

# Yttrande

2020-02-14

Dnr

Bo Larsson

erfConsulting AB

Utsiktsvägen 24

645 42 Strängnäs

## Utredningen ”Ett bättre premiepensionssystem SOU 2019:44

### Sammanfattning:

**Generellt genomsyras utredningen av en övertro på att upphandling, lagreglering och valarkitektur löser alla problem.**

I delar som avhandlar juridisk formalia om styrning och upphandling finns en riklig analys i utredningen, men i de mer centrala frågorna för premiepensionen saknas ofta analys och endast ”tyckande” rättfärdigar förslagen. I det stora hela saknas en analys av vad som kan bli konsekvensen för den enskilda individen i premiepensionssystemet givet att man inte har förvalet. En förklaring till detta är att det finns en kraftig övertro på att upphandling, lagar och design löser ”alla” frågor och tänkbara (och otänkbara) problem som kan uppstå och därför saknas riskanalys av effekten av många av förslagen.

Nedan poängteras de punkter som befunnits är särskilt tunt analyserade och riskerar att innebära stora negativa konsekvenser för enskilda premiepensionssparare och där utredningsförslagen bör avslås/ändras. Många förslag beskrivs/läggs under flera underrubriker i utredningen och därför kan det saknas någon referens till något ställe alternativt att någon poäng kanske skulle länkats till annan punkt i utredningen.

### Avsnitt 5.2 Målformulering

Utredningen föreslår under 5.2.3 att ”...avkastning som är tydligt högre än förändringen av inkomstindex...” och ”...leverera en premiepension med låg volatilitet...” detta blir ett något meningslöst mål. Vad är tydligt? Vad är låg? Ett mål av denna karaktär är så pass ospecificerat att i princip alla utfall uppfyller det, till

exempel antyds i utredningen att premiepensionen levererat bättre avkastning än inkomstpensionen men från december 2000 till december 2013 ligger premiepensionsindex under inkomst-/balansindex, vilket kan anses vara en ansevärd period.<sup>1</sup> För att vara ett meningsfullt mål behöver det vara specificerat på ett för sparande relevant sätt. Till exempel på ett sätt snarligt Överskottsålet för statsbudgeten: ”riskjusterad genomsnittlig årsavkastning (eller annan period) mätt över X år ska överträffa genomsnittliga avkastningen på inkomstindex.

## **Avsnitt 5.5 Valarkitekturen**

En kraftig övertro på vad man kan åstadkomma med hjälp av design av valsystemet för premiepensionsspararna. Trots det beskrivs endast valarkitekturen i vaga termer och med ett översiktligt perspektiv men med skarpa slutledningar till vad den kan åstadkomma. Hur ska det gå till när premiepensionssparare som inte bör välja fonder själva ska förhindras att göra detta? Choi, Laibson och Madrian (2010) visar att till och med i genomsnitt välutbildade populationer i stor utsträckning misslyckas att göra enkla rationella val när det gäller sparande i fonder.<sup>2</sup> När välutbildad administrativ personal från Harvard, MBA-studenter från The Wharton School of the University of Pennsylvania och Harvard-studenter i ett experiment får välja maximalt 4 indexfonder, med hjälp av fondernas prospekt, för att fiktivt investera \$10 000 så misslyckas de med att göra det optimala valet. Deltagarna får behålla avkastningen av den fiktiva placeringen varför det är optimalt för dem att investera hela beloppet i fonden med lägst kostnad då samtliga fonder endast försöker följa S&P500 index så nära som möjligt. I experimentet valde nästan ingen att minimera avgiften, inte ens de som hävdade i debriefingen efter experimentet att fondavgiften var den viktigaste beslutsvariabeln! När deltagarna får tillgång till ett faktablad som sammanställt fondernas avgifter så väljer fortfarande ca 90% att inte minimera avgifter.

---

<sup>1</sup> Pensionsmyndigheten, (2018), ”Orange rapport 2017: Pensionssystemets årsredovisning”, red. Settergren, O., Pensionsmyndigheten.

<sup>2</sup> Choi, J., D. Laibson, and B. Madrian, (2010), ”Why Does the Law of One Price Fail? An Experiment on Index Mutual Funds”, *Review of Financial Studies*, 24:4, Oxford University Press.

Det är förmodligen omöjligt att konstruera en valarkitektur där det råder någon form av valfrihet där inte stora misstag görs av premiepensionsspararna. Detta missas helt i utredningen där istället en rad frågor löses med hjälp av en perfekt valarkitektur. Det är inte rimligt att anta detta utan att tydligt beskriva ett skarpt förslag på exakt detta ska se ut vilket inte görs. Som ett resultat bygger många av förslagen mer på ”hopp och tro” än saklig bedömning och analys.

#### **Avsnitt 5.5.4. Förvalsfonden måste vara valbar tillsammans med fonder från fondtorget**

Utredningen utgår felaktigt från att risk är endimensionell vilket leder till suboptimala slutsatser, inte bara avseende den här frågan. Förvalsfonden är uppbyggd kring tänket med den optimala pensionssparportföljen för medelsvensson passar alla (i viss mån samma ålder), dvs ”one-size-fits-all”, dock är risk mycket komplext och det är snarare så att ”one-size-fits-No one”. Dock kan förvalet anpassat för medelsvensson vara tillräckligt bra för många/de flesta, men precis på samma sätt som ingen kvinna födde 1,85 barn 2016, genomsnittliga födelsetalet i Sverige det året, så passar olika portföljer olika bra för olika personer (och förvalet kanske inte passar helt för någon precis som i fallet med födda barn). Till exempel är viss grad av ”Home-bias” rationellt när det inte råder fullt växelkursgenomslag på lokala priser, då växelkursrisken på konsumtionen blir betydande.<sup>3</sup> För någon som är relativt säker på att pensionen ska konsumeras i till exempel Frankrike är det rationellt att vara överviktad i fransk risk, på grund av såväl växelkursrisk som förändringar i regionala relativpriser. Det kan även finnas andra skäl till att ha portföljvikter som avviker från de optimala för medelsvensson, om man antar att 7e AP-fonden lyckas optimera förvalsfonden, till exempel beskriver Prof. John Campbell hur fondmäklare själva inte bör spara i aktier då deras lön är starkt korrelerad med aktiemarknaden vilket reducerar inkomstskyddet i sparandet.<sup>4</sup> Prof. Campbell trycker även på faktumet att investeringar i utländska tillgångar innebär växelkursrisk. Därmed måste det vara

---

<sup>3</sup> Larsson, B., och D. Nyberg, (2003), ”Can parameter uncertainty help solve the equity home bias puzzle”, *Ekonomia*.

<sup>4</sup> Kindahl, I., (2009), ”When households invest their pension money”, i *Orange report: Annual report of the Swedish pension system 2008*, red. Sundén, A., Försäkringskassan.

möjligt för premiepensionssparare att precis som idag kunna välja förvalet för att få den billigaste och bäst diversifierade portföljen men kunna krydda sin premiepensionsportfölj med till exempel extra ”land-risk” eller branschrisker för individer med annan exponering än medelsvensson.

## **Avsnitt 7. Specialfonder bör ej tillåtas i premiepensionen**

Utredningen anger i avsnitt 5 att premiepensionen är en del av socialförsäkringen och att socialförsäkring syftar till att ge ekonomisk trygghet, i fallet med premiepensionen vid ålderdom. För närvarande utreds (även brottsutreds) ett flertal fonder och fondförvaltare för bedrägerier på existerande fondtorg, redan tidigare har fonder avregistrerats för brott mot avtalet med Pensionsmyndigheten. En hel del av dessa misstänkta bedrägerier kommer ifrån påhittade priser och ersättningar som inte bedöms som marknadsmässiga. Detta trots att UCITS direktivet används där endast marknadsnoterade tillgångar tillåts. Detta kan bero på ett undantag att tillgångar som kan förväntas noteras på publik marknadsplats inom snar framtid får köpas av fonder.

Utredningen lever i någon tro att bara för att upphandling av fonder sker och någon form av övervakning kommer ske tillsammans med att en valarkitektur införs så kommer dessa problem undvikas framtiden. Detta är högst osannolikt:

Finansinspektionen missar enorma penningtvättshärvor trots att de har relativt få banker att övervaka, landsting köper stödstrumpor för tusentals kronor per styck, den nyligen havererade försörjningen av förbrukningsmaterial till flera landsting som upphandlats är endast några exempel på att misstag sker och fel begås (i vissa fall förödande) trots upphandling och övervakning. Med mindre än att Staten tar på sig att ersätta dem som valt från premiepensionens fondtorg när bedrägerier upptäcks, måste prio 1 vara att skapa ett system där riskerna minimeras genom att handel med ”fusk-tillgångar” och eventuellt till ”påhittade” priser för att kunna ta ut dolda avgifter förhindras. Ingen analys i utredningen finns hur risken för bedrägerier påverkas genom att tillåta ännu mer löst reglerade fonder: så kallade specialfonder. Utredningens analys/skäl för detta är endast att det ökar valfriheten. Istället bör tillåtna typer av fonder stramas upp så att endast marknadsnoterade tillgångar får handlas. Dessutom endast om notering på tillräckligt likvida/genomlysta

börser/listor, t.ex. kan man fundera över vikten av derivat i pensionsportföljer då deras främsta fördel är vid korta placeringshorisonter.

Utredningen skriver att målet att möjliggöra högre pension har uppfyllts men nämner inget om dem som förlorat potentiellt sett stora delar av sitt premiepensionskapital i till exempel Falcon Funds. Då garantipensionen inkomstprövas mot antagandet att även premiepensionen investeras i inkomstpensionen så kompenseras inte detta bortfall för dem med låga pensioner och det kan finnas individer som får stor sänkning av framtida konsumtionsmöjligheter på grund av låg premiepension.<sup>5</sup> Det vill säga: den förväntade ekonomiska tryggheten urholkas vid tillåtande av specialfonder som ökar möjligheten till de bedrägerier som redan idag misstänks.

Andra socialförsäkringar vid ålderdom som äldreförsörjningsstöd och bostadstillägg inkomstprövas vilket öppnar dörren till "limited liability" problem. Vid låg intjänad pension nära inkomstgränserna finns incitament att välja tillgångar med extremt hög förväntad avkastning: om investeringen går hem → högre pension, om investeringen går back → äldreförsörjningsstöd och/eller bostadstillägg. Därmed finns anledning att ha restriktioner på vilka tillgångar som får handlas av fonderna på premiepensionens fondtorg för att förhindra redan på designnivå att dessa "free-riding" problem uppstår.

### **Avsnitt 12.3.1 (12.3.2 osv.). Vid införande av upphandlat torg/byte av fonder på torg ska om inte premiepensionsspararen väljer fonder kapitalet placeras i förvalet (alternativförslaget 12.4.4)**

Två problem som utredningen missar att belysa/analysera är: 1, risken att medel överförs till en "ineffektiv" fond (möjligen även korrupt fond), 2, konkurrensfrågor.

Problem 1, det har uppdagats flera fall av misstänkt bedräglig/icke-professionell förvaltning av vissa fonder i Premiepensionens fondtorg varför risken att någon fond kan vara direkt olämplig inte är negligierbar. Vem står risken vid ett fall där

---

<sup>5</sup> Försäkringskassan, (2008), "Avräkningen av garantipension mot premiepension" dnr 50109-2008-FUP.

myndigheten överfört kapital till en fond som ex post visar sig vara ”icke-effektiv”? Vem täcker de förluster som uppstår? Premiepensionsspararen har ju inte själv valt och bör därför inte heller belastas för förluster orsakade av myndighetsbeslut (det vill säga någon form av negativ accept)?

Problem 2, givet att reell valfrihet (utredningens definition) uppnås finns fler än en fond i varje slag, att då föra kapital till en av dessa borde innebära ett otillbörligt gynnande av enskild näringsidkare. (Belyses av utredningen men via hög grad av komplexitet och det kommer vara stora problem med reell objektivitet.)

När fonder försvinner på grund av de rullande upphandlingarna (och vid sjösättningen av systemet) eller andra orsaker bör medlen alltid flyttas till förvalet om inte premiepensionsspararen väljer ny upphandlad fond. Därefter kan premiepensionsspararen senare flytta sina medel till önskad fond. Det löser båda beskrivna problemen ovan men också problemet som diskuteras i utredningen med att fastställa vilken fond som är ”mest lik” fonden som försvinner. Alternativa förslaget i punkt 12.4.4 är därmed optimalt givet forskning och historien. Utredningen påstår att premiepensionssparare skulle få annan risk än de valt med detta alternativ, det är måhända riktigt men utredningens förslag minskar inte problemet för dem det är relevant för, då de kommer välja i alla fall. Men alternativ 12.4.4 innebär en enorm förbättring för individer som lurats in i ett val av olika anledningar. Detta följer av att de som valt av ”fri vilja” kommer vara aktiva även denna gång och välja nya fonder, övriga är med stor sannolikhet ”Sjanshajade” till sitt sparande via oseriösa telefonförsäljare eller missriktade informationskampanjer varför deras ”valda” risk sannolikt inte reflekterar deras önskade risk.

Utredningen lyfter även som argument att en ökad koncentration till förvalet minskar stordriftsfördelarna på fondtorget. Men det kan inte vara statens uppgift att utnyttja väl befästa beteendegenskaper hos premiepensionsspararna att subventionera ett fondtorg för premiepensionssystemet: det vill säga att människor inte tenderar att välja utan stannar kvar i ”defaulten”. Det går inte rättfärdiga att många premiepensionssparare ska ha ett dyrare alternativ bara för att subventionera ett fåtal som vill välja aktivt: av de som en gång valt fonder är det väldigt stor andel som

aldrig gjort någon omplacering vilket tyder på att de valt det som vid lanseringen framställdes som ”defaulten” och inte egentligen hade intresse av att engagera sig i portföljförvaltning av sin framtida pension. Utredningen påtalar i kapitel 5 hur viktigt det är att endast de som kan anses kompetenta nog ska välja fonder själva, det blir då högst märkligt att en stor del av dem som ”lurats” att välja via informationskampanjer/reklam eller telefonförsäljning ska få likvärdiga alternativ istället för förvalet enbart för att mycket kapital ska finnas på fondtorget. Mellan 1995 och 2011 visar Engströms analys att 2,5% av spararna har en negativ internränta som är lägre än -1%<sup>6</sup>. De är således direkt olämpliga att förvalta sitt premiepensionssparande (minskat med cirka 15 procent eller mer för dem som varit med hela perioden), det är svårt att uppnå så låg avkastning vid en så lång placering. Dessutom köps nya fondandelar till lägre priser efter kursfall som genererat kursförluster varför det blir ännu svårare att uppnå så låg avkastning. Premiepensionssystemets fondtorg kan inte främst vara till för att några få som vill välja ska få lägre kostnader på bekostnad av andra, och/eller att det ska generera vinster hos fondbolag utan för att framtida pensionärer ska få högre pension. Utredningens förslag under punkt 12.3.1 är därför olämpligt och bör istället vara alternativet under 12.4.4.

### **Avsnitt 13.5. Placering av ansvaret för valarkitekturen bör vara på Pensionsmyndigheten ej på en ny myndighet som ej har kontakt med premiepensionsspararna**

Kontakten med premiepensionsspararna sker på Pensionsmyndigheten idag och föreslås fortsätta ligga där av utredningen. Därmed har de den största kännedomen om premiepensionsspararna och därför bör ansvaret för designen av valarkitekturen ligga där. Som skäl för att valarkitekturen ska ligga på nya myndigheten anges kostnad för dubbla kompetenser och lönekonkurrens. Men det finns endast en svag anknytning mellan upphandling av fonder och förvaltning av sparmedel å ena sidan och design av ”retail-system” å andra sidan. Därmed finns inga vinster genom att dela upp funktionen för premiepensionsval på två ställen med risk för behov av dubbla funktioner. Dessutom är informationsöverföring aldrig perfekt mellan

---

<sup>6</sup> Engström, S., (2013), ”Vägval för premiepensionen”, Ds 2013:35.

organisationer: med den föreslagna uppdelningen blir nya myndigheten i viss mån blind för beteendet hos de försäkrade då de ej har någon kontakt med dem.

Beteendeproblematiken inom ekonomiska val och förvaltning av kapital är inte speciellt intimt förknippad tvärt emot vad utredningen hävdar. Problemen för ekonomiska agenter att välja är generella för alla val som människor gör och därmed mer intimt förknippad med kontakten med de försäkrade som föreslås ligga på Pensionsmyndigheten: därmed bör även ansvaret för valarkitekturen finnas där. Det finns väldigt lite gemensamt mellan den prisbelönta forskningen av till exempel Engle och Merton å ena sidan (finansiellt relaterad) och av Kahneman å andra sidan (beteendebaserad inom val och nyttoteori), bara för att nämna några exempel.<sup>7 8 9</sup> Varför det därför skulle finnas några ”stordriftsfördelar” eller lägre lönekonkurrensrisker genom att lägga ansvaret för valarkitekturen på den nya myndigheten istället för Pensionsmyndigheten är högst oklart. Snarare finns en risk att skapa en renodlad höglönemyndighet genom att lägga två profilerade områden med liten eller ingen gemensam nämnare på en myndighet: beteendeforskning blir profilerad i och med att den blir forskningsrelaterad och kapitalförvaltning är redan i dagsläget en profilerad karriär via sin höglöneprofil. Risken finns då att ett förväntat fall i löner på kapitalmarknaden (på grund av den snabba IT-utvecklingen inom kapitalförvaltning) inte slår igenom på myndigheten då allmänna nivån skulle riskera upprätthållas av fortsatt höga löner inom beteendefältet.

---

<sup>7</sup> Kungliga Vetenskapsakademin, (2003), ”Ekonomipriset 2003”, Pressmedelände, Kungliga Vetenskapsakademin.

<sup>8</sup> Kungliga Vetenskapsakademin, (1997), ”Sveriges Riksbanks pris i ekonomisk vetenskap till Alfred Nobels minne 1997”, Pressmedelände, Kungliga Vetenskapsakademin.

<sup>9</sup> Kungliga Vetenskapsakademin, (2002), ”Ekonomipriset 2002”, Pressmedelände, Kungliga Vetenskapsakademin.