁴⁷ Fonderna är i det här fallet värdepappersfonder (UCITS-fonder) av typen aktiefonder och obligationsfonder.

⁴⁸ Den svenska marknaden är inget undantag, utan där erhåller distributörerna en liknande andel. Se Konkurrensverket (2013).

⁴⁹ Strategic Insight (2011).

I rapporten konstateras också att förvaltningsavgiften (tillgångsviktad) generellt inte skiljer sig märkbart mellan europeiska och amerikanska fonder.⁵⁰

6.2 Avgifternas nivå i Sverige

I *tabell 10* redovisas förvaltningsavgiftsnivåerna på den reguljära fondmarknaden (dvs. brutto) för Sverigeregistrerade fonder uppdelat på olika fondtyper. Den genomsnittliga oviktade förvaltningsavgiften för till exempel en aktiefond är 1,28 procent (1,40 procent om indexfonder exkluderas). De lägsta avgifterna återfinns bland räntefonderna (inkl. penningmarknadsfonder).

Tabell 10 Förvaltningsavgifter i procent för Sverigeregistrerade fonder, min, max och medel, februari 2015

Typ av fond	Min	Max	Medel (oviktat)	N
Allocation	0,00	2,75	1,23	173
Alternative	0,00	2,50	1,00	75
Equity	0,00	3,00	1,28	349
Fixed income	0,00	1,60	0,58	78
Miscellaneous	0,70	2,00	1,47	8
Money market	0,00	0,60	0,23	21
Unclassified	1,50	1,50	1,50	7
Totalt			1,13	711

Anm.: Morningstars egna klassificering i olika fondtyper. Tabellen innefattar även indexfonder.

Källa: Morningstar, egna bearbetningar.

Fondbolaget AMF Fonder undersöker årligen hur avgifterna på den svenska fondmarknaden utvecklas. I den senaste rapporten (från

⁵⁰ Ibid.

maj 2015) konstaterades att förvaltningsavgifterna under år 2014 sjönk till den lägsta nivån under hela mätperioden (2005–2014). Mellan år 2013 och 2014 minskade de genomsnittliga förvaltningsavgifterna för samtliga fondkategorier (aktiefonder, räntefonder, blandfonder och fonder med alternativa investeringar). Trenden med sjunkande förvaltningsavgifter är tydligast för aktiefonderna, där den genomsnittliga avgiften fallit för tredje året i rad. Tidigare har förvaltningsavgifterna varit relativt stabila mellan åren. En orsak till prispresen på aktiefonder tros vara det ökade intresset för indexfonder. I rapporten konstateras också att utlandsregistrerade fonder i genomsnitt har högre avgifter än Sverigeregistrerade fonder.⁵¹

6.3 Vad påverkar avgifternas nivå?

Som illustrerades i föregående avsnitt så skiljer förvaltningsavgifterna sig vanligen mellan typ av fond. Men avgifterna kan också skilja sig åt inom samma typer av fonder. Skillnader kan exempelvis bero på hur förvaltningsmodellen och placeringsinriktningen ser ut.⁵²

Fondbolagens kostnader är givetvis en viktig faktor när det kommer till prissättningen av produkterna. Som nämndes tidigare i avsnittet innebär exempelvis distributionen av fonderna ofta en hög kostnad för fondbolagen (40–50 procent av TER). Fondbolag som inte har tillgång till egna produkt-distributionskanaler, exempelvis genom en säljkår eller ett kontorsnät, får förlita sig på att andra aktörer med egna distributionskanaler inom koncernen (främst banker, försäkringsbolag, rådgivare och fristående fondtorg)

⁵¹ AMF Fonder (2015).

⁵² Se vidare exempelvis Fondbolagens förening (2012).

distribuerar deras fonder. För att de ska vara villiga att göra detta betalar fondbolagen vanligen en provision till distributörerna, allt som oftast som en procentandel av förvaltningsavgiften.⁵³

Eftersom fondbranschen är så pass volymdriven kan också faktorer som t.ex. stordriftsfördelar påverka prissättningen. *Tabell 11* kan på ett väldigt förenklat sätt illustrera olika avgiftsnivåers inverkan på intäktsnivåerna för ett fondbolag, med hänsyn taget till att drygt hälften av avgiften används till produktdistribution.

Tabell 11 Illustration av intäkter för ett fondbolag vid olika förvaltningsavgiftsnivåer efter avdrag för kostnader för produktdistribution, miljoner kronor

Förvalt kapital	1,00 %	1,50 %	2,00 %
1 000	5	7,5	10
2 000	10	15	20
3 000	15	22,5	30
4 000	20	30	40
5 000	25	37,5	50
6 000	30	45	60
7 000	35	52,5	70
8 000	40	60	80
9 000	45	67,5	90
10 000	50	75	100

Anm.: Antagande om att 50 procent av förvaltningsavgiften går till distribution.

Observera att förvaltningsavgiften inte är den enda intäktskällan som ett fondbolag kan ha.

Dessa intäkter ska sedan täcka de kostnader som bolaget har och generera vinst till aktieägarna, om möjligen inte initialt så åtminstone efter ett tag.

⁵³ Se Konkurrensverket (2013) för en djupare genomgång av hur distributionen fungerar.

Hur många kunder krävs det då för att nå de olika nivåerna av förvaltad kapital? Det beror givetvis helt på vilka summor som kunderna investerar, om det även finns belåning osv. Enligt Fondbolagens förening (2014) investerade till exempel en dryg fjärdedel av dem som har ett privat pensionssparande upp till 50 000 kronor i fonder, hälften 50 000 till 250 000 kronor och en fjärdedel över 250 000 kronor. Om den genomsnittliga investeringen hos ett och samma fondbolag skulle vara 50 000 kronor per kund behövs således 20 000 kunder för att nå upp i 1 miljard kronor i förvaltad kapital för bolaget. Om den genomsnittliga investeringen istället är 250 000 kronor behövs 4 000 kunder.

Forskning

Khorana, Servaes & Tufano (2009) undersökte drygt 45 000 fonder i 18 olika länder, vilket motsvarade omkring 86 procent av hela världsindustrin år 2002, med fokus på fondavgifter. De kommer fram till att avgifterna varierar kraftigt mellan olika länder. Avgifterna är i genomsnitt lägre i länder som har starkare investerarskydd. Större fonder har också generellt lägre avgifter, medan fonder som distribueras i flera länder generellt har högre avgifter. Detsamma gäller för fonder som är lokaliserade "offshore" (i det här fallet även innefattande Luxemburg och Dublin utöver de traditionella öarna), särskilt när de säljs i länder som har högre skatt på kapital.

I Luo (2002) utvecklas en modell för att undersöka hur fondavgiften sätts i en kontext där det antas att marknaden kännetecknas av imperfekt konkurrens. Slutsatserna från empirin är att tidigare avkastning, antal verksamma år, storlek och "cash ratio" (alltså ett likviditetsmått som beskriver tillgångar i förhållande till skulder) har betydelse för fondavgiften. Den största delen av avgiften för-

klaras dock av prispåslag utöver marginalkostnaden – något som fondbolagen kan tillämpa i modellen med anledning av marknadsantagandet.

Empirisk analys

I syfte att försöka utröna vilka faktorer som är av störst betydelse för aktiefonders förvaltningsavgiftsnivåer (brutto), främst vad gäller den svenska marknaden, har ett datamaterial beställts från en extern leverantör (Morningstar). Materialet är ett tvärsnitt från februari 2015 och består av 4 827 unika fonder (varav 2 544 aktiefonder) från 319 olika fondbolag.⁵⁴

Se *bilaga 1* för ytterligare beskrivning av datamaterialet.

För att analysera förvaltningsavgifterna har ett antal olika modeller skattats med hjälp av linjär regression (OLS).⁵⁵ Målsättningen har inte varit att försöka hitta den optimala modellen för att förklara variationerna eller nivån på avgiften, utan snarare att mer explorativt undersöka olika variablers påverkan.

Tre olika modeller har skattats. En för Sverigeregistrerade aktiefonder, en för aktiefonder registrerade i övriga länder och en sammanslagen modell där samtliga aktiefonder ingår. Indexfonder är borttagna från alla tre modeller, eftersom de generellt har betydligt lägre avgifter.

⁵⁴ Endast en andelsklass per fond, vilket innebär att samma fond inte återfinns mer än en gång i datamaterialet även om den har flera andelsklasser. Om flera andelsklasser finns för en fond har i första hand den klass som finns i premiepensionssystemet använts, i andra hand den äldsta andelsklassen och i tredje hand andelsklassen först i bokstavsordning.

⁵⁵ Följande enkla standardmodell utgör grunden för skattningarna;

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 X_{i1} + \dots + \beta_n X_{in} + \varepsilon$$

där Y är den beroende variabeln förvaltningsavgift, β_0 interceptet, β_n koefficienten för den n:te oberoende variabeln, X_n den n:te oberoende variabeln och ε feltermen.

I tabell 12, 13 och 14 redogörs för de oberoende variablerna som används i skattningen och deras egenskaper.

Tabell 12 Beskrivning av de oberoende variablerna

Variabel	Typ	Beskrivning
Antal fonder	Kvantitativ	Antal fonder inom fondbolaget som förvaltar den aktuella fonden. Ger en uppfattning om bolaget är stort eller litet och därmed om det kan finnas stordriftsfördelar som påverkar avgiften.
Fond-i-fond	Binär	Dummyvariabel för huruvida den aktuella fonden är en fond-i-fond eller inte. Fond-i-fonder har ofta en högre avgift än andra fonder.
Premiepension	Binär	Dummyvariabel för huruvida fonden även existerar i premiepensionssystemet eller inte. Ger en uppfattning om fonden till exempel måste kompensera rabatterna inom premiepensionen på den "reguljära" fondmarknaden.
Fondförmögenhet	Kvantitativ	Fondens storlek i termer av fondförmögenhet i miljarder kronor. Visar huruvida stora fonder är prissatta annorlunda jämfört med mindre.
Historisk avkastning	Kvantitativ	Genomsnittlig avkastning per år så långt tillbaka uppgift finns för den aktuella fonden (som längst dock år 2004). Den historiska avkastningen är ett viktigt utvärderingsmått för många sparare och kan således påverka in- och utflöde och följaktligen prisbildningen.
Tracking error	Kvantitativ	Tracking error beräknat från år t-1 enligt konventionell metod (standardavvikelsen för variationerna i den aktiva avkastningen) mot det index som Morningstar har satt som jämförelseindex för den aktuella fonden. Ett mått på hur mycket fondens avkastning avviker från marknadens genomsnitt och är ett mått på förvaltaraktivitet. En hög aktivitet förväntas vara dyrare.
Minimiinvestering	Binär	Dummyvariabel för huruvida det existerar en minimiinsättning eller inte för den aktuella fonden (1 euro, 1 dollar, 1 krona osv. som vissa fondbolag har angivit, räknas dock inte, men allt därutöver). Ger en uppfattning om användandet av minimiinvesteringar påverkar prissättningsstrategin vad gäller förvaltningsavgiften.
Antal år	Kvantitativ	Antal verksamma år för den aktuella fonden. Fler verksamma år kan t.ex. innebära bättre rutiner och lägre fasta kostnader och kanske därmed lägre avgifter. Det kan dock å andra sidan också innebära en ökad kännedom bland potentiella kunder och göra det enklare att upprätthålla högre avgifter.
Antal förvaltarförändringar	Kvantitativ	Antal förvaltarförändringar (byte av förvaltare och/eller tillägg av ytterligare förvaltare) dividerat med antalet verksamma år. Frekventa förvaltarförändringar torde kunna leda till en högre avgift, eftersom det innebär en kostnad för fondbolagen att t.ex. utarbetade rutiner går förlorade och att nya förvaltare kan behöva läras upp.
Antal innehav	Kvantitativ	Antal innehav för den aktuella fonden. Fler innehav innebär mer för förvaltarna att bevaka, men samtidigt en större riskspridning.
Svensk storbankskoncern	Binär	Dummyvariabel för huruvida den aktuella fonden ingår i en svensk storbankskoncern (Handelsbanken, Nordea, SEB eller Swedbank) eller inte. Ger en uppfattning om i vilken utsträckning en stor egen fonddistribution påverkar prissättningen.
Specialiserad	Binär	Dummyvariabel för huruvida den aktuella fonden har över 74,99 procent av tillgångarna placerade i ett enskilt land eller i en enskild sektor eller inte. En högre grad av specialisering förväntas innebära en högre avgift.

Anm.: Tidpunkten (tvärsnittet) för samtliga variabler är februari alternativt mars år 2015 om inget annat anges.

Som kan utläsas av *tabell 12* är det en blandning av kvantitativa och binära variabler som ingår. Två av de binära variablerna ("Premiepension" och "Svensk storbankskoncern") är främst aktuella för de Sverigeregistrerade fonderna, så dessa variabler ingår endast i den första modellen.

Tabell 13 Deskriptiv statistik för de oberoende kvantitativa variablerna

Variabel	N	Medel	Median	Std. avv.	Min	Max
Antal fonder (st.)	2 395	59,4	45	49,7	1	184
Fondförmögenhet (mdkr)	2 257	5,1	1,5	19,6	0	780,8
Historisk avkastning (%)	2 272	2,9	1,2	6,0	-37,6	81,0
Tracking error (%)	2 189	6,5	5,6	3,8	0,1	48,5
Antal år (st.)	2 395	11,3	9	8,2	0	81
Antal förvaltarförändringar (st. per år)	1 646	0,5	0,3	0,7	0	17,2
Antal innehav (st.)	2 319	102,9	61	261,2	1	5 655

Anm.: Exklusive indexfonder.

Källa: Morningstar, egna bearbetningar.

Av den deskriptiva statistiken kan bl.a. utläsas att antalet fonder inom bolagen varierar mellan 1 och 184, men att det genomsnittliga antalet är 59 stycken. Fonderna varierar också förmögenhetsmässigt. Den största har en fondförmögenhet om 781 miljarder kronor, medan den genomsnittliga fonden har en förmögenhet om 5 miljarder kronor. Vidare är det genomsnittliga antalet verksamma år 11 för fonderna och det genomsnittliga antalet innehav 103 stycken.

I *bilaga 2* redovisas inbördes korrelationer mellan de kvantitativa variablerna samt deskriptiv statistik för den beroende variabeln i modellerna (förvaltningsavgiften).

Central- och spridningsmått är inte aktuella för binära variabler, så därför redovisas i följande tabell endast antalet fonder som uppfyller respektive inte uppfyller den aktuella kategorin.

Tabell 14 Deskriptiv statistik för de oberoende binära variablerna

Variabel	Antal "ja"	Antal "nej"	N
Fond-i-fond	56	2 339	2 395
Premiepension	505	1 890	2 395
Minimiinvestering	1 419	976	2 395
Svensk storbankskoncern	210	2 185	2 395
Specialiserad	896	1 402	2 298

Anm.: Exklusive indexfonder.

Källa: Morningstar, egna bearbetningar.

Det kan till exempel konstateras att relativt få av fonderna i data-materialet är fond-i-fonder (56 stycken). Det är desto fler av dem som finns representerade i premiepensionssystemet, närmare bestämt 505 stycken av dem. Vad gäller fonder som har ett minimi-investeringskrav så är dessa, enligt den valda definitionen, i majoritet. De fonder som tillhör de svenska storbankskoncernerna (Handelsbanken, Nordea, SEB eller Swedbank) är 210 stycken till antalet. Slutligen är det 896 fonder som uppfyller kraven för att räknas som bransch- eller landfonder.

I *bilaga 2* redovisas de genomsnittliga förvaltningsavgifterna med avseende på de binära oberoende variablerna. Det kan bl.a. konstateras att fond-i-fonder i genomsnitt har en högre förvaltningsavgift än andra fonder. Vidare om det existerar en minimiinvestering är förvaltningsavgiften i genomsnitt lägre. För de Sverigeregistrerade fonderna innebär representation i premiepensionssystemet en högre förvaltningsavgift, medan fonder som tillhör en svensk storbankskoncern i genomsnitt har en lägre förvaltningsavgift.

Huruvida avgiftsskillnaderna är signifikanta beaktat övriga variabler diskuteras i slutet av det här avsnittet.

I *tabell 15* redovisas resultatet av de olika skattningarna.

Tabell 15 Skattade koefficienter med aktiefonders förvaltningsavgift som beroende variabel

Variabel	Modell (1)	Modell (2)	Modell (3)
Konstant	1,832 *** (0,169)	1,678 *** (0,047)	1,709 *** (0,045)
Antal fonder	0,002 (0,001)	- 0,001 ** (0,000)	- 0,001 ** (0,000)
Fond-i-fond	0,155 (0,127)	0,224 (0,133)	0,157 (0,083)
Premiepension	0,022 (0,072)		
Fondförmögenhet	- 0,010 * (0,004)	- 0,001 (0,000)	- 0,001 (0,000)
Historisk avkastning	- 0,013 (0,011)	- 0,005 (0,004)	- 0,006 * (0,003)
Tracking error	0,028 ** (0,010)	0,012 *** (0,003)	0,014 *** (0,003)
Minimiinvestering	- 0,461 *** (0,073)	- 0,252 *** (0,025)	- 0,257 *** (0,024)
Antal år	- 0,004 (0,005)	- 0,001 (0,002)	- 0,003 * (0,002)
Antal förvaltarförändringar	- 0,184 (0,148)	- 0,037 (0,019)	- 0,048 * (0,019)
Antal innehav	- 0,001 *** (0,000)	- 0,000 * (0,000)	- 0,000 *** (0,000)
Svensk storbankskoncern	- 0,451 *** (0,126)		
Specialiserad	- 0,047 (0,066)	- 0,023 (0,024)	- 0,030 (0,023)
Registreringsland	Sverige	Övriga länder	Samtliga
N	208	1 280	1 488
R2	0,39	0,10	0,12
R2, justerad	0,35	0,09	0,11
√ MSE	0,41	0,42	0,42

Anm.: Exklusive indexfonder. För säkerhets skull har de olika skattningarna genomförts även med årlig avgift som beroende variabel. Inga stora skillnader vad gäller resultaten kunde då påvisas. Samtliga modellens residualer har studerats och de uppfyller i stor utsträckning kravet på normalfördelning. Det finns däremot vissa tendenser till heteroskedasticitet i modell 2. Standardfel inom parentes. * anger $p < 0,05$, ** $p < 0,01$ och *** $p < 0,001$.

Källa: Morningstar, egna bearbetningar.

Resultatet av skattningarna visar att graden av förvaltaraktivitet i form av tracking error tenderar att vara något som signifikant påverkar förvaltningsavgiften oavsett registreringsland. En högre grad av aktivitet medför generellt en högre avgift. Det är också det samband som kunde förväntas, eftersom en större aktivitet är dyrare för fondbolagen.

På motsatt sätt verkar förekomsten av en minimiinvestering i en fond oavsett registreringsland signifikant påverka förvaltningsavgiften i negativ riktning, dvs. den blir lägre. Att sambandet går i den riktningen är naturligt då större investerare genererar större intäkter för fondbolaget.

Det finns också tecken på att stordriftsfördelar kan påverka förvaltningsavgiftens nivå (om än i mer marginell utsträckning än föregående variabler). För Sverigeregistrerade fonder i form av att en högre fondförmögenhet leder till en lägre avgift (även om variabeln bara är signifikant på 5-procentsnivån) och för utlandsregistrerade fonder i form av att fler antal fonder inom bolaget leder till lägre avgift.

Vidare tenderar de Sverigeregistrerade fonder som ingår i en svensk storbankskoncern att ha en signifikant lägre förvaltningsavgift än de övriga fonderna. En förklaring till detta kan vara att egen produktdistribution (inom koncernen) innebär att kostnaderna kan hållas nere och att det i sin tur påverkar vilket pris som sätts. Detta tyder i sin tur på att det finns ett konkurrenstryck på marknaden. I annat fall skulle dessa fondbolag kunna upprätthålla avgifter i nivå med övriga fondbolag och därigenom kunna generera högre vinster än med nuvarande avgiftsnivåer.

Slutligen kan noteras att skattningen för de Sverigeregistrerade fonderna får en högre förklaringsgrad än för övriga länder. Antalet observationer är emellertid färre.

6.4 Sammanfattning

- Distributörerna erhåller vanligen en stor del av fondavgiften, drygt 40–50 procent.
- Det finns en trend med sjunkande förvaltningsavgifter de senaste åren. Tydligast är trenden för aktiefonder.
- Fondavgifterna tenderar att variera mellan olika länder. Dock verkar det generellt inte finnas några stora skillnader mellan europeiska och amerikanska fonder när det gäller förvaltningsavgiftens nivå.
- Det finns en mängd faktorer som kan påverka förvaltningsavgifternas nivåskillnader. En empirisk analys av förvaltningsavgifterna för aktiefonder (exkl. indexfonder) indikerar bl.a. att graden av aktivitet (tracking error), förekomsten av en minimi-investering och olika typer av stordriftsfördelar verkar påverka avgiftens nivå. För Sverigeregistrerade fonder tenderar de som ingår i en svensk storbankskoncern att ha en lägre förvaltningsavgift än övriga.

7 Priskänslighet

Tidigare kapitel har behandlat kundrörligheten och fondavgifterna separat. I detta kapitel belyses sambandet mellan dessa faktorer.

7.1 Priskänslighet hos investerare och priskonkurrens mellan fondbolag

För att det ska finnas goda förutsättningar för priskonkurrens mellan företag på en viss marknad krävs att kunderna i någon mån reagerar på de prisförändringar som företagen gör. Med andra ord så krävs en viss priskänslighet hos investerarna för att priskonkurrensen ska fungera väl.

Vanligen används en varas pris- eller efterfrågeelasticitet för att kvantitativt beskriva kunders svar på prisförändringar. Elasticiteten beror på faktorer som till exempel tillgång till substitutvaror, typ av marknad (t.ex. antal verksamma aktörer, regleringar), eventuella transaktionskostnader, varans monetära andel av kundernas budgetrestriktioner osv. Den säger därmed något om konkurrenssituationen på en marknad.

Ett problem med att studera investerarnas priskänslighet på den reguljära fondmarknaden är tillgången till data. Kunderna har ett flertal olika kontoformer att välja bland för sina fondinnehav, vilket gör ägandet väldigt utspritt, och består av både privatpersoner och institutionella investerare. Det går heller inte bara att använda antalet utestående fondandelar för att approximera antalet kunder, eftersom varje kund vanligen äger flera (och delar av) fondandelar i en fond.

Forskning

Hubbard m.fl. (2010) skattar priselasticiteten med hjälp av amerikanska data från perioden 2001–2007 och finner stöd för att efterfrågan på amerikanska aktiefonder i allra högsta grad är elastisk, vilket indikerar att investerarna är känsliga för fondavgifter och aktivt flyttar sina tillgångar i syfte att minimera priset givet en viss produktkvalitet och avkastningshistorik – något som tyder på att det finns en effektiv priskonkurrens mellan fondbolagen. Genom ytterligare analyser av egen- och korspriselasticiteter på den amerikanska marknaden finner författarna att det finns tillräcklig substituerbarhet mellan fondbolagen för att någon aktör inte godtyckligt ska kunna höja sina priser med bibehållen lönsamhet. Detta gäller även de allra största fondkomplexen. Sådana försök kommer att straffas av marknaden med förlorade marknadsandelar som följd. Fondbolagen tycks enligt författarna således konkurrera med priset som hjälpmedel och kan öka sina marknadsandelar genom att bygga upp ett gott rykte genom sina prestationer över tid.

I en studie baserad på amerikanska fonddata från perioden 1976–2009 hittar Khorana & Servaes (2012) stöd för att priskonkurrens och produktdifferentiering är effektiva strategier när det gäller att ta marknadsandelar. Fondbolag som presterar bra, erbjuder ett brett utbud av fonder och startar fler fonder relativt sina konkurrenter har generellt en högre marknadsandel.

Wahal & Wang (2011) mäter konkurrensen mellan fonder genom att studera hur stor överlappning nya fonder har med redan etablerade fonder i sina portföljnehav. Resultatet tyder på att en större överlappning leder till priskonkurrens mellan fonderna vad gäller förvaltningsavgifterna. Dock ökar också distributionsavgifterna, vilket leder till att investerarna inte i full utsträckning får ta del av de

lägre avgifter som priskonkurrensen leder till. Den övergripande slutsatsen från studierna är enligt författarna att fondmarknaden under senare år har utvecklats till en marknad som besitter alla egenskaper som en konkurrensutsatt marknad ska ha.

Det är inte nödvändigtvis bara mellan fondbolag som det finns konkurrens. Kempf & Ruenzi (2008) undersöker konkurrens mellan fonder inom samma fondbolag på den amerikanska marknaden. De finner stöd för att enskilda fondförvaltare justerar sitt risktagande beroende på sina relativa positioner inom bolaget. Detta syns extra tydligt bland fondförvaltare för fonder som har höga driftkostnader, förvaltas av en enda förvaltare och tillhör ett stort fondbolag.

Privatkundernas priskänslighet

I det forskningsuppdrag som Konkurrensverket har lagt ut för att kartlägga konsumentbeteende och rörelsemönster på fondmarknaden används priskänsligheten som en indikator för rörlighet bland privatkunderna.⁵⁶ Kartläggningen bygger på en webbaserad undersökning som genomförts i TNS Sifos webbpanel under sommaren 2015.

Överlag är priskänsligheten låg bland respondenterna. Nästan hälften svarar att de inte skulle agera om förvaltningsavgiften för den fond där de har sitt största innehav skulle öka med 0,2 procentenheter (dvs. en relativt betydande ökning oavsett typ av fond). En dryg tredjedel svarar att de hade sålt av hela eller delar av innehavet, alternativt slutat investera ytterligare medel i den aktuella fonden. Resten av respondenterna svarar att de inte vet hur de hade agerat vid en sådan situation.

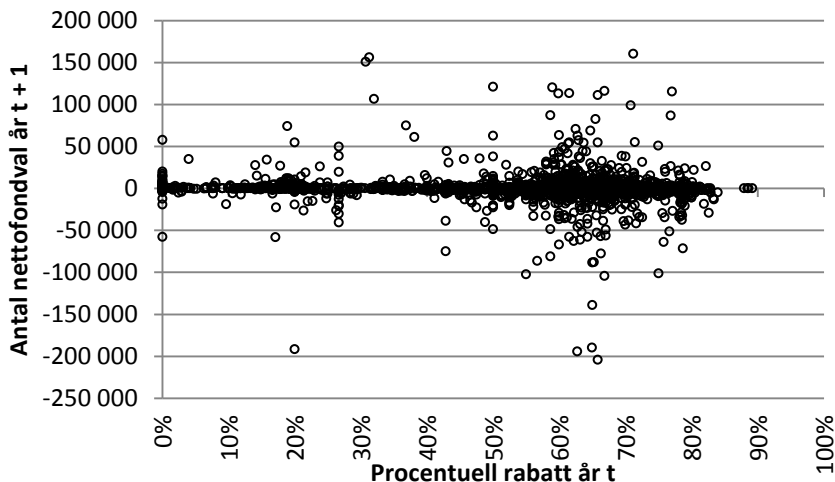
⁵⁶ Se tidigare beskrivning av uppdraget i *avsnitt 5.3*.

Tendenser till låg priskänslighet även i premiepensionssystemet

Premiepensionssystemet kan utnyttjas för att uppskatta kundgruppen privatpersoners priskänslighet när det gäller fonder. Pensionsmyndigheten har uppgifter om antalet unika individer (pensions-sparare) som har valt respektive fond och hur stora rabatterna är. Det är därför möjligt att observera om individerna i större utsträckning väljer fonder med större rabatter. Detta görs i *figur 5* genom att beräkna antalet nettofondval och relatera detta till procentuella rabatter året innan under perioden 2006–2014.⁵⁷ Tanken är alltså att försöka se om spararna noterar rabatten det första året och sedan har förändrat sitt fondbesittande baserat på denna information nästkommande år.

⁵⁷ Motivet till detta tillvägagångssätt är att försöka undvika snedvridningar som orsakas av att rabatterna ökar ju fler sparare som väljer en viss fond. Om antalet sparare i varje enskild fond samma år studeras går det att få intrycket av att många har valt en viss fond pga. rabatten, när det i själva verket kan vara tvärtom. Dvs. att rabatten är en effekt av att många sparare valt en viss fond.

Figur 5 Antal nettofondval i premiepensionssystemet relaterat till procentuell rabatt på fondavgiften året innan, 2006–2014



Anm.: Datamaterialet är av karaktären upprepade tvärsnitt där rabatten har laggats med ett år. De flesta av fonderna förekommer därför vid flera tillfällen.

Exklusive statliga ickevals-fonder.

Antalet observationer är 6 350.

Källa: Pensionsmyndigheten, egna bearbetningar.

Det är långt ifrån uppenbart i figuren att spararna endast skulle bry sig om den procentuella rabatten på fondavgifterna när de gör sina val. Då hade det funnits ett tydligare positivt samband (utflöde från mindre rabatterade fonder och inflöde i mer rabatterade fonder). Det kan förvisso konstateras att fondvals-/bytesaktiviteten är högre bland de mer rabatterade fonderna, framför allt de fonder där rabatterna ligger mellan 50 och 80 procent, men det handlar inte bara om nettoutflöden. På samma sätt går det också att se att det inte bara är frågan om ett nettoutflöde från de mindre rabatterade fonderna. Det är dock viktigt att komma ihåg att merparten av fonderna i premiepensionssystemet är rabatterade till mer än 50 procent. Om endast fonder som är rabatterade till minst 50 procent

studeras så kan det konstateras att 1 749 fonder (inte unika) har upplevt ett nettoinflöde under perioden och 3 017 fonder (inte heller unika) ett nettoutflöde.⁵⁸ Det verkar således som om spararna värderar annat än bara procentuell rabatt när de gör sina fondval i premiepensionssystemet. Detta kan tyda på att priskänsligheten är låg i premiepensionssystemet (med reservation för att de kan ha flyttat hela eller en del av sitt kapital till det statliga ickevalsalternativet,⁵⁹ vilket också skulle kunna tyda på priskänslighet hos spararna).

Ett problem i sammanhanget kan emellertid vara att få sparare känner till att de får rabatter i premiepensionssystemet.⁶⁰ Det kan mycket väl vara så att procentuella rabatter skulle ha betydelse för fondvalen om fler kände till att det fanns.

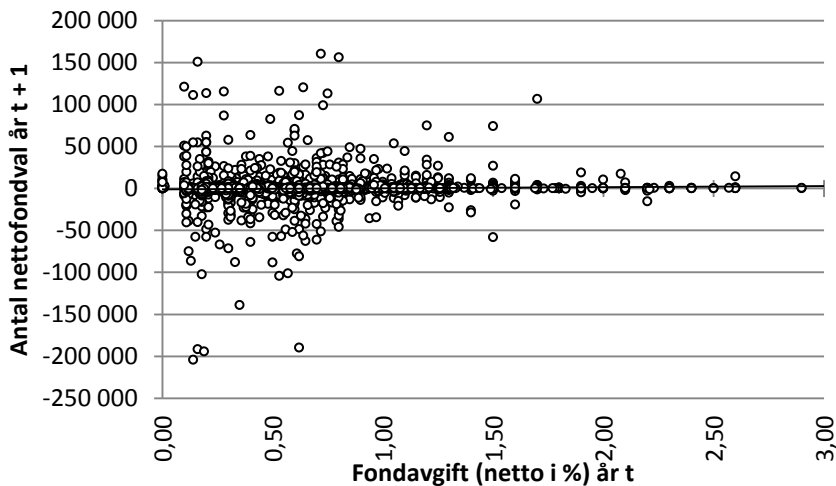
Samma tillvägagångssätt kan användas för att uppskatta om spararna i större utsträckning väljer fonder med lägre nettofondavgifter (dvs. efter rabatter) än med högre avgifter. Resultatet redovisas i *figur 6*.

⁵⁸ Värt att nämna är också att 498 stycken av fonderna som är rabatterade till minst 50 procent har nettoflöden som är lika med 0.

⁵⁹ Sedan år 2010 är det möjligt för sparare som i något skede har valt att sätta ihop en egen fondportfölj att välja tillbaka det statliga ickevalsalternativet.

⁶⁰ Se t.ex. Fondbolagens förening (2014).

Figur 6 Antal nettfondval i premiepensionssystemet relaterat till fondavgiften (netto) året innan, 2006–2014



Anm.: Se anm. under *figur 5*. Antalet observationer är 5 804.

Källa: Pensionsmyndigheten, egna bearbetningar.

Inte heller i det här fallet syns några uppenbara mönster att spararna flyttar sitt innehav från fonder med högre avgift till dem med lägre. Störst aktivitet synes det emellertid överlag vara kring fonder med lägre avgifter.

7.2 Sammanfattning

- Skattningar av priselasticiteter baserade på amerikanska data indikerar att det finns en effektiv priskonkurrens mellan fondbolag på den amerikanska fondmarknaden.
- Det finns tecken på att priskänsligheten är relativt låg på den svenska fondmarknaden, åtminstone bland privatkunderna.

- Även i premiepensionssystemet förefaller spararna värdera annat än bara låga nettoförvaltningsavgifter eller procentuell rabatt i sina fondval. Det kan tyda på att priskänsligheten är låg i systemet, men det kan också vara ytterligare ett tecken på att spararna inte är medvetna om att rabatterna existerar.

8 Slutsatser

8.1 Konkurrenssituationen på marknaden

I kommande underrubriker sammanfattas de iakttagelser och analyser som gjorts i rapporten om Konkurrenssituationen på den svenska fondmarknaden.

En växande marknad med ökad internationell konkurrens

Den svenska fondmarknaden är en successivt växande marknad sett till den samlade fondförmögenheten (dvs. det samlade förvaltade kapitalet), även om vissa minskningar inträffat i samband med de allmänna ekonomiska nedgångarna under 2000-talet. Fondförmögenheten har de senaste åren ökat kraftigt mätt i fasta priser. Även antalet fondbolag och fonder har ökat kraftigt de senaste åren. Detta är till stor del en effekt av ökad internationell konkurrens, vilket i sin tur till stor del beror på en ökad internationell harmonisering av regleringen. Även i premiepensionssystemet har utbudet ökat, om än inte lika kraftigt. Ökningen beror främst på fler antal fondbolag i systemet snarare än att befintliga bolag har registrerat fler fonder.

Hushållen är den största kundgruppen för fondbolagen då de står för drygt två tredjedelar av det totala fondinnehavet, om även det indirekta innehavet räknas in. Merparten av det innehav som inte är pensionsrelaterat återfinns i direktsparat, även om ISK som kontoform successivt står för en allt större andel.

Storbankskoncernerna fortfarande dominerande

När det gäller Sverigeregistrerade fonder har de fyra storbankskoncernerna tillsammans en marknadsandel på över 50 procent. Det är en kraftig nedgång sedan början av 2000-talet då de hade drygt 80 procent av marknaden.

Det allra största fondbolaget är Swedbank Robur med en marknadsandel om knappt 30 procent, i termer av fondförmögenhet. Efter Sjunde AP-fonden är Swedbank Robur det största fondbolaget även i premiepensionssystemet.

Både den reguljära fondmarknaden och premiepensionssystemet kännetecknas av medelhöga koncentrationsgrader i termer av HHI, om än generellt något högre i sistnämnda fall. Det finns ett stort antal aktörer med relativt låga marknadsandelar.

Några anledningar till storbankskoncernernas dominans kan bl.a. vara att de kan erbjuda sina kunder andra kompletterande finansiella tjänster med tillhörande rabatter, exempelvis bolån eller rådgivning vid fondhandel. Storbankskoncernernas kunder tenderar dessutom vara mindre rörliga på fondmarknaden än de som inte är kunder hos storbankskoncernerna. Dessa kunder sparar främst i fonder som förvaltas av koncernens egna fondbolag och har också i stor utsträckning endast fonder förvaltade av denna aktör, till skillnad mot att även spara i kompletterande fonder hos externa aktörer.

Dessutom har storbankernas fondbolag tillgång till egen produkt-distribution inom koncernen via kontorsnäten, vilket innebär en stor potentiell kundbas och minskade distributionskostnader.

Mindre fondbolag har det svårare

Även om branschen som helhet verkar kännetecknas av relativt höga vinstmarginaler tenderar de mindre fondbolagen att ha en något svårare ekonomisk situation än de större bolagen. En successivt större och/eller krångligare regelbörda är också något som slår hårdare mot de mindre fondbolagen. Detta eftersom mer administration och större krav på regelefterlevnad (compliance) medför kostnader som ska fördelas ut på en mindre verksamhet. Många av de mindre fondbolagen har endast omkring 10 anställda.

Marknaden kännetecknas överlag av stordriftsfördelar, vilket även kan medföra svårigheter för nyetableringar av mindre aktörer.

Avsaknaden av egen produktdistribution inom koncernen är en viktig faktor som skiljer förutsättningarna för dessa fondbolag gentemot de större. Egen produktdistribution håller ned kostnaderna, eftersom drygt hälften av förvaltningsavgiften utgår i provision till distributörerna för de fondbolag som inte har egen distribution, och denna kostnadsfördel kan vid behov föras vidare till kunderna i form av lägre förvaltningsavgifter. Om detta sedan görs i praktiken beror på hur konkurrenssituationen ser ut på marknaden. När det gäller åtminstone Sverigeregistrerade aktiefonder så tenderar de fonder som tillhör någon av de fyra svenska storbankskoncernerna att ha lägre förvaltningsavgifter. Det tyder på att konkurrenstrycket verkar vara relativt påtagligt.

Kundrörligheten följer börsutvecklingen men priskänsligheten tenderar vara låg

Hur stor kundrörlighet som är önskvärd när det gäller fondmarknaden är svårt att förhålla sig till, eftersom fondsparandet ofta betrak-

tas som långsiktigt. Det som dock kan observeras är att kundörligheten tenderar att följa börsutvecklingen. Rörligheten ökade exempelvis kraftigt i samband med utbrottet av den ekonomiska krisen år 2007–2008. Det är tendenser som även syns i premiepensionsystemet, även om förbudet mot massfondbyten har medfört ett minskat antal byten de senaste åren, och i flödesstatistik för den amerikanska fondmarknaden. Kunderna tycks alltså göra förändringar i sitt fondinnehav när de anser att det är påkallat. Dessutom verkar kundörligheten ha varit jämförelsevis hög de senaste åren jämfört med i slutet av 1990-talet och i början av 2000-talet.

Konsumenter som har ISK, ett stort sparande eller använder fler sparformer än fonder (t.ex. aktier) tenderar att röra sig mer än andra konsumenter. De som är kunder hos storbankskoncernernas egna fondbolag tenderar å andra sidan att röra sig mindre än andra konsumenter.

När det gäller hushållens priskänslighet förefaller den vara låg, både vad gäller den reguljära fondmarknaden och premiepensionsystemet. I sistnämnda fall tenderar spararna att värdera annat än bara låga nettoförvaltningsavgifter eller procentuell rabatt i sina fondval. Det kan emellertid också vara ytterligare ett tecken på att spararna inte är medvetna om att rabatterna existerar.

Det finns en mängd faktorer som kan påverka kundörligheten på fondmarknaden. Det kan till exempel handla om annonsering och annan mediauppmärksamhet, tidigare avkastning, fondbetyg m.m.

Sjunkande förvaltningsavgifter de senaste åren

Det finns, trots indikationer om låg priskänslighet hos hushållen, en trend med sjunkande förvaltningsavgifter på den svenska fond-

marknaden de senaste åren. Det är en utveckling som tyder på att konkurrensen har ökat. Tydligast är trenden för aktiefonder.

Vidare verkar det inte finnas så stora skillnader mellan europeiska och amerikanska fonder när det gäller förvaltningsavgiftens nivå. I ljuset av detta är det också noterbart att skattningar av priselasticiteter på den amerikanska fondmarknaden indikerar att priskonkurrensen mellan fondbolagen fungerar väl.

Det finns en mängd faktorer som kan påverka förvaltningsavgifternas nivåskillnader. Några iakttagelser utifrån den empiriska analysen är att exempelvis graden av förvaltaraktivitet (i form av tracking error) påverkar avgiften i positiv riktning och förekomsten av en minimiinvestering i negativ riktning. Olika typer av stor-driftsfördelar verkar också påverka avgiftens nivå i negativ riktning, om än mer marginellt. För Sverigeregistrerade fonder tenderar de som ingår i en svensk storbankskoncern, som tidigare nämnts, att ha en betydligt lägre förvaltningsavgift än övriga. Överlag indikerar sambandens riktningar att det finns priskonkurrens mellan fondbolagen på den svenska marknaden.

8.2 Hur skulle konkurrensförutsättningarna kunna förbättras ytterligare?

Det är för närvarande en del förändringar på gång på den svenska fondmarknaden som torde kunna påverka konkurrenssituationen på ett eller annat sätt. Utöver implementeringen av UCITS V-direktivet ser exempelvis den pågående Fondutredningen över huruvida det behövs ändringar för att stärka just konkurrenskraften för branschen. Det handlar om att analysera en mängd olika frågor som rör fondbolagens praktiska verksamhet (se *avsnitt 4.7*) och som har potential att förbättra konkurrenssituationen ytterligare. Ett exem-

pel är att utreda förutsättningarna för fondbolag att få tillhandahålla ISK som endast omfattar fondandelar, vilket är något Konkurrensverket tidigare har framhållit borde utredas.⁶¹ Konkurrensverket emotser resultatet av Fondutredningens arbete gällande dessa frågor.

Det är generellt viktigt att eventuella reformer inte försämrar förutsättningarna för mindre bolag att verka på marknaden. Det kan bland annat handla om att inte överimplementera regleringar som kommer från europeisk nivå (dvs. gå utöver minimikraven), om det inte finns väldigt starka skäl att göra det, eftersom en större och/eller krångligare regelbörda slår hårdare mot mindre fondbolag. Ett exempel är förslaget om provisionsförbud på distributionsmarknaden, som nämndes i *avsnitt 4.7*. Konkurrensverket befarar att förslaget skulle leda till färre aktörer på marknaden, både av företag som bedriver rådgivning och av bolag som bedriver placeringsverksamhet, i det här fallet fondbolag. Förslaget skulle främst gynna de etablerade fondbolagen som har tillgång till egen produktdistribution inom koncernen. De mindre fondbolagen och de bolag som vill etablera sig på den svenska marknaden är beroende av att det finns tillgängliga distributionskanaler och att konkurrensen i distributionsledet inte försämras. Därför är också åtgärder som främjar konkurrensen på distributionsmarknaden också något som förbättrar förutsättningarna för konkurrensen på fondmarknaden.

Det bör också generellt iakttas försiktighet med att införa allt för långtgående nationella regleringar på marknaden utöver de regleringar som kommer från europeisk nivå.⁶² Fondmarknaden är så

⁶¹ Konkurrensverket (2013).

⁶² Kan också gälla långtgående nationella rekommendationer, certifieringar, märkningar osv. vilka i princip skulle kunna uppfattas som obligatoriska.

pass internationaliserad att hårdare krav på svenska fondbolag än på de utländska skulle riskera skapa snedvridningseffekter och innebära en konkurrensnackdel för de svenska bolagen. Ytterligare och/eller mer omfattande regleringar slår också, som tidigare nämnts, hårdare mot de mindre fondbolagen.

Närmare om premiepensionssystemet

Premiepensionssystemet är en viktig distributions- och marknadsföringskanal för fondbolagen gentemot hushållen, som är den största kundgruppen. Privatkunderna är som bekant tvungna att delta på fondmarknaden genom sitt premiepensionssparande. I termer av fondförmögenhet motsvarar premiepensionssystemet en dryg fjärdedel av den totala fondmarknaden. Dessa aspekter, plus det faktum att koncentrationsgraden är högre än på den reguljära fondmarknaden, gör sammantaget att det kan vara värt att belysa systemet lite extra i det här sammanhanget som ett underlag för fortsatta diskussioner. Premiepensionssystemet ingår inte heller i Fondutredningens pågående uppdrag att se över eventuella ändringar för att stärka fondbranschens konkurrenskraft.⁶³

Generellt är det viktigt ur konkurrenshänseende att eventuella reformeringar av premiepensionssystemet inte försämrar konkurrensförutsättningarna och försvårar inträdet för nya aktörer. De fondbolag som önskar delta i systemet med sina fonder måste dels

⁶³ Däremot har en annan utredning tillsatts som ska se över premiepensionssystemet (Utredningen om ett reformerat premiepensionssystem). Uppdraget är att analysera och lägga fram förslag på hur förändringar av premiepensionssystemet bör göras. Syftet med utredningen är att säkerställa att eventuella förändringar av premiepensionssystemet bidrar till att fler sparare får en långsiktigt bra avkastning på sitt premiepensionskapital till rimlig risk och kostnad. Det är således inte konkurrensförutsättningarna som är i fokus. Uppdraget ska redovisas senast den 2 september 2016. Se dir. 2014:107 och dir. 2015:76.

fortsatt kunna träda in på ett enkelt sätt, dels ha rimliga förutsättningar att kunna ta marknadsandelar av de befintliga bolagen.

Det finns möjliga åtgärder som skulle kunna vidtas för att ytterligare förbättra konkurrensförutsättningarna i premiepensions-systemet och potentiellt minska marknadskoncentrationen. Ett exempel är att tillåta fler än fem fondval per pensionssparare. Det skulle öka möjligheterna för främst mindre och nyetablerade fondbolag att konkurrera med de etablerade bolagen och samtidigt möjliggöra ökad riskspridning för den enskilde spararen.

Långt ifrån alla pensionssparare skulle utnyttja möjligheten att välja fler än fem fonder, men det finns potentiellt ändå en relativt stor krets. Det är rimligt att tro att de som i nuläget har maximalt antal innehav (dvs. fem fonder) skulle vara mest intresserade av en utökning, vilket är drygt 650 000 sparare. Potentiellt kan således var tionde sparare vara intresserad av att välja fler än fem fonder (var femte sparare om de som har valt AP7 Såfa exkluderas).

Det är Pensionsmyndigheten som via föreskrifter meddelar ett högsta antal fonder som samtidigt får antecknas på ett premiepensionskonto. Myndigheten har tidigare behandlat frågan om att utöka antalet valbara fonder per pensionssparare och då sagt att den bör analyseras mer ingående innan föreskrifterna möjligen kan ändras.⁶⁴

En annan möjlig åtgärd som kan förbättra konkurrensförutsättningarna är att överväga att tillåta fler fondtyper i systemet. I nuläget är endast de fonder som uppfyller kraven i det senast uppdaterade UCITS-direktivet tillåtna (dvs. värdepappersfonder). Det kan till exempel handla om att se över möjligheten att även

⁶⁴ Pensionsmyndigheten (2011).

medge vissa specialfonder i utbudet.⁶⁵ Det skulle skapa mer likvärdiga konkurrensförutsättningar mellan värdepappersfonder och specialfonder.

Specialfonderna kan placera i fler typer av tillgångar än värdepappersfonderna, eftersom de har friare placeringsregler, och erbjuder därmed möjlighet till bredare investeringar samt ytterligare riskspridning för den enskilde pensionsspararen. Dessutom är de numera föremål för gemensam europeisk reglering med vissa krav på bl.a. information, intressekonflikter, ersättningsystem, riskhantering och likviditetshantering, likt värdepappersfonderna.

Liksom i föregående fall är det säkerligen långt ifrån alla pensions-sparare som skulle utnyttja denna möjlighet, eftersom vissa specialfonder kanske kräver lite större intresse och kunskap hos spararen. Det hindrar dock inte att möjligheten ses över. Redan i nuläget finns det fonder i systemet som kanske inte heller riktar sig till alla typer av sparare, exempelvis fonder med s.k. hävstång.

Frågan om att även medge vissa specialfonder i utbudet behöver således utredas närmare för att ta reda på om det finns praktiska förutsättningar för en sådan åtgärd, samt om det överhuvudtaget finns ett intresse från spararnas sida att kunna spara i ytterligare fondtyper.

⁶⁵ Det kan vara rimligt att specialfonderna åtminstone måste uppfylla vissa grundläggande krav för att få registreras. Ett exempel kan vara att den måste rikta sig till allmänheten. Det finns nämligen specialfonder som är begränsade till en viss krets av investerare. Även andra krav kan vara aktuella. Pensionsmyndigheten har dessutom redan för värdepappersfonderna vissa villkor för registrering som rör bl.a. daglig handel, rabatt på förvaltningsavgiften och former för rapportering av kurser som även bör gälla dessa fonder.

En möjlig nackdel med att potentiellt utöka utbudet i systemet kan vara att det kan bli svårt att hantera för spararna, eftersom det bl.a. medför ökade informationskostnader för individerna.⁶⁶

⁶⁶ Denna aspekt har exempelvis framförts i Ds 2013:35.

Referenser

AMF Fonder (2015), *Avgifterna på fondmarknaden 2014*.

Aydogdu & Wellman (2011), "The Effects of Advertising on Mutual Fund Flows: Results from a New Database". *Financial Management*. Vol. 40, nr. 3, s. 785–809.

Barber, Odean & Zheng (2005), "Out of Sight, Out of Mind: The Effects of Expenses on Mutual Fund Flows". *The Journal of Business*. Vol. 78, nr. 6 (November 2005), s. 2095–2120.

Bollen (2007), Mutual Fund Attributes and Investor Behavior. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. Vol. 42, nr. 3 (september 2007), s. 683–708.

Del Guercio & Tkac (2008), "Star Power: The Effect of Morningstar Ratings on Mutual Fund Flow". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. Vol. 43, nr. 4 (december 2008), s. 907–936.

Dir. 2015:76 *Tilläggsdirektiv till Utredningen om ett reformerat premiepensionssystem*.

Dir. 2014:158 *Tilläggsdirektiv till Utredningen om en översyn av fondregelverket*.

Dir. 2014:139 *Översyn av fondregelverket*.

Dir. 2014:107 *Ett reformerat premiepensionssystem*.

Ds 2013:35 *Vägval för premiepensionen*.

Europeiska kommissionen (2003/361/EG), *Kommissionens rekommendation om definitionen av mikroföretag samt små och medelstora företag*. 6 maj 2003.

EFAMA (2013), *Fact Book 2013. Trends in European Investment Funds*. 11th Edition.

FFFS 2013:10 *Finansinspektionens föreskrifter om förvaltare av alternativa investeringsfonder*.

FFFS 2013:9 *Finansinspektionens föreskrifter om värdepappersfonder*.

Flam & Vestman (2014), *Swedish Equity Mutual Funds 1993–2013: Performance, Persistence and Presence of Skill*. Swedish House of Finance, Institute for Financial Research, Stockholm School of Economics. September 2014.

Fondbolagens förening (2015), *Fondsparandets fördelning*. 2015 kvartal 1.

Fondbolagens förening (2014), *Fondsparandets fördelning*. 2014 kvartal 1.

Fondbolagens förening (2014), *Fondspararundersökningen 2014*. Uppdrag åt TNS Sifo Prospera. Maj 2014.

Fondbolagens förening (2012), *Avkastning & avgifter*. Fondspecial. 2012-04-25.

Hubbard, Koehn, Ornstein, Van Audenrode & Royer (2010), *The Mutual Fund Industry: Competition and Investor Welfare*. New York: Columbia University Press.

Investment Company Institute (2015), *2015 Investment Company Fact Book. A Review of Trends and Activities in the U.S. Investment Company Industry*". 55th edition.

Jain & Wu (2000), "Truth in Mutual Fund Advertising: Evidence on Future Performance and Fund Flows". *The Journal of Finance*. Vol. 55, nr. 2 (april 2000), s. 937–958.

Kempf & Ruenzi (2008), Tournaments in Mutual-Fund Families. *The Review of Financial Studies*. Vol. 21, nr. 2 (mars 2008), s. 1013–1036.

Khorana & Servaes (2012), "What Drives Market Share in the Mutual Fund Industry?". *Review of Finance*. Vol. 16, nr. 1, s. 81–113.

Khorana, Servaes & Tufano (2009), "Mutual Fund Fees Around the World". *The Review of Financial Studies*. Vol. 22, nr. 3 (mars 2009), s. 1279–1310.

Konkurrensverket (2013), *Konkurrensen på den finansiella tjänstemarknaden – inlåning, bolån och fonder*. Rapport 2013:4.

Konkurrensverket, remissvar på *Värdepappersmarknaden, MiFID II och MiFIR* (SOU 2015:2), dnr 111/2015.

Konkurrensverket, rundabordssamtal med fondbolag 2014-06-10.

Luo (2002), "Mutual Fund Fee-Setting, Market Structure and Mark-Ups". *Economica*, New Series. Vol. 69, nr. 274 (maj 2002), s. 245–271.

Pensionsmyndigheten, e-post 2015-09-15 och 2015-09-30.

Pensionsmyndigheten (2015), *Premiepensionen – Pensionsspararna och pensionärerna 2014*. PID142047. 2015-03-16.

Pensionsmyndigheten (2011), *Genomförande av uppdrag att stoppa massfondbyten*. PM, PID113016, VER 2011-164. 2011-06-16.

Pensionsmyndigheten (2011), *Angående rådgivnings-, visa- och förvaltningstjänster inom premiepensionssystemet*. Rapport, PID108211, VER 2010-440. 2011-03-15.

Premiepensionsmyndigheten (2009), *Analytiskt testamente – 11½ år med premiepensionssystemet och PPM*. Fond- och Finansavdelningen. 2009-12-17.

Prop. 2012/13:155 *Förvaltare av alternativa investeringsfonder.*

Prop. 2010/11:135 *Investeringsfondsfrågor.*

Prop. 2006/07:115 *Ny lag om värdepappersmarknaden.*

Sirri & Tufano (1998), "Costly Search and Mutual Fund Flows". *The Journal of Finance*. Vol. 53, nr. 5 (oktober 1998), s. 1589–1622.

SOU 2015:62 *UCITS V – En uppdaterad fondlagstiftning.*

SOU 2015:2 *Värdepappersmarknaden – MiFID II och MiFIR.*

SOU 2012:67 *Förvaltare av alternativa investeringsfonder.*

SOU 2010:78 *Fondverksamhet över gränserna – Genomförandet av UCITS IV-direktivet.*

SOU 2006:50 *En ny lag om värdepappersmarknaden.*

SOU 2002:104 *Investeringsfonder.*

Strategic Insight (2011), *Fund fees in Europe: Analyzing investment management fees, distribution fees, and operating expenses*. Uppdragsrapport åt European Fund and Asset Management Association (EFAMA). Oktober 2011.

Wahal & Wang (2011), "Competition Among Mutual Funds". *Journal of Financial Economics*. Vol. 99, nr. 1, s. 40–59.

Bilaga 1 Beskrivning av datamaterialet

Tabell 16 **Antal fonder, sammanlagd fondförmögenhet och genomsnittlig förvaltningsavgift efter typ av fond, februari 2015**

Typ	Antal	Förmögenhet, mdkr	Förvaltningsavgift (inkl. indexfonder)	Förvaltningsavgift (exkl. indexfonder)
Allocation	483	2 731	1,32	1,32
Alternative	390	1 520	1,28	1,28
Commodities	28	41	1,13	1,17
Convertibles	49	362	1,17	1,17
Equity	2 544	12 286	1,41	1,45
Fixed Income	1 120	8 059	0,87	0,89
Miscellaneous	79	65	1,49	1,50
Money Market	122	3 540	0,38	0,38
Unclassified	12		1,19	1,19
Totalsumma	4 827	28 602	1,23	1,26

Anm.: De genomsnittliga förvaltningsavgifterna är oviktade.

Källa: Morningstar, egna bearbetningar.

Tabell 17 **Antal fonder, sammanlagd fondförmögenhet och genomsnittlig förvaltningsavgift efter registreringsland, februari 2015**

Land	Antal	Förmögenhet, mdkr	Förvaltningsavgift (inkl. indexfonder)	Förvaltningsavgift (exkl. indexfonder)
Andorra	3		0,72	0,72
Austria	5	14	1,18	1,18
Belgium	16	18	1,09	1,09
Bermuda	9	0	1,75	1,75
British Virgin Islands	3		1,09	1,09
Cayman Islands	5	20	1,85	1,85
Denmark	65	75	1,86	1,88
Estonia	9	2	1,86	1,86
Finland	133	336	1,38	1,42
France	60	1 201	1,10	1,29
Germany	5	145	1,19	1,19
Guernsey	7		1,04	1,04
Ireland	710	4 711	1,23	1,25
Jersey	1	0	1,50	1,50
Latvia	2	0	1,50	1,50
Lithuania	6	0	1,50	1,60
Luxembourg	2 847	17 227	1,24	1,26
Malta	13	4	1,96	1,96
Mauritius	3	0	2,00	2,00
Norway	81	244	1,22	1,28
Singapore	2	3	2,00	2,00
Sweden	711	2 760	1,13	1,18
Switzerland	1	0	0,80	0,80
UK	130	1 843	1,12	1,12
Totalsumma	4 827	28 602	1,23	1,26

Anm.: De genomsnittliga förvaltningsavgifterna är oviktade.

Källa: Morningstar, egna bearbetningar.

Tabell 18 Sammanlagd fondförmögenhet och antal fonder efter fondbolag, februari 2015

Fondbolag	Fondförmögenhet, mdkr	Antal	varav PPM	Fondbolag	Fondförmögenhet, mdkr	Antal	varav PPM
Aberdeen	412 566	61	13	J. Safra Sarasin	17 804	23	0
Ability Asset Management	45	1	0	Jabre Capital		1	0
Adrigo	1 608	1	0	Janus	57 465	30	0
Agentia	10 996	6	0	JPMorgan	2 209 188	143	8
Aktia	3 445	2	1	JRS	714	2	0
Aktie-Ansvar	7 250	15	3	Jupiter	63 565	18	0
Aktieinvest	2 624	1	1	Jyske Invest	8 802	33	0
Aktiva Fonder	434	2	2	Kempen	22 546	9	0
Alceda Fund Management	3 736	2	0	Kinetic Partners	15 798	1	0
Alcur		1	0	Kleinwort Benson		2	0
Alfakraft		5	0	KLP	18 400	11	0
Alger	5 510	3	0	Kotak	363	3	0
Alken	83 412	3	0	Kuylenstierna & Skog	325	1	0
AllianceBernstein	424 618	50	0	La Française AM	3 406	4	0
Allianz Global Investors	313 850	38	15	Lancelot	9 493	5	0
Allra	12 705	3	3	Lannebo	37 000	12	6
Alpcot	29	2	1	LCL Asset Management	90	1	0
Alquity		5	0	Legg Mason	159 454	45	0
Alsback Fund Management	3 499	1	0	Lemanik	29 017	3	0
ALTIOR Funds		1	0	LHV	236	1	1
American Century	347	2	0	Life Funds		2	2
AMF Fonder	114 217	12	12	Liontrust	671	3	0
Amundi	945 404	88	19	Lombard Odier	141 389	34	0
andbanc	123	1	0	Lundmark		2	2
AQR		1	0	Luxcellence		1	0
Arctic		5	0	Lynx	3 566	2	0
Argonaut Capital	1 458	2	0	Lyxor	9 391	13	0
Arisaig Partners	756	1	0	Länsförsäkringar	112 709	38	29
Artisan	13 483	5	0	M&G	821 595	36	0
Ashburton	403	1	0	Macquarie	7 380	5	0
Asia Growth Capital	379	1	0	MainFirst	17 236	8	0
Atlant		5	0	Maj Invest	3 011	2	0
Atlas	252	3	0	Marriott	614	1	0
Avanza	15 170	7	1	Max Mitteregger	150	1	0
Avaron	485	2	1	MDO Management	19 150	11	0
Aviatum		2	0	Meriden		3	0
Aviva	72 955	21	5	Merrant		2	0
AXA	429 492	78	8	Merrill Lynch	53 692	28	0
Bank Degroof	3 360	1	0	Métropole	22 329	2	0
BankInvest	31 901	13	0	Metzler	9 474	11	0
Banque de Luxembourg	61 903	20	13	MFS	251 283	32	0
Barclays		2	0	Mirae Asset	6 582	8	0

Fondbolag	Fond-förmögenhet, mdkr	Antal	varav PPM	Fondbolag	Fond-förmögenhet, mdkr	Antal	varav PPM
Baring	61 010	30	8	ML Capital	978	4	0
Belgrave	7 958	8	0	Mobilis		3	0
BlackRock	1 106 075	92	23	Mondial		6	0
BlueBay	278 573	23	0	Montanaro	14 142	2	0
BNP Paribas	487 749	184	13	Monyx	29 279	8	8
BNY Mellon	160 818	45	0	Morgan Stanley	413 066	47	16
BofAML	486	2	0	Movestic		20	0
Brevan Howard		1	0	MultiConcept	26 062	10	0
Brookfield	7 316	3	0	Muzinich	80 489	4	0
Brown Advisory	19 640	7	0	Natixis	40 146	20	0
Brummer & Partners	27 719	4	0	Naventi		7	5
Calamatta Cuschieri	968	3	3	Navigera	34 876	11	3
Calgus	74	1	0	Nektar	28 006	1	0
Callander	181	3	0	Nestor Fonds		1	0
Candriam	161 449	56	0	Neuberger Berman	147 023	21	0
Canosa Capital		1	0	New Capital Fund	16 292	8	0
Cantillon Capital Management		1	0	Nexus Investment Advisors	510	1	0
Capita Financial	2 295	2	0	NN	361 374	74	17
Capital Group	79 420	19	0	Nomura	48 427	17	0
Capital Strategy Funds	2 907	2	0	Nordea	836 362	136	16
Caprifol		1	0	Nordic Equities Kapitalförvaltning		3	0
Carlsson Noren		2	0	Nordkinn		1	0
Carmignac	458 714	10	0	Norron	6 158	5	1
Carnegie	39 339	17	12	Northern Star	682	4	0
Carnegie Fonder	57 262	13	12	Oddo Asset Management	18 464	2	0
Casa4Funds	275	1	0	Odey Asset Management	2 090	1	0
Case	2 465	3	0	ODIN	35 855	17	10
Castlestone Management		1	0	Old Mutual	58 977	22	0
Catella	39 942	11	5	OPM		5	1
CB	163	3	1	Origo Capital	200	1	0
CBL	167	2	0	Oyster	31 169	12	0
CCR		1	0	Pareto Forvaltning	3 641	4	0
Cerberus Associates		2	0	Peak Partners		4	0
Charlemagne Capital	5 593	8	0	Performa Fund		1	0
China AMC	3 358	1	0	Petersson & Wagner		2	2
Cicero	10 203	14	8	Pictet	537 746	73	24
Clients		4	0	PIMCO	768 490	44	0
Coeli	4 938	17	0	PineBridge	9 434	16	8
Comgest	68 313	14	0	Pioneer Investments	390 122	38	0
Compass Asset Management		1	0	Placerum		3	0
Concord	83	1	0	Plain Capital		4	0
Consultores Asset Management		1	0	Polar Capital	78 625	16	0
Conventum Asset Management	4 132	2	0	Principal	33 112	20	0

Fondbolag	Fond-förmögenhet, mdkr	Antal	varav PPM	Fondbolag	Fond-förmögenhet, mdkr	Antal	varav PPM
Coupland Cardiff Asset Management		3	0	PriorNilsson		4	2
CPR Asset Management	7 673	1	0	Prognosia	1 793	1	1
Credit Suisse	112 291	51	4	Prosperity Capital Management	7 636	3	0
Danske Invest	132 032	67	17	PSG	288	2	0
Davy		1	0	Putnam	8 688	5	0
DB X-Funds	59 874	20	0	QQM		1	0
DCI	37 263	4	0	Quesada		1	0
Deutsche Asset & Wealth Management	208 289	26	0	RAM	25 964	8	0
Deutsche Global Liquidity Series	280 844	3	0	RBS	41 429	31	0
Didner & Gerge Fonder	48 006	4	3	Renasset Management	1 573	6	0
Dimensional	71 862	19	0	Rhenman Partners	4 272	1	0
DNB	68 575	49	25	Robeco	50 154	4	0
Dodge & Cox Worldwide Funds	11 792	4	0	Ruffer	13 685	1	0
E.I. Sturdza Strategic	13 038	7	0	Russell	193 504	21	0
East Capital	15 204	11	8	RWC	38 909	9	0
Eastspring Investments	3 270	1	0	Sarasin & Partners	12 177	4	0
Eaton Vance	18 508	8	0	Schroders	869 238	114	0
Ecclesiastical		1	0	SEB	436 194	126	27
Edmond De Rothschild	79 871	9	0	Sector		1	0
Eligo		1	0	Seligson	8 253	8	6
Enter	8 513	9	4	Sensor Fonder	84	1	1
Entropics		1	0	Sentat		1	0
eQ	2 658	1	0	SFM		3	0
Erste Sparinvest	13 718	5	5	Shenkman capital		2	0
Eturn	2 148	3	0	Simplicity	5 913	9	9
Evli	42 634	21	15	Sjunde AP	282 800	2	2
F&C	24 451	26	8	SKAGEN	115 618	9	6
Fair Investment	314	1	1	Skandia	78 008	29	19
Fidelity	1 000 072	147	13	Société Européenne de Banque		1	0
FIM	27 162	33	14	Soderberg & Partners	34 474	16	3
Finasta	279	4	4	Solidar	453	2	2
First State	219 969	22	5	Solsten		1	0
Fisher Asset Management	10 219	2	0	Sparinvest	14 558	16	12
FMG	829	15	0	Spiltan	12 093	7	6
Fondita	6 171	6	6	SPP	132 330	20	17
Fort Global	376	1	0	Standard Life	534 564	22	0
Franklin Templeton	1 323 531	85	5	State Street	161 521	55	0
FundLogic	11 516	3	0	Stefnir	651	1	0
Fund-Market Research & Development	6 821	4	2	Stone Harbor Investment Partners	101 763	9	0
GAM	109 522	33	0	Storebrand	12 581	6	3

Fondbolag	Fond-förmögenhet, mdkr	Antal	varav PPM	Fondbolag	Fond-förmögenhet, mdkr	Antal	varav PPM
GaveKal	1 105	1	0	Storm		1	0
GFS	1 104	2	0	Strand		2	0
GLG Partners	59 003	25	0	Swedbank	772 063	99	51
GlobalReach Kestrel	1 882	1	0	Swiss & Global	244 655	71	0
Goldman Sachs	1 066 795	76	0	Systematic Capital Nordic	77	3	0
Gramercy	1 108	1	0	Systematiska	18 321	8	8
Granit Fonder	1 850	7	5	T Rowe Price	81 940	30	0
GustaviaDavegårdh	1 007	8	8	Taalritehdas	2 827	4	4
Handelsbanken	403 903	76	33	Tanglin	673	1	0
Healthinvest	160	2	1	Threadneedle	303 246	55	0
Henderson	231 719	32	0	TreeTop	3 604	1	0
Heptagon	28 826	8	0	Trigon	514	4	4
Hermes Fund Managers	41 260	10	0	Tt International	82	3	0
Holberg	14 293	7	6	Tundra Fonder	1 979	5	5
HSBC	531 403	48	0	UBP	855 749	34	0
Humle		2	0	UBS	647 763	141	26
ICA Banken		3	0	Unigestion	59 715	7	0
IFDS	2 124	2	0	Union Investment	168 026	15	0
Ignis	10 192	2	0	United Bankers	2 477	6	0
IKC Fonder	8 972	21	9	United Securities AB		4	0
Indecap	8 396	14	2	Universal-Investment	10 042	6	0
Independent Investment		3	3	Value Partners	13 843	1	0
Insider	878	8	7	VAM Funds		10	0
Insight	57 912	7	0	Vanguard	467 002	27	0
Intacta		2	0	Waverton Funds		1	0
Invesco	444 278	75	1	Wellington Management	117 783	26	0
Investec	179 080	31	0	Wells Fargo	6 464	17	0
Investerum		1	0	Winton Capital	8 550	3	0
IPConcept	716	1	0	Vontobel	134 116	29	0
IPM Informed Portfolio Management	4 008	5	0	World Wide Invest	39	1	0
IPV	26	2	0	VPBank		1	1
Iridian	13 455	1	0	Zmartic Fonder		3	3
Isbank		2	2	Ålandsbanken	8 296	21	11
J O Hambro	84 533	12	0	Öhman	23 741	27	19
J. Chahine Capital	4 767	2	0	TOTALT	28 602 489	4 827	806

Källa: Morningstar, egna bearbetningar.

Bilaga 2 Ytterligare deskriptiv statistik till den empiriska analysen i kapitel 6

Tabell 19 Korrelationsmatris för de oberoende kvantitativa variablerna i den empiriska analysen i kapitel 6

Variabel	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
Antal fonder (1)	1,00						
Fondförmögenhet (2)	-0,01	1,00					
Historisk avkastning (3)	0,06	-0,03	1,00				
Tracking error (4)	-0,13	-0,06	0,12	1,00			
Antal år (5)	-0,05	0,18	-0,49	-0,16	1,00		
Antal förvaltarförändringar (6)	0,27	-0,10	0,53	0,27	-0,63	1,00	
Antal innehav (7)	0,02	0,35	0,17	0,07	-0,15	0,07	1,00

Anm.: Exklusive indexfonder.

Källa: Morningstar, egna bearbetningar.

Tabell 20 Genomsnittliga förvaltningsavgifter med avseende på de oberoende binära variablerna

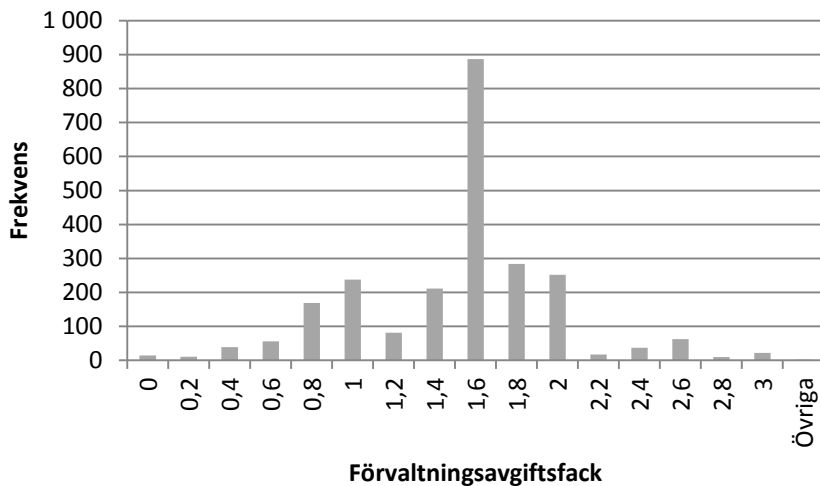
Variabel	Om "ja"	Om "nej"	N
Fond-i-fond	1,48	1,45	2 394
Premiepension *	1,44	1,34	307
Miniminvestering	1,38	1,56	2 394
Svensk storbankskoncern *	1,34	1,44	307
Specialiserad	1,46	1,46	2 298

Anm.: Exklusive indexfonder.

* endast Sverigeregistrerade fonder.

Källa: Morningstar, egna bearbetningar.

Figur 7 Histogram för den beroende variabeln (förvaltningsavgift) i den empiriska analysen i kapitel 6



Anm.: Exklusive indexfonder. N = 2 394.

Källa: Morningstar, egna bearbetningar.

Tabell 21 Deskriptiv statistik för den beroende variabeln (förvaltningsavgift) i den empiriska analysen i kapitel 6

	Värde
N	2 394
Medelvärde	1,45
Median	1,5
Standardavvikelse	0,49
Min	0,00
Max	5,00

Anm.: Exklusive indexfonder.

Källa: Morningstar, egna bearbetningar.

Fondmarknaden spelar en stor och viktig roll i det finansiella systemet. I Konkurrensverkets rapport *Konkurrensen på den finansiella tjänstemarknaden – inlåning, bolån och fonder* (2013:4) konstaterade vi att det fanns vissa problem med bristande kundrärlighet och trögörliga förvaltningsavgifter på den svenska fondmarknaden.

I den här rapporten har Konkurrensverket gjort en fördjupad analys av fondmarknaden för att ytterligare belysa marknads- och konkurrensförhållanden med fokus på kundrärlighet och fondavgifter.



Adress 103 85 Stockholm

Telefon 08-700 16 00

Fax 08-24 55 43

konkurrensverket@kkv.se

www.konkurrensverket.se