



# Handelshögskolan

GÖTEBORG UNIVERSITY

Centre for Finance

**Centre For Finance**  
**Institutionen för Nationalekonomi och Statistik**  
Handelshögskolan vid Göteborgs universitet  
Vasagatan 1  
Box 640  
405 30 Göteborg

14 februari, 2020

Socialdepartementet  
103 33 Stockholm  
s.r.emissvar@regeringskansliet.se

SUBJECT: Remissvar avseende Ett bättre premiepensionssystem (SOU 2019:44)

Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet (HHGU) genom Evert Carlsson vill överlämna följande remissvar avseende Ett bättre premiepensionssystem (SOU 2019:44)- Utredningen.

## Inledning

Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet (HHGU) lämnar följande synpunkter på rubricerat betänkande. Samtliga sidreferenser avser Utredningen om inte annat anges vidare är fetmarkerad text i citat vår markering. För att underlätta referenser till Utredningen så sammanfaller huvudrubriker och deras numrering i remissvaret med Utredningen.

HHGU vill också skicka med följande lilla observation. Bland de internationella kollegor man möter inom "finans / pension" finns det en stor beundran för det effektiva PPM-systemet och speciellt det belånade förvalsalternativet. Vi är alla stort tack skyldiga till dess konstruktörer.

## Sammanfattning

1. HHGU anser att Utredningens förslag går för långt och skulle innebära en radikal omläggning av PPM-systemet, minska de stora fördelar som finns idag och allvarligt snedvrider konkurrensen på fondmarknaden.
2. HHGU anser att upphandling av fonder med den teknik som Utredningen föreslår är direkt felaktig. Det finns en stor risk att bra fonder systematiskt utesluts.

3. HHGU anser att den valarkitektur som föreslås ej kommer att leda spararen till välgrundade val.
4. HHGU anser att de åtgärder som nyligen har initierats inom PPM (storlek på fonder, historik, relativandel av icke-PPM-sparare i PPM-fonder) löser flera av de problem Utredaren pekar på med avseende på kontrollerbarhet.
5. HHGU anser de åtgärder som nyligen har initierats inom PPM skall utvärderas innan ytterligare åtgärder initieras för att spårbarhet skall möjliggöras.
6. HHGU ställer sig bakom förslaget om krav på hållbarhetsinformation,
  - (a) dock bör gälla att för de fonder vilka ej förvaltar med hänsyn till hållbarhetsaspekter (typiskt indexfonder) skall informera om detta men ej uteslutas från fondtorget.
7. HHGU anser att Utredaren ej har visat att nuvarande antal fonder inom PPM-systemet leder till systematiskt felaktiga portföljval eller att kostnaderna märkbart ökar.
8. HHGU anser att givet att Utredarens förslag vinner gehör skall myndigheten(rna) för upphandling stå under Finansinspektionens tillsyn samt att Finansinspektionen skall speciellt utvärdera kriterier för upphandling och utfall.
9. HHGU anser att givet att Utredarens förslag vinner gehör skall myndigheten för upphandling delas mellan de fyra buffertfonderna i AP-systemet

## 4 Bakgrund

Under drygt 20 år har premiepensionssystemet varit föremål för mycket diskussion. Ett stort antal statliga utredningar och promemoria har analyserat fondval, marknadsföring, kostnader, hållbarhet, lämplig storlek på fonder, andel icke-PPM-sparare, telefonförsäljning, signeringsvillkor för fondbyten, *etc*. Man kan antagligen hävda att få frågor av relativt liten betydelse har analyserats så mycket av så många. De stora frågorna kring pension iform av: i allmänhet för låga pensioner speciellt för de med låga inkomster, stora incitaments problem för de med i huvudsak inkomstpensioner, inkomster vilka ej är pensionsgrundande, *etc* har inte tilldragit sig motsvarande intresse.

### 4.2 Det svenska pensionssystemet

Följande citat med min fetmarkering är en viktig utgångspunkt.

"Det svenska pensionssystemet består av flera delar. En del utgörs av det skattefinansierade grundskyddet som består av bostadstillägg för pensionärer, äldreförsörjningsstöd och garantipension. **Grundskyddet syftar till att säkerställa en tillräcklig ekonomisk standard även för de pensionärer vars övriga pensionsinkomster är låga.**" (s. 171)

Utredningen noterar därför att det finns ett grundskydd som ger tillräcklig ekonomisk standard även om pensionen blir låg, dvs. försäkringsmomentet är tillgodosett utanför PPM.

Sparandet i det allmänna pensionssystemet är 18.5% av pensionsgrundande inkomst varav 2.5 procentenheter till premiepensionen (PPM) samt för de flest a<sup>1</sup> minst 4.5 procentenheter i tjänstepension. Av tjänstepensionen kan typiskt hälften allokeras av den enskilde, dvs. 4.75 procentenheter eller mindre än en fjärdedel av varje års sparande. Det är därför en "liten" del av det totala pensionssparandet som kan allokeras av den enskilde och än mindre andel- } eller drygt en tiondel om vi enbart betraktar PPM. Det är denna tiondel av pensionssparandet som Utredningen berör.

I en annan utredning *Förväntningar på premiepensionen*<sup>2</sup> antas PPM avkasta 3.25% reallt att jämföra med inkomstpensionens löneindex om 2% reallt. Under dessa antaganden skulle PPM utgöra som mest dryga 17% av det totala kapitalet vid pensionstillfället<sup>3</sup>

## Premiepensionssystemets syfte

Det utan jämförelse viktigaste syftet med PPM var att:

"...möjliggöra högre avkastning genom investeringar på kapitalmarknaden och att **bidra till riskspridning**" (s. 172)

Riskspridning eller diversifiering var den viktigaste orsaken bakom tillkomsten av PPM och här har onekligen systemet varit framgångsrikt. Utredningen pekar på att även andra skäl låg bakom såsom att skapa engagemang och mer aktiva sparare. Även om någon kan ha haft sådana ambitioner med systemet måste de betraktas som underordnade och till och med tveksamma. Speciellt gäller det förväntan kring den enskildes aktivitet och att "*viljan att välja (var) lägre än vad som antagits.*" (s. 182)

Utredaren hänvisar därefter att det är det stora utbudet av *fonder gör att spararen avstår från att använda sin valfrihet*. Det är tveksamt eller ej visat att det är det stora antalet fonder som är orsaken till inaktivitet. Det är tvärtom så att det är helt rationellt för vissa

<sup>1</sup> För de som omfattas av kollektivavtal eller med liknande försäkringsavtal och med inkomster under 7.5 inkomstbasbelopp. Vi bortser här från det privata sparandet.

<sup>2</sup> SOU 2005:87 s. 148.

<sup>3</sup> Under antagande om maximal pensionsgrundadeinkomst från 25 till 65 års ålder.

sparare att ej göra några val under en stor del av sin sparperiod. Det sparade kapitalet är helt enkelt för litet för att motivera transaktions- och inlärningskostnaderna samtidigt som fonder med belåning (t.ex. icke-valalternativet) under en mycket lång period av sparande för flertalet är det rationella valet då riskandelen (aktier) utgör en liten andel av den totala portföljen av tillgångar.

## 5 Mål och valarkitektur för premiepensionssystemet

Den nuvarande pensionsöverenskommelsen härstammar från utredningen *Reformerat pensionssystem*<sup>4</sup>, där man konstaterar att:

"en ökad riskutjämning och **möjlighet för enskilda att påverka hur medlen förvaltas**. Dessa motiv ansågs **väga tyngre än** de nackdelar i form av ett mer komplicerat system och **större spridning i utfall mellan individer** som ett premiereservsystem för med sig." (s. 191-192)

Utredaren noterar också att:

"Målet för premiepensionssystemet ska alltid ta sin utgångspunkt i att leverera en så bra försäkring som möjligt, där **enbart sparares och pensionärens intressen är i fokus**. Andra intressen kan förvisso beaktas, men enbart om sådana inte är till nackdel för sparare eller pensionärer. Det innebär till exempel att **premiepensionssystemet inte ska utformas för att främja tillväxt i svensk ekonomi eller genom andra ekonomisk-politiska mål**."

Denna formulering tydliggör ett mycket starkt bivillkor för förvaltningen inom PPM, dvs. hänsyn skall endast tas till förväntad risk och avkastning för spararna.

Utredaren har en utläggning (s. 197) kring det *moral hazard* problem som eventuellt uppkommer om en sparare tar hög risk betingad av vetskapen om eventuell garantipension och bostadstillägg utifall pensionen blir lägre p.g.a. den högre risken. Mot detta kan anföras att det får ej ha en betydelse enligt det tidigare anförda samt att PPM utgör en så liten andel av den totala pensionen att det snarast är den låga avkastningen från och kontributionen till inkomstpensionen som är problemet.

Utredaren gör sedan det så vanliga tankefelet att det är: "*högre risk i förväntan leder till högre avkastning*" (s. 197); när det är så att högre avkastning i förväntan endast kan skapas genom högre risk.

---

<sup>4</sup> SOU 1994:20

Utredaren uppehåller sig sedan kring vad han anser vara en avsaknad av andra mål, vilka han anser bör vara:

1. hög kvalitet som ger trygg pension<sup>5</sup>,
2. högre förväntad avkastning än inkomstindex samt
3. låg volatilitet.

Utredaren utvecklar vad han avser med låg volatilitet under utbetalningstiden, där "*Ett tänkbart riktmärke på hur stor variationen i premiepensionsbeloppen bör vara kan dock ta sin utgångspunkt i inkomstpensionens variation*" (s. 201).

Variationen i utbetalningar från PPM och inkomstpensionen kommer i huvudsak <sup>6</sup> från hur avkastningen i respektive tillgång varierar. Att risken i PPM skulle begränsas till att motsvara volatiliteten i inkomst pensionen <sup>7</sup> är helt orealistiskt. Det innebär i praktiken att aktieandelen i PPM reduceras till noll under utbetalningsperioden.

Detta är ett i raden av fel som Utredaren gör. Det avgörande är istället hur stor andel av det totala pensionskapitalet som PPM utgör samt vilken riskaversion individen har. Det inses lätt att för t.ex. för de flesta statligt anställda som tills nyligen i huvudsak hade en förmånsbestämd tjänstepension garanterad av SPV, dvs. i princip en realränteobligation garanterad av staten; där utgör PPM en viktig komponent för aktierisk. Därför skall aktieandelen i PPM för de flesta med statlig anställning vara 100% även under hela pensioneringen. Det är också lätt att konstruera exempel där målet borde vara det motsatta. Låg volatilitet i PPM sett i isolering bör därför ej vara ett mål.

Det är säkert så att den förväntade avkastningen för PPM är högre än inkomstindex men det är ej ett lämpligt krav eller mål. För att en tillgång skall vara attraktiv ur spararens perspektiv räcker det om avkastningen är tillräcklig i förhållande till den diversifiering som skapas vilken igen är individberoende.

## 5.2.4 Valfrihet och kvantitativa mål

Utredarens nya måf med avseende på avkastning och risk för hela pensionssystemet ar 1 konflikt med den enskilde spararens intresse. Det är ju själva avsikten att beroende på en rad individuella karakteristika vilka under tid utvecklas olika för olika individer ej skall leda till samma portföljval *ex ante*. Därmed kommer det att bli variation i PPM-utfall *ex post*.

Istället för att underlätta de olika individuella valen så vill Utredaren tvinga fram en likformighet genom en komplicerad valarkitektur. Utredaren vill också genom upphandling

<sup>5</sup> Vi återkommer till det första målet senare.

<sup>6</sup> Förändringar i överlevnadssannolikheter påverkar också men är förhållandevis små.

<sup>7</sup> Speciellt som den sk. bromsen ej tillåts att slå in omgående utan utjämnas under tre år.

"liksom andra försäkringsgivare inom exempelvis tjänstepensionen sortera bort fonder som bedöms ha lägre sannolikhet än andra att generera god avkastning" (s. 205).

Vi återkommer till hur sannolikt det är att genomföra en dylik sortering och stannar vid att försäkringsgivare har ofta mer lättbegripliga och kvantifierbara skäl för sina urval t.ex. hur lönsamma fonderna är för försäkringsgivaren.

### 5.2.6 En särskild utbetalningsprodukt behöver utredas

Utredaren föreslår att en speciell produkt skall tas fram med sikte på utbetalningsfasen. Inte helt oväntat skall volatiliteten reduceras genom successiva omplaceringar med avseende på ålder. Ålder kan ingå som en av flera komponenter i ett sådant råd. Dock en förändring i risk (aktieandel) utan att hänsyn tages till hur övriga pensionstillgångar kan anpassas är direkt olämplig. En dylik tjänst bör lämpligen lämnas åt rådgivare vilka har tillgång till hela pensionskapitalet och under vilka restriktioner förändringar kan göras.

### 4.1.7 Förvallets roll för att uppnå målet

En av de röda trådarna i Utredningen är ambitionen att minska antalet fonder. Speciellt gäller detta fonder vilka är likartade då det skapar en "dyr form av valfrihet". Det må vara sant givet att vi *ex ante* vet vilka de bra fonderna är genom: "upphandlingen syftar till att välja ut de bästa fonderna innebär ett fondtorg utan alltför lika fonder idealt sett att de sämre väljs bort." (s. 209)

Givet att det fanns en metod som med tillräckligt hög sannolikhet skulle kunna göra detta urval så är den rimliga prognosen att kostnaden för en sådan urvalstjänst motsvarar en stor del av förädlingsvärdet.

Från vad som utvecklas i Utredningen att man bl.a. skall betrakta kostnader, historisk risk och avkastning.

Tyvärr har vi ingen kunskap om vilka fonder som framgent kommer att vara bra. Statistiska försök till utvärdering har inte den precision som krävs<sup>8</sup>. Har vi sedan förnärvarande cirka 500 fonder på fondtorget inses att antalet felaktiga upphandlingar kommer att vara stort. Då rabatterna redan idag är så stora inom PPM torde den valfrihet som här åsyftas ej vara speciellt dyr.

Utredaren vill också att "metodiken för urval av fonder inom tjänstepensionen kan tjäna som förebild" (s. 209). Vi håller med om att denna metod är en bra metod av följande helt fun-

<sup>8</sup> Antag att vi skulle tvingas att från en årlig avkastningsserie kunna göra en utsaga med 95% konfidens att en fond är 1% bättre än en annan fond. Hur många årsobservationer(n) behöver vi för en dylik precision om den underliggande marknaden har en volatilitet om 20%(a) (ungefär svenska aktier).

$1 - \alpha = 1\% \implies (196 \cdot 0.2)^2 = 1500$  år.

damentala skäl. Låt oss använda Collectum vilka ansvarar för de privata tjänstepensionerna som ett exempel.

Försäkringsgivaren kommer till Collectum att erbjuda en rad olika fonder vilkas syfte är att på ett kostnadseffektivt sätt definiera en sk. effektiv front. Det är därför kombinationen av en rad olika fonder vilka med hänsyn till alla samvariationer<sup>9</sup> som ger ett fondutbud från en försäkringsgivare. Collectum kommer på detta sätt att upphandla ett fondutbud från flera försäkringsgivare där det samlade utbudet över samtliga utvalda försäkringsgivare blir utbudet på fondtorget. Det är därför snarast troligt att PPM med denna upphandlingsmetod skulle få "likartade" fonder i samma kategori, t.ex. en Sverigefond från både Nordea och SEB osv.

PPM skulle därför erbjuda ett antal likartade fonder och överlåta valen och ansvaret till den enskilde / rådgivaren och konkurrensen mellan fonder givet att spararen vill avvika från förvalet.

Denna metod och förebild förkastas däremot lite senare i Utredningen, varför vi går igenom det här.

#### **5.4 Är tjänstepensionens arbetsätt och avtalslösningar ändamålsenliga för upphandlingen av fonder till fondtorget för premiepensionen**

Utredaren vill ej göra en upphandling av ett fondutbud som föreslagits i det föregående. Istället skall den nya myndigheten upphandla enskilda fonder istället för fondutbud från fondbolag / försäkringsgivare. Argumenten är att:

Den nya myndigheten ska upphandla fonder, inte försäkringsgivare, till fondtorget för premiepensionen. De senaste årens händelser på premiepensionens fondtorg har visat att det faktum att fondförvaltarna och fonderna i premiepensionssystemet har stått under **tillsyn av Finansinspektionen** eller av tillsynsmyndigheten i hemlandet enligt UCITS regelverket **inte har varit tillräckligt** ....Av den anledningen krävs för att uppnå ett tryggt och kontrollerat fondtorg att det ställs **mycket längre gående krav** på fondförvaltarna och fonderna avseende kvalitet och kontrollerbarhet i upphandlingarna än vad som görs inom ramen för tjänstepensionsavtalen. (s.254)

Det är märkligt att den samlade kunskap och mångåriga erfarenhet som finns hos fondbolag / försäkringsgivare under upphandling samt hos Finansinspektionen som har att utöva tillsyn

---

<sup>9</sup> Uppskattningar av framtida samvariationer från historiska data har betydligt högre förklaringsvärde än försök till att uppskatta avkastningar från historiska data. Jfr. bra exempel i Sharpe **VV**. F. Investors and Markets, s. 202.

över samtliga fonder hos alla fondbolag skulle vara otillräcklig jämfört med en nystartad myndighet. Påståendet har inte trovärdighetens prägel.

Redan beslutade åtgärder inom PPM-systemet kring storlek på fonder, historik och andra sparare än PPM-kunder adresserar Utredarens krav på ökad kontrollerbarhet.

#### **5.4 Den beteendekonomiska forskningen belyser brister i premiepensionssystemets konstruktion**

Utredaren har en stor tilltro till vissa resultat inom beteendekonomisk forskning och dess effekter på PPM-valen. Genomgående så bygger dessa resultat på observationer och experiment snarare än en sammanhängande teori. Det är helt säkert så att avvikelser från resultaten från klassisk finans finns i många valsituationer men att därifrån komma till slutsatsen att individer systematiskt uppvisar irrationalitet som är avgörande för deras nytta är att gå för långt.

Tidigare har vi nämnt att den låga frekvensen av reallokeringar inte nödvändigtvis betyder att folk är irrationella. Det är klart att olika individer har olika kunskap och förmåga att göra informerade val. PPM torde inte vara unikt i detta avseende. Utredaren hävdar dock vidare att:

"Många pensionssparare har betydande **svårigheter att analysera helheten** i sin ekonomiska situation. Att **utvärdera sitt humankapital**, sitt övriga pensionssparande, det övriga sparandet och de övriga tillgångarna och skulderna och utifrån detta bilda sig en uppfattning om sin riskpreferens just i valet av premiepensionssparande är en svår uppgift för de flesta. Det beror bland annat på ointresse, bristande analytiska kunskaper och bristande kunskaper om faktiska tillgångar och skulder, men sannolikt även på fundamentala förhållanden som genuin osäkerhet." (s. 216)

Vi håller med om detta påstående. Det är dock så att individens riskpreferens ej är beroende av hur vårt sparande och skulder är sammansatta däremot kommer individens exponering mot riskabla tillgångar bero på både riskaversion och tillgångarnas sammansättning. Utredaren pekar precis på vad vi tidigare har framhållit att: endast en kunnig och oberoende rådgivare med hela bilden av individens pensionstillgångar kan ge råd kring pensionssparande. Samma tveksamhet som Utredaren känner inför att individen skall klara av portföljval utan information kring övriga pensionstillgångar, humankapital eller riskaversion, känner vi inför en valportal vilken endast skall täcka PPM tillgångarna. Resultatet av så illa underbyggda val kan göra stor skada.



## 5.5 Valarkitekturen är nyckeln till ett välfungerande premiepensionssystem

Valarkitekturen är tänkt att fungera i följande steg:

1. ett förval,
2. en möjlighet att välja risk inom ramen för förvalet, det vill säga inom ramen för statlig förvaltning,
3. en möjlighet att välja kategori och
4. ett fondtorg med upphandlade fonder. (s. 230)

Ett bra förval eller icke-valalternativ finns redan idag och innebär ingen skillnad. Val av risknivå är betydligt mer problematiskt och kan visas genom följande exempel. För en individ med lång tid kvar till pension kommer en räntefond med kort löptid att vara en mycket riskabel tillgång enär framtida sjunkande räntor leder till att den tänkta pensionen ej kan realiseras. Däremot kommer samma fond att uppvisa en låg risk (standardavvikelse) i samtliga beskrivningar av fonden. Analogt skulle en räntefond med lång löptid vara förknippad med låg risk för samma individ men samtidigt skulle fonden vara klassad som en fond med hög risk. Risk är därför ett begrepp som ej kan tillämpas generellt på fonder oaktat vilken individ som avses. Igen ser vi att det är endast med information om individens karakteristika (där återstående tid till pensionering endast är en karakteristika) som informerade val kan göras. En valportal designad av en myndighet skapar ett stort ansvar för myndigheten och en illusion åt spararen att de resulterande portföljvalen är välgrundade.

**"Genom att ta in privata fonder på ett statligt fondtorg inom ramen för en obligatorisk socialförsäkring är det rimligt att pensionsspararna uppfattar att staten tagit ett särskilt ansvar för fondernas kvalitet och sundhet som går utöver det som följer av det näringsrättsliga regelverket".**  
(s.360)

Den individ som trots förvalen och som kan uppfylla olika kunskapskrav får sedan en möjlighet att välja bland olika kategorier. Dessa kategorier är tänkta att representeras genom olika regionala indexfonder. Kategorierna skall reflektera spararnas efterfrågan samtidigt föreslår Utredaren att det är *"tillgångsslag uppdelat på sektorer som förklarar den övervägande delen av utfallens variation och avkastning"* (s.231).

Utredaren visar i en tabell (Tabell 18.3 s. 620) hur kategorierna i PPM är definierade. Av tabellen framgår att endast 49 av 506 fonder eller 85 MDR av 752 MDR är sk. sektorfonder.

Vi kan därför utifrån spararnas val notera att det finns idag 35 kategorier varav endast *cirka* 10% har den karaktär som Utredaren föreslår.

Därefter och utan något stöd föreslår Utredaren att förvalet skall vara en "tillväxtportfölj" (s. 233) utan möjlighet till daglig handel och värdering. Anledningen till att ej kräva daglig handel är att förvalet skall investera i sk. "långsiktiga alternativa investeringar". Alternativa investeringar öppnar dörren för fonder innehållande en stor variation av onoterade bolag utan likviditet och där problem med kostnader för förvaltning och incitament är legio. Denna typ av fonder skulle kanske finnas öppna (om ens då) för den mest avancerade bland sparare. Det är ingen tillfällighet att ingen av dagens försäkringsgivare erbjuder dessa fonder i sina tjänstepensionsportaler. Det är därför direkt olämpligt att erbjuda dem inom PPM och än mindre lämpligt att ha dem som ett förval för den oinitierade.

Utredaren har också felaktigt tagit fasta på att det ej skall gå att lösa in fondandelar på daglig basis. Det är ett precis lika stort problem med inflöden till fonden. Inflöden skall investeras i de av förvaltaren valda bolagen (värdepapperna) det skapar i princip samma problem för fonden oaktat om flödena är positiva eller negativa till fonden. Förslaget är direkt skadligt.

Utredaren vill också ta bort kravet för icke-EES<sup>10</sup>-basera de alternativa investeringsfonder att beviljas Finansinspektionens tillstånd innan PPM-medel placeras i fonden <sup>11</sup>. Det är lite svårt att se skälen för varför dessa fonder överhuvud skall kunna erbjudas ett fondtorg inom PPM. Då amerikanska fonder av olika restriktioner ofta ej får erbjudas icke-amerikaner eller skapar komplikationer av skatteskal så återstår i huvudsak fonder baserade i skatteparadis eller Schweiz.

I det fjärde steget skall enskilda fonder erbjudas. Dessa skall handlas upp av den nya myndigheten med "kvalitet" som urvalskriteria<sup>12</sup>. Utredaren hävdar att kvalitet kan mätas genom en sk. rating t.ex. från Morningstar® vilken bygger på historisk avkastning samtidigt som Utredaren är medveten om "*fonders historiska avkastning är en mycket svag indikator för framtida avkastning.*" (s. 256)

Utredaren föreslår att metodiken för urval skall vara mer *arkeologisk* vilket innebär en genomgång av objektiva kriterier med inslag av subjektivitet Utredarens 5P:n: placeringsfilosofi, process, personer, prestation och pris. Ingenstans framgår det hur man faktiskt skall definiera kvalitet och än mindre hur kvalitetssökandet skall operationaliseras utan det lämnas till en fondselektör. "*En erfaren fondselektör utvecklar ofta en förmåga att avgöra vilka strategier som är framgångsrika och kan skilja fondförvaltare som har haft tur från sådana som har genuin förmåga.*" (s. 257)

<sup>10</sup> Då Utredaren diskuterar 61.a. UCITS-regler vilka följer av EU-direktiv så antar vi att Utredaren med EES avser både EU och EES.

<sup>11</sup>s.291

<sup>12</sup> Det finns också andra kriterier vilka idag icke är uteslutande för svenska fonder i försäkringsportalerna.

Denna den viktigaste delen av hela urvalsprocessen kan ej utvärderas enär (det är en) "*nöd- vändig förvaltningsrättslig princip för att tillåta beaktande av alla relevanta och kända om- ständigheter vid beslutsfattande i frågor som inte enkelt kan beskrivas i tydliga och objektivt konstaterbara omständigheter*" (s. 258) dvs. inte ens urvalsprocessen kan liknas vid en offentlig upphandling där kriterier är kända och aggregerade med publika vikter. PPM-systemet är en social tjänst och EU:s upphandlingsdirektiv är ej tillämpligt för upphandling av sociala tjänster.

Tidigare har vi också påpekat det direkt felaktiga förfarandet i att välja enskilda fonder med avseende på fondens risk eller historiska avkastning. Det är istället den enskilda fondens samvariation med övriga existerande fonder som är det lämpliga kriteriet. Endast på så sätt garanteras en maximal diversifiering för ett givet antal fonder.

### **10.3 Krav på de fonder som ska upphandlas**

Utredaren föreslår att det skall uppställas krav på att fonderna skall vara hållbara. Då detta poängteras får vi förutsätta att Utredaren med hållbarhet avser något utöver vad som följer av lag eller noteringskrav på börs. En sådan tolkning skulle utesluta indexfonder då dessa ej har andra krav på sig än att de ingående bolagen är noterade. Då avsikten också är att utländska fonder skall erbjudas på fondtorget och det ej är möjligt att ställa andra krav än vad som följer av UCITS-direktiv så anser vi också av konkurrensskäl att strängare krav ej skall ställas på fonder förvaltade av svenska fondbolag. Vi föreslår istället att fondförvaltaren skall beskriva hur hållbarhet ingår i förvaltningsprocessen som information till spararen och att fonder ej skall exkluderas för att vara indexfonder.

Utredaren framhåller sedan behovet och vikten av indexfonder därför att: "*Fondförvaltaren behöver således inte lägga ned resurser på att analysera bolagen, vilket innebär att indexfonder i genomsnitt har en lägre förvaltningsavgift*", (s. 377) dvs. passiva fonder utan analys av de i fonden ingående företagen.

## **13 En myndighet för premiepensionens fondförvaltning**

Utredningen vill koncentrera upphandling och förvaltning till en myndighet med placering i Stockholm.

Redan idag utgör förvalsalternativet 566 MDR av 1318 MDR (tabellernas. 620 och 633) dvs. 43%. Utredningens förslag innebär en allt starkare styrning till förvalet och därmed större koncentration. Trots sin storlek idag är PPM-systemet under uppbyggnad. Utredaren räknar med att "*steady-state*" uppnås om 35 år, då skulle kapitalet inom PPM motsvara 4000 MDR med 2% reallönetillväxt i dagens penningvärde.

Dagens PPM-system är av samma storleksordning som de fyra buffertfonderna i AP-systemet vilka har en egen styrelse och förvaltningspersonal. Även om stordriftsfördelar skulle finnas är koncentrationsriskerna viktigare. Kostnaden för AP-fondernas förvaltning är redan idag under 0.1% dvs. i princip försumbara vid en utvärdering av tänkbara pensionsutfall relativt fondvalen.

Upphandling av fonder för sparare är inte en kompetens som finns idag inom myndigheten. En uppdelad myndighet och med en geografisk spridning liknande dagens AP-fonder innebär därför inga extra väsentliga kostnader dock en mindre koncentrationsrisk. Ej heller är skillnad i avkastning mellan de fyra AP-fonderna sådan att det motiverar en enda myndighet.

Koncentrationsrisken är väsentlig och Utredningen är varse därom och föreslår därför att myndigheten ej skall få utnyttja sin rösträtt på bolagsstämmor för svenska bolag (s. 494) på samma sätt som idag gäller för den Sjunde AP-fonden. Risken för indirekt påverkan kvarstår naturligtvis men reduceras med en uppdelning av myndigheten<sup>13</sup>.

Frågan om en sammanslagning av de fyra AP-fonderna av kostnadsskäl har också varit föremål för utredning varefter man avfärdat iden enär det innebär en ökad koncentrationsrisk. Det nya förvalet skulle i *steady-state* bli en betydligt större aktör med direkt ansvar för 3000 MDR och ytterligare indirekt ansvar för 1000 MDR genom upphandling.

Givet att förslaget om ett upphandlat fondtorg vinner stöd är vårt förslag att dagens fyra AP-buffertfonder som redan idag upphandlar fonder får ansvar för upphandlingen och förvaltningen av förvalet.

### **12.8.3 Det behövs mgen ytterligare särskild tillsyn av myndighetens verksamhet**

Utredningen föreslår att Finansinspektionens nuvarande tillsynsansvar för den Sjunde AP-fonden skall upphöra och istället utföras av Justitieombudsmannen, Justitiekanslern samt av regeringen utsedda revisorer. Finansinspektionen utövar idag tillsyn över samtliga försäkringsgivare och fondbolag samt är den enda myndighet med någon förvaltningskompetens. Givet PPM-systemets omfattning och betydelse vore det konstigt att få Finansinspektionens tillsyn som stöd i utvecklingen av kriterier och operationalisering av upphandlingen av fonder och myndigheternas egen förvaltning.

---

<sup>13</sup> På s. 540 står det tvärtom nämligen att: *Myndigheten ska på samma sätt som AP-fonderna få utöva rösträtt för aktier i aktiebolag.*

Detta blir svårbegripligt då: rösträtten i de upphandlade fonderna tillkommer det fondbolag som fonden administreras av och rösträtten i förvalet skall ej utnyttjas för de svenska bolagen.

## 18 Konsekvensanalys av utredningens förslag

I detta avsnitt görs en räkneövning vilken syftar till att visa på effekten av om man *ex ante* lyckas genom upphandling välja bort vissa fonder vilka *ex post* har haft en låg avkastning. T.ex. gör Utredaren följande övning: "Om de sämsta 50 procenten av fonderna väljs bort i upphandlingen skulle alltså avkastningen beräknat på detta sätt öka med 1,6 procentenhet". De 50% sämsta i detta fall är den halva av alla globalfonder med lägst avkastning utan hänsyn till risk eller samvariationer. Samtidigt säger Utredaren att det är få upphandlare som gör på detta sätt men det är att betrakta som en *teoretisk beskrivning*. (s. 616-617)

Vi anser att övningen är irrelevant och ej är ett *teoretiskt sätt att kvantifiera kvalitetsförbättringen av ett upphandlat fondtorg - utifrån kunskap om en djup kunskap*. Utredningens räkneövningar om förväntade sänkta avgifter och höjd avkastning vilka resulterar i höjd pension är helt tagna ur luften och utan stöd.

Med vänlig hälsning,

Evert Carlsson  
Ek.Dr. Universitetslektor

cc: Registratör Göteborgs Universitet, stefan.oscarsson@regeringskansliet.se