

---

YTTRANDE

2018-02-08

Finansdepartementet  
103 33 Stockholm

Dnr Fi2017/04798/FPM

## **Remissyttrande över promemorian *Ett tryggt och mer hållbart premiepensionssystem* (Dnr Fi2017/04798/FPM)**

### **1. Inledande kommentarer**

Swedish House of Finance (SHoF) vid Handelshögskolan i Stockholm har bjudits in att yttra sig över promemorian *Ett tryggt och mer hållbart premiepensionssystem*. Vårt remissvar tar inte ställning i den bredare diskussion om premiepensionssystemets framtid som pågår just nu, till exempel vad gäller frågan om det överhuvudtaget ska finnas kvar och om det i så fall är önskvärt att lämna dagens upplägg till förmån för ett upphandlat fondtorg. Vi bedömer istället promemorians förslag med utgångspunkt i hur väl de löser de problem som finns idag inom ramen för nuvarande PPM-system.

### **2. Hur ser vi till att oseriösa aktörer inte kan verka inom PPM-systemet?**

Att förhindra att fondförvaltare inom PPM-systemet agerar i strid med spararnas intressen handlar huvudsakligen om två saker: dels initial screening för att redan från början hålla olämpliga aktörer utanför systemet, dels att implementera verktyg för löpande övervakning för att se till att de som har fått tillträde till systemet inte ägnar sig åt olämplig verksamhet. Promemorian kommer med flera förslag som syftar till att hålla oseriösa aktörer ute genom initial screening. Vi delar bedömningen att enbart etablerade fondförvaltare som är framgångsrika utanför PPM-systemet ska ha tillträde till fondtorget.<sup>1</sup> Det är därför bra att formalisera ansökningsprocessen och formulera ett antal explicita krav som fondförvaltare måste uppfylla för att få delta på fondtorget. Vi tycker dock inte att de föreslagna kriterierna för den initiala screeningen är optimala.

---

<sup>1</sup> Ett viktigt argument för detta är att sparare på den reguljära fondmarknaden jämfört med PPM-sparare är mer aktiva och oftare flyttar sitt sparande när deras fonder presterar dåligt (Dahlquist och Martinez, 2013). Att en fond lyckas attrahera och behålla sparare på den reguljära fondmarknaden är därför en bättre indikator på att den presterar bra än vad framgång inom PPM-systemet är.

---

Vi anser först och främst att kravet på det externt förvaltade kapitalet (det kapital i fonden som kommer från andra källor än PPM-systemet) bör formuleras i absoluta snarare än relativa termer, alltså att det krävs en minsta summa i externt förvaltad kapital för att få tillträde till fondtorget, men att andelen PPM-kapital i fonden inte ska spela någon roll givet att det absoluta kravet är uppfyllt. En fond som uppnår en viss storlek på det externt förvaltade kapitalet har nämligen visat att den kan konkurrera på den reguljära fondmarknaden och bör inte straffas om den därefter blir särskilt populär inom PPM-systemet. Dessutom har fonder som är stora utanför PPM-systemet tillräckligt stora avgiftsintäkter från externa sparare för att finansiera verksamheten, vilket minskar risken att de försöker kompensera de ofta låga avgifterna inom PPM-systemet med olika former av dolda avgifter för PPM-sparare. Även i fråga om detta är det den absoluta snarare än relativa storleken på det externt förvaltade kapitalet som är avgörande. Vad gäller den specifika nivån på kravet på externt förvaltad kapital anser så vi att promemorians förslag på 500 miljoner kronor möjligen är i underkant, men vi anser samtidigt att Finansinspektionens förslag på fem miljarder är för högt. Ett lämpligt storlekskrav bör alltså ligga någonstans emellan dessa ytterligheter, men vi avstår från att här föreslå en specifik nivå. För att försäkra sig om att storlekskravet inte kringgås kan det även finnas anledning att införa ett krav på ett minsta antal externa investerare i fonden.

Vidare anser vi att det är rimligt att kräva att fondförvaltare har tre års verksamhetshistorik för att få tillträde till fondtorget, eftersom Pensionsmyndigheten då kan kontrollera att det finns acceptabel dokumentation om förvaltaren i form av till exempel ägarhistorik, bokslut och revisionsrapporter. Däremot ser vi kravet på tre års avkastningshistorik som överflödigt givet att kravet på verksamhetshistorik införs, dels för att avkastningshistorik lätt kan manipuleras av fondförvaltare och dels för att tre års historik under alla omständigheter är för kort för att ge en fullgod bild av en fonds prestation. Kravet på avkastningshistoriken tillför därmed ingen viktig information om en fond som inte redan ges av kravet på verksamhetshistorik.

Vad gäller den löpande övervakningen av de fonder som bereds tillträde till fondtorget så nämner promemorian inte det kanske vanligaste och effektivaste verktyget för riskhantering inom kapitalförvaltning, nämligen avgränsade investeringsmandat (se till exempel Bank for International Settlements, 2003). Det är mycket svårt och kostsamt att övervaka hundratals fonder som inte har några begränsningar alls vad gäller tillåtna placeringar och vi bedömer att bedrägerier kommer att kunna ske även i fortsättningen givet de förslag som läggs fram i

---

promemorian, till exempel med hjälp av fond-i-fond-lösningar. Vi föreslår därför att det formuleras ett explicit investeringsmandat för de fonder som ska finnas tillgängliga på fondtorget. Det skulle till exempel kunna vara att fonder inom PPM-systemet enbart får investera i globala noterade aktier och obligationer som handlas på likvida marknader. En sådan begränsning innebär visserligen att fonderna ibland kan komma att tvingas avstå från lönsamma investeringsmöjligheter, men den kostnaden vägs mer än väl upp av att en sådan begränsning kraftigt minskar risken för tveksamheter och bedrägerier och dessutom att Pensionsmyndighetens granskningsarbete blir väsentligt lättare och billigare. Oavsett hur den löpande övervakningen utformas så kommer föreslagna förändringar dock att medföra betydande kostnadsökningar för Pensionsmyndigheten. Vi delar promemorians bedömning att dessa kostnader ska bäras av de fonder som ges tillstånd att verka på fondtorget (och därmed indirekt av de PPM-sparare som väljer dessa fonder), eftersom den majoritet sparare som inte gör aktiva val annars tvingas subventionera de administrativa kostnader som en minoritet aktiva sparare ger upphov till (se Cronqvist och Thaler, 2004, för en vidare diskussion av detta).

Slutligen noterar vi att våra förslag (liksom promemorians förslag) med största sannolikhet kommer att leda till en konsolidering av PPM-systemet, där inte minst de redan stora aktörerna på marknaden får en dominerande roll. Vi ser frågan som en avvägning mellan att å ena sidan försäkra sig om att enbart seriösa aktörer verkar på fondtorget och å andra sidan att möjliggöra sund konkurrens på lika villkor där även unga och innovativa fondförvaltare ges en rimlig chans. När det gäller PPM-systemet måste dock tryggheten i spararnas pengar och allmänhetens förtroende för systemet komma i första hand, så vi bedömer att de potentiellt negativa effekterna för konkurrensen inte är tillräckliga för att avstå från föreslagna förändringar.<sup>2</sup> Det är dock viktigt att inträdesbarriärerna för rätt typ av aktörer är så låga som möjligt för att upprätthålla konkurrens på lika villkor så långt det går. En viktig faktor i det sammanhanget är att kraven för att få tillträde till fondtorget måste vara enkla, tydliga och transparenta.

---

<sup>2</sup> Denna bedömning stöds bland annat av en stor forskningslitteratur som visar att många hushåll saknar den finansiella kunskap som krävs för att fatta informerade beslut om till exempel pensionssparande, vilket gör det särskilt viktigt att försäkra sig om att enbart seriösa och kompetenta fondförvaltare får tillträde till fondtorget (för evidens gällande hushålls finansiella kompetens och förmåga att fatta väl avvägda investeringsbeslut, se till exempel Benartzi och Thaler, 2001; Calvet et al., 2009; samt Clark et al., 2017).

---

### **3. Hur undviker vi bedrägerier i samband med marknadsföring och försäljning?**

Vår utgångspunkt är att det effektivaste sättet att undvika bedrägerier även i marknadsföringsledet är att se till att hålla oseriösa aktörer borta från PPM-systemet genom initial screening och löpnade granskning enligt diskussionen ovan, snarare än genom detaljregleringar angående marknadsföring och försäljning. Detta eftersom de fonder som ägnar sig åt bedrägerier inom kapitalförvaltningen troligen också är de som i störst utsträckning använder sig av aggressiv och bedräglig marknadsföring och försäljning.

Frågan är om det trots det finns anledning att även införa ett förbud mot telefonförsäljning av PPM-fonder. Det kan visserligen tyckas märkligt att specifikt förbjuda telefonförsäljning, snarare än att rikta in sig på ohederlig marknadsföring och försäljning i allmänhet (eftersom bedräglig försäljning kan ske via alla tänkbara kanaler), men det faktum att många av de bedrägerier och oegentligheter som faktiskt har skett de senaste åren har genomförts i samband med telefonförsäljning gör att ett specifikt förbud i praktiken ändå kan vara rimligt, åtminstone för en tid framöver.

Vi instämmer även i förslaget att fondvalsbyten enbart ska kunna göras av spararen själv och inte av fondförvaltare som uppger sig handla för spararens räkning. Vi är dock inte på det klara med om kravet på egenhändig underskrift utesluter fondvalsbyte med e-legitimation; ett sådant förslag instämmer vi inte i, då e-legitimation idag är en så etablerad metod för att godkänna avtal att ett förbud mot detta inte vore rimligt. Risken för bedrägerier med e-legitimationer borde dessutom minska rejält om försäljning av fonder via telefon förbjuds, eftersom de flesta bedrägerierna med e-legitimationer (såvitt vi förstår) har skett i samband med telefonförsäljning.

### **4. Bör Pensionsmyndigheten ställa krav på att fonderna ägnar sig åt hållbarhetsarbete?**

Vi anser att det är rimligt att ställa krav på att fondförvaltare ska lämna information om hur de arbetar med hållbarhetsfrågor, inklusive ett krav på att informera om att ingen hållbarhetshänsyn tas om så är fallet. Vi är däremot tveksamma till att Pensionsmyndigheten ska ges i uppdrag att ställa krav på att fonderna arbetar med hållbarhetsfrågor för att få anslutas till fondtorget, särskilt som promemorians förslag att "en möjlig miniminivå kan vara att de fondförvaltare som anger att de inte tar någon hållbarhetshänsyn alls i förvaltningen [...] inte

---

tillåts ingå fondavtal med Pensionsmyndigheten” är vagt och troligtvis också helt tandlöst. Vagheten är framför allt problematisk för att den öppnar upp för godtycke och försämrar transparensen i reglerna för tillträde till fondtorget. Om hållbarhetskrav på fonderna ändå införs är det därför viktigt att kraven är väldigt tydliga och lämnar så lite utrymme för subjektiva bedömningar som möjligt.

### **5. Hur ska övergången till det nya systemet hanteras?**

De förslag som presenteras i promemorian innebär att över en miljon sparare kommer att behöva göra om sina fondval, eftersom deras nuvarande fonder inte uppfyller de nya kriterierna för deltagande på fondtorget. Det finns flera aspekter av detta som är viktiga att ta i beaktande. För det första är det troligt att många av de sparare som nu kommer att behöva göra om sina fondval har fått en missvisande bild av hur PPM-systemet fungerar och i vissa fall kanske inte ens är medvetna om vilka val de tidigare har gjort (eller fått gjorda åt sig). Det finns nämligen anledning att tro att många av dessa sparare har använt sig av rådgivningstjänster och fått sina PPM-medel placerade i fonder som tillkom i samband med de förändringar som genomfördes 2011 i syfte att stoppa de omdiskuterade ”massrådgivningstjänsterna” och som ofta såldes in via aggressiv och bedräglig telefonförsäljning (Anderson och Robinson, 2017; se även Dahlquist et al., 2016). Mot bakgrund av detta är det viktigt att de förändringar som nu görs kommuniceras väldigt tydligt till dessa grupper, så att de förstår att deras tidigare val nu ogiltigförklaras och att de måste göra nya val om de inte vill få sitt sparande flyttat till AP7 Såfa.

För det andra är det rimligt att förvänta sig att många sparare vars fonder avförs från fondtorget inte kommer att göra aktiva nya val (Cronqvist, Thaler och Yu, 2018, visar till exempel att andelen sparare som gör aktiva val i PPM-systemet har fallit kraftigt över tid). De kommer därmed att hamna i AP7 Såfa, som är en belånad aktieportfölj med åldersbestämd riskprofil, vilket för många sparare kommer att innebära en väsentligt högre riskexponering än de tidigare har valt. Ett sätt att undvika detta är att AP7 framöver erbjuder ett aktiealternativ helt utan belåning och att sparare vars fonder avförs från fondtorget och som inte gör aktiva nya val får sina medel flyttade dit. En sådan lösning vore önskvärd inte minst för att en automatisk flytt av en stor grupp sparare till en belånad aktieportfölj är förknippad med betydande politiska risker. Till exempel skulle ett fall på aktiemarknaden i just det skede som reformen träder i kraft kunna

---

orsaka utbrett missnöje bland sparare som inte förstår att risken i deras sparande har höjts, vilket skulle kunna leda till krav på att staten ska gå in med finansiellt stöd till PPM-systemet (Cronqvist, Thaler och Yu, 2018).

För det tredje finns det planer på ytterligare långtgående förändringar av PPM-systemet som de nu föreslagna förändringarna behöver koordineras med, till exempel en eventuell övergång till ett upphandlat fondtorg och ett införande av bekräftelseval, vilket innebär att sparare som gör aktiva val kommer att vara tvungna att aktivt bekräfta dem med jämna mellanrum för att deras sparande inte ska återgå till förvalet. Båda dessa förslag innebär att många sparare kommer att behöva göra om eller förnya sina fondval ytterligare en gång inom en snar framtid. Cronqvist, Thaler och Yu (2018) har bland annat mot bakgrund av detta föreslagit att de kommande förändringarna av PPM-systemet bör genomföras i samband med en komplett ”omstart” av hela systemet, där alla sparare måste göra nya val. De förändringar som nu görs bör därför på något sätt koordineras med de planerade framtida förändringarna för att undvika att spararna måste göra många omval på kort tid och att systemet framstår som förvirrande och opålitligt.

---

Stockholm den 8 februari 2018

Niklas Amberg (sekr.)

Anders Anderson

Bo Becker

Peter Englund

Per Strömberg

Pehr Wissén

*Swedish House of Finance är ett opartiskt, icke-vinstdrivande nationellt center för finansforskning vid Handelshögskolan i Stockholm. Centret finansieras av Handelshögskolan i Stockholm, den svenska finanssektorn och svenska staten (genom Vinnova). För innehållet i detta remissyttrande svarar de undertecknande forskarna – inte Swedish House of Finance som institution. Swedish House of Finance tillämpar en disclosure policy för anknutna forskare gällande redovisning av potentiella intressekonflikter (se <https://www.houseoffinance.se/disclosure-policy/>).*

---

## Referenser

Anderson, A. och D. Robinson. (2017). "Self-Awareness, Financial Advice and Retirement Savings Decisions". Rapport: Swedish House of Finance Research Paper No. 17-15.

Bank for International Settlements. (2003). "Incentive Structures in Institutional Asset Management and Their Implications for Financial Markets". Rapport: Bank for International Settlements (Committee on the Global Financial System).

Benartzi, S. och R. Thaler. (2001). "Naive Diversification Strategies in Defined Contribution Savings Plans". *American Economic Review*, 91(1), 79-98.

Calvet, L., J. Campbell och P. Sodini. (2009). "Measuring the Financial Sophistication of Households". *American Economic Review*, 99(2), 393-398.

Clark, R., A. Lusardi och O. Mitchell. (2017). "Employee Financial Literacy and Retirement Plan Behavior: A Case Study". *Economic Inquiry*, 55(1), 248-259.

Cronqvist, H., och R. Thaler. (2004). "Design Choices in Privatized Social-Security Systems: Learning from the Swedish Experience". *American Economic Review*, 94(2), 424-428.

Cronqvist, H., R. Thaler och F. Yu. (2018). "When Nudges are Forever: Inertia in the Swedish Premium Pension Plan". *American Economic Review*, under publicering.

Dahlquist, M. och J. Martinez. (2015). "Investor Inattention: A Hidden Cost of Choice in Pension Plans?" *European Financial Management*, 21(1), 1-19.

Dahlquist, M., J. Martinez, och P. Söderlind. (2017). "Individual Investor Activity and Performance". *Review of Financial Studies*, 30(3), 866-899.