



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

18 maj, 2020

Finansdepartementet
fi.fma.fpm@regeringskansliet.se
Registrator Göteborgs Universitet

SUBJECT: Remissvar avseende förvalsalternativet inom premiepensionen Fi2020/00584/FPM

Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet (HHGU) genom Ek. Dr. Evert Carlsson vill överlämna följande remissvar avseende förvalsalternativet (Förvalet) inom premiepensionen Fi2020/00584/FPM (Promemorian).

Inledning

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

Sammanfattning

Designen av Förvalet inom premiepensionen är en viktig fråga av följande skäl:

Många sparare sparar så små belopp eller har en så liten behållning att transaktionskostnaden för ett informerat val är för höga.

Summan av alla dessa små behållningar kommer att bli mycket stor med därtill hörande maktkoncentration.

1. HHGU anser att promemorian ofta presenterar flera mål vilka delvis är inbördes motstridiga.

SCHOOL OF ECONOMICS AND COMMERCIAL LAW, GÖTEBORG UNIVERSITY

Centre for Finance

Visiting address Vasagatan 1 Postal address P.O. Box 640, SE 405 30 Göteborg, Sweden

Phone +46 31 773 1000 Fax +46 31 773 5114

2. HHGU anser att promemorian väljer att föreslå ett Förval med uniform förvaltning för samtliga sparare trots att man i analysen har framhållit flera fördelar med ett individanpassat sparande.
3. HHGU anser att promemorian har förväntningar kring avkastning och risk från vad man kallar en Dynamisk tillväxtportfölj vilka ej är trovärdiga.
4. HHGU anser att förslaget om att reducera inlösentillfället till en gång per månad är felaktigt och kommer att accentuerar kostnaden för inlösen.
5. HHGU anser att tvärt emot promemorians förslag att det är helt nödvändigt med strikta rösträttbegränsningar och placeringsrestriktioner för att minska risken med maktkoncentrationen i Förvalet.
6. HHGU anser liksom promemorian att designen och förvaltning av kapital under utbetalning utredas separat.
7. HHGU anser att Förvalet kan mest kostnadseffektivt och diversifierande förvaltas till lika delar av de nuvarande AP1-AP4.

Sektionerna 4 tom 6

Dessa sektioner innehåller en upprepning av vad som hävdats i tidigare utredningar i t.ex. SOU 2016:61 och 2019:44.

I denna promemoria har man dock ändrat synen på Förvalets uppgift jämfört med Ett bättre premiepensionssystem SOU 2019:44 från: Det utan jämförelse viktigaste syftet med PPM var att: *“...möjliggöra högre avkastning genominvesteringar på kapitalmarknaden och att bidra till riskspridning”* (ibid s. 172), dvs. en mindre del av pensionen som skall kunna diversifiera risken i inkomstpensionen, till att *“...minimera risken för låga pensionsutfall och maximera förutsättningarna för bra pensionsutfall”* (s. 43).

Redan här blir det svårbegripligt enär det verkar vara två mål men där det är svårt att värdera låga mot bra. Ett bra utfall borde typiskt vara ett utfall som diversifierar den existerande förmögenheten, dvs. ett bra pensionsutfall kan mycket väl vara lågt utfall givet att det sammanfaller med ett bra utfall för övriga pensionen. Utredningens beskrivning av Förvalets syfte är att föredra.

7 Beteendeeconomisk forskning

Promemorian lånar till stora delar sin beskrivning från Ett bättre pensionssystem (SOU 2019:44). Den kännetecknas också av en tro på att vissa resultat från beteendeeconomisk

forskning kring partiella experiment låter sig generaliseras till val över en livscykel. Det är helt säkert så att avvikelser från resultaten från klassisk finans finns i en rad partiella val men därifrån till att påstå att individer systematiskt uppvisar en irrationalitet vilken på ett avgörande sätt sänker deras nytta över livet är att gå för långt. Diskussionen kring beteendekonometri har dock inte någon större betydelse för hur Förvalet skall se ut.

9 Ändamålsenlig pensionsförvaltning

Vad som är mer oroande är dock promemorians tro på att det kan skapas en överavkastning relativt marknaden genom reallokering till olika riskfaktorer.

I viss utsträckning kan dock **avkastning och risk förutsägas på medellång** eller lång sikt. När kompensationen för risktagande varierar över tid, och denna riskpremie åtminstone delvis är förutsägbar, är det meningsfullt att anpassa en portföljs riskallokering till rådande situation. När marknaderna erbjuder liten ersättning för att ta risk, ska allokeringen till risk reduceras. När riskpremierna är högre än vanligt, ska risktilldelningen öka. Långsiktiga investerare kan utnyttja marknadsprissättningar och agera kontracykliskt. (s.37)¹

Detta är ekvivalent med att tro på en investeringsprocess om att: köpa billigt och sälja dyrt. Hade det varit så enkelt att skapa överavkastning så hade flera gjort det och de som kunnat göra det trovärdigt att de besitter den kunskapen hade kunnat kräva en hög kompensation. Att den kunskapen skulle finnas utan motsvarande kostnad i ett statligt Förval har helt enkelt inte trovärdighetens prägel.

Promemorian har helt korrekt observerat att den viktiga frågan för designen av Förvalet är: *“Fastställandet av lämplig riskaptit i förhållande till förvaltningens mål är därför väsentligt”* men lämnar läsaren utan någon ledtråd till hur det skall gå till.

Istället förs en diskussion kring hur stor en eventuell premie är för att äga illikvida² tillgångar. Det är ej från illikviditet i sig som en eventuell premie härstammar. Hade det varit så enkelt så skulle illikvida tillgångar packeterats in i ett investmentbolag (closed-end fund) som sedan skulle ha noterats och skapat en premie. Det är snarare så att en "illikvid tillgång" är en konsekvens av något annat; en annan typ av tillgång vilken kräver andra kompetenser i

¹ “En effektivt diversifierad portfölj gör det möjligt att uppnå samma avkastning med lägre risk än en ineffektivt diversifierad portfölj (se t.ex. Reed, 2015, The High Cost of Liquidity: Tip of an Iceberg or Isolated Incident? Factset, Blackstone, 2014, Patient Capital, Private Opportunity – The Benefits and Challenges of Illiquid Alternatives, Blackstone “Black” Paper och Kitces, 2015, Capturing An Excess Return Premium For Illiquidity Is A Privilege Not A Right, www.kitces.com).”

²Med illikvid avser promemorian en tillgång vilken ej kan handlas på en marknad till en försumbar transaktionskostnad.

sitt management och därtill hörande kostnader vilka med största sannolikhet motsvarar den eventuella premien. De artiklar promemorian refererar till är snarast att karakterisera som säljmaterial, inte forskningsartiklar. Utgångspunkten för en så stor förvaltning som avses här bör utgå från premissen att—Det finns ingen gratis lunch.

livscyklförvaltning

Promemorian diskuterar sedan olika förvaltningsstilar vilka sedan inte föreslås, däribland livscyklförvaltning vilken beskrivs felaktigt och behöver här en korrigerande förklaring. En livscykelportfölj tar just hänsyn till skillnader i spararnas individuella karakteristika såsom: existerande pensionskapital (och var det finns förvaltad), förväntat humankapital (nuvärde av framtida premieinbetalningar), inkomst och riskaversion; dvs. förutom den sist nämnda, lätt observerbara som registerdata hos pensionsmyndigheten (jfr. Min Pension). Följande otroligt förenklade exempel visar på livscyklförvaltningens fördelar.

Ett av finasteorins³ mest klassiska resultat när all förmögenhet är given är: hur stor andel— λ av en individs förmögenhet skall hållas i riskabla (aktier) tillgångar:

Svaret är förvånande "enkelt"—andelen bestäms av kvoten mellan de första två momenten— $\frac{\mu}{\sigma^2}$ i fördelningen för överavkastningen dividerat med riskavversionsparametern⁴— γ :

$$\lambda = \frac{\mu}{\gamma\sigma^2}. \quad (1)$$

Individs förmögenhet består⁵ (i vårt enkla exempel) av sparat kapital i PPM (förvalet) samt nuvärdet av framtida premieinbetalningar (D_t)— $PV(\sum_{t=1}^Z D_t)$ fram till pensionsdatum— Z . Nuvärdet av individs förmögenhet blir då:

$$PV(\sum_{t=1}^Z D_t) + PPM.$$

Andelen aktier som en individ då skall ha i sitt förval— $\hat{\lambda}$ blir då:

$$\hat{\lambda} = \lambda \frac{PV(\sum_{t=1}^Z D_t) + PPM}{PPM}, \quad (2)$$

därför justeras aktieandelen i Förvalet för att kompensera den låga risken i framtida premieinbetalningar. När framtida premieinbetalningar utgör en mindre andel av den totala

³Merton R.C., 1971, Optimum Consumption and Portfolio Choice in a Continuous-Time Model, *Journal of Economic Theory*, 3, 373-413.

Det finns naturligtvis en rad förutsättningar och antaganden som skall vara uppfyllda.

⁴Låter kanske mer komplicerat än vad som är fallet i verkligheten. Som ett enkelt räkneexempel: antag en förväntad överavkastning om 4% och en standardavvikelse i årliga avkastningar om 20% samt en parameter för riskaversion om 4; då skulle en optimal aktieandel av förmögenheten bli 25%.

⁵I vårt enkla (och promemorian) består den sparade förmögenheten av PPM-behållningen.

förmögenheten minskas på så sätt aktieandelen i Förvalet till den klassiska lösningen:

$$PV(\sum_{t=1}^Z D_t) \rightarrow 0 \text{ as } t \rightarrow Z \Rightarrow$$

$$\hat{\lambda}_s \rightarrow \lambda.$$

Det är detta klassiska resultat som motiverar till slutsatsen att med stigande ålder så skall aktieandelen reduceras⁶. Vi inser också att i början av en individs liv som sparare så kommer den optimala andelen aktier att vara mycket hög—typiskt är en optimal portfölj för många yngre individer med i huvudsak humankapital som största tillgång en portfölj med belåning⁷. Förvalet skulle med denna ansats bli en kombination av två portföljer: en portfölj med belåning och en obligationsportfölj. Den individuella fördelningen mellan dessa portföljer avgörs genom att beräkna kvoten— $\hat{\lambda}$ med hjälp av den lätt tillgängliga registerdata. Det återstår att estimerar parametern för riskaversion vilket det finns tekniker för men är lite utanför detta remissvar.

Missuppfattningen kring livscykel förvaltning⁸ leder till följande påstående: *“Strategin för livscykelportföljer kan anses bristfällig eftersom de inte tar hänsyn till spararens riskaversion, humankapital eller korrelation över tid mellan spararens lön och aktiemarknaden.”* (s. 39) Dessa brister gäller alla andra strategier givet att den ej är individbaserad. För livscykel förvaltning är det dock ej sant. Av det ovanstående framkom att hänsyn togs till övrigt kapital, humankapital och inkomst. Missuppfattningen härstammar antagligen från att promemorian felaktigt förutsätter att alla andelsägare skall ha samma förvaltning. Det blir ju då omöjligt att ta hänsyn till individuella skillnader.

Vi noterar också att en livscykel design av Förvalet innebär en varierande aktieandel även under en och samma period. En ökning av PPM-värdet innebär att kvoten i ekvation

⁶Gör vi modellen lite mer realistisk så inses att det egentligen är det nuvärdet av framtida premier som är av betydelse vilket inte nödvändigtvis är proportionellt mot återstående arbetstid.

⁷Bland de internationella kollegor man möter inom "finans / pension" finns det en stor beundran för det effektiva PPM-systemet i Sverige och speciellt att man har haft ett förvalsalternativ med belåning.

⁸Bara en översiktlig genomgång av de som bidragit till forskningen kring livscykel förvaltning borde ha uppmuntrat till en viss ödmjukhet innan metoden förkastas.

Samuelson P.A., 1969, Lifetime Portfolio Selection by Dynamic Stochastic Programming, *Review of Economics and Statistics* 51, 239-246.;

Merton R.C., 1969, Lifetime Portfolio Selection Under Uncertainty: The Continuous-Time Case,” *Review of Economics and Statistics*, 51, 247-257;

Merton R.C., 1971, Optimum Consumption and Portfolio Choice in a Continuous-Time Model, *Journal of Economic Theory*, 3, 373-413;

Viceira, Luis M., 2001, Optimal Portfolio Choice for Long-Horizon Investors with Nontradable Labor Income, *Journal of Finance* 56, 433-70;

Cocco J.F, F.J. **Gomes** and P.J. **Maenhout**, 2005, Consumption and Portfolio Choice over the Life-Cycle, *Review of Financial Studies* 18, pp.491-533;

Sharpe W.F., 2007, *Investors and Markets: portfolio choices, asset prices, and investment advice*, Princeton University Press, New Jersey.

2 sjunker och därför reduceras den optimala aktieandelen. Livscyklförvaltning innebär därför att förvaltningen blir "*contrarian*", en börsuppgång leder till en sänkt aktieandel och *vice-versa*. Vi ser också att effekten ej är likformig över individer utan beror på hur stort humankapitalet är i förhållande till den fonderade förmögenheten, dvs. igen märker vi hur viktigt det är med en individanpassad förvaltning.

Dynamisk tillväxtportfölj

Promemorian föreslår istället en Dynamisk tillväxtportfölj, där förvaltningen ändrar sin exponering givet historiska avkastningar knutna till några "riskfaktorer". Vidare påstår man att:

Till skillnad mot "vanliga" livscykelportföljers allokeringsregler som är "enkelriktade", dvs. de kan växla endast från aktier till räntebärande tillgångar, kan dynamiska livscykelportföljer ha placeringsstrategier som tillåter byte av tillgångsslag i båda riktningar, dvs. från aktier till räntebärande tillgångar och vice versa. Detta möjliggör t.ex. att i de situationer då det ackumulerade kapitalet nått målnivån kan det säkras genom att medlen placeras i tillgångar med lägre risk, oavsett om den åldersbaserade tumregeln för byte av tillgångar har inträffat eller inte.

Igen så bygger detta påstående på en missuppfattning. I den föregående redovisningen av livscyklförvaltning såg vi precis hur "kvoten" eller aktieandelen i ekvation 2 påverkades av både upp- och nedgång av den fonderade förmögenheten. Att förvaltningen sedan skulle vara målbaserad dvs. när ett visst sparande har uppnåtts då sänks risken, bygger igen på att man känner till individens karakteristika och vad de individuella målen är. Det finns ju inget mål för förvaltningen av en fond skilt från målen aggregerade över samtliga individer och då individerna löpande byts ut måste man först reda ut hur olika individers intressen skall viktas mot varandra.

Promemorian listar sedan en rad påståenden vilka antingen är motstridiga, svåra att förstå eller intetsägande; vilket gör att det blir svårt att veta vad som avses, t. ex.:

1. Det bekräftar idén om att systemet framför allt ska skapa så **bra förutsättningar som möjligt för de individer** som systemet omfattar.
2. staten har ett moraliskt ansvar att utforma och förvalta förvalsalternativet på det sätt som är **mest ändamålsenligt för det stora flertalet**.
3. förvalsalternativet bör alltid ta sin utgångspunkt i **pensionsspararen** och sträva mot ett så **bra pensionsutfall för denne** som möjligt.

4. **Individen** som låter sina pensionsmedel placeras i förvalsalternativet ska också ha möjlighet att kunna **skapa sig en uppfattning om nivån på utfallet**, dvs. hur mycket som kommer att betalas ut i pension. Den framtida pensionsutbetalningen bör **inte heller nämnvärt avvika från denna förväntan**.

Det är inte svårt att se målkonflikterna. Är verkligen: bra förutsättningar för de individerna i systemet; mest ändamålsenligt för det stora flertalet; och är bra pensionsutfall för denne samma sak. Det sista kravet—att individen skall kunna förutse sitt pensionsutfall utan att nämnvärt avvika från prognosen är nog omöjligt; då det beror på individens osäkra inkomster, avkastningsvariationer, *etc.*

9.1.2 En tydligare uppdelning mellan sparandefas och utbetalningsfas

Vi håller med promemorian i att utbetalningsfasen innehåller andra moment vilka blir viktigare med högre ålder. Det dock inte de moment kring vilka promemorian uppehåller sig. Den regel som fastställts av Merton i ekvation 2 fungerar precis lika bra under utbetalningen. En individ med låg tolerans för pensionsvariation kommer att kännetecknas av en hög riskaversion vilken leder till en lägre aktieandel och *vice-versa*. Det finns därför ingen anledning till att ha en separat förvaltningsdel för en utbetalningsdel utan individanpassningen av Förvalet kan kompletteras med information från Min Pension kring "samtliga" pensions-tillgångar. Där de viktigaste frågorna kommer att röra olika former av efterlevandeskydd och i vilken ordning olika pensioner skall tas ut.

9.4 Mål för förvalsalternativet

Vi håller med promemorian som definierar: "*Pensionsspararnas intresse framför allt är att minimera risken för låga pensioner*" (s.44), dvs. inte att minimera risken för ett lågt utfall av ett enskilt pensionsavtal utan hela pensionsförmögenheten för individen. Vi håller också med om att: "*Målformuleringen för förvalsalternativet bör därför ta sin utgångspunkt i förväntade pensionsnivåer i utbetalningsfasen, snarare än i kortsiktiga mål och analyser av avkastningsutvecklingen under sparandefasen.*"

Vi blir därför förvånade över att promemorian vill att Förvalet skall "...dra nytta av perioder med höjd riskaversion i marknaden och kortsiktiga felprissättningar..." (s. 44)

Promemorian återvänder sedan till att målet skall definieras som: "*Den tveklöst mest relevanta frågan för pensionssparare är att få en så bra pension som möjligt.*" (s. 45) För att igen hamna i ett annat mål: "*För förvaltningen av förvalsalternativet bör därför också anges att den ska minimera risken för låga pensionsutfall och maximera förutsättningarna för bra pensionsutfall. Detta mål bör framgå av lagtexten.*" (s.46)

Det är helt enkelt för många och ofta motstridiga mål som läggs på Förvalet och en blandning av mål relaterade till ibland en individs pensionsförmögenhet; en individs andel av Förvalet; eller det aggregerade värdet över alla individer som hamnat i Förvalet.

9.5 Förväntad avkastning under förvalsalternativets sparandefas

I detta avsnitt finns det igen en tro på olika former av mean-reversion samt att ett kortsiktigt agerande kan skapa mervärde. *“Den kortsiktiga tåligheten för större förluster bör också användas för att utnyttja volatilitet och de olika riskpremier som finns på kapitalmarknaderna. Detta ger i sin tur ökade förutsättningar att nå en högre avkastning över en längre tid.”* (s. 50) Det kan inte förstås som annat än att t.ex. större kursnedgång så skall de utnyttjas för att öka aktieandelen eller att utfärda optioner till "hög" volatilitet. Då ingen vet om kursrörelser är kortsiktiga eller inte, anser vi att man ej skall justera förvaltningen beroende på marknadsutvecklingen.

Vidare påstår man att: *“...avkastningen i förvalsalternativets sparandefas löpande och långsiktigt överstiga inkomstindex med 3–5 procent per år. En sådan målsättning bedöms både eftersträvansvärd och rimlig, utan att risken för nedgång av pensionsutfallen ökar jämfört med det som gäller i dagsläget.”* (s. 50). Detta påstående är mycket mer talande än vad som först möter ögat.

Inkomstindex är ett index som kan förväntas ha en avkastning om cirka 2% realt. Ett påslag om 4% ger en real avkastning om 6%. Givet dagsläget med negativa realräntor i flertalet länder förväntas Förvalet då ge en real avkastning om minst 6%. Rimliga förväntningar på riskpremier kring 3-4% realt innebär att Förvalet är en belånad fond. Vi håller med om att det är ett bra förslag dock med en förväntad storlek⁹ på Förvalet om 2000-3000 miljarder blir en belåning om flera tusen miljarder en fråga som bör utredas ganska noga.

9.6 Förvalsalternativets sparandefas en diversifierad tillväxtportfölj

Följande långa citat från promemorian (s. 52) visar på en djup okunskap kring finasteori samt att förvaltningen av dessa tusentals miljarder skall förvaltas utan mycket tydliga restriktioner. Det finns en övertro på att illikvida tillgångar är ett speciellt tillgångsslag som på ett magiskt sätt skapar överavkastning utan motsvarande risker. Erfarenheterna från förvaltningen av sk. alternativa tillgångar inom AP1-AP4 under åren 2001-2016 (s. 54) visar att det är i princip samma avkastning¹⁰ som en traditionell förvaltning. Den rapporterade lägre volatiliteten kommer från att man ej mäter avkastning på vad avslut har skett till utan ofta efter teoretiska modeller vilka underskattar volatiliteten.

⁹Ett bättre premiepensionssystem SOU 2019:44 s. 632.

¹⁰Noteras bör också att avkastning ej beräknats på det bundna beloppen vilket skulle sänka avkastningen.

“Byggstensfondernas (nuvarande fonder i AP7) ensidiga placeringsinriktning mot aktiemarknaden **begränsar möjligheterna att ta hög risk och hålla en relevant portfölj beroende på rådande förhållanden på kapitalmarknaderna**, vilket är en förutsättning för att nå hög avkastning och i längden bra pensionsutfall.”

“Diversifierade tillväxtportföljer är ofta väl anpassade för pensionssystem eftersom de, **genom sammanhållna och integrerade investeringsstrukturer, exponerar medel mot ett brett spektrum av olika riskkällor**. Det innebär att portföljerna är mindre beroende av en avkastningskälla när långsiktig tillväxt eftersträvas. Även om diversifierade tillväxtportföljer kan ha olika strukturer och inriktningar har de det gemensamt att de över en längre period strävar mot att nå en aktieliknande avkastning genom placeringar i olika riskkällor med en totalt sett lägre investeringsrisk”

”Utöver de övergripande mål som ska gälla för förvaltningen bör det inte regleras i lag närmare hur förvaltningen av pensionsmedel ska gå till.”

Vid sidan om förvaltningen diskuteras också i detta avsnitt utnyttjandet av rösträtt. Promemorian anser att flera av de begränsningar som gäller dagens AP-fonder skall tas bort. Vi anser istället att Förvalet kommer att vara en så dominerande aktör på kapitalmarknaden att speciella regler med avseende på rösträttsbegränsning är lämpliga. För att undvika maktkoncentration och subventioner finns det mycket som talar för att Förvalet på motsvarande sätt som den norska oljefonden ej bör placera i svenska värdepapper överhuvudtaget och att rösträtt ej får utövas för mer än maximalt 2% av ett bolags utgivna röster oaktat hemvist.

I linje med de ursprungliga tankarna vid AP-fondernas tillkomst är det speciellt viktigt att hålla Förvalet borta från att potentiellt bli en indirekt subventionär av infrastrukturprojekt, industripolitiska mål eller statskassan. Vi anser därför att Förvalet ej skall få investera i lån eller obligationer direkt eller indirekt¹¹ utgivna svenska företag, institutioner eller myndigheter.

Tidigare utredare av statliga pensionsfonder har speciellt uppmärksammat att:

He (Vandenburg in 1937) estimated that it (Social Security) would grow to \$47 billion by 1980, an unbelievable amount of money then. He argued that the government would find it politically impossible not to tap this fund and spend its resources recklessly on any number of social programs¹²

Samma frestelse har visat sig vara stor även för svenska politiker. Samtliga de obligationer utgivna av stat och bostadsinstitut som AP1-AP3 tvingades köpa på grund av den då rådande placeringsplikten (tom 1985) förvärvades till en ränta som vida understeg gällande

¹¹Med indirekt avses här de bolagsliknande konstruktioner som kan etableras i ett annat land.

¹²U.S. Social security Handbook: A Reference Handbook, on Senator Arthur Vandenburg, p. 157.

marknadsränta och blev på så sätt en teknik för att subventionera bostadskonsumtion till förfång för pensionärernas avkastning.

Det var precis dessa erfarenheter vilka motiverade nuvarande rösträttsbegränsningar samt det enkla målet för samtliga fonder att endast maximera avkastning givet en "prudent" risknivå. Följande citat från Departementsserien AP-fondernas organisation och placeringsregler i det reformerade pensionssystemet Ds 1999:38 visar på insikten.

Särskilda uppgifter som påförs fonderna kan innebära målkonflikter, förhindra en effektiv förvaltning och försvåra utvärderingen. Till exempel bör inte fonderna ges näringspolitiska uppgifter utöver rollen som placerare på riskkapitalmarknaden. Inte heller arbetsmarknads-, regionalpolitiska eller andra ekonomisk-politiska uppgifter bör finnas. (*ibid*, s. 69)

En ökad andel aktier skall emellertid inte styras av ägarambitioner. Regler som begränsar AP-fondernas samlade ägande av det svenska näringslivet liksom röstandelen i ett enskilt företag bör finnas även i fortsättningen. (*ibid*, s. 70)

Det är viktigt att ägarrollen entydigt utövas i syfte att bättre tillvarata möjligheterna till högre avkastning på förvaltade medel. AP-fondernas ägande skall inte vara ett närings- eller ekonomisk-politiskt instrument. (*ibid*, s. 83)

Av antecknade skäl föreslår vi också att förvaltningen av Förvalet delas upp på de existerande AP1-AP4 i lika delar men med Förvalets placeringsinriktning och instruktioner. Denna lösning torde vara den utan jämförelse mest kostnadseffektiva samt att det minskar delvis på risken med maktkoncentration. Premiepensionsmyndigheten förvaltar andelsägarregistret för individer samt de nya fonderna hos respektive AP-fond.

9.7 Möjligheten att lösa in fondandelar

Promemorian vill begränsa möjligheten för sparare att lösa in sina andelar¹³. Idag kan sparare lämna på daglig basis och promemorian föreslår en reducering av frekvensen till att inlösen endast skall kunna ske en gång per månad. Skälet är att det anses vara för kostsamt att göra en daglig värdering, speciellt som promemorian förutsätter att Förvalet till stora delar skall äga illikvida tillgångar där en stor del av dessa tillgångar: ej är föremål för handel; att marknadspriserna är opålitliga; eller att tillgångarna värderas indirekt via modeller eller andra liknande tillgångar.

Promemorian är okunnig kring var kostnaderna för försäljning av fondandelar uppstår. Det är inte den antecknade komplikationen med illikvida tillgångar som är problemet—det skall ju ändå göras en gång per månad över så många tillgångar att allt annat än en automatisk värdering är otänkbar; det är istället marknadspåverkan vid försäljningar av fondandelar

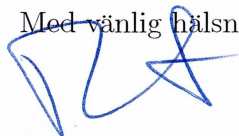
¹³dvs att flytta sitt kapital från Förvalet till en annan fond.

och indirekt försäljning av värdepapper som skapar kostnader, dvs. genom att koncentrera försäljningarna till en gång per månad så blir transaktionerna större och därmed ökar kostnaden¹⁴.

9.9 Förvalsalternativets utbetalningsfas

Promemorian påpekar att under utbetalningsfasen så krävs att: *“Detta (förvaltningen) kräver en kvalificerad portföljkonstruktion och strategi som kombinerar medveten risk och utrymme att matcha tillgångsportföljen med jämna utbetalningar och låg volatilitet”* (s.64); det kan delvis vara så. Än viktigare är att man har kännedom om individens övriga pensionsskapital och andra mål med sin pension, t. ex. sammanlagt efterlevandeskydd. Promemorian påpekar dock att frågan är så komplex att den bör utredas i särskild ordning, vilket vi också anser.

Med vänlig hälsning,



I tjänsten
Evert Carlsson
Ek. Dr.

¹⁴En bättre ordning vore istället att maximera den andel av spararens förmögenhet som kan lösas in vid varje tillfälle.