

YTTRANDE
2020-05-18

DNR: Fi2020/00584/FPM

Finansdepartementet

fi.remissvar@regeringskansliet.se

fi.fma.fpm@regeringskansliet.se

Remissvar: Förvalsalternativet inom premiepensionen (SOU 2019:44)

Swedish House of Finance (SHoF) vid Handelshögskolan i Stockholm har bjudits in att yttra sig om den offentliga utredningen "Förvalsalternativet inom premiepensionen" (SOU 2019:44).

I detta remissvar fokuserar vi på två aspekter av utredningen som vi funnit problematiska. För det första, när generationsportföljen ska göras om till en kombinerad sparandeportfölj och utbetalningslösning är övergången mellan de två faserna central. Att utredningens förslag föreslås implementeras utan att denna fas är tydligt definierad finner vi mycket problematiskt. För det andra ser vi stora problem i de föreslagna ändringarna av placeringsreglerna. Att ha upp till 40% av fonderade medel i illikvida tillgångar och samtidigt tillåta handel på månadsbasis kommer att skapa mycket stora likviditetsrisker i fonden och kan ge upphov till arbitragemöjligheter som gynnar vissa pensionssparare på pensionssystemets bekostnad. Nedan går vi igenom dessa invändningar i detalj samt tar upp ett ytterligare antal kommentarer.

Det nya förvalsalternativet

Utredningen föreslår att ersätta generationsportföljen med en enhetlig portfölj som inte längre anpassas till pensionsspararens ålder. Detta förslag går emot finansiell och betendeekonomisk forskning. I "On the Asset Allocation of a Default Pension Fund" (Journal of Finance, 2018) redogör Magnus Dahlquist, Roine Vestman och Ofer Setty för hur en optimalt utformad pensionssparandeportfölj bör utformas. Fonden de föreslår tar även hänsyn till det sparande som sker utanför pensionssystemet, och har precis som den generationsportfölj som nu föreslås tas bort en riskprofil som är beroende av tiden kvar till pension. Utredningens förslag, som vi tolkar det, skiljer sig på en avgörande punkt från den optimala portföljen: förslaget saknar en gradvis riskavtrappning i slutet av investeringsfasen. Detta skulle kunna få problematiska konsekvenser för personer som oturligt nog råkar gå i pension just när konjunkturen viker. En konsekvens skulle därmed bli en ökning i spridningen i pensionsutfallet mellan årgångar i jämförelse med nuvarande system.

Vi tillstyrker att utredningen förtydligar att förvalsalternativets förvaltning bör delas upp i två faser, där första fasens mål är en hög risk-justerad avkastning och andra fasens mål är stabilitet. Vi tillstyrker också förslaget att pensionsspararens medel under utbetalningsfasen ligger i en traditionell annuitet med obefintlig risk så att pensionären tryggt kan planera sina utgifter. Problemen uppstår i övergången mellan dessa faser. Det går nämligen inte att snabbt skifta förvaltningen från enbart ett avkastningsmål till enbart ett stabilitetsmål utan att utsätta pensionsspararen för risk. En gradvis avtrappning av risknivån är därför önskvärd. Utredningen tar upp detta i kapitel 9.8, men vi anser att det är mycket problematiskt att man inte kommer med ett komplett förslag, utan endast föreslår att denna komponent ska utredas ytterligare.

Förvalsalternativet bör inte ändras utan att en komplett lösning tagits fram, som också tar hänsyn till övergången mellan sparandefasen och utbetalningsfasen.

Nya placeringsregler

Utredningen föreslår att de regler som gäller Första till Fjärde AP-fondernas placeringsstrategier också ska börja gälla för Sjunde AP-fonden. Vi anser att det finns stora risker med detta förslag som utredningen veckar underskatta. Anledningen är att till skillnad från de andra AP-fonderna går det inte att förutse flödet in och ut ur Sjunde AP-fonden.

Främst är vi oroliga över vad som skulle hända när fonden tillåts investera upp till 40 procent av medlen i illikvida tillgångar, samtidigt som den ska kunna handlas på månatlig basis. Med ett stort ägande i tillgångsslag som värderas så sällan som en eller två gånger om året riskerar stora arbitragemöjligheter att uppstå för medvetna pensionssparare, på pensionssystemets bekostnad. Dessutom är det inte praktiskt möjligt att både tillåta aktiv handel på månadsbasis och ha stora illikvida investeringar utan att väsentlig (och kostsam) likviditetsrisk uppstår. Det kan också skapa instabilitet i förvaltningen i kriser, då onoterade tillgångar har en stor eftersläpning i prissättning i jämförelse med noterade tillgångar.

Vi anser att det finns två alternativ: antingen bör andelen illikvida tillgångar begränsas till en liten del av portföljen (som sker nu), eller så måste handeln med fonden ske på årsbasis. Eftersom premiepensionssystemet ändå ska ge spararen en stor grad av kontroll (om hen vill) tycker vi inte att systemet är förenligt med en fond som endast handlas på årsbasis och förordar därför det första alternativet.

Pensionsspararens möjligheter till riskjustering

Utredningen konstaterar att intresset för att individuellt anpassa risknivån inom ramen för det statligt förvaltade pensionsalternativet varit lågt. Detta är troligen på grund av att majoriteten av de som sparar i Sjunde AP-fonden antingen inte kan, eller inte vill, välja, vilket ju är själva idén bakom förvalsalternativet. Om någon form av generationsstruktur behålls (vilket vi starkt förordar) är det dock mycket troligt att man även fortsättningsvis kommer att behöva förvalta en räntefond. Frågan är snarare då om det är behäftat med stora kostnader att även fortsättningsvis erbjuda en sparandeprodukt med lägre risknivå än förvalsalternativet. Om inte, så borde systemet fortsatt kunna erbjuda denna möjlighet då Sjunde AP-fondens räntefond historiskt haft den i särklass lägsta avgiften bland alla fonder inom sin kategori.

Governance

Utredningen föreslår att Finansinspektionen inte längre ska granska Sjunde AP-fonden. Det är möjligt att detta är rätt väg att gå, men vi anser att frågan förtjänar en egen utredning. Tidigare beräkningar (se Vägval för premiepension, 2013) har visat att fonden kan förvalta så mycket som 4000 miljarder kronor när systemet är fullt utbyggt. Det skulle göra Sjunde AP-fonden till en mycket stor fondförvaltare även i en internationell jämförelse. Innan dess måste en väl genomtänkt granskningsstruktur vara på plats, vilket kräver en egen utredning.

Cognitive overload

Slutligen vill vi till belysa en övergripande brist i utredningen. Promemorian innehåller ingen tillräcklig problemformulering. Vilka är bristerna som förändringen av förvalsalternativet ska åtgärda? En problematik som lyfts är medborgarnas bristande förståelse för systemet. Beteendeeconomiska forskningsresultat som visar att för mycket information och för komplicerade system kan minska förståelsen används som motivation. När det nu görs en stor rad förändringar i premiepensionssystemet bör man ta i beaktande att det kan komma att bli svårt för pensionsspararna att hänga med. Det är därför av oerhörd vikt att de ändringar som görs är mycket noga utredda och väl förankrade, så att de inte behöver ändras igen på mycket lång tid.

Stockholm, den 15 maj 2020

Anders Andersson

Marieke Bos

Alexander Ljungqvist

Per Strömberg

Pehr Wissén

Adam Altmejd (sekr.)

Swedish House of Finance (SHoF) 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 SHoF som institution. SHoF tillämpar en disclosure policy för anknutna forskare gällande redovisning av potentiella intressekonflikter (se <https://www.hhs.se/en/houseoffinance/research/disclosure-policy/>).