

**Finansdepartementet**

Finansmarknadsavdelningen  
Enheten för försäkring,  
pension och myndighetsstyrning  
Anne-Therése Zetterström

[Fi2020/00584/FPM](#)

Göteborg 2020-05-25

**Remissyttrande avseende promemorian Förvalsalternativet inom premiepensionen**

I promemorian lämnas förslag till betydande förändringar rörande premiepensionssystemets förvalsalternativ. Vissa av dessa förefaller välmotiverade. Andra AP-fonden välkomnar till exempel att det anges i lagen att Sjunde AP-fonden ska bedriva föredömlig förvaltning, inklusive att främja en hållbar utveckling.

Andra AP-fonden saknar emellertid en mer genomarbetad analys i promemorian. Till exempel saknas en tydlig analys som ställer de eventuella vinsterna från att implementera den föreslagna skarpa uppdelningen i en sparade- och en utbetalningsfas mot kostnaderna och riskerna med att helt ersätta den nuvarande strukturen. Det är som konsekvens oklart huruvida de önskade förbättringarna står i paritet till omfattningen av de föreslagna förändringarna, eller om mindre omfattande förändringar kunde lösa de upplevda problemen till lägre kostnad och risk.

Andra AP-fonden väljer i detta remissvar att kommentera några delar som anses särskilt angelägna.

*9.1.2 En tydligare uppdelning mellan sparandefas och utbetalningsfas*

Det är inte tydligt att de skäl som ligger till grund för den skarpa uppdelningen i en sparandeporfölj och en utbetalningslösning är tillräckliga för att motivera att nuvarande förvalsalternativ helt ersätts. Ett sådant ställningstagande borde åtföljas av en mer utförlig konsekvensanalys som bland annat tydligare väger eventuella fördelar mot eventuella nackdelar hos olika alternativ. Det bör även säkerställas att omfattningen av de förändringar som föreslås står i paritet till de eventuella problemen med den nuvarande strukturen. Det är inte uppenbart att så pass långtgående förändringar som de som föreslås är nödvändiga, eller om mindre omfattande förändringar skulle kunna adressera upplevda problem i rimlig utsträckning, men till mindre risk och kostnad.

Det kan i sammanhanget vidare konstateras att utbetalningstiden är cirka 20 år i genomsnitt, vilket är en förhållandevis lång period. Vidare är formuleringen att det i det nuvarande förvalsalternativet sker "viss justering av investeringsrisken" olycklig. Det vore snarare inte orimligt att hävda att det finns en tydlig skillnad i risk mellan den rena aktieportfölj (AP7 Aktiefond) som gäller till och med 55 års ålder och den portfölj som det successivt sker en övergång till bestående av 1/3 aktier och 2/3 räntebärande tillgångar (AP7 Räntefond) som gäller från 75 års ålder.

*9.2 Mål för förvalsalternativet*

Det är principiellt sett positivt med ett tydligare mål för förvaltningen samt att detta uttrycks i termer av utgående pensioner för pensions spararen. Den föreslagna formuleringen, "Målet för förvaltningen ska vara att minimera risken för låga pensionsutfall och maximera förutsättningarna för bra pensionsutfall.", framstår emellertid som svårbegriplig i ett kapitalförvaltningsperspektiv. Det kan till

exempel anses föreligga ett motsatsförhållande mellan de två delarna, det vill säga minimering kontra maximering av samma storhet. Betydelsen av det andra delmålet blir än mer oklar genom formuleringen "*den viktigaste risken att förhålla sig till är risken för att pensions sparade ska få ett dåligt pensionsutfall*". Det är inte uppenbart vad som är ett dåligt pensionsutfall. Den föreslagna målformuleringen bör omprövas.

En enklare och mer ändamålsenlig formulering skulle kunna vara något i linje med "*Sjunde AP-fonden ska förvalta fondmedlen på sådant sätt att de blir till största möjliga nytta för pensions spararna inom förvalsalternativet*", vilket är en omskrivning av målet för Första-Fjärde AP-fonden. Det är rimligt att Sjunde AP-fondens styrelse beslutar om hur målet ska operationaliseras.

#### 9.4 Förväntad avkastning under förvalsalternativets sparandefas

Andra AP-fonden konstaterar att det är i linje med Pensionsgruppens överenskommelse om långsiktigt höjda och trygga pensioner att sparandefasen bör ha en målsättning om en avkastning som långsiktigt överstiger inkomstindex. Däremot framstår siffrsättningen i form av de angivna riktvärdena om tre till fem procentenheter överavkastning gentemot inkomstindex som godtyckliga utan vederhäftig motivering. Det bör ankomma på Sjunde AP-fondens styrelse att, exempelvis utifrån en *Asset Liability Modeling* analys, formulera ett lämpligt kvantitativt mål för kapitalförvaltningen.

Att långsiktigt överträffa inkomstindex med tre till fem procentenheter framstår vidare, alldeles oavsett om en sådan målsättning är lämplig eller ej, som ambitiöst. Antag, som en enkel räkneövning, att förväntad real lönetillväxt är 1,5 procent per år, vilket innebär att inkomstindex kan förväntas växa med reala 1,5 procent per år. Promemorians förslag innebär därmed att intervallet för avkastningsmålet blir reala 4,5 till 6,5 procent. Redan den nedre gränsen är, som jämförelse, högre än genomsnittet av Första till Fjärde AP-fondernas mål. Ett sådant mål skulle därmed implicera en portföljsammansättning med en stor andel tillgångar med hög förväntad avkastning och risk.

#### 9.5 Förvalsalternativets sparandefas – en diversifierad tillväxtportfölj

Andra AP-fonden delar uppfattningen att hur förvalsalternativet bör vara utformat, framför allt beror på vad premiepensionssystemet ska uppnå och vilka förutsättningar det finns att nå dit. Andra AP-fonden välkomnar även att det införs mål om föredömlig förvaltning för förvalsalternativet.

Däremot kan det konstateras att buffertfonderna fyller en annan funktion i det svenska pensionssystemet än förvalsalternativet, varför det inte är uppenbart att detta ska styras av samma placeringsregler. I synnerhet anser Andra AP-fonden att frågan om hur stor andel illikvida tillgångar som förvalsalternativet bör tillåtas att hålla, behöver utredas ytterligare. Promemorian saknar till att börja med en konsekvensanalys av ökade förvaltningskostnader för förvalsalternativet som följd av en högre andel illikvida tillgångar. De nuvarande byggstensfonderna har låga förvaltningsavgifter, mellan 0,04 och 0,08 procent per år.

Promemorian saknar även en diskussion om den problematik som kan uppstå då värderingen av illikvida tillgångar normalt sker mer sällan än månadsvis och med eftersläpning, vilket torde göra det svårt, för att inte säga omöjligt, att beräkna ett rättvisande fondandelsvärde minst en gång i månaden (i förslaget 5 kap. 5 § AP-fondslagen). En mindre frekvent värdering leder till svårigheter att behandla fondandelsägarna lika, exempelvis i samband med kraftiga börsnedgångar samtidigt som värderingen av onoterade tillgångar släpar efter. De som då väljer att ta ut medel från förvalsfonden, skulle kunna komma att gynnas på bekostnad av de som kvarstår i fonden. (Det omvända kan naturligtvis också inträffa.) Än större skulle denna problematik kunna upplevas för de vars kapital, utan valmöjlighet, förs över till "utbetalningsfasen" vid sådana omständigheter.

Vid omständigheter med kraftig volatilitet på kapitalmarknaderna kan dessutom även tillgångar som i vanliga fall är likvida vara svåra att omsätta. Ett exempel i närtid är när flera svenska fondbolag med anledning av marknadsrörelserna till följd av coronaviruset i mars blev tvungna att stoppa handeln i sina räntefonder på grund av problem att prissätta företagsobligationer på marknaden<sup>1</sup>. Bristen på likviditet gjorde det i detta fall i princip omöjligt att korrekt värdera fondernas tillgångar. En hög andel illikvida tillgångar i portföljen skulle då kunna bidra till att ytterligare begränsa förutsättningarna att frigöra den likviditet som erfordras för bland annat månatliga uttag. Kostnaden för att möjliggöra uttag skulle då kunna bli betydande.

### 9.7 Möjligheten till riskjustering

Andra AP-fonden noterar att promemorians förslag inte förefaller vara i linje med Pensionsgruppens överenskommelse om långsiktigt höjda och trygga pensioner, där det anges att "*Inom ramen för förvalet bör det finnas en möjlighet för spararna att justera risken uppåt eller nedåt.*". Andra AP-fonden anser att det bör finnas möjlighet till individuell riskjustering för sparare inom ramen för det statliga alternativet och de låga förvaltningskostnaderna inom detsamma.

### 9.8 Förvalsalternativets utbetalningsfas

Uttag förväntas pågå under förhållandevis lång tid (återstående medellivslängd vid 65 års ålder var 2018 i genomsnitt 20,4 år enligt SCB). Det kan således vara motiverat att bibehålla en viss risknivå även under uttagsperioden för att kunna ta del av marknadsavkastningen under denna period. Den föreslagna utbetalningslösningen i form av en traditionell försäkring uppfyller inte detta behov. Att ha hela kapitalet i en traditionell försäkring med låg risk såsom promemorian föreslår kan framstå som trygg, men samtidigt innebära att viktig värdetillväxt uteblir. Idag lever vi i genomsnitt 20 år som pensionärer och under dessa år kan pensionskapitalet växa vidare.

Övergångslösningens längd och utformning behöver utredas noga, i synnerhet som sparandeportföljen och utbetalningslösningen – om förslagen implementeras – har betydande skillnader i risknivå. Annars riskerar storleken på pensionsspararens pension vara mycket känsligt mot tidpunkten för övergången, där kraftiga nedgångar som sker under slutet av sparandefasen inte går att hämta igen om hela eller delar av återhämtningen sker under utbetalningsfasen.

Det nuvarande förvalsalternativet AP7 Såfa beaktar detta genom att risken (fördelningen mellan aktier och räntor) automatiskt och gradvis anpassas efter individens ålder.

### 11.1 Ikraftträdande

Andra AP-fonden anser att den föreslagna tidsramen för ikraftträdande framstår som snäv. Sjunde AP-fonden behöver, enligt förslaget, på kort tid bland annat genomföra en *Asset Liability Modeling* analys utifrån det formulerade målet med förvaltningen, inventera vilka förändringar som behöver genomföras inom såväl kapitalförvaltningen som affärsstöd, samt identifiera vilka andra strukturella ändringar som de nya placeringsreglerna föranleder. Förutsättningarna för detta kan Sjunde AP-fonden bäst bedöma, men utmaningarna förefaller betydande och får inte, men beaktande av uppdragets vikt, underskattas.

### Övriga synpunkter

Det är i praktiken kopplat till betydande svårigheter att försöka agera kontracykliskt med hjälp av dynamisk tillgångsallokering som föreslås i promemorian (exempelvis kapitel 8.1 stycke 3 och 6 samt kapitel 8.2, dynamisk tillväxtportfölj). Detta bör därför inte vara en del i formuleringen av förvalsalternativets uppdrag.

---

<sup>1</sup> <https://www.fi.se/sv/publicerat/nyheter/2020/dialogmote-med-fondbolag/>

Figur 6.1 visar enligt sin rubrik historiska avkastningar på svenska aktier och obligationer. Det gör den inte. Den visar avkastning på aktier och *ränta* på obligationer (vilket också anges i texten). Figuren är således vilseledande då det ser ut som obligationer gett en negativ avkastning.

I detta ärende har chefsjuristen Martin Jonasson beslutat. Per Sundell och Sara Landolsi har varit föredragande. I den slutliga handläggningen har också Christoffer Grände och Bahar Malavan Naryndji deltagit.

Martin Jonasson  
Chefsjurist