

Förvaltningen av premiepensionssystemet

– kostnadseffektivitet för spararnas
bästa?

RIR 2018:32



Riksrevisionen är en myndighet under riksdagen med uppgift att granska den verksamhet som bedrivs av staten. Vårt uppdrag är att genom oberoende revision skapa demokratisk insyn, medverka till god resursanvändning och effektiv förvaltning i staten.

Riksrevisionen bedriver både årlig revision och effektivitetsrevision. Denna rapport har tagits fram inom effektivitetsrevisionen, vars uppgift är att granska hur effektiv den statliga verksamheten är. Effektivitetsgranskningar rapporteras sedan 2011 direkt till riksdagen.

RIKSREVISIONEN

ISBN 978-91-7086-503-9

RIR 2018:32

OMSLAGETS ORIGINALFOTO: PLATTFORM

TRYCK: RIKSDAGENS INTERNTYCKERI, STOCKHOLM 2018

Härmed överlämnas enligt 9 § lagen (2002:1022) om revision av statlig verksamhet m.m. följande granskningsrapport:

Förvaltningen av premiepensionssystemet

– kostnadseffektivitet för spararnas bästa?

Riksrevisionen har granskat om förvaltningen av premiepensionssystemet fungerar som det är tänkt. I fokus ligger frågan om systemet är kostnadseffektivt för spararnas bästa. Resultatet av granskningen redovisas i denna granskningsrapport. Den innehåller slutsatser och rekommendationer som avser Pensionsmyndigheten och regeringen.

Riksrevisor Stefan Lundgren har beslutat i detta ärende. Revisionsdirektör Daniel Hallberg har varit föredragande. Enhetschef Robin Travis har medverkat i den slutliga handläggningen.

Stefan Lundgren

Daniel Hallberg

För kännedom:

Regeringskansliet; Socialdepartementet och Finansdepartementet
Pensionsmyndigheten, Finansinspektionen och Konsumentverket

FÖRVALTNINGEN AV PREMIEPENSIONSSYSTEMET

RIKSREVISIONEN

Innehåll

Sammanfattning och rekommendationer	5
1 Inledning	12
1.1 Bakgrund	12
1.2 Motiv till granskning	13
1.3 Syfte och granskningsfrågor	13
1.4 Bedömningsgrunder	14
1.5 Metod och genomförande	15
1.6 Disposition	17
2 Är kostnadsredovisningen tydlig och heltäckande?	18
2.1 Pensionsmyndighetens avgiftsreduceringsmodell	18
2.2 Pensionsmyndighetens information om förvaltningskostnader	19
2.3 Uteblivet mervärde	23
2.4 Riksrevisionens iakttagelser	26
3 Finns det tecken på effektivitetsbrister på fondtorget?	28
3.1 Förutsättningar för en självreglerande fondmarknad	28
3.2 Avgiften och spararnas fondval	29
3.3 Finns det ett långsiktigt samband mellan avgifter och prestation?	35
3.4 Kostnadsrisker med fond-i-fond	39
3.5 Uppskattning av kostnadseffektiviteten genom jämförelseindex	43
3.6 Riksrevisionens iakttagelser	48
4 Fokuserar myndigheterna på att förvaltningen av premiepensionen är kostnadseffektiv?	50
4.1 Pensionsmyndigheten	50
4.2 Konsumentverket	51
4.3 Finansinspektionen	53
4.4 Samverkan mellan myndigheter	57
4.5 Regeringens styrning	58
4.6 Riksrevisionens iakttagelser	59
5 Sammanfattande diskussion och rekommendationer	61
5.1 Rabattrappan inte en garant för kostnadseffektivitet	61
5.2 Brister i den löpande utvärderingen av förvaltningens kostnadseffektivitet	61
5.3 Redovisningskraven för fonder på fondtorget är inte tillräckliga	62
5.4 Riksrevisionens rekommendationer	63
Referenslista	65
Bilaga 1. Fakta om fonder, fondtyper och risk	67
Bilaga 2. Databeskrivning och beräkningar	68

Övrigt material

På Riksrevisionens webbplats finns ett digitalt underlag att ladda ned. Underlaget ingår inte i den beslutade rapporten men kan begäras ut från ärendets akt genom registraturen.

Underlag a. Databeskrivning avsnitt 3.5

Sammanfattning och rekommendationer

Premiepensionssystemet är en viktig del av det allmänna pensionssystemet som stadigt växer i omfattning och betydelse. I slutet av september 2018 fanns det drygt 800 fonder registrerade på fondtorget, som totalt förvaltade ett pensionssparande motsvarande 1 200 miljarder kronor. Effektiviteten är viktig eftersom varje pensionsavsättning ska generera maximal pension för framtidens pensionärer utifrån de val de har gjort avseende risktagande, etiska värderingar med mera.

Premiepensionssystemet är ett obligatoriskt fondsparande som inkluderar grupper av sparare som kan ha svårare än andra att nyttja systemets fördelar. Det gäller framförallt de som inte själva har den förkunskap och kompetens som krävs för att fatta kloka placeringsbeslut. Om systemet inte är effektivt är risken att dessa grupper får lägre avkastning från systemet och därmed lägre pensioner än andra grupper. Samtidigt har det under senare tid uppmärksammats att det finns brister i förvaltningen av premiepensionen, brister som i förlängningen riskerar att leda till lägre pensioner. Riksrevisionen har därför sett det som angeläget att granska om förvaltningen av premiepensionssystemet fungerar som det är tänkt. Syftet har varit att granska om systemet leder till kostnadseffektivitet för spararnas bästa. Riksrevisionen har granskat den del av förvaltningen som sköts av de privata fondbolagen på fondtorget, vilket i slutet av september 2018 omfattade ett kapital på 713 miljarder kronor.

En viktig förutsättning för en kostnadseffektiv förvaltning är bland annat att systemet tillgodoser att spararna har tillgång till bra information för att kunna göra medvetna val inom pensionssystemet. Det är också viktigt att de ansvariga myndigheterna verkar för en prisreduktion av avgifter, och att de har fokus på att följa och kontrollera kostnader i premiepensionssystemet.

Granskningens resultat

Granskningens övergripande slutsats är att förvaltningen av premiepensionssystemet kan bli mer kostnadseffektiv. Det finns flera faktorer som försvårar en kostnadseffektiv förvaltning och som behöver åtgärdas. Vår övergripande slutsats bygger på ett antal viktiga iakttagelser:

Kostnadsredovisningen är inte heltäckande

Ansvariga myndigheter, Pensionsmyndigheten och tidigare Premiepensionsmyndigheten, har visserligen åstadkommit en prisreduktion avseende synliga avgifter genom den så kallade rabattmodellen, men Riksrevisionen menar att rabattmodellen inte är en garant för kostnadseffektivitet. Redovisningen av kostnader som ligger utanför rabattmodellen är inte heltäckande. Till exempel saknas enhetlig kostnadsredovisning för så kallade

fondandelsfonder (fond-i-fond). Redovisningen av resultatbaserade avgifter och transaktionskostnader är också bristande. Det finns indikationer på att fondförvaltare sätter avgifterna i relation till rabattmodellens konstruktion. Det finns även indikationer på att vissa förvaltningsformer på fondtorget uppvisar brister i kostnadseffektivitet. Det gäller till exempel fondandelsfonder.

Riksrevisionen menar att regeringen bör utreda möjligheten att ställa högre krav på fondbolag som vill verka på fondtorget att redovisa samtliga kostnader och styra rapporteringen, samt fastställa enhetliga beräknings- och redovisningsmetoder. Det skulle ge spararna en bättre bild av fondernas faktiska kostnader och avgifter, men också ge kontrollerande och administrerande myndigheter bättre förutsättningar för uppföljning och utvärdering av fondförvaltningen inom premiepensionen.

Det finns tecken på effektivitetsbrister på fondtorget

Granskningen visar att det finns indikationer på att marknaden för fonder på fondtorget skulle kunna fungera mer effektivt. Spararna riskerar att som en konsekvens få betala en för hög avgift i förhållande till den värdeutveckling de får. En indikation på ineffektivitet i systemet är att det hade varit möjligt att uppnå ett högre pensionskapital vid så kallad passiv indexförvaltning. Det har delvis att göra med att passiv indexförvaltning kan handhas till en lägre avgift. Den huvudsakliga förklaringen till detta är välkänd: systemet med många privata producenter av olika sparandeprodukter förutsätter att sparare är aktiva och gör medvetna fondval. Om spararna är välinformerade och aktiva leder det i förlängningen till en "självsanering", eftersom de då väljer bort fonder som inte presterar i nivå med sin avgift. Riksrevisionen menar dock att det finns indikationer på att självsaneringen inte fungerar, vilket i sin tur leder till slutsatsen att förändringar för att förbättra systemet i detta avseende är nödvändiga. Riksrevisionen konstaterar att Pensionsmyndigheten erbjuder informationsverktyg för de premiepensionssparare som vill välja fonder. Dessa verktyg syftar till att underlätta för individerna att välja fonder, till exempel i form av en fondvalsguide på Pensionsmyndighetens webbplats. Även om guiden innehåller användbar information för spararen saknas det viktig information, till exempel om hur sparandet påverkas av vissa kostnadsposter, hur avgifter sätts och vilka förvaltningsstrategier fondbolag använder.

Ett annat tecken på bristande effektivitet i systemet är att fondförvaltare periodvis synes ha anpassat sina avgifter till rabattmodellen, på ett för spararna ofördelaktigt sätt. Ett exempel på det var efter vissa regelförändringar år 2011 som underlättade för fondförvaltare att sätta högre avgifter. Samtidigt visar granskningen att det stora flertalet sparare inte reagerar genom att byta till en annan fond när avgiftsuttaget ökar. Granskningen visar vidare att vissa förvaltningsformer är konstaterat ogynnsamma för spararen. Ett exempel är extern förvaltning genom

fond-i-fond, vilket har ökat från 4 procent år 2010 till 28 procent år 2017 räknat som andel av kapitalet förvalt av privata fondförvaltare. Fond-i-fond har en högre avgift och sämre värdeutveckling än traditionella fonder.

Myndigheterna har inte fokus på att utvärdera kostnadseffektiviteten

Myndigheternas tillsynsinsatser saknar ett tydligt fokus på skäligheten i uttagna avgifter, trots att det ligger inom myndigheternas mandat att granska riktigheten i information om förvaltningskostnader, samt skäligheten i avgiftsnivån. Det saknas ett tydligt huvudmannaskap av tillsyn av premiepensionen. Ansvaret för tillsynen är fördelat mellan Finansinspektionen och Konsumentverket.

Pensionsmyndigheten har inte ansvar för tillsyn men har samtidigt ansvar för att förvaltningen sker kostnadseffektivt. Det görs idag ingen löpande utvärdering av kostnadseffektiviteten.

Riksrevisionen anser att Pensionsmyndigheten borde följa avgifter och kostnader för fonderna över tid, samt överväga att utveckla indikatorer som speglar till exempel avgiftsförändringar eftersom det kan underlätta medvetna placeringsbeslut. Resultaten från beteendeforskningen i fråga om hur människor väljer när det gäller pensionssparande visar att många sparare inte är intresserade av finansiella val. De låter därför bli att välja, låter sig ledas eller riskerar att göra ganska extrema val. Det väcker frågan om huruvida Pensionsmyndighetens informationsansvar ska sluta vid att presentera byggstenarna för en genomtänkt analys av kostnadseffektiviteten, eller om myndigheten även ska presentera själva analysen.

Granskningen tyder på oklar ansvarsfördelning mellan myndigheter om tillsynen av fondaktörerna på fondtorget, och på att myndigheternas verktyg för att åstadkomma en kostnadseffektiv förvaltning behöver förstärkas. Riksrevisionen kan konstatera att det varken ryms inom Konsumentverkets eller Finansinspektionens tillsyn att granska eller bedöma huruvida näringsverksamheten på fondtorget bedrivs på ett kostnadseffektivt sätt.

Riksrevisionen vill även lyfta fram att utländska fonder inte står under Finansinspektionens tillsyn. Det innebär att mer än hälften av fonderna på fondtorget undantas från Finansinspektionens tillsyn. Riksrevisionen menar att frågan om ett huvudansvar för riktad tillsyn av kostnadseffektivitet på fondtorget med fördel skulle kunna ingå som en del i den pågående utredningen om den framtida premiepensionen.

Riksrevisionens rekommendationer

Eftersom sparande i premiepensionsfonder är obligatoriskt anser Riksrevisionen att staten i möjligaste mån bör underlätta för individen att fatta välinformerade och välgrundade privatekonomiska beslut, även om ansvaret för att fatta själva

placeringsbeslutet ligger hos individen. Det handlar dels om att skapa förutsättningar för att kostnadseffektiviteten uppnås via reglering och tillsyn av premiepensionsförvaltare, dels om att löpande utvärdera kostnadseffektiviteten på fondtorget. Viktigt är också att spararna får rätt verktyg för att underlätta deras placeringsbeslut.

Riksrevisionen rekommenderar Pensionsmyndigheten (eller den myndighet som framöver förvaltar premiepensionen) att

- utveckla verktyg för löpande utvärdering av kostnadseffektivitet på fondtorget riktade till spararna för att underlätta deras placeringsbeslut.

Riksrevisionen rekommenderar regeringen att

- utreda möjligheten att ställa högre krav på fondbolag som vill verka på fondtorget att redovisa samtliga kostnader
- ge Pensionsmyndigheten (eller den myndighet som framöver förvaltar premiepensionen) i uppdrag att genomföra regelbundna utvärderingar av kostnadseffektiviteten på fondtorget.

Ordlista

Administrationsavgift är avgiften för att täcka kostnader för förvaltning och drift.

Aktiefonder investerar i aktier, ofta med ett geografiskt fokus, branschfokus eller storleksfokus. En aktiefond sprider risken genom att pengarna investeras i flera olika aktier, så att utvecklingen inte enbart beror på utvecklingen för ett enskilt företag.

Aktiv förvaltning syftar till att erhålla avkastning som överstiger ett relevant jämförelseindex. Det sker genom att förvaltaren försöker utnyttja tillfälliga felprissättningar på marknaden. Jämför *passiv förvaltning*.

Allmän pension är pension enligt lag. Den allmänna pensionen regleras i socialförsäkringsbalken och består huvudsakligen av inkomstpension, tilläggspension, premiepension och garantipension.

AP7 Såfa är sedan 2010 förvalsalternativet i premiepensionssystemet. Efter en större översyn av förvaltningsstrategin för Sjunde AP-fonden (AP7) utvecklades Premiesparfonden och Premievals-fonden i maj 2010 och ersattes av dagens fonder AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond. I samband med detta introducerades också AP7 Såfa (Statens årskullsförvaltningsalternativ) där passiva premiepensionssparares allokering mellan de två AP7-fonderna styrs av spararens ålder. I förvaltningen av AP7 Aktiefond används *hävstångsstrategin* (se nedan).

Avgiftsbestämt pensionssystem är ett pensionssystem där pensionsrätten i kronor tillgodoräknas med samma belopp som den pensionsavgift som betalats av eller för individen. I ett avgiftsbestämt pensionssystem bärs den finansiella risken av den försäkrade. Det beror på att avkastningen på systemets tillgångar respektive dödligheten varierar över tiden, och det innebär att pensionens värde inte är garanterad utan kan variera.

Avkastning är inkomst som är resultatet av en investering. För aktier kan avkastningen bestå av utdelning och kursförändring.

Blandfonder består av både räntebärande värdepapper och aktier. Förvaltaren av respektive fond bestämmer fördelningen mellan de två tillgångsslagen, vilket innebär att fördelningen och risknivån kan variera över tid.

Bruttoavkastning är den avkastning som ges på den öppna fondmarknaden (marknadsavkastning), det vill säga före Pensionsmyndighetens avgiftsrabatt.

Courtage (transaktionskostnad) är kostnaden som uppstår när fonden handlar med värdepapper. Nivån på courtaget är reglerad genom så kallade best execution-regler. Transaktionskostnaden ingår i TKA (se nedan).

Diskretionär förvaltning är en finansiell tjänst där investeraren ger ett förvaltningsföretag mandat att fatta löpande placeringsbeslut, ofta inom vissa avtalade ramar.

Fond är en juridisk enhet som förvaltas av ett fondbolag. Fondbolaget investerar i värdepapper och en investerare köper andelar i fonden (fondandelar). Se bilaga 1 om *Fakta om fonder, fondtyper och risk*.

Fondavgift (nettoavgift) som presenteras av Pensionsmyndigheten består av summan av årlig avgift och eventuell resultatberoende avgift, minus Pensionsmyndighetens rabatt. Fondavgiften är den avgift som Pensionsmyndigheten publicerar i det orange kuvertet, på sin webbplats och i fondkatalogen.

Fondbolag är det bolag som förvaltar en eller flera fonder. I denna rapport används fondbolag, fondföretag och förvaltningsbolag synonymt i enlighet med de definitioner som finns i LVF.

Fonderat system är ett pensionssystem där inbetalda pensionsavgifter eller premier fonderas och sparas separat för varje enskild person eller ett kollektiv. Premiepensionssystemet är ett exempel på ett fonderat system.

Fond-i-fond (fondandelsfond) är en fond som placerar minst 10 procent av sin fondförmögenhet i andra fonder. Kostnaderna som ingår i såväl huvudfondens som de underliggande fondernas totala utgiftskvot (se TER) ingår i Pensionsmyndighetens rabattunderlag.

Fondtorget är benämningen på Pensionsmyndighetens nätbaserade handelsplats, där sparare inom premiepensionssystemet kan köpa och sälja fondandelar.

Förmånsbestämt pensionssystem är ett pensionssystem där pensionen i förväg är bestämd till en viss nivå; det kan vara ett visst belopp, eller en viss andel av till exempel slutlönen eller genomsnittslönen under ett visst antal år.

Förvaltningsavgift är den kostnad som fondbolaget dagligen tar ur en fond för att administrera fonden. Förvaltningsavgiften ingår i den årliga avgiften och är en del av *TER* (se nedan).

Generationsfonder vänder sig till sparare i specifika åldersgrupper och består av både räntebärande värdepapper och aktier. Risknivån i en generationsfond, det vill säga fördelningen mellan aktier och räntor, anpassas efter den åldersgrupp som generationsfonden riktar sig till.

Hävstångsstrategi kan användas vid fondförvaltning och innebär att man använder finansiella instrument för att öka risken. Genom användning av hävstångsstrategin förstärks värdeutvecklingen jämfört med den underliggande marknadens utveckling, och det gäller såväl i uppgång som i nedgång. Att använda denna strategi ökar alltså risken och därmed möjligheten till högre avkastning, men det ökar även risken för ett sämre utfall om marknaden viker.

Inkomstpension är den del av den allmänna pensionen där avgiften, 16 procent av pensionsunderlaget, betalas till ett fördelningssystem.

Jämförelseindex är ett index som visar hur en marknad har gått i genomsnitt, och genom att jämföra fonden med detta index går det att se hur väl fonden matchar genomsnittet.

KIID (Key Investor Information Document) är en av EU beslutad förköpsinformation till konsumenter. På motsvarande två A4-sidor samlas den viktigaste information som spararen behöver känna till (faktabladet med basfakta för investerare). Faktabladet ska se lika ut inom hela EU.

Nettoavkastning är den avkastning som ges på fondtorget, det vill säga efter Pensionsmyndighetens avgiftsrabatt.

Passiv förvaltning innebär att förvaltarens portfölj har samma sammansättning som det valda jämförelseindexet. Syftet med passiv förvaltning är att uppnå samma avkastning som jämförelseindex, det vill säga marknadens avkastning. Jämför med *aktiv förvaltning*.

Pensionsgrundande inkomst är den inkomst som utgör underlag för beräkning av pensionsrätt inom den allmänna pensionen. Den motsvarar i princip årsinkomsten (förfärsinkomst, sjukpenning, föräldrapenning, arbetslöshetsersättning med mera) minskad med den allmänna pensionsavgiften.

Pensionsmyndighetens administrativa avgift finansierar Pensionsmyndighetens administration av premiepensionssystemet. Avgiftsuttaget beslutas av regeringen varje år och betalas av premiepensionsspararna.

Premiepensionen är den del av den allmänna pensionen där avgiften, som är 2,5 procent av pensionsunderlaget, placeras i fonder.

Rabattmodellen (rabattrappan) är Pensionsmyndighetens avgiftsreduceringsmodell för att beräkna rabatt på bruttoavgiften för de fonder som ingår i premiepensionssystemet.

Resultatberoende avgift eller rörlig prestationsavgift tas ut i vissa fonder utöver den fasta förvaltningsavgiften. Den resultatberoende avgiften baseras på fondens prestation jämfört med dess uppställda krav. Hur dessa krav är uppställda och beräknas kan variera stort mellan olika fonder.

Risk är ett mått som visar hur mycket avkastningen varierat över tid och kan mätas som avkastningens standardavvikelse.

Risikfri (riskjusterad) avkastning är den avkastning som en investerare får vid en investering i en säker tillgång, exempelvis en statsobligation från ett land med stark ekonomi. Jämför med *Sharpekvot* som är ett mått på riskjusterad avkastning.

Räntefonder investerar i obligationer och penningmarknadsinstrument. Dessa emitteras av staten, kommuner eller företag och är ett sätt för dem att låna pengar. Överlag har räntefonder en låg risknivå, vilket också innebär en viss begränsning avseende värdeutveckling. Räntefonder har generellt lägre risk än aktie- och blandfonder.

Sharpekvot är ett mått på riskjusterad avkastning. Måttet används vid jämförelse av portföljer, då det riskjusterade måttet tar hänsyn till avkastning, riskfri ränta och risk (standardavvikelse) för portföljen. En hög Sharpekvot indikerar att portföljen skapat en hög avkastning med hänsyn tagen till portföljens risktagande.

Sjunde AP-fonden (AP7) är statlig och förvaltar bland annat det statliga förvalsalternativet i premiepensionssystemet.

TER (Total Expense Ratio) är den totala utgiftskvoten. TER är detsamma som bruttoavgift. Denna används för beräkning av Pensionsmyndighetens rabatt. TER är summan av årlig avgift och eventuell resultatberoende avgift.

TKA (totalkostnadsandel) är ett samlingsmått för alla kostnader en fond har haft under ett år och kan beskrivas som summan av årlig avgift, resultatberoende avgift och transaktionskostnader. Skillnaden mellan TKA och TER är courtagekostnad. Eftersom TKA inte är obligatoriskt eller enhetligt definierat, är det många fonder som inte längre presenterar något TKA utan istället hänvisar till fondens årsredovisning för den kompletta kostnadsbilden.

Transaktionskostnad, se *courtage*.

Värdeutveckling är produktsumman av $1 +$ avkastning över tid. Värdeutvecklingen mellan tidpunkt 1 och T beräknas som $(1 + r_1) * (1 + r_2) * (1 + r_3) * \dots * (1 + r_T)$, där r_t är avkastningen i tidpunkt $t = 1, 2, 3, \dots, T$.

Årlig avgift består av alla kostnader i en fond, förutom transaktionskostnad och eventuell resultatberoende avgift. För fond-i-fond ingår även kostnader i underliggande fonder. Årlig avgift presenteras i fondens basfaktablad (KIID).

1 Inledning

1.1 Bakgrund

Premiepensionssystemet är en viktig del av det allmänna pensionssystemet som stadigt växer i omfattning och betydelse. I slutet av september 2018 fanns det drygt 800 fonder registrerade på fondtorget, som inklusive Sjunde AP-fonden (AP7) totalt förvaltade pensionssparande motsvarande 1 200 miljarder kronor. Av detta kapital förvaltades 713 miljarder kronor av privata fondförvaltare. Effektiviteten är viktig eftersom varje pensionsavsättning ska generera maximal pension för framtidens pensionärer utifrån de val de har gjort avseende risktagande, etiska värderingar med mera.

Premiepensionssystemet är ett obligatoriskt fondsparande och vissa grupper av sparare kan därför vara särskilt utsatta. Det gäller de som är finansiellt okunniga och obekanta med fondsparande men som ändå behöver fatta beslut om sin premiepension. Premiepensionssystemet är också ett område där fondförvaltare på kort tid kan attrahera kapital på ett sätt som skulle vara svårare att göra på den reguljära fondmarknaden.

Premiepensionen innehåller dels ett förvalsalternativ – för den som inte vill välja fond – som förvaltas av Sjunde AP-fonden, dels fonder som erbjuds av fondförvaltare som ingått fondavtal med Pensionsmyndigheten om att erbjuda fonderna på fondtorget för premiepension.

Pensionsmyndigheten har utvecklat ett system med återbetalning av fondavgifter till spararna (en rabattmodell), som avser att skapa lägre fondavgifter för sparare inom premiepensionen än motsvarande fondsparande på den öppna fondmarknaden. Det har gjort att den genomsnittliga synliga fondavgiften reducerats och idag ligger på en relativt låg nivå.

Premiepensionssystemet präglas av förhållandevis låga kostnader för fondbolagen för att delta på fondtorget. Det har medfört att fondutbudet har förändrats och ökat väsentligt sedan systemet introducerades, sett till såväl antalet fonder som antalet placeringsinriktningar. Idag överstiger antalet fonder på fondtorget 800, trots att över 400 fonder lämnade fondtorget under bara perioden 2010–2017. Totalt har över 1 700 fonder agerat på fondtorget sedan start.

På senare tid har flera svagheter och effektivitetsbrister uppmärksammats vad gäller förvaltningen av premiepensionsmedel (se avsnitt 1.2). Sammantaget innebär dessa effektivitetsbrister att pensionsnivåer för framtida pensionärer påverkas negativt.

1.2 Motiv till granskning

Under de senaste åren har det framkommit indikationer om brister inom premiepensionsförvaltningen. Det har exempelvis uppmärksammats att fondbolag kringgår systemet med återbetalning av fondavgifter till spararna (den så kallade rabattmodellen).¹ Det finns även indikationer på att en inte försumbar del av fonderna uppvisar dålig avkastning och att pensionsspararna saknar kunskap om den totala kostnaden för förvaltningen.² Det faktum att drygt 800 premiepensionsfonder verkar på fondtorget idag påverkar förutsättningarna för en effektiv kontroll av enskilda förvaltare.³ Premiepensionssystemets konstruktion förutsätter aktiva och medvetna sparare, och det finns fog att påstå att det mycket stora antalet fonder gör valsituationen svår.⁴ I en förstudie som riksdagens pensionsgrupp genomförde år 2017 framkommer att det finns ett utbrett ointresse och en osäkerhet bland spararna i premiepensionssystemet, vilket leder till en dåligt fungerande marknad och ett ineffektivt system där lågpresterande fonder i förhållande till sin avgift lever kvar.⁵ Det har också framförts kritik mot dagens konsumentskydd avseende premiepensioner.⁶ Riksrevisionen har därför ansett det som motiverat att granska förvaltningen av premiepensionssystemet ur ett effektivitetsperspektiv.⁷

1.3 Syfte och granskningsfrågor

Denna granskning har syftat till att studera om förvaltningen av premiepensionen bedrivs kostnadseffektivt för spararnas bästa. I granskningen har indikationer på systemineffektivitet undersökts och en analys gjorts av hur dessa uppstår. En del av det har varit att granska huruvida redovisningen kring förvaltningens resultat och kostnader är rättvisande och enkel att ta till sig och hjälper spararna att fatta medvetna beslut.

I granskningen har också undersökts om de verktyg som myndigheterna har – till exempel tillsyn – är tillräckliga för att minska risken för kostnadsineffektivitet i förvaltningen. Vi har även granskat om myndigheterna (Finansinspektionen,

¹ Dir. 2018:57. Rabattmodellen sätter ett tak på hur stora nettokostnader som kan belasta premiepensionssparare.

² Dir. 2018:57.

³ Dir. 2018:57. Pensionsgruppen (2017).

⁴ Detta uppmärksammas till exempel i kommittédirektiv dir. 2018:57.

⁵ Regeringen (2017).

⁶ Pensionsmyndigheten (2016).

⁷ Det ska i sammanhanget påpekas att regeringen i juni 2018 beslutade att tillsätta en utredning som ska lämna förslag om ett nytt premiepensionssystem som ska vara på plats år 2020. I uppdraget (Dir. 2018:57) ingår även att ta fram förslag till en lag som reglerar en ny myndighet som ska ha till uppgift att upphandla fonder och förvalta fondtorget. Riksrevisionen menar att en granskning av det befintliga systemet är motiverad inför den utredningen.

Pensionsmyndigheten och Konsumentverket) arbetar effektivt med frågan tillsammans.

Granskningens övergripande revisionsfråga har varit om förvaltningen av premiepensionen bedrivs kostnadseffektivt för spararnas bästa. Följande underfrågor har använts för att besvara den övergripande revisionsfrågan:

1. Är kostnadsredovisningen tydlig och heltäckande, det vill säga ger redovisningen ett stöd som leder till att spararna kan fatta medvetna beslut?
2. Finns det tecken på effektivitetsbrister på fondtorget?
3. Har ansvariga myndigheter ett tydligt fokus på att förvaltningen av premiepensionen sker kostnadseffektivt?

De primära granskningsobjekten har varit Pensionsmyndigheten och regeringen, men även Finansinspektionen och Konsumentverket omfattas av granskningen.

1.4 Bedömningsgrunder

Granskningen har genomförts med utgångspunkt i riksdagens intentioner att förvaltningen av premiepensionen ska bedrivas kostnadseffektivt och att statlig kontroll av kostnadsutvecklingen är av stor vikt. För att utveckla kriterier har vi utgått från förarbeten i samband med pensionsreformen och uttalanden från riksdagen. Kriterierna diskuteras i det följande:

1. Förvaltning bedrivs kostnadseffektivt

Riksdagen har påtalat att premiepensionsförvaltningen bör bedrivas så att den inte strider mot spararnas bästa när det gäller *förvaltningens kostnadseffektivitet*.⁸

Premiepensionssystemet är ett fondförsäkringssystem med staten som försäkringsgivare, där kapital förvaltas i fonder som sköts av fristående fondförvaltare. I samband med 1990-talets pensionsreform påtalades vikten av att fondförvaltningen ska ske i sunda former och att förvaltningsavgifterna bör hållas så låga som möjligt eftersom de påverkar den utgående pensionen.⁹

I propositionen som antogs av riksdagen i slutet av maj 2018 anges att fondförvaltning som inte syftar till pensionsspararnas bästa kan komma till uttryck i bland annat bristande avkastningspotential, och att oseriös fondförvaltning kan visa sig i åtgärder för optimering av avgifter eller i dolda avgifter eller kostnader.¹⁰ Riksdagen betonade i sitt betänkande vikten av att aktivt verka för en prisreduktion i samband med att avtal sluts med fondförvaltarna.¹¹

⁸ Dir. 2018:57.

⁹ Prop. 1997/98:151.

¹⁰ Prop. 2017/18:247, s. 25–26, 2017/18:SfU30.

¹¹ Bet. 1997/98:SfU13, rskr. 1997/98:120.

2. Det finns effektiva verktyg för kontroll av kostnadsutvecklingen

En viktig förutsättning för att uppnå målet om en kostnadseffektiv förvaltning är, enligt Riksrevisionen, att de ansvariga myndigheter har ett tydligt fokus på att utvärdera kostnadseffektiviteten. Vid systemets införande betonade riksdagen att det var angeläget att effektiva verktyg för kontroll av kostnadsutvecklingen skapades.¹²

3. Generell och individuell information som underlättar för enskilda att fatta medvetna beslut

Ett viktigt syfte med premiepensionssystemet var att den enskilde skulle ha större möjlighet att påverka pensionen genom att själv välja en eller flera fonder som medlen placeras i.¹³ Att skapa förutsättningar för individen att göra välgrundade val är enligt Riksrevisionen avgörande för både effektiviteten i och förtroendet för pensionssystemet. Riksrevisionen vill därmed lyfta fram vikten av att de ansvariga myndigheterna i möjligaste mån underlättar för spararna att fatta medvetna beslut genom att presentera en analys av fondförvaltningens resultat och kostnader som är enkel att ta till sig och hjälper spararna att fatta medvetna beslut.

1.5 Metod och genomförande

Målet med premiepensionssystemet är att det ska generera så hög pension som möjligt givet de val som spararen gör utifrån sina avvägningar om risktagande, etiska värderingar med mera. En viktig förutsättning för systemets kostnadseffektivitet är att spararna gör medvetna val utifrån sina önskemål om till exempel risktagande, etiska värderingar med mera. Om spararna inte gör dessa medvetna val kan fondförvaltare utnyttja sitt informationsövertag till spararnas nackdel. Riksrevisionen har granskat eventuella kostnader av detta obligatoriska sparande och hur dessa inverkar på kostnadseffektiviteten.

Effektiviteten i förvaltningen bedöms utifrån förutsättningen att riksdagens mål och intentioner med premiepensionssystemet uppnås i så hög grad som möjligt inom ramen för tillgängliga resurser och med god hushållning. Det innebär, i sin tur, att fondmedlen, utifrån spararnas avvägningar om risktagande, etiska värderingar med mera, ska placeras så att långsiktigt hög avkastning uppnås till en skälig kostnad.

För spararen är premiepensionen förknippad med olika kostnader – till exempel fondförvaltarnas och Pensionsmyndighetens förvaltningskostnader. Här ingår eventuell kostnad av extern förvaltning. Sparare kan drabbas av uteblivet mervärde om fondernas prestation är sämre än vad man skulle förvänta sig, eller om

¹² Bet. 1997/98:SfU13, rskr. 1997/98:120.

¹³ Dir. 2018:57.

avgiften inte motsvarar den förvaltning fondförvaltaren säger sig utföra. Då påverkas förvaltningens effektivitet negativt eftersom det påverkar utgående pension. Sparare kan likaså erhålla mervärde av fondförvaltningen, vilket skulle tala för ökad effektivitet. Man bör betona att uppskattningen av effektivitet till sin natur är relativ och bör ses som mer eller mindre osäker, beroende på analysens antaganden och valet av referenspunkt.

Granskningen avgränsas till den förvaltning som avser privata pensionsförvaltare på premiepensionens fondtorget. Motivet för avgränsningen är att den pågående översynen avser privata aktörer på fondtorget och att förvalsalternativet (AP7 Såfa) tidigare har granskats av Riksrevisionen.¹⁴ I denna granskning används dock förvalsalternativet (AP7 Såfa) i vissa jämförelser. Inte heller Pensionsmyndighetens administrationskostnader ingår i granskningen.

Den första granskningsfrågan, om kostnadsredovisningen är tydlig och heltäckande, besvaras genom att kartlägga de kostnader som är förknippade med fonder inom premiepensionssparandet och sedan jämföra mot redovisning och information om dessa kostnader. Utgångspunkten i granskningen är att *samtliga* kostnader ska vara tydligt redovisade. Utgångspunkten i kartläggningen har varit att bedöma informationsgivningen för gruppen premiepensionssparare som vill välja fonder. Materialet för denna del av undersökningen är premiepensionssystemets årsredovisningar och olika rapporter från till exempel Pensionsmyndigheten. I granskningen studeras också innehållet i Pensionsmyndighetens webbaserade fondvalsguide för sparare.

Den andra frågan, om det finns tecken på effektivitetsbrister på fondtorget, besvaras i huvudsak genom analys av individ- och fonddata, inhämtade från Pensionsmyndigheten och Statistiska centralbyrån. Indexserier (jämförelseavkastningsserier för olika fondkategorier) har inhämtats för vissa delar av analysen. Frågan undersöks genom att studera spararnas fondbytesbeteende i relation till fondernas avgifter, samt den värdeutveckling som spararna erhåller i relation till fondernas avgifter. Därtill undersöks kostnadsrisker för olika typer av förvaltning. Slutligen uppskattas kostnadseffektiviteten på fondtorget genom så kallade jämförelseindex.

Den tredje frågan, om ansvariga myndigheter har ett tydligt fokus på att förvaltningen av premiepensionen sker kostnadseffektivt, besvaras främst genom att inhämta information genom frågeformulär som är riktade till Pensionsmyndigheten, Finansinspektionen, Konsumentverket och regeringen, samt genom att studera den information som finns i till exempel olika rapporter, propositioner eller utredningsdirektiv. Ett tydligt fokus förutsätter enligt

¹⁴ Riksrevisionen (2013).

Riksrevisionen att kostnadseffektiviteten i premiepensionen följs upp och att det finns ett tydligt huvudmannaskap i frågor som rör tillsyn.

Sedan september 2017 har revisionsdirektör Daniel Hallberg varit projektledare för granskningen, och projektgruppen har bestått av projektmedarbetarna enhetschef Anna Hessel och ämnessakkunnig Tomas Ekerby (till och med juni 2018). Sedan oktober 2018 har enhetschef Robin Travis haft rollen som chef för granskningen. Två externa referenspersoner har varit knutna till projektet och gett synpunkter på såväl ett granskningsupplägg som ett utkast till granskningsrapporten:

- Daniel Barr, ekonomie licentiat i finansiell ekonomi och produktdirektör på Folksam. Barr var referensperson fram till augusti 2018 då han utsågs till generaldirektör för Pensionsmyndigheten.
- Gabriella Sjögren Lindquist, docent i nationalekonomi och forskare och utredare på Inspektionen för socialförsäkringen. Sjögren Lindquist var referensperson fram till augusti 2018 då hon tillträdde en tjänst som revisionsdirektör på Riksrevisionen.

Finansrådgivningsbolaget Agentia har bistått med sin finansiella expertis och beräkningsunderlag till vissa delar av analysen. Företrädare för Socialdepartementet, Finansdepartementet, Pensionsmyndigheten, Finansinspektionen och Konsumentverket har fått tillfälle att faktagranska och i övrigt lämna synpunkter på ett utkast till granskningsrapporten.

1.6 Disposition

I kapitel 2 besvaras den första granskningsfrågan, om kostnadsredovisningen är tydlig och heltäckande. I kapitel 3 besvaras den andra revisionsfrågan, om det finns tecken på effektivitetsbrister på fondtorget. I kapitel 4 besvaras den tredje revisionsfrågan, om ansvariga myndigheter har ett tydligt fokus på att förvaltningen av premiepensionen sker kostnadseffektivt. Slutligen, i kapitel 5, finns en sammanfattande diskussion och slutsatser. I bilaga 1 finns en beskrivning av fonder, fondtyper, risk med mera. I bilaga 2 finns beskrivningar av datamaterial, skattningsmetoder och ytterligare bakgrundsmaterial.

2 Är kostnadsredovisningen tydlig och heltäckande?

I detta kapitel beskrivs informationsgivningen kring fondförvaltningens kostnadsredovisning. Frågan om huruvida kostnadsredovisningen är tydlig och heltäckande i premiepensionssystemet besvaras genom att kartlägga redovisningen av de olika kostnader som är förknippade med premiepensionssparande.

För att underlätta förståelsen av granskningen behöver Pensionsmyndighetens så kallade rabattmodell beskrivas. Det görs i följande avsnitt.

2.1 Pensionsmyndighetens avgiftsreduceringsmodell

Vid premiepensionssystemets införande skapades en rabattmodell som skulle möjliggöra väsentligt lägre avgifter för fondsparandet än för övrigt fondsparande.¹⁵ Genom denna rabattmodell blir avgiftsrabatten på avgiften idag upp till 80–85 procent av bruttoavgiften, vilket således får väsentlig inverkan på en sparares avkastning över längre tid.¹⁶

Fondtorget fungerar så att pensionsspararens synliga avkastning på sin investering motsvarar den avkastning som fonden genererat med fullt uttag av förvaltningsavgift – på samma sätt som hur avkastningen skulle ha sett ut för innehav av fonder på den öppna fondmarknaden, utan rabatt. Detta belopp benämns fortsättningsvis fondens *bruttoavkastning*. Spararen får sedan årligen, i maj månad, tillbaka den del av avgiften som överstiger den på fondtorget gällande avgiften, i form av en rabatt.¹⁷ Bruttoavkastningen med rabatten återlagd benämns fortsättningsvis fondens *nettoavkastning*. Ur spararens synvinkel är alltså avkastningen efter rabatt (*nettoavkastningen*) större än avkastningen före rabatt (*bruttoavkastningen*) i de fall en rabatt ges. Likaså benämns fortsättningsvis avgiften före rabatt *bruttoavgift* och avgiften efter rabatt *nettoavgift*.

Avgiftsrabatten möjliggörs i grunden av att Pensionsmyndigheten agerar som ensam kund gentemot fondbolagen, vilket minskar administrationskostnaderna för fondbolagen. Hur denna rabatt beräknas har förändrats över tid och är under

¹⁵ Pensionsmyndigheten (2014a).

¹⁶ Ibid.

¹⁷ Pensionsmyndigheten (2017a).

regelbunden översyn. De största förändringarna för hur rabatterna på fondavgifterna ska beräknas skedde år 2007 och år 2015.¹⁸

Rabattmodellen bygger på fondkategori, förvaltad kapital inom premiepensionen och bruttoavgift. Typiskt sett medges lägre rabatt för aktiefonder och blandfonder jämfört med räntefonder. Rabatten ökar också med det totala förvaltade kapital som fondbolaget förvaltar inom premiepensionen.¹⁹ Detta är motiverat av att det finns stordriftsfördelar i kapitalförvaltningen. Progressiviteten i modellen innebär att ett ökat kapital i en av en förvaltares fonder eller hos förvaltaren i sig medför att förvaltaren måste betala tillbaka mer till spararen i form av rabatt.

Det är viktigt att ha i åtanke att rabattmodellen inte omfattar alla kostnader, utan primärt fondavgifter. Rabattmodellen gäller enbart det arvode, fast och/eller rörligt, som förvaltningsbolaget tar ur fonden samt förvaringsavgifter. Därmed ingår inte transaktionskostnader (*courtage*), som därför belastar bruttoavkastningen.

2.2 Pensionsmyndighetens information om förvaltningskostnader

Pensionsmyndigheten har utformat en rad webbaserade verktyg som är tänkta att användas som stöd i analysen av hur olika faktorer och variabler påverkar fondsparande. Bland annat behandlas områden såsom "Risk är också möjlighet", "Kostnaden är viktig", "Spartiden har betydelse" och "Tänk på hela pensionen". Pensionsmyndigheten är tydlig i sitt budskap att avgiften har en stor betydelse för den framtida pensionen.²⁰

Det orange kuvertet skickas varje år ut till alla som är födda år 1938 och senare. Det innehåller ett årsbesked där individen bland annat kan se hur mycket som hittills tjänats ihop till den allmänna pensionen. Det orange kuvertet innehåller även information om individens premiepensionskonto och visar, förutom fondval, i kronor hur mycket som betalats i administrations- och fondavgifter. I det orange

¹⁸ År 2007 förändrades rabattmodellen till att beräknas utifrån det totala kapitalet på fondbolagsnivå istället för att som tidigare beräknas utifrån kapitalet för varje enskild fond. Förändringen genomfördes för att minska de incitament som fondbolagen hade att anmäla nya fonder för att minska sina utgifter. Ändringen kan också motiveras av att stordriftsfördelar snarare sker på fondbolagsnivå än på fondnivå. År 2015 förändrades rabattmodellen genom att ett avgiftstak infördes för fonder i systemet. Även efter denna ändring kan fonder på fondtorget ha högre bruttoavgift än taknivån, men den överskjutande delen rabatteras då till 100 procent. Taknivåerna har kopplats till huvudkategorierna av fonder. Förändringen gjordes för att undvika att fondbolagen anpassar fonder och avgifter utifrån rabattmodellens konstruktion.

¹⁹ Pensionsmyndigheten (2017a).

²⁰ Det framgår bland annat genom ett tema som förekommer på Pensionsmyndighetens webbplats; genom att välja fonder med låga avgifter i den fondkategori man är intresserad av, har individen "gjort mycket för att få en så bra pension som möjligt".

kuvertet specificeras även hur mycket rabatt i kronor som individen fått på fondavgiften.

2.2.1 Fondvalsguiden

Fondvalsguiden på Pensionsmyndighetens webbplats är avsedd att vägleda premiepensionssparare på fondtorget. Via en söktjänst i fondvalsguiden²¹ har sparare möjlighet att lägga in såväl specifika fondkategorier som till exempel risknivå i sökningen, samt kategorisera fonder utifrån värdeutveckling, avgift och fondbolag. I fondvalsguiden ges relativt detaljerad information om fonders historiska avkastning; här kan man göra jämförelser mellan fondens avkastning och avkastningen för ett relevant jämförelseindex. Det finns även indikatorer i olika färgskalor för vilken risknivå som fonden har.

Avgiften kan användas som särskilt urvalskriterium via en specifik flik. Då finns det möjlighet att avläsa avgiften efter rabatt (presenterad som "fondavgift"), bruttoavgift ("avgift före rabatt"), riskjusterad avkastning och ett *prisjämförelsemått* (se nedan). Fondinformationen innehåller inte någon information om fondens historiska avgifter.

Särskilda markörer vid risk för högre avgifter

Om en fond har en prestationsbaserad del, finns en särskild markering (röd triangel) i fondvalsguiden. Det framgår av Pensionsmyndighetens webbplats att "prestationsavgiften gör att fondavgiften kan variera kraftigt mellan enskilda år och kvartal inom året." Den redovisade avgiften för fonder som har en prestationsbaserad del avser enbart avgiften från föregående år. Det finns även en särskild markering då fonder tillämpar en fond-i-fond-lösning (blå kvadrat).

Enligt Pensionsmyndigheten²² är de prestationsbaserade avgifterna ett svårt mått för sparare att förstå, och det är inte alltid tydligt hur och när denna avgift tas ut. Myndigheten påpekar att informationsgivningen för detta dock har förbättrats på senare år, och numera ska denna typ av information finnas med på fondens basfaktablad (KIID). Pensionsmyndigheten anser själva att denna information idag är bristfällig, och att den enbart visar huruvida fonden har, eller inte har, en prestationsbaserad avgift. För att ta reda på storleken på avgiften och vilken beräkningsmetod förvaltaren använder sig av förväntas spararen på egen hand vända sig till någon annan informationskälla.

I fondvalsguiden kan man via fondens namn länkas vidare till Pensionsmyndighetens egna fondfaktablad för respektive fond inom premiepensionssystemet. Myndigheten har valt att inte presentera fondernas

²¹ Pensionsmyndigheten. Sök och jämför fonder, <https://www.pensionsmyndigheten.se/mina-tjanster/fondtorg/sok>, hämtad 2018-09-17.

²² Pensionsmyndigheten (2015).

basfaktablad (KIID) utan istället presentera ett eget fondfaktablad. Anledningen är främst att delar av informationen på fondernas KIID inte gäller inom premiepensionssystemet. Detta gäller bland annat avgiftsuttag, handelsinformation och skatteinformation. Planer finns dock på att framöver länka till fondernas officiella KIID. På detta sätt blir det enklare för spararen att ta reda på ovan nämnd information.²³

I dagsläget saknas en enhetlig kostnadsredovisning, eftersom det inte slås fast vid vilken procentsats som de underliggande fondernas kostnader ska redovisas i "Årlig avgift". För resultatbaserade avgifter finns ett otal olika kostnadsuttagsmodeller och inga egentliga krav i lagstiftningen. Redovisningen och tillsynen av dessa kostnadsuttag är därför i många fall bristfällig.²⁴

Illustration av avgiftens betydelse

År 2008 tog Pensionsmyndigheten fram ett eget avgiftsjämförelsemått, *prisjämförelse*, för att göra det mer konkret för sparare vad en fond kostar i kronor under en viss sparandeperiod. Måttet har förändrats över tid och beskriver idag hur mycket en sparare betalar i avgift för varje fond under en 30-årsperiod, om hen årligen sätter in 10 000 kronor. Avgiften som beräkningen grundas på är nettoavgiften efter återförd rabatt. I Pensionsmyndighetens webbaserade fondvalsguide har varje fond ett uträknat värde på prisjämförelsen, och det kompletteras med ett genomsnitt för fonder inom samma fondkategori.^{25,26}

Pensionsmyndigheten tog år 2014 fram ett nytt nyckeltal, *värdeutveckling efter rabatt*. Tanken med detta nyckeltal är att belysa den extra värdeutveckling som pensionsspararna får i form av återbetalda rabatter. Nyckeltalet presenteras i Pensionsmyndighetens webbaserade fondvalsguide i kolumnen "Värdeutveckling efter rabatt, 5 år".²⁷

2.2.2 Information om transaktionskostnader (courtage)

Som vi redovisade i avsnitt 2.1 ingår inte transaktionskostnader i beräkningsunderlaget för pensionsmyndighetens rabattmodell.

Transaktionskostnader består främst av det *courtage* som fonderna erlägger som

²³ Pensionsmyndigheten (2015).

²⁴ Pensionsmyndighetens svar till Riksrevisionen, 2018-06-07. PAD 2018-287.

²⁵ Pensionsmyndigheten (2015).

²⁶ Beräkningen bygger på den maximala pensionsrätten som en sparare kan tjäna in med dagens förutsättningar, vilket är cirka 10 000 kronor. En nackdel med måttet är att det kan vara svårt för sparare som har lägre årliga insättningar att förstå avgiftens betydelse för sitt eget sparande. Beräkningen antar att fonden också har en årlig värdeutveckling innan fondavgiften dras, motsvarande 6 procent för aktiefond, 4 procent för generationsfond och blandfond, och 2 procent för räntefond.

²⁷ Pensionsmyndigheten (2015).

en del av köp/sälj-likviden när fonderna handlar värdepapper. Redovisningen av transaktionskostnader är inte fullständig och finns endast inrapporterad för en del av fonderna på fondtorget.

Pensionsmyndighetens rabattmodell baseras sedan på fondens *totala utgiftskvot* (TER). Fondens *totala kostnadsandel* (TKA) är fondens samlade kostnader under året och inkluderar courtagekostnader, utöver det som ingår i TER. För de fonder som TKA-redovisas i Pensionsmyndighetens faktablad avses fondens TKA för det senaste kalenderåret. På Pensionsmyndighetens webbplats²⁸ framgår att TKA är ett äldre samlingsmått för fondens alla kostnader under året som inte tar hänsyn till Pensionsmyndighetens rabatt.²⁹

Informationstexten om TKA på Pensionsmyndighetens webbplats är relativt begränsad. Det saknas exempelvis information på informationsbladet för fonderna om hur TKA-uppgiften påverkar den samlade avgiftsbilden för den aktuella fonden. En fond kan därmed ha låga brutto- och nettoavgifter samtidigt som den samlade avgiften är betydligt högre när transaktionskostnader inkluderas i redovisningen.

2.2.3 Redovisade transaktionskostnader i premiepensionssystemets årsredovisning

Förvaltningskostnadernas utveckling över tid redovisas i myndighetens årsredovisning och i premiepensionssystemets årsredovisning (den så kallade *Orange rapport*). I resultatredovisningen avseende år 2017 framgår att de totala avgifterna (efter rabatt) uppgick till 2 466 miljoner kronor, det vill säga cirka 0,22 procent av ett totalt premiepensionskapital på cirka 1 137 miljarder kronor. Utöver de fasta förvaltningsarvodena redovisar Pensionsmyndigheten även en uppskattning av premiepensionsfondernas transaktionskostnader.³⁰ Dessa uppskattas år 2017 uppgå till 519 miljoner kronor, det vill säga 21 procent av de nettoredovisade avgifterna för samma period. Räknat som andel av

²⁸ Pensionsmyndigheten. Avgifter och rabatter inom premiepensionen, <https://www.pensionsmyndigheten.se/forsta-din-pension/valj-och-byt-fonder/avgifter-och-rabatter-inom-premiepensionen>, hämtad 2018-09-17.

²⁹ Vidare anges (ibid.) att "eftersom TKA inte är obligatoriskt eller enhetligt definierat är det många fonder som inte längre presenterar något TKA utan istället hänvisar till fondens årsredovisning för den kompletta kostnadsbilden." Idag saknas en ny europeisk reglering som ersätter kostnadsmåttet TKA efter att det avskaffades som krav i svenska fonders redovisning år 2005. Finansinspektionen har sedan dess inte ställt upp något krav på att nyckeltalet TKA ska redovisas.

³⁰ Transaktionskostnaderna är inget som rapporteras in till Pensionsmyndigheten (e-post från Pensionsmyndigheten, 2018-10-19). Estimatet bygger på en undersökning som Pensionsmyndigheten gjorde för några år sedan, där transaktionskostnaderna för ett urval av fonder hämtades in från fondernas årsredovisning. Utifrån denna indata gjordes en kategorianpassad approximation av transaktionskostnaderna för samtliga fonder.

premiepensionskapitalet uppgår transaktionskostnaderna till 0,05 procent.³¹ Transaktionskostnader ligger utanför rabattmodellen och läggs därmed ovanpå den nettoredovisade avgiften som presenteras för spararen.

2.3 Uteblivet mervärde

Sparare kan drabbas av *uteblivet mervärde* om fonderna underpresterar.³² Om prestationen är sämre i förhållande till vad man skulle förvänta sig, eller om avgifterna inte motsvarar den förvaltning man säger sig utföra, påverkar det förvaltningens effektivitet negativt eftersom det påverkar utgående pension. Sparare kan likaså erhålla mervärde av fondförvaltningen, vilket skulle tala för ökad effektivitet. Man bör betona att uppskattningen av effektivitet till sin natur är relativ och bör ses som mer eller mindre osäker, beroende på analysens antaganden och val av referenspunkt. En uppskattning av vad uteblivet mervärde kan uppgå till kräver att en jämförelse görs med en alternativ hantering. Om tillgångarna hade förvaltats på annorlunda sätt, så hade man kunnat åstadkomma jämförbar avkastning till en lägre förvaltningskostnad.

Det finns risk för onödigt höga avgifter (även efter rabatt), då fondförvaltare kan ta ut högre fondavgift än vad deras prestation motiverar. Ett exempel på detta är så kallade *dolda indexfonder*, det vill säga fonder som beskrivits som aktivt förvaltade där konsumenter betalt för att en förvaltare ska vara aktiv men där fonderna i praktiken följer ett index. Ett annat exempel är fond-i-fond-lösningar.

2.3.1 Dolda indexfonder

Finansinspektionen har uppmärksammat³³ att det förekommer att fonder marknadsförs som aktivt förvaltade, trots att förvaltningen egentligen handlade om passiv indexförvaltning. Som nämndes ovan kan det driva upp avgiften. Finansinspektionen poängterar i sin rapport³⁴ att sparare som väljer en aktivt förvaltd fond betalar en extra avgift för att förvaltaren ska ta en viss aktiv risk utöver jämförelseindex. De köper sig således en möjlighet till högre avkastning, med risk för en sämre avkastning.

Finansinspektionen har uppmärksammat att flera fondbolag har interna förvaltningsmål som inte kommuniceras till konsumenten. Målsättningarna syftar till att begränsa fondens aktiva risk genom att sätta upp gränser för hur mycket fondens utveckling får avvika från jämförelseindex.

³¹ Av Orange rapport (Pensionsmyndigheten, 2017b) framgår att transaktionskostnaderna har varit relativt stabila mellan år 2011 och 2017, räknat som andel av premiepensionskapitalet.

³² Se Prop. 2017/2018:247, s 25–26. Propositionen tar också upp bedrägerier eller missförhållanden som även de riskerar att drabba spararen. Detta är inget som granskas i denna rapport.

³³ Finansinspektionen (2015).

³⁴ Ibid.

När bolag i sina interna mål för förvaltningen väljer att begränsa fondens aktiva risk begränsas också fondens möjlighet att uppnå en överavkastning i förhållande till den marknad som fonden placerar på. I flera fall är dessa avvikelsemål så stramt satta att fonden över tid måste anses ha tydliga inslag av indexnära förvaltning. Målsättningarna stämmer i dessa fall inte överens med beskrivningen av fondens aktivitet och avkastningsmål i faktabladet, där det redogörs för en aktiv förvaltning med ingående analys av enskilda företag och en hög totalavkastning som överträffar den på marknaden.

En viktig informationskälla för fondspararna är fondernas faktablad, vars utformning styrs av EU-förordningen om basfakta för investerare.³⁵ Där framgår att konsumenter innan investering ska få tillgång till ett faktablad på max två sidor med relevant information om fonden, detta för att säkerställa konsekvent och jämförbar information om olika fondalternativ. Faktabladet innehåller bland annat kortfattad information om fondens mål och placeringsinriktning, risk, tidigare resultat och avgifter.

2.3.2 Fond-i-fond-lösningar

En fond-i-fond-lösning (även *fondandelsfond*) innebär att förvaltaren av huvudfonden placerar spararens insatta kapital i andra fonder, så kallade underfonder. Dessa underliggande fondval sker alltså inte på spararens initiativ, utan spararen som valt en sådan huvudfond kan vara helt passiv. Fond-i-fond-lösningen är alltså en typ av extern förvaltningstjänst, som har fördelen att spararen kan vara passiv och få sina insatta medel förvaltade på ett sådant sätt att förvaltningen potentiellt ger högre avkastning.

Dessa portföljsammansättningar kan, men behöver inte, vara baserade på fondtorgsfonder. Om underfonderna är valbara på fondtorget så skulle premiepensionsspararen genom sina fondval själv potentiellt kunna sätta samman en sådan portfölj (förutsatt att det inte är alltför många underfonder). Därigenom skulle spararen undvika att förvaltningen sker i flera led och slippa en onödig avgift till huvudfonden.

Det kan finnas vinster eller förluster för sparare av fond-i-fond, beroende på om denna typ av externa förvaltning är mer eller mindre effektiv än traditionell fondförvaltning, det vill säga presterar bättre eller sämre i förhållande till avgift än traditionella fonder. Fond-i-fond utgör alltså ett exempel på när spararna kan drabbas av en onödig ”kostnad” i form av uteblivet mervärde för det fall att

³⁵ EU nr 583/2010 av den 1 juli 2010 om genomförande av Europaparlamentets och rådets direktiv 2009/65/EG rörande basfakta för investerare och villkor som ska uppfyllas när faktablad med basfakta för investerare eller prospekt tillhandahålls på annat varaktigt medium än papper eller på en webbplats.

förvaltaren av huvudfonden genom dålig förvaltning underpresterar i någon mening jämfört med en alternativ hantering.

I fallet med fond-i-fond väljer fondbolagen ensidigt att ansöka hos behörig tillståndsmyndighet att deras fonder ska övergå från traditionell fondförvaltning till fond-i-fond-lösning, utan att involvera de sparare som investerat i fonden. I de fall en traditionell fond övergår till fond-i-fond-lösning efter det att spararen placerade sina medel i fonden har alltså inte spararen själv valt extern förvaltning genom fond-i-fond-lösning.

Regeringen har uppmärksammat att placering i underliggande fonder utanför fondtorget skapar en betydande risk för att Pensionsmyndighetens rabattmodell inte fungerar så som tänkt. Pensionsmyndigheten är nämligen beroende av att fondförvaltare har gjort den, ibland komplexa, rabattberäkningen korrekt. Ytterligare komplexitet i rabattberäkningen uppkommer om det finns underliggande fonder i flera led. En indirekt ”kostnad” kan alltså uppstå om fond-i-fond innebär risk för att rabattberäkningen blir felaktig på grund av missvisande underlag.

Enligt regeringen används så kallade fond-i-fond-lösningar för att kringgå rabattmodellen. Regeringen har uppmärksammat³⁶ att fond-i-fond-lösningar gör det svårare att överblicka innehaven och riskerar att leda till för hög avgiftsnivå för pensionssparare. Lösningen innebär att premiepensionskapital kan förvaltas i fonder vars fondförvaltare inte har samarbetsavtal med Pensionsmyndigheten, och de behöver därmed inte leva upp till de krav och villkor som gäller på fondtorget.

Pensionsmyndigheten tar i sin uppföljning av det så kallade massbytesstoppet i december 2011 upp att vissa förvaltare har övergått till fond-i-fond-lösningar.³⁷ Pensionsmyndigheten konstaterar att informationen om förvaltningen i flera fall var bristfällig från förvaltarens sida. Det var till exempel ett återkommande problem att sparare inte informerades om att underfonderna var valbara på fondtorget.

Pensionsmyndigheten har i en rapport från år 2014,³⁸ inför reformeringen av rabattmodellen, följt upp avgiftsnivån för fond-i-fond och konstaterar följande: ”Vissa av de fonder som har de mest extrema bruttoavgifterna har även prestationsbaserat arvode, vilket varierar år för år. Det syns dock tydligt att det finns väldigt många fond-i-fonder med omotiverat höga avgiftsnivåer.”

³⁶ Se prop. 2017/18:247, s. 26

³⁷ Pensionsmyndigheten (2012). Enligt Pensionsmyndigheten var syftet med stoppet bland annat att få företagen att förvalta pensionsspararnas premiepensionsmedel på Pensionsmyndighetens fondtorg, det vill säga att förvaltningen enbart sker i företagets egna fonder eller genom fond-i-fond-lösningar, och inte i portföljsammansättningar baserade på fondtorgsfonder.

³⁸ Pensionsmyndigheten (2014a).

I rapporten analyserar Pensionsmyndigheten dock inte detta närmare, varför Riksrevisionen bedömer det påkallat att ytterligare undersöka sambandet mellan denna typ av fondlösning och avgiftsnivån. I avsnitt 3.4 analyserar Riksrevisionen om fond-i-fond-lösningar tenderar att ge en annorlunda värdeutveckling och avgiftsnivå för sparare än andra fonder.

Ett uppmärksammat problem utan konkreta lösningar

En möjlighet att kompensera sparare för eventuella högre avgifter i fond-i-fond är genom rabattmodellen. Inför förändringen av rabattmodellen år 2015 tog Pensionsmyndigheten upp frågan om fond-i-fond-lösningar.³⁹ Pensionsmyndigheten kom fram till att dessa fonder inte skulle särbehandlas i rabattmodellen. Samma taknivåer skulle gälla för samtliga avgifts- och fondstrukturer, oavsett om fonderna var fond-i-fond, om de tillämpade prestationsbaserat arvode eller om de enbart hade en årlig avgift. Det argument som Pensionsmyndigheten framförde för att man inte bör särbehandla fond-i-fond i rabattmodellen var att det skulle innebära extra systemutvecklings- och administrationskostnader, samt att det skulle försvåra för fondförvaltare att erbjuda fond-i-fond. Pensionsmyndigheten menade samtidigt att området behövde tydligare reglering, men att det inte var Pensionsmyndighetens uppgift att besluta om sådan reglering.

2.4 Riksrevisionens iakttagelser

Riksrevisionen konstaterar att Pensionsmyndigheten har utformat en rad webbaserade verktyg som är tänkta att användas som stöd i analysen av hur olika faktorer, såsom den synliga avgiften, påverkar fondsparandet. Pensionsmyndigheten är tydlig i sitt budskap att avgiften har en stor betydelse för framtida pension. I det webbaserade verktyget finns särskilda markörer vid risk för högre avgifter. Pensionsmyndigheten har även tagit fram ett eget avgiftsjämförelsemått, *prisjämförelse*, för att göra det mer konkret för sparare vad en fond kostar i kronor under en viss sparandeperiod.

Riksrevisionen kan dock konstatera att detta stöd enbart berör synliga avgifter. I dagsläget saknas till exempel en enhetlig kostnadsredovisning för fonder med *fond-i-fond-lösning* eftersom det inte slås fast vid vilken procentsats som underliggande fonds kostnader ska redovisas i "Årlig avgift". För *resultatbaserade avgifter* finns ett otal olika kostnadsuttagsmodeller och inga egentliga krav i lagstiftningen.

Riksrevisionen anser att redovisningen av dessa kostnadsuttag i många fall framstår som bristfällig. För att ta reda på storleken på avgiften och vilken

³⁹ Pensionsmyndigheten (2014a).

beräkningsmetod förvaltaren använder sig av förväntas spararen på egen hand vända sig till någon annan informationskälla.

Riksrevisionen konstaterar att redovisningen av *transaktionskostnader* på fondtorget inte är fullständig. Det saknas till exempel information på Pensionsmyndighetens informationsblad för respektive fond om hur transaktionskostnader påverkar den samlade avgiftsbilden för respektive fond. Det betyder att en fond kan ha låg avgift efter rabatt, samtidigt som den samlade avgiften är betydligt högre när transaktionskostnader inkluderas i redovisningen.

Riksrevisionen kan konstatera att regeringen i fallet med *fond-i-fond-lösning* har uppmärksammat att placering i underliggande fonder utanför fondtorget skapar en betydande risk för att Pensionsmyndighetens rabattmodell inte fungerar så som tänkt. Det är i så fall en indirekt kostnad som riskerar att falla på spararna.

Riksrevisionen kan konstatera att Pensionsmyndigheten år 2014 förordade att man inte bör särbehandla fond-i-fond i rabattmodellen. Som argument hänvisade man till extra systemutvecklingskostnader och administration, och att det skulle försvåra för fondförvaltare att erbjuda fond-i-fond.

3 Finns det tecken på effektivitetsbrister på fondtorget?

I detta kapitel analyseras om det finns effektivitetsbrister på fondtorget. En sådan brist kan i slutändan resultera i en sämre premiepension. Frågan besvaras i huvudsak genom analys av registerdata över fonder och individer.

3.1 Förutsättningar för en självreglerande fondmarknad

En förutsättning för att fondförvaltning via många privata aktörer ska vara kostnadseffektiv är att marknaden till viss del är självreglerande, det vill säga att sparare väljer bort aktörer vars förvaltning är för dyr i förhållande till prestationen. Om denna förutsättning är uppfylld kan man förmoda att ett obligatoriskt sparande i fonder är effektivt, eftersom en mångfald av konkurrensutsatta aktörer långsiktigt minimerar förvaltningsavgiften till en given avkastning. Detta förutsätter dock att spararna är fullt informerade och gör aktiva val för att maximera sin nettoavkastning. Flera utredningar har pekat på de problem som kan uppstå om sparare utan vare sig tillräckliga finansiella kunskaper om fondsparande eller intresse för fondsparande verkar på fondtorget.⁴⁰ Detta leder till att sparare riskerar att göra dåliga placeringsval och att marknadsmekanismen inte fungerar så att förvaltningkostnaden minimeras.

Eftersom premiepensionen är ett obligatoriskt sparande för alla med pensionsgrundande inkomst i Sverige omfattar spararna på fondtorget även sparare som utan detta obligatorium inte frivilligt skulle ha valt att placera tillgångar i fonder. En hypotes om just fondtorget är att den inneboende självsaneringen genom marknadsmekanismen fungerar mindre väl, då det finns grupper av sparare på fondtorget som varken har tillräckliga finansiella kunskaper om eller intresse för fondsparande. Om avgiften höjs utan att prestationen blir bättre är det då osannolikt att en så stor del av konsumenterna väljer bort den fonden.

Dagens premiepensionssystem präglas av förhållandevis låga kostnader för fondbolag för att registrera fonder på fondtorget. Det medför ett snabbt föränderligt utbud av fonder, vilket är bra för en ökad konkurrens. Samtidigt medför detta en ökad komplexitet för spararna, och då speciellt för dem som inte är så finansiellt kunniga. Av regeringens proposition⁴¹ framgår att man bedömer att det stora utbudet snarare hämmar aktiva val än främjar dem.

Sammanfattningsvis är det för granskningen av systemets kostnadseffektivitet

⁴⁰ Se till exempel Regeringen (2017).

⁴¹ Prop. 2017/2018:247, s. 23.

intressant att bedöma om förutsättningarna för att marknaden med fonder på fondtorget ska vara effektiv är uppfyllda.

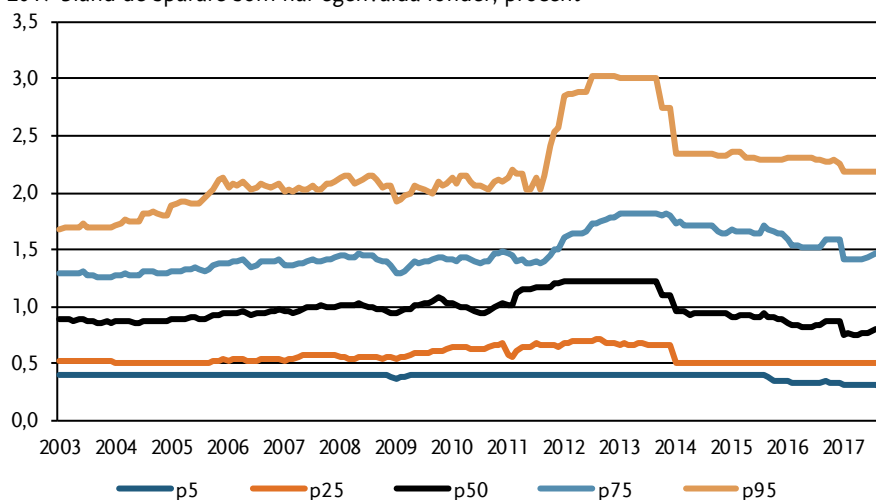
3.2 Avgiften och spararnas fondval

En fungerande marknadsmekanism bygger på att spararnas agerande påverkas av avgiftsstrukturen. I detta avsnitt undersöks hur rörliga pensionsspararna är i förhållande till fondernas synliga avgifter.

3.2.1 Avgiftsbilden på fondtorget

Av diagram 1, som visar genomsnittlig bruttoavgift på spararnivå 2003–2017, kan utläsas att bruttoavgiften varierat stort mellan individer beroende på deras olika fondinnehav.⁴² Grafen avser dem som har egenvalda fonder. Det går också att utläsa en tidstrend mot ökande bruttoavgifter under första delen av perioden. Därefter går det att utläsa en avtagande tidstrend. Riksrevisionens beräkningar visar att det finns stora avgiftsförskjutningar mot högre bruttoavgifter, speciellt på de högre nivåerna, under perioden hösten 2011–slutet av 2014. Av diagramet går till exempel att utläsa att medianen (p50) ökade från cirka 0,9 procent år 2011 till 1,2 procent år 2014.

Diagram 1 Fördelningen av bruttoavgift på spararnivå för perioden januari 2003–oktober 2017 bland de sparare som har egenvalda fonder, procent



Anm. Redovisningen avser den kapitalviktade genomsnittliga avgiften för populationen av individer för vilka underlag om avgifter finns för hela fondportföljen. Individer som till någon del har AP7:s fonder eller har påbörjat uttag är exkluderade. Beräkningarna bygger på data från Pensionsmyndigheten. I diagramet visar p5, p25, p50, p75 och p95 den 5:e, 25:e, 50:e, 75:e och den 95:e percentilen. Riksrevisionens bearbetningar utifrån Pensionsmyndighetens data.

⁴² I bilaga 2 beskrivs dataunderlaget närmare.

Pensionsmyndigheten uppger⁴³ att anledningen till ökningen i bruttoavgifter under just perioden hösten 2011–slutet av 2014, berodde på ett flertal nyregistrerade fonder och andelsklasser⁴⁴ med mycket höga bruttoavgifter kopplade till just premiepensionstorget. Dessa höga bruttoavgifter möjliggjordes av en kombination av regelförändringar som underlättade så kallade kunddifferentierade andelsklasser,⁴⁵ och riktade premiepensionsfonder kunde därmed anpassa sin avgift till den dåvarande rabattmodellen. Delvis på grund av denna ökning av bruttoavgifterna så ändrades rabattmodellen år 2015. Diagram 1 visar att bruttoavgifterna sjönk ganska drastiskt över så gott som hela fördelningen efter förändringen av rabattmodellen år 2015. Till exempel minskade medianen från 1,22 procent till 0,9 procent mellan slutet av år 2013 och slutet av år 2017.

Pensionsmyndigheten anger⁴⁶ att fondbolag har goda möjligheter att förändra bruttoavgiften på sina fonder. Fondbolaget har möjlighet att anmäla nya fonder med andra avgifter. För redan existerande fonder kan fondförvaltare redan ha anmält en högre maximal avgift än vad som används. Fondförvaltare har, som nämndes ovan, möjligheten att starta nya så kallade andelsklasser i en redan existerande fond, där avgiften kan anpassas. En variant kan vara att starta en ny fondandelsklass med förhållandevis låga avgifter och därefter ansöka till Pensionsmyndigheten om att flytta över sparare till andra fondandelsklasser. Regelverket ger idag också fondbolag goda möjligheter att fusionera fonder med varandra. Givet att tillståndsmyndigheten (Finansinspektionen) godkänt fusionering, och den mottagande fonden är registrerad på fondtorget, är detta inget som Pensionsmyndigheten motsätter sig.

Nettoavgiften, som presenteras i diagram 2, har varit trendmässigt avtagande, och mönstret tyder på att nettoavgifterna är mer sammanpressade i jämförelse med bruttoavgifterna. Mönstret bekräftar i stort vad man skulle förvänta sig utifrån Pensionsmyndighetens rabattmodell och de förändringar i rabattmodellen som genomförts. Medianen för nettoavgiften i oktober 2017 uppgick till 0,25 procent, vilket är en minskning med 0,50 procentenheter jämfört med 2003.

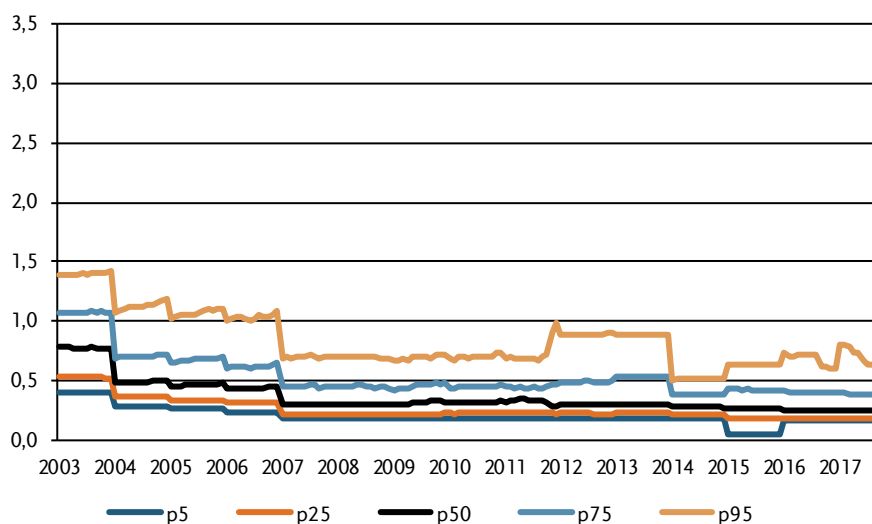
⁴³ E-post från Pensionsmyndigheten, 2018-11-13, och Pensionsmyndigheten (2014a).

⁴⁴ UCITS IV som införlivades i svensk lagstiftning 1 augusti 2011 innebär bland annat nya möjligheter för fondbolagen att skapa nya andelsklasser i en fond, exempelvis med olika valuta för fondandelsägare i olika länder, men även att ha olika andelsklasser för olika avgiftsnivåer.

⁴⁵ Ibid.

⁴⁶ Pensionsmyndigheten (2014a).

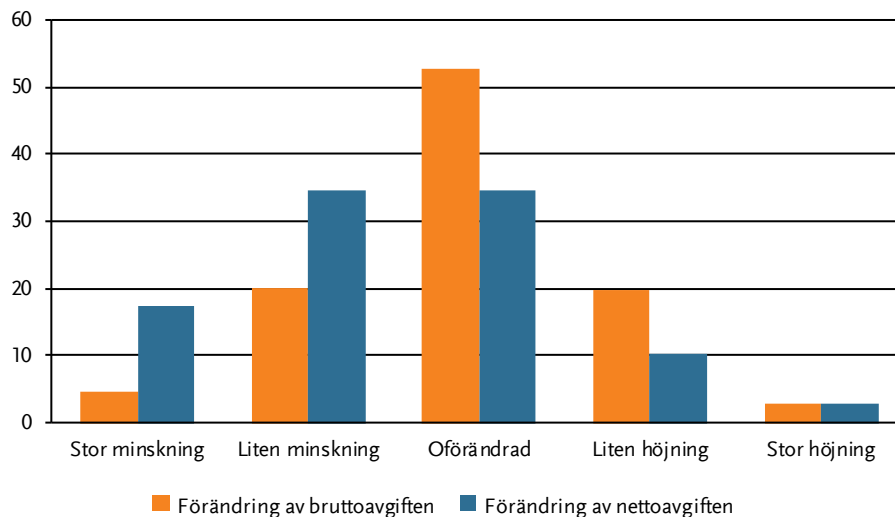
Diagram 2 Fördelningen av nettoavgift på spararnivå för perioden januari 2003–oktober 2017 bland de sparare som har egenvalda fonder, procent



Anm. Redovisningen avser den kapitalviktade genomsnittliga avgiften för populationen av individer för vilka underlag om avgifter finns för hela fondportföljen. Individer som till någon del har AP7:s fonder eller har påbörjat uttag är exkluderade. Beräkningarna bygger på data från Pensionsmyndigheten. I diagrammet visar p5, p25, p50, p75 och p95 den 5:e, 25:e, 50:e, 75:e och den 95:e percentilen. Riksrevisionens bearbetningar utifrån Pensionsmyndighetens data.

Riksrevisionens beräkningar i diagram 3 visar att fondernas bruttoavgifter förändras relativt ofta. Bruttoavgiften sänks för i genomsnitt 25 procent av fonderna från ett år till nästa, medan den höjs för i genomsnitt 23 procent. Detta avser samtliga fonder som funnits på fondtorget mellan år 2000 och år 2017.⁴⁷ Det är 22 procent av alla fonder som behåller sin bruttoavgift oförändrad under hela perioden. Bland fonder med minst 3 års historik är motsvarande andel 7 procent. Små bruttoavgiftsförändringar är vanligare än stora (medianförändringen är +/- 0,03 procentenheter). Nettoavgiften är inget som fondförvaltarna styr direkt över utan den definieras, som beskrivits ovan, av Pensionsmyndighetens rabattmodell. Av diagrammet framgår att även nettoavgiften förändras över tid per fond och att variationen är av liknande magnitud som den för bruttoavgiften. Däremot kan utläsas att nettoavgiften oftare justerats nedåt än uppåt under perioden.

⁴⁷ Avser individviktade data.

Diagram 3 Fonders avgiftsförändringar 2003–2017, procent

Anm. Avgiftsförändring avser förändringen mätt över 12 månader. Stor avgiftsminskning innebär en minskning med mer än 0,1 procentenheter, och liten avgiftsminskning innebär en minskning med högst 0,1 procentenheter. Liten avgiftshöjning innebär en höjning med högst 0,1 procentenheter, och stor avgiftshöjning innebär en höjning med mer än 0,1 procentenheter. Redovisningen avser avgiften för populationen av individer för vilka underlag om avgifter finns för hela fondportföljen. Individer som till någon del har AP7:s fonder eller har påbörjat uttag är exkluderade. Individviktade data på fond- och månadsnivå. Riksrevisionens bearbetningar utifrån Pensionsmyndighetens data.

3.2.2 Rörligheten bland spararna

Om beräkningarna ovan antyder att det har skett förändringar i fonders avgifter, hur har det då sett ut med fondbytena bland spararna? Tidigare studier tyder på att premiepensionsväljare överlag är trögrörliga. Till exempel har forskning visat att medianen var 1 fondbyte under 2000–2016.⁴⁸ Det talar för att det troligtvis är svårt att påvisa något betydande inslag av självreglering på fondtorget.

Riksrevisionens beräkningar av fondbytesfrekvensen över perioden januari 2001–oktober 2017 visas i diagram 4.⁴⁹ Det första som kan konstateras är att spararna byter fonder i liten omfattning inom premiepensionen.⁵⁰ Av diagrammet kan man vidare utläsa en ökande bytesfrekvens under perioden med toppnotering i oktober

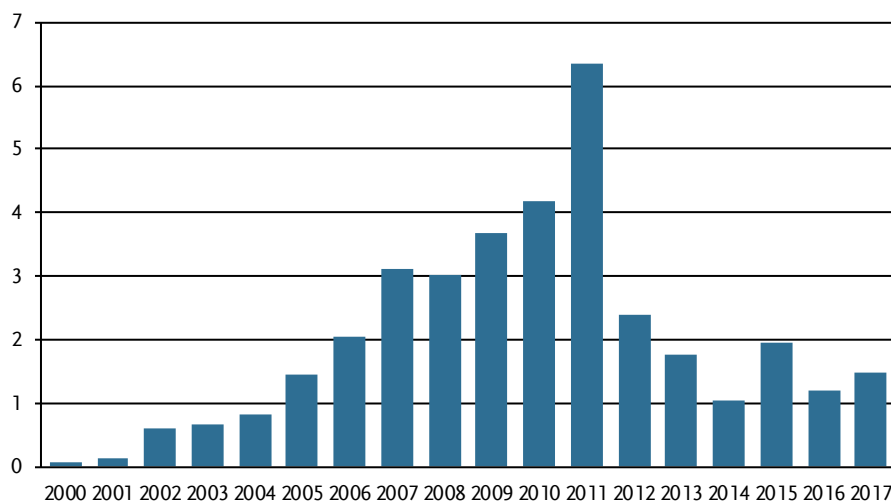
⁴⁸ Cronqvist m.fl. (2018). Jämför med Dahlquist m.fl. (2017) och Inspektionen för socialförsäkringen (2012).

⁴⁹ Förvalsalternativet är inte medräknat. Innebörden är att utflöde från förvalsalternativet inte är med i analysen.

⁵⁰ Samtidigt verkar inte premiepensionssparare mycket mer trögrörliga än pensionssparare i jämförbara fondvalssituationer i pensionssystem utanför Sverige. Se Cronqvist m.fl. (2018).

2011. Denna topp infaller alltså strax innan införandet av massfondbytesstoppet i december 2011. Därefter ser vi lägre bytesfrekvenser. Dessa resultat är samstämmiga med tidigare utvärderingar av premiepensionssystemet.⁵¹

Diagram 4 Utflödesfrekvens från fonder (AP7 Såfa och Premiesparfonden ej inräknade), per månad summerad årsvis, procent

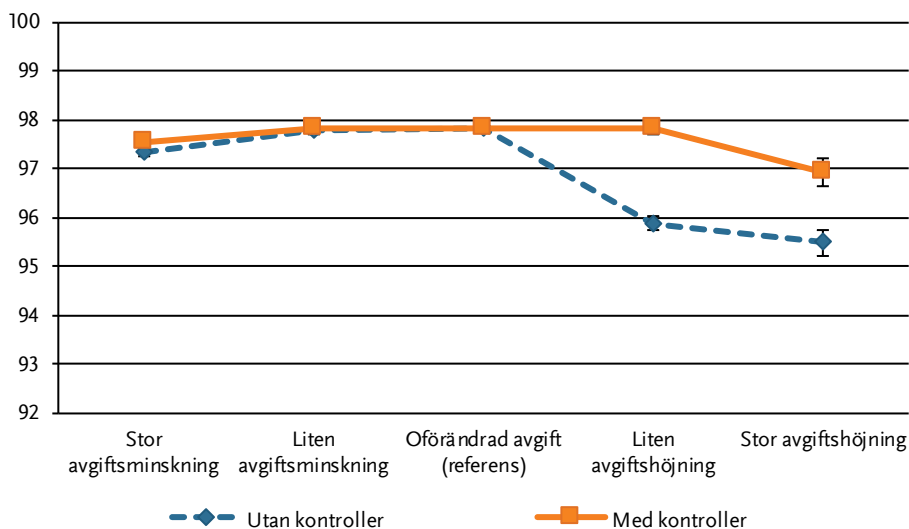


Anm. Utflöde beräknas på följande sätt. Ett utflöde från en fond j koden månad t som 1 om en individ har fonden j månad t men inte månad $t+1$, och 0 annars. Vi exkluderar den sista tidpunkten som en individ observeras i data för att undvika att utflödet beror på att individen lämnar observationsperioden (så kallad högercensurering). Urvalet är individer som inte till någon del har AP7:s fonder eller har påbörjat uttag. Riksrevisionens bearbetningar utifrån Pensionsmyndighetens data.

3.2.3 Behåller sparare samma fond om avgiften höjs?

Vi såg ovan att relativt få premiepensionssparare genomför byten av fonder, men att det samtidigt är vanligt att en fond ändrar avgift. I fondvalsguiden på Pensionsmyndighetens webbplats presenteras fonders nettoavgift före bruttoavgift (benämnda "avgift" respektive "avgift före rabatt"). Det är därmed sannolikt att sparare tar mer hänsyn till nettoavgiften i sina fondjämförelser än till bruttoavgiften. Därför fokuserar vi nedan på hur förändringar av nettoavgiften från en tidpunkt till nästa hänger ihop med att sparare behåller samma fond.

⁵¹ Se till exempel Inspektionen för socialförsäkringen (2012).

Diagram 5 Andelen som behåller samma fond vid oförändrad nettoavgift respektive sänkt eller höjd nettoavgift, genomsnitt, procent

Anm. Avgiftsförändring avser förändringen i nettoavgift mätt över 12 månader. Stor avgiftsminskning innebär en minskning med mer än 0,1 procentenheter, och liten avgiftsminskning innebär en minskning med högst 0,1 procentenheter. Liten avgiftshöjning innebär en höjning med högst 0,1 procentenheter, och stor avgiftshöjning innebär en höjning med mer än 0,1 procentenheter. "Med kontroller" innebär kontroll för fondspecifika och periodspecifika (månad) intercepttermer, samt kontroll för ackumulerad värdeutveckling för fonden de senaste 12 månaderna och risk (standardavvikelse i fondens avkastning) de senaste 12 månaderna. Felstaplarna visar +/- 2*robusta standardfel. Riksrevisionens bearbetningar utifrån Pensionsmyndighetens data.

Utifrån de resultat⁵² som redovisas i diagram 5 kan vi se att sannolikheten för att sparare ska behålla samma fond minskar då fondens nettoavgift höjs jämfört med om nettoavgiften istället vore oförändrad. Resultaten visar att detta samband nästan uteslutande verkar bero på andra faktorer än avgiftsförändringar, såsom allmänna tidstrender och tidskonstanta fondegenskaper samt fondens historiska värdeutveckling och risknivå (jämför "med kontroller" och "utan kontroller" i diagramet). Det kvarstår dock en signifikant minskad sannolikhet att behålla fonden vid relativt stora avgiftshöjningar. Diagramet visar att individer i marginellt mindre utsträckning behåller samma fond då nettoavgiften faller, jämfört med om nettoavgiften istället vore oförändrad.

⁵² Beräkningarna beskrivs i detalj i bilaga 2. Beräkningarna tar hänsyn till tidskonstanta egenskaper hos fonden (till exempel placeringsinriktning eller fondkategori), och allmänna tidstrender som kan bero på allmänna förändringar i avgifter och förändringar i rabattmodellens utformning. Beräkningarna är också rensade för skillnader i fondernas historiska värdeutveckling och risknivå på 12 månader. Känslighetsanalys visar att nivån på avgiften inte påverkar slutsatserna från huvudanalysen. Känslighetsanalys visar även att kontroll för historisk värdeutveckling och risknivå på 36 månader inte påverkar slutsatserna från huvudanalysen.

Även om resultaten tyder på ett rationellt beteende – såsom att sparare i ökad utsträckning lämnar fonder som ökar sin avgift – är det dock en liten del av spararna som faktiskt alls byter fonder, och en ännu mindre del av dessa som byter fonder när fonden ändrar avgift. Omvänt betyder det att flertalet sparare inte alls reagerar på avgiftsförändringar. Av diagrammet kan man utläsa att i genomsnitt cirka 97,8 procent ligger kvar i samma fond mellan två månader om avgiften är oförändrad. Ökningen i utflöde som hänger samman med en stor avgiftshöjning innebär att det istället är i genomsnitt cirka 96,9 procent som behåller samma fond (en minskning med 0,9 procentenheter).

Resultaten indikerar alltså att alltför få sparare reagerar på avgiften för att marknadsmekanismen ska åstadkomma den självsanering av fonder på fondtorget som modellen förutsätter.

En konsekvens av att premiepensionssparare är trögrörliga är att den så kallade valarkitekturen (eng. *choice architecture*) har stor betydelse, speciellt när individer träder in i premiepensionssystemet. Lanseringen av premiepensionen föregicks av stor medial uppmärksamhet och kampanjer från dåvarande Premiepensionsmyndigheten och fondförvaltare. Detta skapade ett intresse för individen att göra aktiva val. Över tid minskade uppmärksamheten för aktiva fondval, vilket troligen bidragit till att den stora majoriteten nysparare under senare tid hamnat i förvalsalternativet.⁵³ En slutsats är att trögrörligheten kan bero på brist på information och medvetande om vilka avgifter som är förknippade med en viss fond. Detta gör att det finns anledning att överväga om Pensionsmyndigheten genom förstärkta informationsinsatser kan bidra till självsaneringsmekanismen.

3.3 Finns det ett långsiktigt samband mellan avgifter och prestation?

Vi såg ovan att självsaneringsmekanismen på fondtorget troligtvis inte fungerar i tillräcklig utsträckning, och att det sannolikt kan tillskrivas den låga aktiviteten bland spararna. Vi såg också att fonders avgifter har fluktuerat över tid.

Finns det något som tyder på att detta också innebär att sparare riskerar att drabbas av onödigt höga avgifter i förhållande till den långsiktiga värdeutveckling de erhållit? Det finns fog för att lägga fokus på hur avgiftsstrukturen på fondtorget slår över en längre tid, eftersom pensionssparande är så långsiktigt.⁵⁴

⁵³ Efter att ha kontrollerat för bakgrundsfaktorer finner Cronqvist m.fl. (2018) att oddset att välja fond var 6 gånger högre för dem som ingick i premiepensionssystemet år 2000 jämfört med dem som kom med åren 2001–2002.

⁵⁴ Den genomsnittliga sparandetiden i premiepensionen är cirka 33 år, se Pensionsmyndigheten (2015). Pensionsmyndigheten anger några olika längder på pensionssparande i sina rapporter, se Pensionsmyndigheten (2014b). Måtten kan variera beroende på hur det beräknas.

Det kan finnas en skillnad i avgift mellan fonderna på fondtorget som är motiverad av att olika typer av fondförvaltning är olika kostsam.⁵⁵ Det kan vara så att en högre avgift på sikt innebär en högre värdeutveckling på insatt kapital. Forskning⁵⁶ har visat att detta samband inte nödvändigtvis gäller. Det finns snarare belägg för det omvända.

För att studera om avgifterna hänger ihop med prestationen på lång sikt har en avgiftskvot beräknats genom att relatera individens erlagda nettoavgifter under perioden januari 2003–oktober 2017 till de totala insättningar som individen haft under samma period.⁵⁷ Därefter undersöks eventuella samband mellan denna avgiftskvot och den långsiktiga värdeutveckling som spararen erhållit under samma period.

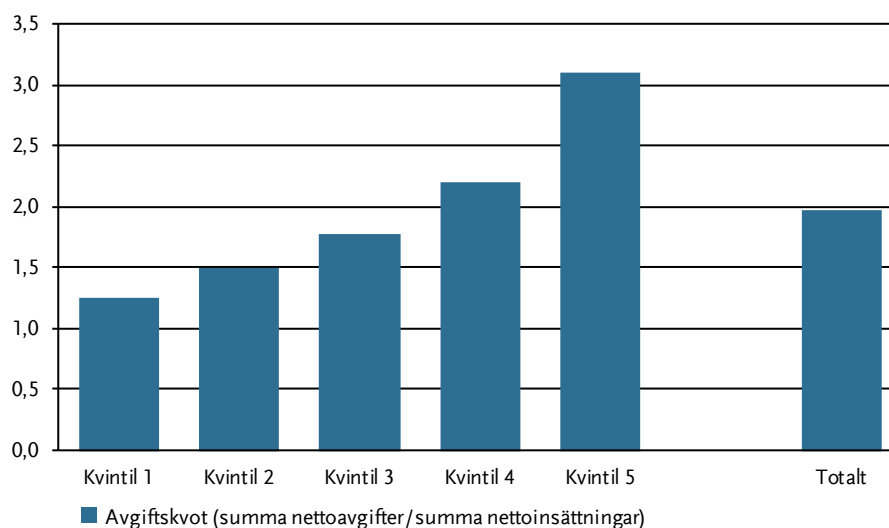
I diagram 6 visas först en analys där premiepensionsspararna har delats in i fem lika stora grupper utifrån hur hög deras avgiftskvot var (kvartiluppdelning). I den första gruppen återfinns de med de 20 procent lägsta avgiftskvoterna, i den andra de med de 20–40 procent lägsta, i den tredje de med avgiftskvoter som ligger i spannet 40–60 procent, i den fjärde de med de 60–80 procent högsta och, slutligen, i den femte gruppen återfinns de med de 80 procent högsta avgiftskvoterna.

⁵⁵ Ränteförvaltning är i regel mindre kostsam än aktieförvaltning, och investeringar på outvecklade och mer otillgängliga marknader betydligt mer kostsamma än på etablerade marknader. Men avgiftsnivån kan också vara en effekt av hur aktiv förvaltningen är. Passiv indexförvaltning kan, till skillnad från aktiv förvaltning, ske till förhållandevis låga förvaltningskostnader. Detta beror på att passiv indexförvaltning kan bedrivas mycket resurssnålt och till låga kostnader genom att man allokerar tillgångar efter en redan existerande fördelning – motsvarande den för ett etablerat index. Varje aktivt förvaltat fond behöver däremot vara unik i sin tillgångsallokering för att uppnå ett bättre resultat än sitt jämförelseindex, vilket driver kostnader och fondavgift.

⁵⁶ Se till exempel Gil-Bazo och Ruiz-Verdú (2009) för en översikt. Författarna finner att en negativ relation mellan avgifter och prestation kan förklaras av strategisk prissättning från fondernas sida, i en situation när investerare är olika känsliga för fondernas prestation.

⁵⁷ Se bilaga 2 för beskrivning av beräkningarna.

Diagram 6 Avgiftskvot (utifrån årliga nettoavgifter), uppdelat efter storlek på avgiftskvoten (kvintil 1–5), genomsnitt, procent



Anm. Avgiftskvoten har beräknats på individnivå som summan av nettoavgifter som individen betalt januari 2003–oktober 2017, dividerat med summerade nettoinsättningar under samma period. Data för avgifter startar i januari 2003. Urvalet är individer som hade ett premiepensionssparande i januari 2003 och år 2017, och som inte till någon del har AP7:s fonder eller har påbörjat uttag. Se bilaga 2 för beskrivning av beräkningen. Riksrevisionens bearbetningar utifrån Pensionsmyndighetens data.

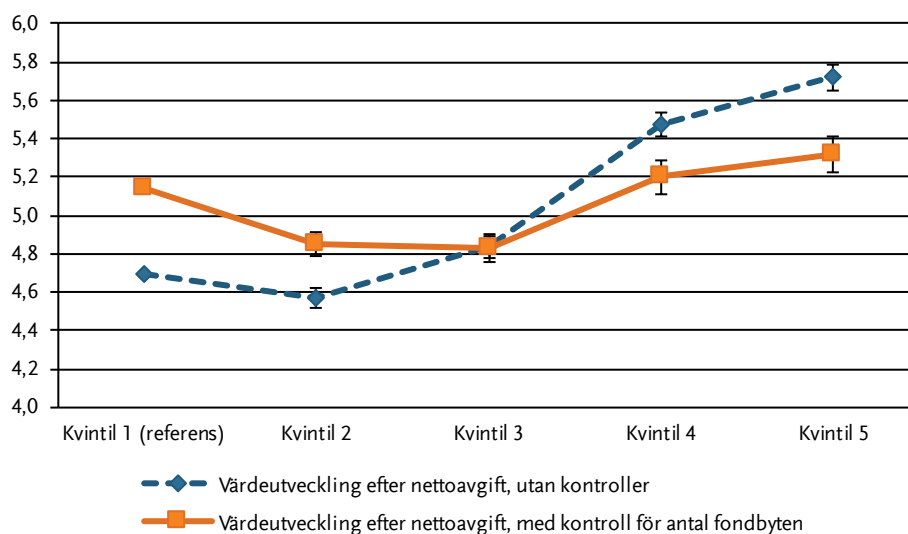
Diagramet visar att premiepensionssparare under 15 år har betalt i genomsnitt cirka 2 procent av sitt insatta kapital i nettoavgifter till fondförvaltare (2003–2017). Beräkningarna visar att det finns en stor skillnad bland spararna i de nettoavgifter som de erlagt som andel av insatt kapital. Gruppen med lägst avgiftskvot (kvintil 1) hade, enligt denna uppdelning, en genomsnittlig kvot på cirka 1,3 procent, medan den var i genomsnitt cirka 3,1 procent för gruppen med högst avgiftskvot (kvintil 5). Notera att beräkningen tar hänsyn till Pensionsmyndighetens avgiftsrabatt.

I diagram 7 presenteras beräkningar av spararnas värdeutveckling på deras premiepensionskapital januari 2003–oktober 2017.⁵⁸ Riksrevisionen har beräknat

⁵⁸ I diagramet ska en värdeutveckling med värdet 1 tolkas som att det inte var någon värdeutveckling, och till exempel värdet 5 som att medlen växte med 500 procent, båda sedan januari 2003. Värdeutvecklingen bygger på den sammanviktade avkastningen efter nettoavgift för individens portfölj. Viktningen inom fondportföljen görs utifrån belopp i respektive fond. Skillnader i värdeutveckling beror alltså inte på skillnader i insättningar utan är helt avhängiga avkastningen. De relativt höga nivåerna på värdeutvecklingen i diagramet förklaras av att referensidpunkten januari 2003 var en "bottenperiod" när det gäller värdeutveckling på grund av IT-kraschen. Enligt Riksrevisionens beräkningar var till exempel medianen på värdeutveckling cirka 0,55 mellan oktober 2000 och januari 2003. För att få en grov uppskattning om värdeutvecklingen från år 2000 till år 2017 kan man alltså multiplicera värdena i diagramet med 0,55.

värdeutvecklingen dels utan att rensa för andra faktorer (streckad linje), dels med justering för individens fondbytesaktivitet under perioden (heldragen linje). Skillnaden mellan beräkningarna visar alltså vilken inverkan individens fondbytesaktivitet på fondtorget har haft på värdeutvecklingen i premiepensions-sparandet, uppdelat på hur höga avgifterna varit. Resultaten i diagram 7 är uppdelade efter storleken på avgiftskvoten på samma sätt som i diagram 6.

Diagram 7 Värdeutveckling 2003–2017, uppdelat efter storlek på avgiftskvoten (kvintil 1–5), genomsnitt



Anm. Värdeutvecklingen avser ackumulerad avkastning efter nettoavgift mellan januari 2003 och oktober 2017. Kvintil 1–5 avser kvintilgrupperad avgiftskvot. För beskrivning av avgiftskvot, se diagram 6. Bas för värdeutveckling (och avgiftskvot) är januari 2003. Urvalet är individer som hade ett premiepensionssparande januari 2003 och under år 2017, och som inte till någon del har AP7:s fonder eller har påbörjat uttag. Resultaten avser beräkningar från två regressionsmodeller. Den ena, "utan kontroller", avser en modell utan andra kontroller. Den andra, "med kontroll för antal fondbyten", avser en modell där individens antal fondbyten sedan start ingår som förklarande faktor i modellen. Felstaplarna visar +/- 2*robusta standardfel. Riksrevisionens bearbetningar utifrån Pensionsmyndighetens data.

Enligt de beräkningar som gjorts är den värdeutveckling som inte justerats för antal fondbyten i stort sett ökande med en ökande avgiftskvot (streckad linje). Den grupp som betalt mest i avgifter (kvintil 5) har haft bäst värdeutveckling, medan gruppen som betalt näst minst (kvintil 2) har haft sämst värdeutveckling. Gruppen som erlagt minst avgifter sammanlagt (kvintil 1) har haft en något bättre värdeutveckling än gruppen som betalt näst minst (kvintil 2).

Det verkar alltså finnas en positiv korrelation mellan erlagda avgifter och värdeutveckling (streckad linje). Beräkningarna ovan kan inte ge svar på vad detta mönster beror på. Resultatet baseras på individens sammanlagda värdeutveckling för hela studieperioden och kan alltså bero på individens benägenhet att ta risker,

på hur hen lyckats med att byta till ”rätt” fonder i tid, eller på fondbytesaktivitet i allmänhet.

En närmare granskning visar dock att detta positiva samband inte håller för tolkningen att högre avgifter medför en högre värdeutveckling. Beräkningarna i diagram 7 visar att det spelar stor roll hur aktiv individen varit, uttryckt som antalet fondbyten (heldragen linje). Ur diagramet kan vi utläsa att kopplingen mellan erlagda avgifter och värdeutveckling på lång sikt är i stort sett obefintlig, om vi justerar beräkningen för antalet fondbyten.

En slutsats är att det inte är självklart att högre avgifter i sig hänger ihop med en på sikt förbättrad värdeutveckling för premiepensionssparare som valt privata fondförvaltare. För att så ska vara fallet krävs det att spararen själv är aktiv genom sina fondbyten. Exakt vilka fondbyten som spararen bör göra, eller när de bör göras, ger inte analysen svar på.⁵⁹

Resultaten i denna granskning tyder alltså på att inaktiva sparare som valt privata fondförvaltare riskerar att få betala förhållandevis höga avgifter i förhållande till den värdeutveckling de erhåller. Tidigare studier⁶⁰ har visat att aktivitet dessutom är förknippat med relativt sett bättre avkastning efter avgifter, det vill säga att individer som gjort många fondbyten inom premiepensionen också har erhållit en relativt sett bättre värdeutveckling.

3.4 Kostnadsrisker med fond-i-fond

Det finns, som nämnades ovan, farhågor om att fond-i-fond-lösningar riskerar att leda till sämre kostnadseffektivitet genom högre avgifter än traditionella fonder, men utan bättre värdeutveckling.

Riksrevisionens beräkningar ger en klar indikation på att fond-i-fond-lösningar blivit mer vanliga över tid. I diagram 8 presenteras andelen fond-i-fonder mellan januari 2006 och oktober 2017.^{61,62} Före år 2006 fanns det inga fonder med fond-i-

⁵⁹ Ytterligare beräkningar visar att portföljrisk har en förhållandevis liten betydelse i jämförelse med antalet fondbyten. Slutsatsen är att den positiva korrelationen mellan värdeutveckling och avgift kvarstår trots kontroll för portföljrisk (mätt som standardavvikelse på 36 månader). Kontroll för individens bakgrund, såsom kön, ålder, utbildning, inkomst, arbetsmarknadsstatus och ländergruppstillhörighet, påverkar inte heller slutsatserna från huvudanalysen.

⁶⁰ Dahlquist m.fl. (2017) och Inspektionen för socialförsäkringen (2012).

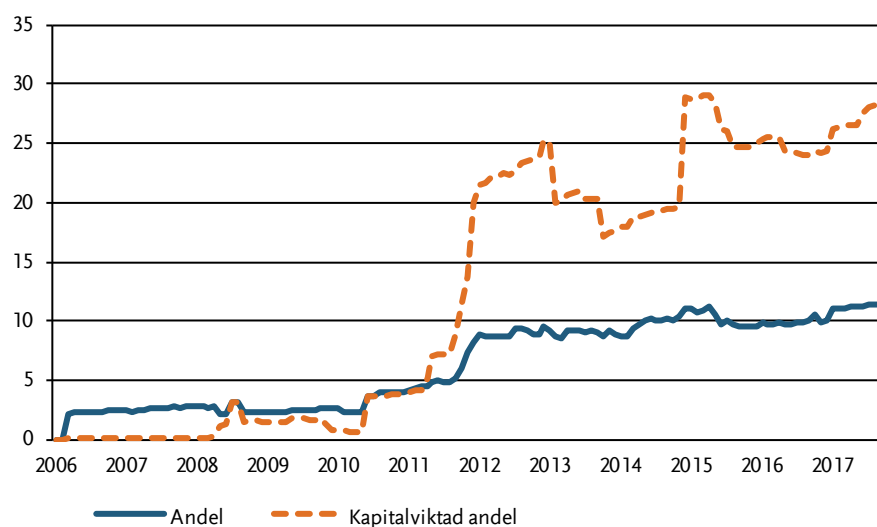
⁶¹ Borträknat förvalsalternativet (Premiesparfonden respektive AP7 Såfa).

⁶² Av datatekniska skäl ger dessa uppgifter en viss överskattning av förekomsten av fonder som faktiskt tillämpar fond-i-fond-lösning. De data som ligger till grund för analysen i avsnittet kodar en fond som fond-i-fond om fonden har rätt att ha 10 procent eller mer av sina tillgångar i underliggande fonder. Det ger troligen en viss överskattning av förekomsten av faktiska fond-i-fond-lösningar, eftersom vissa av dessa fonder de facto inte hade tillgångar i underliggande fonder. Det är Riksrevisionens bedömning att det är fullt tillräckligt att använda denna fond-i-fond-kodning för de slutsatser som dras från analysen. Anledningen är att analysen undersöker trender över tid och det

fond-lösningar på fondtorget. I oktober 2017 hade 11 procent av de egenvalda fonderna en fond-i-fond-lösning. Räknat på andelen av fondkapitalet var 28 procent placerat i fond-i-fond-lösningar. Detta avser förvaltningen som sköts av de privata fondbolagen på fondtorget.

Man kan notera en markant ökning kring tidpunkten då massfondbyten stoppades i december 2011, speciellt när man räknar utifrån det kapital som dessa fonder förvaltade. Mellan december 2010 och december 2011 fördubblades andelen fonder med denna utformning från 4 procent till 8 procent. Sett som andel av investerat kapital skedde en femdubbling från 4 procent till 20 procent. Förändringen kan bero på såväl att sammansättningen av fonder har skiftat över tid, som att fonder övergått från att vara en traditionell fond till att verka som fond-i-fond. Beräkningar visar att cirka 191 miljarder kronor av sammanlagt cirka 672 miljarder kronor som utgjordes av egenvalda fondportföljer i oktober 2017 förvaltades i fonder som tillämpade fond-i-fond.

Diagram 8 Utvecklingen av fond-i-fond-lösning, procent



Anm. Riksrevisionens beräkningar på Pensionsmyndighetens data.

inte framkommit något som stödjer att en eventuell överskattning av faktiska fond-i-fond-lösningar varierat systematiskt över tid. Riksrevisionen har efterfrågat bättre data från Pensionsmyndigheten, som uppger att det tyvärr inte finns bättre data att få för detta, utan en omfattande utsökning som inte varit möjlig inom ramen för denna granskning. Nivåerna som redovisas i granskningen är samstämmiga med Pensionsmyndighetens eget resultat: Pensionsmyndigheten (2014a) anger att 20,6 procent av kapitalet förvaltas i fond-i-fond (avseende år 2014).

Fond-i-fond är vanligt inom generationsfonder och blandfonder, men förekommer även inom vissa underkategorier av aktiefonder och räntefonder, medan det inte alls förekommer inom vissa andra underkategorier. Fond-i-fond-lösningar har ökat inom vissa kategorier och minskat inom andra.

3.4.1 Fond-i-fond-lösningar ger högre avgift utan att prestera bättre

Riksrevisionens beräkningar,⁶³ som återges i tabell 1, visar att fond-i-fond-lösning har signifikant högre avgifter, såväl brutto (före rabatt) som netto (efter rabatt), i jämförelse med traditionella fonder. Brutto- och nettoavgiften är i genomsnitt 0,38 procentenheter respektive 0,12 procentenheter högre för fonder med detta upplägg jämfört med övriga (se kolumn 1 och 2). Detta kan jämföras med en median på cirka 0,9 procent och 0,25 procent för brutto- respektive nettoavgiften (se diagram 1 och 2).

Tabell 1 Skillnad i dels bruttoavgift, dels nettoavgift, för fond-i-fond gentemot traditionella fonder, procentenheter

	Bruttoavgift (1)	Nettoavgift (2)	Bruttoavgift (3)	Nettoavgift (4)
Fond-i-fond (ja/nej)	0,380***	0,117***	0,165***	0,083***
Urval	Alla	Alla	Enbart fonder som någon gång under perioden är fond-i-fond	Enbart fonder som någon gång under perioden är fond-i-fond
Obs.	99 479	103 157	11 219	11 602

*Anm. Beräkningen är gjord på data på fond- och månadsnivå. Avser perioden januari 2006–oktober 2017. Regressionerna innehåller periodspecifika (månad) intercept och kategorispecifika intercept avseende 35 underkategorier (enligt Pensionsmyndighetens definition). Robusta standardfel: *) 0,05 procent, **) 0,01 procent, ***) 0,001 procent. Riksrevisionens bearbetningar utifrån Pensionsmyndighetens data.*

⁶³ Vi beskriver sambandet mellan avgifter och fond-i-fond med regressionsmetod med periodspecifika intercepttermer. Eftersom det inte fanns några fond-i-fond-lösningar före år 2006 sträcker sig urvalet för beräkningen över perioden januari 2006–oktober 2017. Tas hänsyn till fondkategori är skillnaderna större än om den kontrollen inte görs. Det kan tolkas som att det är i kategorier med relativt låga avgifter som fond-i-fond-lösningar är mer vanliga. Som visades ovan är det inte ett slumpmässigt urval av fonder som har en fond-i-fond-lösning; snarare är det mer vanligt bland vissa kategorier av fonder än andra. Det rimliga är därför att fokusera på resultaten som avser genomsnittliga skillnader i avgifter inom respektive fondkategori (alltså med kontroll för fondkategori). Resultaten bygger på summan av huvudfondens och eventuella underfonders TER (total expense ratio). Se bilaga 2 för en närmare beskrivning av beräkningsmetod.

Av de beräkningar⁶⁴ som redovisas i tabell 2 framgår att genomsnittlig värdeutveckling inte är högre för fond-i-fond (se kolumn 1). Det är snarare omvänt, det vill säga att förekomsten av fond-i-fond hänger ihop med en sämre värdeutveckling, även justerat för risknivå (se kolumn 2).

Tabell 2 Skillnad i värdeutveckling under de senaste 12 månaderna för fond-i-fond gentemot traditionella fonder

	(1)	(2)	(3)	(4)
Fond-i-fond (ja/nej)	-0,009***	-0,012***	-0,003	-0,004*
Kontroll för risknivå?	Nej	Ja	Nej	Ja
Urval	Alla	Alla	Enbart fonder som någon gång under perioden är fond-i-fond	Enbart fonder som någon gång under perioden är fond-i-fond
Obs.	99 364	99 364	11 219	11 219

Anm. Beräkningen är gjord på data på fond- och månadsnivå. Avser perioden januari 2006–oktober 2017. Regressionerna innehåller periodspecifika (månad) intercept och kategorispecifika intercept avseende 35 underkategorier (enligt Pensionsmyndighetens definition). Värdeutveckling och risk avser de senaste 12 månaderna. Risknivå är beräknad som standardavvikelse i avkastning. Robusta standardfel: *) 0,05 procent, **) 0,01 procent, ***) 0,001 procent. Riksrevisionens bearbetningar utifrån Pensionsmyndighetens data.

En möjlig förklaring till resultaten är att fonder med fond-i-fond har lägre risk än traditionella fonder, och att vi i analysen inte kunnat ta hänsyn till dessa skillnader i risk även efter det att hänsyn tagits till fondkategori. Därmed skulle avgiftsskillnaden och skillnaden i värdeutveckling inte på ett korrekt sätt spegla skillnader i prestation.

Ett sätt att mer tillförlitligt ta hänsyn till icke observerbara skillnader i risknivå är att jämföra både avgifter och värdeutveckling över tid för samma fond. Denna typ av beräkning tar hänsyn till alla egenskaper hos fonden som är oförändrade över tid, inklusive sådana egenskaper som hänger samman med såväl fond-i-fond-status som avgiftsnivå och värdeutveckling.⁶⁵ Detta resultat, som återges i tabell 1,

⁶⁴ Beräkningarna är genomförda på samma sätt som i fallet med avgiftsnivå ovan. En känslighetsanalys med utvecklingen räknat på 36 månader ger samma slutsatser som huvudanalysen.

⁶⁵ Denna beräkning identifierar effekten på utfall av fond-i-fond genom att jämföra fonden med sig själv över tid. Effektberäkning görs för det urval fonder som någon gång under tidsperioden tillämpade fond-i-fond. I våra data finns det under den valda tidsperioden totalt 1 478 fonder (109 071 observationer). Av dessa är det 193 fonder (12 899 observationer) som någon gång tillämpar fond-i-fond. Det är alltså dessa fonder som ligger till grund för beräkningarna i kolumn 3 och 4 i tabell 1 och kolumn 3 och 4 i tabell 2. Av dessa 193 fonder är det 113 fonder (10 060 observationer) som

kolumn 3 och 4, visar att det kvarstår en statistiskt säkerställd skillnad i såväl bruttoavgift (+0,17 procentenheter) som nettoavgift (+0,08 procentenheter).⁶⁶ Resultaten för värdeutvecklingen ges i tabell 2, kolumn 3 och 4. De visar att fond-i-fond har samma eller lägre värdeutveckling än andra fonder, beroende på kontroll för risknivå.

Resultatet stödjer därmed tolkningen att övergång från att vara en traditionell fond till att börja tillämpa en fond-i-fond-lösning leder till höjd avgift, men inte till förbättrad värdeutveckling.

3.5 Uppskattning av kostnadseffektiviteten genom jämförelseindex

I detta avsnitt görs en uppskattning av kostnadseffektiviteten i fonder på fondtorget, där hänsyn tas till en stor del av kostnadsbilden. Förutom synliga fondavgifter inkluderas även ”kostnader” i form av uteblivet mervärde, om fonderna genom dålig förvaltning ”underpresterar” i någon mening jämfört med en alternativ hantering.⁶⁷

3.5.1 Utvärdering av fondtorget

En viktig fråga för bedömningen av systemets kostnadseffektivitet är om fonderna på fondtorget verkar ha presterat bättre eller sämre än sitt jämförelseindex. Inom området för fondförvaltning är det vanligt att jämföra fonders utfall med tillhörande jämförelseindex.⁶⁸ Undersökningen ger alltså indikation på om det förvaltningsresultat som kollektivet sparare på fondtorget fått är att bedöma som bättre, samma eller sämre än fondernas jämförelseindex. Studieperioden avser 2010–2017.⁶⁹

byter fond-i-fond-status. Det är alltså fler fonder som byter mellan att vara en ”normal” fond och att tillämpa fond-i-fond (eller tvärtom) än som tillämpar fond-i-fond under hela perioden.

⁶⁶ En eventuell svaghet med denna typ av beräkning är att den i detta fall bygger på en relativt liten (cirka 11 procent av fonderna) och eventuellt selekterad grupp av fonder. Effektskattningen gäller alltså i allmänhet inte en slumpvist vald fond.

⁶⁷ Vi studerar värdeutveckling och avkastning efter nettoavgift. Ingen vikt läggs på andra aspekter, till exempel värdet av valfrihet, om det av kostnadsskäl är önskvärt eller lämpligt med stora fonder, eller värdet av kapitaltillförsel till företag inom ramen för ett fonderat system.

⁶⁸ Pensionsmyndigheten redovisar jämförelseindex för samtliga fonder på fondtorget.

⁶⁹ Detta innebär att vi använder 35 olika jämförelseindex beroende på vilken underkategori som fonden tillhör. För vissa kategorier måste en bedömning göras för att hitta ett relevant jämförelseindex. För att underlätta detta arbete har ett urval av 511 fonder valts ut av totalt 1 296 aktiva fonder under maj 2010–oktober 2017. Under perioden täcker dessa fonder in mellan 96 procent och 97 procent av fondförmögenheten på fondtorget, beroende på specifik månad. Resultaten bedöms alltså som heltäckande. Ytterligare underlag och beskrivning av urvalet finns tillgängligt på Riksrevisionens webbplats i form av digitalt underlag. I bilaga 2, tabell 5, redovisas vilka jämförelseindex som valts. Där presenteras även riskberäkning dels för de fonder som ingår i kategorin, dels för valt index. Man

Tabell 3 visar att fonderna inom såväl gruppen aktiefonder som grupperna blandfonder och generationsfonder genererade en avkastning som var signifikant lägre än den för index, se kolumnen "Avkastning relativt index". Endast gruppen räntefonder uppvisar en avkastning i linje med jämförelseindex.

Måttet indikerar alltså, *på en övergripande nivå*, att förvaltningsresultatet som kollektivet sparare på fondtorget fick, inte är att bedöma som bättre eller samma som fondernas jämförelseindex, snarare sämre. Detta mått uppvisar dock en stor spridning på fondnivå (se tabell 5 och 6 i bilaga 2), vilket betyder att vissa fonder ligger långt över sitt index när det gäller uppnådd avkastning, medan andra ligger långt under.

Beräkningar (se samma tabeller i bilaga 2) visar en stor spridning mellan de enskilda fonderna, sett till både avkastning och historiskt risktagande, vilket innebär att utfallet mellan enskilda sparare under perioden varierade kraftigt.

Av tabell 3 går att utläsa att gruppen räntefonder är den kategori som uppvisade lägst risk med högst riskjusterad avkastning. Gruppen aktiefonder hade omvänt högst risk men lägst avkastning justerat för risk. En större allokering till räntor gentemot aktier under perioden förbättrade således den riskjusterade avkastningen.

Förvalsalternativet (AP7 Såfa)⁷⁰ hade under den studerade perioden högst avkastning utifrån den uppdelning som görs i tabellen. Den riskjusterade avkastningen är dock lägre än för räntefonder och generationsfonder. Det sammanhänger med att förvalsalternativet hade högst risk utifrån den uppdelning som finns i tabellen.

kan notera att risken för index är relativt överensstämmande med risknivån för de fonder som ingår i kategorin. I 19 av 35 kategorier är fondernas risk lägre än den för index.

⁷⁰ Se Riksrevisionen (2013) för en beskrivning av förvalet i premiepensionssystemet.

Tabell 3 Utfall för olika fondkategorier på fondtorget och för förvalsalternativet AP7 Såfa, perioden 2010–2017

	Avkastning	Risk	Riskjusterad avkastning (Sharpekvot)	Avkastning relativt index ^(a)
Aktiefonder	11,39 %	11,24 %	0,97	-0,5 %*
Räntefonder	2,50 %	1,70 %	1,19	0,3 %
Blandfonder	6,36 %	6,66 %	0,88	-2,5 %*
Generationsfonder	9,06 %	7,59 %	1,13	-0,7 %*
AP7 Såfa	14,90 %	13,37 %	1,07	

Anm. Samtliga mått är på årsbasis. Risk är portföljens standardavvikelse. Sharpekvot beräknas genom att ta avkastningen minus den riskfria räntan dividerat med portföljens risk. *) Signifikant på 5 procents nivå. Kapitalviktade fonddata på månadsnivå. (a) Likaviktade månadsdata (ej kapitalviktade). Riksrevisionens bearbetningar utifrån Pensionsmyndighetens data.

3.5.2 Alternativa förvaltningslösningar

I detta avsnitt undersöks skillnad i värdeutveckling mellan dagens situation och några alternativa sätt att förvalta det insatta sparkapitalet på. Att undersöka om fondtorget som helhet är kostnadseffektivt är en omöjlig uppgift; vad som dock är möjligt är att undersöka avkastningen gentemot ett eller flera alternativa scenarier för att ha som jämförelse till dagens fondtorg. Om dessa alternativ ger en förhållandevis bättre avkastning är det troligt att effektivitetsförbättringar är möjliga. Här inryms många olika faktorer som kan ge upphov till effektivitetsbrister, och resultatet ger inte svar på vad ineffektiviteten kan bero på.

För att beräkna kostnadseffektiviteten för dagens fondtorg har tre fiktiva förvaltningslösningar med relativt låga avgifter använts:

- dagens förvalsalternativ AP7 Såfa
- dagens förvalsalternativ AP7 Såfa utan hävstångsstrategi
- passiv indexförvaltning med motsvarande allokering som fondtorget.

Valet av alternativ (a) som referensobjekt kan motiveras på flera sätt. Framförallt är det förvalsalternativet, vilket innebär att sparare som satt samman sin fondportfölj genom aktiva fondval automatiskt skulle ha haft sitt

premiepensionskapital i AP7 Såfa om de inte varit aktiva.⁷¹ AP7 är dessutom en faktisk och idag existerande fondaktör.⁷²

I alternativscenariot (b) har vi valt att göra beräkningar för AP7 Såfa utan inslag av den så kallade hävstångsstrategi som används inom AP7 Såfa.⁷³

Hävstångsstrategin riskerar att göra jämförelsen orättvis, och vi har därför gjort beräkningar utan den.⁷⁴

Alternativ (a) och (b) innebär samma fördelning mellan aktier och räntor som förvalsalternativet, som inte behöver överensstämma med spararnas egna val. Alternativ (c) innebär ett scenario där fördelning i såväl typ av tillgångar (aktier, räntor med mera) som placeringsinriktning (bransch, region med mera) styrs av spararnas egna faktiska fondval. I detta scenario antas kapitalet förvaltas genom passiv indexförvaltning.

Samtliga alternativscenarier (a)–(c) inkluderar avgifter motsvarande AP7:s avgifter. Dessa bedöms som realistiska för våra konstruerade alternativscenarier, då AP7:s förvaltning i huvudsak bygger på passiv indexförvaltning. De bedöms också vara rimliga utifrån de stordriftsfördelar som skulle bli fallet om de tre alternativscenarierna skulle realiseras. Ett implicit antagande i samtliga alternativscenarierna är att förvaltningen bedrivs av ett mindre antal aktörer.

Passiv indexförvaltning kan, till skillnad från aktiv förvaltning, ske till förhållandevis låga förvaltningskostnader och ändå resultera i förhållandevis god avkastning. Detta beror på att passiv indexförvaltning kan bedrivas mycket resurssnålt och till låga kostnader, genom att man allokerar tillgångar efter en redan existerande fördelning – motsvarande den för ett etablerat index. Varje aktivt förvaltat fond behöver däremot vara unik i sin tillgångsallokering för att uppnå ett bättre resultat än sitt jämförelseindex, vilket driver kostnader och fondavgift.

⁷¹ Se Riksrevisionen (2013) för en beskrivning av förvalet i premiepensionssystemet.

⁷² AP7:s fonder har också fördelen att vara skalbara, det vill säga fonderna kan ökas eller minskas i volym utan väsentliga transaktionskostnader eller marknadspåverkan. AP7 är visserligen en stor aktör inom premiepensionen, men liten på världsmarknaden, eftersom man i huvudsak placerar i globala tillgångar och därmed har liten marknadspåverkan.

⁷³ Hävstångsstrategin innebär att fonden ingår derivatkontrakt som kan liknas vid att fonden lånar ytterligare 50 kronor för varje 100 kronor som redan är placerade, och placerar dessa i globala aktier. Placeringsutrymmet är därmed 1,5 gånger fondkapitalet. På så sätt ökas riskexponeringen för den valda tillgångsportföljen med 50 procent. Undantagsvis, för att skydda fondkapitalet, kan AP7:s styrelse besluta att hävstångsnivån ska reduceras.

⁷⁴ Under perioden sedan AP7 Såfa infördes har det varit en väldigt gynnsam strategi att använda hävstång. Detta eftersom perioden mellan år 2010 och år 2017 har präglats av en relativt sett obruten uppgång på tillgångsmarknaden för riskfyllda tillgångar. Beräkningarna tar hänsyn till att AP7 under perioden har beslutat att succesivt minska hävstångseffekten.

I tabell 4 summeras resultaten från dessa alternativa scenarier.⁷⁵ Beräkningarna visar att dagens fondtorg innebär en effektivitetsförlust på 37 procent i jämförelse med (a) AP7 Såfa, räknat som förlorat premiepensionskapital. För (b) AP7 Såfa utan hävstångsstrategi är motsvarande effektivitetsförlust 7 procent. Resultaten pekar också på en effektivitetsförlust (4 procent) i jämförelse med en passiv indexförvaltning av fondtorget (alternativ (c)).⁷⁶

Tabellen visar att (a) innebär en högre avkastning (efter nettoavgift), men också väsentligt högre risk än dagens fondtorg. Man kan också utläsa att även (b) och (c) ger en högre avkastning (efter nettoavgift), men ungefär samma risk som dagens fondtorg. Slutsatsen är att samtliga (a)–(c) skulle ha åstadkommit en högre riskjusterad avkastning jämfört med dagens fondtorg, men att dagens förvalsalternativ (a) inneburit en betydligt högre risk.

Samtliga beräkningar bygger på observerad utveckling under den studerade perioden, i detta fall maj 2010–oktober 2017, som inte behöver vara representativ för andra perioder. Resultaten ska tolkas utifrån börsutvecklingen under den studerade perioden och utifrån att det har varit extra gynnsamt för riskfyllda placeringar såsom aktier. Till exempel kan en period som inrymt en större börsnedgång såväl ha kastat om rangordningen mellan alternativen som resulterat i andra skattningar av storleken på effektivitetsförlusten. Det har inte med någon enkel metod varit möjligt att beräkna motsvarande effektivitetsförlust för en annan period, eftersom dagens förvalsalternativ infördes i maj 2010.⁷⁷

⁷⁵ Utgångspunkten för vart och ett av dessa tre scenarier är den fondförmögenhet (254 miljarder kronor) som fanns allokera i fondtorget (exklusive AP7) i maj 2010. Värdeutvecklingen beräknas till och med oktober 2017 för vart och ett av alternativen, och jämförs därefter med den faktiska fondförmögenhet som fondtorget har vid samma tidpunkt (672 miljarder kronor).

⁷⁶ Det motsvarar ett förlorat premiepensionskapital på 252 miljarder kronor för alternativ (a), 47 miljarder kronor för alternativ (b) och 29 miljarder kronor för alternativ (c).

⁷⁷ Före maj 2010 fanns ett annorlunda utformat förvalsalternativ (Premiesparfonden), som till exempel hade en annan placeringsinriktning med andra mål och risknivå än dagens förvalsalternativ. Till exempel har dagens förval en generationsprofil så att risken minskas med spararens ålder, vilket Premiesparfonden inte hade. Förvaltningsstrategin hos Premiesparfonden var att minst motsvarande det kapitalvägda genomsnittet av övriga fonder på fondtorget, men till lägre risk. Dagens förval bygger istället på i huvudsak passiv indexförvaltning med en så kallad hävstång. För en beskrivning av AP7 Såfa, se Riksrevisionen (2013).

Tabell 4 Effektivitetsberäkning maj 2010–oktober 2017 av alternativscenarierna (a), (b) och (c)

	Effektivitets- förlust (procent)	Avkastning (procent)	Risk (procent)	Riskjusterad avkastning (Sharpekvot)
Fondtorget exklusive AP7 (referens)	–	9,7	9,3	0,99
(a) AP7 Såfa	37	14,9	13,4	1,07
(b) AP7 Såfa utan hävstång	7	10,7	9,5	1,07
(c) Passiv indexförvaltning	4	10,4	9,1	1,09

Anm. Effektivitetsförlusten är beräknad som förlorad värdeutveckling. AP7 Såfa utgörs av AP7 aktiefond och AP7 räntefond. I alternativ (b) ersätts värdeutvecklingen för AP7 aktiefond med utvecklingen för ett globalt aktieindex (MSCI AC World) för att på så sätt approximera utvecklingen för AP7 Såfa i frånvaro av den så kallade hävstångsstrategin. I alternativ (c) bestäms värdeutvecklingen av den kapitalvägda avkastningen utifrån utvecklingen för de på fondtorget existerande fondernas jämförelseindex (exklusive AP7). Det motsvarar 35 underkategorier med var sitt jämförelseindex. Se bilaga 2 för vilka index som kopplats till varje underkategori. Alternativ (a)–(c) inkluderar samma årliga avgifter som AP7 aktiefond och AP7 räntefond, det vill säga 0,14 procent för aktieindex och 0,05 procent för ränteindex. Avkastning, risk och riskjusterad avkastning (Sharpekvot) är uttryckt på årsbasis. Portföljens Sharpekvot beräknas genom att ta avkastningen minus den riskfria räntan dividerat med portföljens standardavvikelse (risk). Riksrevisionens bearbetningar utifrån Pensionsmyndighetens data.

3.6 Riksrevisionens iakttagelser

Granskningen visar att det finns indikationer på att förutsättningarna inte är uppfyllda för att marknaden för fonder på fondtorget ska vara effektiv. Spararna på fondtorget riskerar därför att få betala en för hög avgift i förhållande till den värdeutveckling de erhåller.

Den huvudsakliga förklaringen till detta är välkänd: systemet förutsätter att spararna är välinformerade och gör medvetna fondval. Utan denna förutsättning riskerar självsaneringen av fonder som inte presterar i nivå med sin avgift att fungera mindre väl. Riksrevisionens beräkningar visar att det är relativt vanligt att fonder både höjer och sänker sin bruttoavgift. Riksrevisionens analys visar att det stora flertalet sparare inte reagerar på avgiftshöjningar genom att byta till en annan fond.

Riksrevisionen konstaterar att rabattmodellen, som ger sparare prisreduktion för premiepensionssparandet, har gett sparare en förhållandevis låg avgift på sparandet. Genom successiva förändringar i modellens utformning har allt lägre synliga nettoavgifter åstadkommit.

Riksrevisionen konstaterar dock att fondförvaltare synes ha anpassat sina avgifter till rabattmodellen, på ett för spararna ofördelaktigt sätt. Fondförvaltares

anpassning av avgifter till rabattmodellen underlättades av en förändring i regelverket gällande bland annat avgiftssättningen som infördes år 2011. Pensionsmyndigheten ändrade rabattmodellen år 2015 delvis på grund av denna ökning av bruttoavgifterna.

Riksrevisionens resultat visar att företeelsen med fond-i-fond har ökat på fondtorget. Ett sannolikt skäl till ökningen är att fondförvaltare har sökt alternativa sätt att aktivt förvalta sina kunders kapital på. Riksrevisionens analys visar att fond-i-fond-lösningar har en högre avgift och sämre värdeutveckling än traditionella fonder. Analysen stöder vidare tolkningen att fonder som övergår till fond-i-fond-lösning innebär höjd avgift utan förbättrad värdeutveckling. Detta resultat kan bedömas vara extra problematiskt i de fall en traditionell fond övergår till fond-i-fond-lösning efter det att spararen placerade sina medel i fonden, för då har spararen inte själv valt extern förvaltning genom en fond-i-fond-lösning.

Riksrevisionen konstaterar, i likhet med andra studier, att fondtorget uppvisar en stor spridning mellan de enskilda fonderna, sett till både avkastning och historiskt risktagande, vilket innebär att utfallet mellan enskilda sparare under perioden varierade kraftigt. Det finns indikationer på att det förvaltningsresultat som kollektivet sparare på fondtorget har fått är sämre än fondernas jämförelseindex.

Analysen visar att det hade varit möjligt att uppnå ett högre pensionskapital vid passiv indexförvaltning jämfört med hur premiepensionskapitalet på fondtorget har förvaltats. Det är alltså troligt att effektivitetsförbättringar är möjliga.

4 Fokuserar myndigheterna på att förvaltningen av premiepensionen är kostnadseffektiv?

I detta kapitel granskas om myndigheterna har ett tydligt fokus på att förvaltningen sköts kostnadseffektivt. Fokus är på samarbetet mellan myndigheter och den löpande tillsynen och kontrollen av regelverkets tillämpning.

4.1 Pensionsmyndigheten

Pensionsmyndigheten har i uppdrag att vara försäkringsgivare för premiepension. I det uppdraget ingår bland annat att administrera både fondtorget och pensionsspararnas konton.⁷⁸ Enligt förordningen (2009:1173) med instruktion för Pensionsmyndigheten ska myndigheten bland annat

- ge allmänheten information om pensioner och andra förmåner
- se till att denna ges utifrån den enskildes behov
- informera och ge pensionssparare och pensionärer en samlad bild av hela pensionen
- informera om vilka faktorer som påverkar pensionens storlek och hur stor pensionen kan antas bli
- tydliggöra vilka konsekvenser olika val kan få för pensionen.

Myndigheten ansvarar därmed för både generell och individuell information om premiepensionen.

4.1.1 Ansvar för att förvaltningen är kostnadseffektiv – dock utan ansvar att bedriva tillsyn

Pensionsmyndigheten har huvudansvaret för att förvaltningen av fonder på fondtorget sker kostnadseffektivt.⁷⁹ Myndigheten anger i sitt svar till Riksrevisionen att kostnadseffektiviteten uppnås ”genom att Pensionsmyndighetens egen förvaltning av fondtorget är effektiv och genom tillämpningen av Pensionsmyndighetens prisreduktionsmodell, den så kallade rabattmodellen”.

Rabattmodellen är reglerad i de allmänna villkoren för samarbete mellan Pensionsmyndigheten och fondförvaltare i det så kallade fondavtalet (tidigare

⁷⁸ Dir. 2018:57.

⁷⁹ Pensionsmyndighetens svar till Riksrevisionen, 2018-06-07. PAD 2018-287.

samarbetsavtalet). Myndigheten påpekar att själva syftet med rabattmodellen är att förvaltningen ska ske kostnadseffektivt.

Pensionsmyndigheten har inte något tillsynsuppdrag gällande fonder och fondförvaltare, men anger att de inom ramen för avtalsuppföljningen kontrollerar att myndigheten får in rätt underlag för tillämpningen av rabattmodellen.

Myndigheten har dock under de senaste åren genomfört en rad egeninitierade granskningar av premiepensionsförvaltare vid misstänkta avtalsbrott. Detta har lett till att samarbetsavtalen med ett antal fondbolag har sagts upp.⁸⁰

Pensionsmyndigheten anger att fonderna löpande rapporterar in bruttoavgifter till myndigheten som utifrån dessa uppgifter beräknar fondens prisreduktion och nettoavgiften. Pensionsmyndigheten fakturerar skillnaden mellan brutto- och nettoavgiften kvartalsvis. Efter varje årsskifte sker en årsrapportering från fonderna. Inrapporterade avgifter följs upp löpande, och en fördjupad kontroll genomförs avseende årssiffrorna i syfte att kontrollera att Pensionsmyndigheten har korrekt underlag för att beräkna prisreduktionen. Det genomförs ingen analys av bruttoavgiftens skälighet i relation till förvaltningsresultatet och ingen utvärdering av kostnadseffektiviteten.

Pensionsmyndigheten har vid flera tillfällen sett över och justerat rabattmodellen för att en mer kostnadseffektiv förvaltning ska kunna uppnås. Efter den senaste omarbetningen som gäller sedan år 2015 har två utvärderingar genomförts, och resultatet av dessa har rapporterats till Socialdepartementet.

För att säkerställa att redovisningskraven för förvaltare av premiepensionen är tillräckliga, ser Pensionsmyndigheten för närvarande över de krav i samarbetsavtalet som går utöver de författningsreglerade kraven. Vissa fondtyper och kostnader har visat sig svåra att granska, och det finns förbättringspotential, bland annat kring så kallad *spread*-prissättning,⁸¹ dolda transaktionskostnader, fond-i-fond och prestationsbaserade kostnader.

4.2 Konsumentverket

4.2.1 Fokus på fondbolagens marknadsföring gentemot konsumenter

Konsumentverket har ansvar för att de konsumentskyddande regler som ligger inom myndighetens tillsynsansvar följs. Konsumentverkets tillsyn avseende fondbolag och andra aktörer som är kopplade till premiepensionen och

⁸⁰ Se vidare s. 126 ff. i Pensionsmyndighetens årsredovisning 2017 (Pensionsmyndigheten, 2018).

⁸¹ På tillgångsmarknaden står *spread* för skillnaden mellan köp- och säljkurs på en viss tillgång. Ju större skillnaden mellan köp- och säljkursen är (större *spread*), desto högre är den så kallade *spreadkostnaden*.

fondtorget, utgår från lagen (1994:1512) om avtalsvillkor i konsumentförhållanden vad gäller avtalsvillkor och från marknadsföringslagen (2008:486) vad gäller marknadsföring.⁸²

Genom lag (2004:46) om värdepappersfonder (LVF, 4 kap. 20 §)⁸³ har Konsumentverket tillsyn över att fondbolag, som genom marknadsföring erbjuder allmänheten att köpa andelar i en värdepappersfond, informerar konsumenterna om att det finns ett faktablad och en informationsbroschyr och var dessa finns att tillgå.

Fondbolag är skyldiga att följa de riktlinjer för marknadsföring och information som har överenskommit mellan Konsumentverket och Fondbolagens förening. I riktlinjerna framgår bland annat att avdrag vid beräkningen ska göras *för alla avgifter* som tas ur fonden.

4.2.2 Tillsynsinsatser med fokus på marknadsföring och information

Syftet med Konsumentverkets tillsynsinsatser är att säkerställa att fondernas *marknadsföring* gentemot konsumenter är rättvisande och inte sker genom vilseledande eller aggressiva inslag, eller i övrigt genom avvikelse från god sed, påverkar konsumenters affärsbeslut.

Konsumentverket har bland annat tillsyn över att fondbolagens faktablad uppfyller kraven som följer av 4 kap. 16 a § LVF och EU:s förordning nr 583/2010, och över att informationen i faktabladet är rättvisande, tydlig och inte vilseledande.⁸⁴ Kraven inkluderar att fondbolag i faktabladet ska ange de avgifter som tas ut av fonden och hur dessa ska presenteras och förklaras. Tillsynen över bestämmelserna i LVF i ovan nämnda avseenden är delad mellan Konsumentverket och Finansinspektionen.

⁸² Vad gäller Konsumentverkets tillsynsverksamhet är denna marknadsrättslig, det vill säga Konsumentverket granskar marknadsföring och avtalsvillkor i syfte att säkerställa efterlevnaden av marknadsföringslagen (2008:486) och lagen (1994:1512) om avtalsvillkor i konsumentförhållanden, prisinformationslagen (2004:347), lagen (2003:862) om finansiell rådgivning till konsumenter och försäkringsavtalslagen (2005:104). Konsumentverket utövar även tillsyn över informationsbestämmelserna i lagen (1995:1571) om insättningsgaranti, lagen (1999:158) om investerarskydd, lagen (2004:299) om inlåningsverksamhet, lagen (2011:1268) om investeringssparkonto, lagen (2004:46) om värdepappersfonder och lagen (2013:56) om förvaltare av alternativa investeringsfonder.

⁸³ Lagen (2004:46) om investeringsfonder, LIF, ändrad genom SFS 2013:563. I rapporten används det nu gällande namnet lagen om värdepappersfonder, och förkortningen LVF (tidigare LIF).

⁸⁴ Ett bolag som driver fondverksamhet ska, enligt 4 kap. 2 § tredje stycket LVF, vid förvaltningen av en värdepappersfond *handla uteslutande i fondandelsägarnas gemensamma intresse*. Ett fondbolag ska också, enligt 2 kap. 17 § LVF, driva sin verksamhet på ett hederligt, rättvist och professionellt sätt och även i övrigt så att allmänhetens förtroende för fondmarknaden upprätthålls. Vidare ska fondbestämmelser, enligt 4 kap. 9 § 2 st. LVF, vara skäligen för fondandelsägarna.

Konsumentverket har inte tillsynsansvar vad gäller bestämmelserna i 4 kap. 18 § LVF om årsberättelse och halvårsredogörelse, eller 4 kap. 22 § LVF om information om kostnader som fondbolag ska lämna till andelsägarna.

Konsumentverket bedriver dels egeninitierad tillsyn, det vill säga genom granskning på eget initiativ, dels tillsyn som är baserad på anmälningar som inkommer till myndigheten. Eftersom Konsumentverket inte har resurser för att utöva tillsyn över alla bolag, görs ett urval som bygger på att hitta mesta möjliga konsumentnytta. Konsumentverket framhåller att de i flera år har prioriterat den finansiella tillsynen inom området *investeringar och pension*.⁸⁵ Tillsynen har främst fokuserat på aktörer inom premiepensionsområdet, och då främst vad gäller rådgivnings- och förvaltningstjänster.^{86,87}

4.2.3 Ingen granskning av skäligheten av förvaltningsavgiften

Konsumentverkets tillsynsansvar innefattar dock inte bedömningar av sådant som skälighet avseende en produkts pris eller kvalitet, eller om en näringsidkare bedriver sin affärsverksamhet kostnadseffektivt.

Konsumentverket påpekar i sitt svar till Riksrevisionen att det inte ryms inom myndighetens tillsyn att granska eller bedöma huruvida en näringsverksamhet bedrivs på ett kostnadseffektivt sätt. Konsumentverket framför att de inte genomför någon riktad tillsyn av redovisningen av förvaltningskostnader. Myndigheten anger dock att givet myndighetens tillsynsansvar är det möjligt att granska riktigheten av information om förvaltningskostnader när sådana uppgifter lämnas till konsumenter. Konsumentverket har dock inte genom sin omvärldsbevakning funnit anledning att prioritera en sådan insats.⁸⁸

4.3 Finansinspektionen

Finansinspektionens uppdrag syftar till att bidra till ett stabilt finansiellt system som präglas av högt förtroende och ett högt skydd för konsumenter.⁸⁹ Finansinspektionen ansvarar för tillsyn, regelgivning och tillståndsprövning för finansiella marknader och finansiella företag.

Grunden för tillsynen av premiepensionsförvaltningen är gällande regelverk. För värdepappersfonderna finns olika författningar som baseras på EU-regler inom

⁸⁵ Konsumentverkets svar till Riksrevisionen, 2018-06-15. Dnr 2018/488.

⁸⁶ Ibid.

⁸⁷ Ibid. Konsumentverket har inlett drygt 20 tillsynsärenden sedan 2011, varav ett antal överlämnats till Konsumentombudsmannen för rättslig åtgärd i form av stämning i domstol eller föreläggande. Missförhållanden på fondtorget har under senare år lett till att fyra bolag blivit föremål för domstolsprövning.

⁸⁸ Ibid.

⁸⁹ Finansinspektionens svar till Riksrevisionen, 2018-05-21. FI Dnr 17-10012.

det så kallade UCITS-regelverket. Syftet med UCITS-regelverket är bland annat att harmonisera fondregelverket i EU. Det gör att Sverige har begränsat utrymme att införa egna regler eller tolka regler på annat sätt än vad som följer av gällande EU-regler. Även reglerna på värdepappersmarknaden är harmoniserade inom EU. Samma begränsningar i handlingsfriheten finns således där.

4.3.1 Tillsynsinsatser med fokus på det näringsrättsliga regelverket

Finansinspektionen utövar tillsyn över att fonderna följer det *näringsrättsliga regelverket* och de fondbestämmelser som Finansinspektionen har godkänt. Finansinspektionen har även tillsyn över skäligheten i prisnivån enligt 4 kap. 9 § 2 st. LVF.

Finansinspektionen poängterar att de näringsrättsliga reglerna inte gör skillnad på premiepensionsförvaltare och andra fondförvaltare. Finansinspektionens ägarprovning utförs därför på samma sätt oavsett om fonden är verksam på fondtorget eller inte.⁹⁰

Finansinspektionen anger i sitt svar till Riksrevisionen att premiepensionssystemets rabattrappa är en del av avtalet mellan Pensionsmyndigheten och fondbolagen, och rör således ett *civilrättsligt förhållande*. Finansinspektionen utövar följaktligen ingen tillsyn över detta.⁹¹

Finansinspektionen anger att valet av tillsynsinsatser är riskbaserat. Strategin för val av tillsynsinsatser baseras på två delar – en riskbedömningsprocess och en riskklassificering. I riskbedömningsprocessen identifierar och rangordnar Finansinspektionen de största riskerna, och genom riskklassificering rangordnar Finansinspektionen företagen utifrån var problem bedöms få störst negativa konsekvenser för konsumenterna eller för samhällsekonomin.

Finansinspektionen bedriver fortlöpande tillsyn över de fonder som har tillstånd från Finansinspektionen. Många av dessa fonder är verksamma på fondtorget. Finansinspektionen anger att de i sin riskbedömningsprocess särskilt identifierat fonder som är verksamma inom premiepensionssystemet.⁹² Finansinspektionen har under de senaste åren också undersökt bland annat fond-i-fond-lösningar och så kallade dolda indexfonder (se avsnitt 2.3.1).

Därutöver har Finansinspektionen haft ett bemyndigande som ger rätt att utfärda föreskrifter om avvikelser från vissa bestämmelser i försäkringsrörelselagen. Finansinspektionen har därmed haft möjlighet att utöva en begränsad tillsyn över

⁹⁰ Finansinspektionens svar till Riksrevisionen, 2018-05-21. FI Dnr 17-10012.

⁹¹ Ibid.

⁹² Ett exempel på en egeninitierad tillsynsinsats som Finansinspektionen utfört nyligen är den undersökning av intern styrning och kontroll hos Solidar Fonder AB som ledde till att bolaget i april 2018 tilldelades en varning som var förenad med sanktionsavgift om 10 miljoner kronor.

premiepensionsverksamhetens livränterörelse baserat på detta bemyndigande och god försäkringsstandard. Tillsynen har begränsats till att ta del av försäkringstekniska riktlinjer och i något fall medge undantag från bestämmelserna.

I den nya lagen (2017:230) om Pensionsmyndighetens försäkringsverksamhet i premiepensionssystemet, som trädde i kraft 1 maj 2017, får Finansinspektionen ett något bredare bemyndigande som ger möjlighet att också meddela föreskrifter om bland annat de försäkringstekniska avsättningarnas innehåll och beräkning, vad de försäkringstekniska riktlinjerna och beräkningsunderlaget ska innehålla, vilka upplysningar Pensionsmyndigheten ska lämna till Finansinspektionen och när dessa ska lämnas. Föreskrifterna syftar till att bidra till att premiepensionssystemet omfattas av moderna regler för värdering av försäkringsåtaganden.

4.3.2 Interna revisorer har en viktig roll

En revisor i ett finansiellt företag har en lagstadgad skyldighet att bistå Finansinspektionen genom att på eget initiativ upplysa Finansinspektionen om omständigheter som kan utgöra en väsentlig överträdelse av de författningar som reglerar företagets verksamhet, kan påverka företagets fortsatta drift negativt, eller kan leda till att revisorn avstyrker att balansräkningen eller resultaträkningen fastställs.

Den interna revisionen är alltså tänkt att vara ett komplement och stöd till den tillsyn som Finansinspektionen bedriver. Revisorn har en central funktion för företaget, och med revisorns medverkan har Finansinspektionen möjlighet att betydligt lättare och snabbare fullgöra sin uppgift. Dessutom har alla företag revisorer på besök minst en gång per år, medan Finansinspektionen i praktiken inte kan granska alla företag under tillsyn med samma frekvens.

Finansinspektionen framför i sitt svar till Riksrevisionen att det är av största vikt att revisorerna hanterar de intressekonflikter som eventuellt kan finnas, och att de också i god tid fullgör sin lagstadgade skyldighet att anmäla relevanta överträdelser till Finansinspektionen. Riksrevisionen vill dock påpeka att i flera av de uppmärksammade fall där Finansinspektionen ingripit mot ett företag med en sanktion, är det inte på grund av ett missförhållande som företagets revisor uppmärksammat Finansinspektionen på. Detta har särskilt varit fallet när Finansinspektionen ingripit mot mindre företag.⁹³

⁹³ Finansinspektionens svar till Riksrevisionen, daterat 2018-05-21. FI Dnr 17-10012.

4.3.3 Förutsättningar för att bedriva riktad tillsyn till premiepensionsfonder

Finansinspektionens tillsynsansvar omfattar alla svenska fondbolag. I de gällande regleringarna finns ingen explicit koppling till premiepensionssystemet.

Finansinspektionen har heller inte med automatik några uppgifter om vilka av fonderna i deras databaser som finns på premiepensionssystemets fondtorget.

Med anledning av de i medier uppmärksammade problemen på fondtorget, har Finansinspektionen haft ett nära samarbete med Pensionsmyndigheten för att i sin riskbaserade tillsyn beakta de mer specifika problemen på fondtorget.⁹⁴ Finansinspektionen anger dock att det främst handlar om ad hoc-insatser.⁹⁵

Finansinspektionen fick i regleringsbrevet för 2011 i uppdrag att redovisa omfattningen av den tillsyn som genomförts över företag som erbjuder förvaltar- och rådgivningstjänster inom premiepensionssystemet samt vidtagna åtgärder vid missförhållanden. Finansinspektionens undersökning⁹⁶ identifierar bland annat otydlighet i hur avtal ingås och kan sägas upp, och otillräcklig information om intressekonflikter.

Under 2017 kartlade Finansinspektionen⁹⁷ förekomsten av fond-i-fond-lösningar för att tydliggöra bland annat hur avgifter tas ut och hur fondbolagen informerar kunden om produkten. Kartläggningen visade att det finns skillnader mellan fondbolagen i hur rabatter och avgifter i underliggande fonder redovisas för kunden.

4.3.4 Begränsade befogenheter avseende utländska fonder

Finansinspektionen har begränsad möjlighet att ingripa om problem identifieras i utländska fonder, eftersom det är tillsynsmyndigheten i det land där den utländska fonden har tillstånd som har tillsyn över fonden.

Finansinspektionen kan dock förelägga utländska fonder att göra rättelser och förbjuda marknadsföring, men däremot inte återkalla tillståndet för utländska fonder. Fondföretag som är verksamma i Sverige är bland annat skyldiga att

⁹⁴ Ett exempel på samarbete med utländska tillsynsmyndigheter är under 2016, då ett antal oklarheter uppmärksammades kring tre fonder som tillhandahölls av det maltesiska fondföretaget Falcon Fund Sicav plc. Finansinspektionen har samarbetat nära med Pensionsmyndigheten och haft en intensiv dialog med den maltesiska tillsynsmyndigheten Malta Financial Services Authority (MFSA). Även den europeiska värdepappersmyndigheten (Esma) har deltagit. I januari 2017 vidtog MFSA en av de strängast möjliga tillsynsåtgärderna. Myndigheten fattade då ett beslut som innebar att styrelsen och personerna bakom Falcon Funds förlorade allt inflytande över fonderna.

⁹⁵ Finansinspektionens svar till Riksrevisionen, 2018-05-21. FI Dnr 17-10012.

⁹⁶ Undersökningen och resultatet presenterades i Finansinspektionen (2011).

⁹⁷ Finansinspektionen (2018).

lämna Finansinspektionen upplysningar om sin verksamhet och därmed sammanhängande omständigheter. Vidare är företagen skyldiga att lämna Finansinspektionen de upplysningar som myndigheten begär. Finansinspektionen får även, när det är nödvändigt, genomföra platsundersökningar hos företagen.⁹⁸

Finansinspektionen får också om så krävs anmäla ärendet till Europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten (ESMA). ESMA kan även efter anmälan eller på eget initiativ utreda överträdelser av unionsrätten, det vill säga om en nationell tillsynsmyndighet inte tillämpar regelverket på ett korrekt sätt. En sådan process slutar i en rekommendation från ESMA till den berörda nationella myndigheten om att vidta relevanta åtgärder. Finansinspektionen anger att myndigheten aktivt deltar i det europeiska arbete som syftar till att underlätta samarbete i särskilda händelser för att nå samsyn i principiella frågor.

Enligt uppgift från Pensionsmyndigheten svarade utländska fonder vid årsskiftet 2016/2017 för 55 procent av de cirka 840 fonder som finns på fondtorget. De svarar för cirka 20 procent av kapitalet. Följaktligen står endast närmare hälften av fonderna under Finansinspektionens tillsyn. Dessa utländska fondföretag har inte något tillstånd i Sverige, utan använder sig av det så kallade marknadsföringspasset som regleras i UCITS-direktivet. Passet har ett anmälningsförfarande genom respektive hemlands tillsynsmyndighet som grund. Tillsynsmyndigheten i respektive land ansvarar för att fonder på fondtorget inte köps upp av olämpliga fondförvaltare.

4.4 Samverkan mellan myndigheter

4.4.1 Samrådsmöten med fokus på tillsynens inriktning

Konsumentverket anger att de i dagsläget har ett nära samarbete med Finansinspektionen och Pensionsmyndigheten, och att de under 2018 har slutit samarbetsavtal med dessa myndigheter. Samrådsmöten äger rum två gånger om året med respektive myndighet, och däremellan har myndigheterna fortlöpande kontakter och informationsutbyten.

Bland annat förser Pensionsmyndigheten Konsumentverket med sammanställningar över inkomna konsumentsynpunkter som kan utgöra ett relevant underlag för Konsumentverkets tillsyn. Samarbetet är inte uttryckligen inriktat på fondförvaltningen, men myndigheterna har i betydande utsträckning samrått kring problemen som är kopplade till premiepension. Riksrevisionen vill framhålla att av den information som Konsumentverket mottagit från

⁹⁸ 10 kap. 2 och 3 §§ LVF och prop. 2010/11:135 s. 227.

Pensionsmyndigheten och Finansinspektionen har det inte framkommit att information om förvaltningskostnader är problematisk ur ett konsumentperspektiv.⁹⁹

Pensionsmyndigheten anger att samarbetet med Konsumentverket och Finansinspektionen har fördjupats genom åren, men att det fortfarande finns förbättringspotential.¹⁰⁰ Finansinspektionen utbyter information från sina tillsynsinsatser med Pensionsmyndigheten i den mån detta är möjligt med hänsyn till gällande offentlighets- och sekretessregelverk. Möjligheten för Finansinspektionen eller andra tillsynsmyndigheter att lämna ut information till Pensionsmyndigheten i egenskap av andelsägare är dock begränsad, varför Pensionsmyndigheten i normalfallet inte får del av information om till exempel iakttagna brister i en pågående undersökning, och inte heller kan motta närmare information om misstänkta eller identifierade brister vid en ägar- eller ledningsprövning. Pensionsmyndigheten ser en risk i att Finansinspektionens möjligheter att ingripa i vissa fall är begränsade.¹⁰¹

Som framgått ovan samarbetar Finansinspektionen också med utländska tillsynsmyndigheter, dock inte med hjälp av tillsynskollegier på fondområdet.¹⁰² Finansinspektionen anger att myndigheten har ett väl fungerande samarbete med de nordiska tillsynsmyndigheterna. Genom den europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten ESMA samarbetar Finansinspektionen med tillsynsmyndigheter i övriga länder där fondförvaltare som verkar i Sverige är auktoriserade. Enligt artikel 101.1 i UCITS-direktivet ska de behöriga myndigheterna samarbeta med varandra när det är nödvändigt för att de ska kunna utföra sina uppgifter enligt direktivet, och utöva sina befogenheter enligt direktivet eller nationell lagstiftning.

4.5 Regeringens styrning

Finansdepartementet uppger att regeringen, genom uttalanden i propositioner, regleringsbrev och myndighetsdialog med Pensionsmyndigheten och myndighetens svar på uppdrag samt myndighetens årsredovisning och Orange rapport (pensionssystemets årsredovisning), säkerställer att Pensionsmyndigheten sköter sin uppgift att se till att förvaltningen av premiepensionen som sköts av fondbolagen på fondtorget sker kostnadseffektivt.¹⁰³

⁹⁹ Konsumentverkets svar till Riksrevisionen, 2018-06-15. Dnr 2018/488.

¹⁰⁰ Finansinspektionens svar till Riksrevisionen, 2018-05-21. FI Dnr 17-10012.

¹⁰¹ Pensionsmyndigheten (2017a).

¹⁰² Finansinspektionens svar till Riksrevisionen, 2018-05-21. FI Dnr 17-10012.

¹⁰³ Finansdepartementets svar till Riksrevisionen, 2018-10-05. Dnr FI2018/03180.

Finansdepartementet uppger att Pensionsmyndigheten (och tidigare Premiepensionsmyndigheten) har säkerställt att uttagna bruttoavgifter på fondtorget är skäliga genom att allteftersom göra förändringar i rabattmodellen. Finansdepartementet anger vidare att Pensionsmyndigheten har mandat att själv besluta om förändringar i rabattmodellen och fondavtal med de fonder som vill agera på fondtorget.¹⁰⁴

Finansdepartementet uppger att regeringen för budgetåren 2013–2018 gav Pensionsmyndigheten, Finansinspektionen och Konsumentverket i uppdrag att samverka för att stärka konsumenternas ställning på finansmarknaden. Dessutom anges i 6 § förordningen (2009:1173) med instruktion för Pensionsmyndigheten att myndigheten ska samverka med bland annat berörda myndigheter för att bedriva en effektiv och rättssäker verksamhet. Enligt 6 § förordningen (2009:607) med instruktion för Konsumentverket ska löpande samråd med Finansinspektionen ske på de områden där de två myndigheterna har ett gemensamt tillsynsansvar. På motsvarande sätt, där de två myndigheterna har gemensamt tillsynsansvar, anges i 7 § förordningen (2009:93) med instruktion för Finansinspektionen att Finansinspektionen ska samråda med Konsumentverket på de områdena. Finansdepartementet uppger att regeringen våren 2017 genomförde en gemensam myndighetsdialog mellan de tre myndigheterna för att stärka fokus på faktisk samverkan.¹⁰⁵

I direktiv till utredningen *Ett upphandlat fondtorg för premiepensionen*¹⁰⁶ har regeringen uttalat att fondtorget ska erbjuda kvalitativa, kostnadseffektiva och kontrollerande fonder. Kommittédirektivet innehåller ingen närmare beskrivning av vad som avses med kvalitativa, kostnadseffektiva och kontrollerande fonder, utan regeringen har lämnat till utredningen att närmare definiera till exempel begreppet kostnadseffektivitet.¹⁰⁷

Finansdepartementet uppger att regeringen inte har några planer på att initiera någon specifik översyn av de lagstiftade kraven på kostnadsredovisning av fond-i-fond-lösningar på fondtorget. Finansdepartementet hänvisar i sitt svar till Riksrevisionen till den pågående utredningen om ett framtida upphandlat fondtorg.¹⁰⁸

4.6 Riksrevisionens iakttagelser

Pensionsmyndigheten uppger att kostnadseffektiviteten i förvaltningen av premiepensionen uppnås genom tillämpningen av den så kallade rabattmodellen.

¹⁰⁴ Finansdepartementets svar till Riksrevisionen, 2018-10-05. Dnr FI2018/03180.

¹⁰⁵ Ibid.

¹⁰⁶ Dir. 2018:57.

¹⁰⁷ Finansdepartementets svar till Riksrevisionen, 2018-10-05. Dnr FI2018/03180.

¹⁰⁸ Ibid.

Myndigheternas tillsynsinsatser saknar ett tydligt fokus på skäligheten i uttagna avgifter, trots att det ligger inom myndigheternas mandat att granska riktigheten av information om förvaltningskostnader samt skäligheten i avgiftsnivån. Myndigheterna har inte funnit anledning att prioritera sådana insatser. Riksrevisionen anser däremot att denna typ av riktade tillsynsinsatser är motiverade. Anledningen är brister i redovisningen av courtageavgifter och indikationer på att fond-i-fond-lösningar och dolda indexfonder används för att kringgå Pensionsmyndighetens så kallade rabattmodell. Brister i tillsyn leder även till den risk som Pensionsmyndigheten särskilt har påtalat – att fonder på fondtorget köps upp av olämpliga fondförvaltare.

Det finns indikationer på att modellen med interna revisorer som en förlängd arm i Finansinspektionens tillsynsarbete inte har fungerat tillfredsställande. Riksrevisionen konstaterar att det kan vara problematiskt att ställa särskilda krav på interna revisorer för fondbolag som verkar inom premiepensionen att rapportera indikationer på kringgående av Pensionsmyndighetens rabattmodell. Interna revisorer svarar i sitt uppdrag mot ägarna och det därmed finns intressekonflikter att hantera.

Riksrevisionen konstaterar att myndigheternas tillsynsinsatser framstår som reaktiva snarare än proaktiva. Finansinspektionen påpekar att de tillsynsinsatser som bedrivs hos myndigheten är reaktiva. Idag finns fler än 800 fonder verksamma på fondtorget, vilket försvårar förutsättningarna för löpande tillsyn. Det stora antalet fonder gör det svårt för den enskilde att överblicka och välja, samt för myndigheter att utöva kontroll och tillsyn utan större systemutvecklingsinsatser. Även det faktum att fondförvaltare som är auktoriserade i andra medlemsländer inom EU står under tillsyn genom hemlandets motsvarighet till svenska Finansinspektionen, ger dåliga förutsättningar för ett helhetsgrepp kring tillsynsfrågor.

Riksrevisionen kan konstatera att kommittédirektivet om ett framtida upphandlat fondtorg¹⁰⁹ inte innehåller någon närmare beskrivning av vad som avses med kvalitativa, kostnadseffektiva och kontrollerande fonder, utan regeringen har lämnat till utredningen att närmare definiera till exempel begreppet kostnadseffektivitet.

Riksrevisionen kan vidare konstatera att Finansdepartementet uppger att regeringen inte har några planer på att initiera någon specifik översyn av de lagstiftade kraven på kostnadsredovisning av fond-i-fond-lösningar på fondtorget.

¹⁰⁹ Dir. 2018:57.

5 Sammanfattande diskussion och rekommendationer

Riksrevisionen har i denna rapport granskat om pensionssystemet leder till kostnadseffektivitet för spararnas bästa.

Målet med premiepensionssystemet är att det ska generera så hög pension som möjligt givet de val som sparare gör utifrån deras avvägningar om risktagande, etiska värderingar med mera. En viktig förutsättning för systemets kostnadseffektivitet är att spararna gör medvetna val utifrån sina önskemål om till exempel risktagande, etiska värderingar med mera. Om spararna inte gör dessa medvetna val kan fondförvaltare utnyttja sitt informationsövertag till spararnas nackdel. Riksrevisionens granskning avser att studera eventuella kostnader av detta obligatoriska sparande och hur detta inverkar på kostnadseffektiviteten.

Granskningen visar på klara indikationer på att förutsättningarna inte är uppfyllda för att marknaden för fonder på fondtorget ska vara effektiv. Den huvudsakliga förklaringen till detta är att systemet förutsätter att spararna är välinformerade och gör medvetna fondval. Utan denna förutsättning riskerar systemet att vara mindre effektivt.

5.1 Rabattrappan inte en garant för kostnadseffektivitet

Genom successiva förändringar i Pensionsmyndighetens rabattmodell för fonder som verkar på fondtorget, har den genomsnittliga synliga fondavgiften reducerats och ligger idag på en relativt låg nivå. Granskningens resultat tyder dock på att det finns brister i dagens modell som kan påverka kostnadseffektiviteten i fondförvaltningen. Det finns indikationer på att fondförvaltare sätter avgifterna i relation till rabattmodellens konstruktion. Det finns även indikationer på att vissa förvaltningsformer på fondtorget uppvisar brister i kostnadseffektivitet. Det gäller till exempel så kallade fondandelsfonder (fond-i-fond).

5.2 Brister i den löpande utvärderingen av förvaltningens kostnadseffektivitet

En viktig förutsättning för att kunna nå målet om en kostnadseffektiv förvaltning är att den följs upp och utvärderas. Det förutsätter även att samtliga kostnader förknippade med förvaltningen redovisas. Varken Pensionsmyndigheten, Finansinspektionen eller Konsumentverket har ett explicit ansvar för att följa upp och utvärdera kostnadseffektivitet hos de privata förvaltarna på fondtorget. Det är viktigt med kontinuerlig utvärdering av fonders kostnadseffektivitet, med tanke på det informationsövertag som fondbolagen har gentemot sina kunder. Det handlar

dels om hushållning med statliga resurser, dels om hållbara pensionsnivåer och därmed förutsättningar för ett socialt hållbart premiepensionssystem.

Riksrevisionen vill lyfta fram att det saknas ett huvudmannaskap i frågor som rör tillsyn. Myndigheternas tillsynsinsatser saknar ett tydligt fokus på skäligheten i uttagna avgifter, trots att det ligger inom myndigheternas mandat att granska riktigheten av information om förvaltningskostnader samt skäligheten i avgiftsnivån. Myndigheterna har inte funnit anledning att prioritera sådana insatser. Riksrevisionen anser däremot att denna typ av riktade tillsynsinsatser är motiverade.

Myndigheternas tillsynsinsatser är av reaktiv karaktär, vilket kan vara en del av problemet. Ett mer proaktivt angreppssätt hos myndigheterna skulle kunna vara motiverat. Ett exempel är följderna av det nya regelverket kring andelsklasser i fonder som kom år 2011. Perioden efter införandet av de nya fondreglerna kunde Pensionsmyndigheten se att fondförvaltarna anpassade sina avgifter till rabattmodellen med hjälp av det nya regelverket på ett för spararna ofördelaktigt sätt. Reaktionen från Pensionsmyndigheten blev att man år 2015 ändrade rabattmodellen, delvis till följd av detta.

Det stora antalet fonder inom premiepensionen gör det svårt för myndigheter att utan större systemutvecklingsinsatser och troligtvis även mer resurser utöva kontroll och tillsyn. En konsekvens av de nya höjda inträdeskraven på fondtorget som följer av de nu pågående förändringarna inom premiepensionen, förväntas vara att antalet fonder inom premiepensionen minskar. Förutsättningarna för effektiv tillsyn och kontroll torde därmed förbättras.

Riksrevisionen vill uppmärksamma vikten av att ansvarsfördelningen mellan myndigheterna och formerna för löpande tillsyn utformas så att de problem som uppmärksammas i granskningen åtgärdas. Frågan om ett huvudansvar för riktad tillsyn av kostnadseffektivitet på fondtorget skulle med fördel kunna ingå som en del i den pågående utredningen om den framtida premiepensionen.

5.3 Redovisningskraven för fonder på fondtorget är inte tillräckliga

Riksrevisionen anser att de krav som ställs idag vad gäller löpande redovisning inte är tillräckliga för att man på ett tillfredsställande sätt ska kunna utvärdera kostnadseffektiviteten i förvaltningen. Det handlar exempelvis om redovisning av transaktionskostnader, prestationsbaserade avgifter och fond-i-fond.

Riksrevisionen anser att det finns behov av att för spararna på ett bättre sätt synliggöra kostnader som uppstår i samband med bland annat fond-i-fondlösningar och transaktionskostnader. Riksrevisionen anser därmed att Pensionsmyndigheten bör ställa hårdare krav på redovisning i fondavtalet vid

sidan av de villkor som anges i 64 kap. socialförsäkringsbalken.

Pensionsmyndigheten ingår avtal med de fondbolag som avser att verka på fondtorget och kan därmed ställa krav på dessa aktörer och säga upp avtal med de aktörer som inte efterlever kraven.

Det är dock så att brister kring redovisningen av avgifter i fond-i-fond och prestationsbaserade avgifter kan vara generella på fondmarknaden, och inte endast vara ett problem inom premiepensionssystemet. Om problematiken är mer generell bör eventuella åtgärder snarare hanteras hos tillsynsmyndigheter än hos Pensionsmyndigheten. Tillsynsmyndigheterna och regeringen har större möjlighet att styra rapporteringen och fastställa enhetliga beräknings- och redovisningsmetoder. De kan även se till att vissa avgiftsmodeller undviks och regleras bättre. Riksrevisionen anser att regeringen bör utreda frågan om redovisningskrav som ställs på fondförvaltare som vill verka på fondtorget. Riksrevisionen anser att det kan finnas skäl att överväga speciella regler för premiepensionen på grund av dess särställning som ett obligatoriskt fondsparande.

Pensionsmyndighetens webbaserade verktyg syftar till att underlätta genomtänkta fondval. Resultaten från beteendeforskningen i fråga om hur människor väljer när det gäller pensionssparande visar att många sparare inte är intresserade av finansiella val. De låter därför bli att välja, låter sig ledas eller riskerar att göra ganska extrema val. Det väcker frågan om huruvida Pensionsmyndighetens informationsansvar ska sluta vid att presentera byggstenarna för en genomtänkt analys av kostnadseffektiviteten, eller om myndigheten även ska presentera själva analysen.

5.4 Riksrevisionens rekommendationer

Med anledning av att sparande i premiepensionsfonder är obligatoriskt anser Riksrevisionen att staten i möjligaste mån bör underlätta för individen att fatta välinformerade och välgrundade privatekonomiska beslut, även om ansvaret för att fatta själva placeringsbeslutet ligger hos individen. Det handlar dels om att skapa förutsättningar för att kostnadseffektiviteten uppnås via reglering och tillsyn av premiepensionsförvaltare, dels om att löpande utvärdera kostnadseffektiviteten på fondtorget. Viktigt är också att spararna får rätt verktyg för att underlätta deras placeringsbeslut.

Riksrevisionen rekommenderar Pensionsmyndigheten (eller den myndighet som framöver förvaltar premiepensionen) att

- utveckla verktyg för löpande utvärdering av kostnadseffektiviteten på fondtorget riktade till spararna för att underlätta deras placeringsbeslut.

Riksrevisionen rekommenderar regeringen att

- utreda möjligheten att ställa högre krav på fondbolag som vill verka på fondtorget att redovisa samtliga kostnader
- ge Pensionsmyndigheten (eller den myndighet som framöver förvaltar premiepensionen) i uppdrag att genomföra regelbundna utvärderingar av kostnadseffektiviteten på fondtorget.

Referenslista

Artiklar och utredningar

- Cronqvist, Henrik, Thaler, Richard H. och Yu, Fang (2018). When Nudges are Forever: Inertia in the Swedish Premium Pension Plan. *AEA Papers and Proceedings*. Vol. 108 (May 2018). Tillgänglig från SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3099886> eller <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3099886>.
- Dahlquist, Magnus, Martinez, José Vicente och Söderlind, Paul (2017). Individual Investor Activity and Performance. *Review of Financial Studies*. Vol. 30 no. 3: 866–889.
- Finansinspektionen (2011). *Premiepensionsförvaltning – en granskning av aktörerna*. Juni 2011. Dnr 11-1793.
- Finansinspektionen (2015). *Konsumentskyddet på finansmarknaden*. 12 maj 2015. Dnr 15-6895.
- Finansinspektionen (2018). *Kartläggning av fondandelsfonder*. Nr 4, 21 maj 2018. Dnr 18-9366.
- Gil-Bazo, Javier och Ruiz-Verdú, Pablo (2009). The relation between price and performance in the mutual fund industry. *Journal of Finance*. Vol. 64 issue 5: 2153–2183.
- Inspektionen för socialförsäkringen (2012). *Utvärdering av externa förvaltningstjänster i premiepensionen*. Rapport 2012:16.
- Pensionsgruppen (2017). *Pensionsgruppens överenskommelse om långsiktigt höjda och trygga pensioner*. Dnr S2017/07369/SF. Arbetsgrupp för vårdande av pensionsöverenskommelsen (Pensionsgruppen) (S 2007:F). Organ inom Regeringskansliet.
- Pensionsmyndigheten (2012). *Kartläggning av hur förvaltningstjänsterna ser ut efter stoppet av massfondbyten den 1 december 2011*. 2012-02-24. PID 118726.
- Pensionsmyndigheten (2014a). *Minskning av fondkostnader inom premiepensionssystemet – Beslutsunderlag*. Ver. 2: 2014-06-16. PID 136985.
- Pensionsmyndigheten (2014b). *Från fattigvård till ekonomisk trygghet vid ålderdom – beskrivning av grundskyddet i det svenska pensionssystemet*. PID131524.
- Pensionsmyndigheten (2015). *Jämförelse av avgifter på fondtorget. Svar på uppdrag i regleringsbrevet*. 2015-04-30.
- Pensionsmyndigheten (2016). *Stärkt konsumentskydd inom premiepensionen. Svar på regeringsuppdrag*. VER 2016-387.
- Pensionsmyndigheten (2017a). *Översyn av kostnadssänkande åtgärder. Svar på regleringsbrevsuppdrag*. Ver. 1: 2017-09-20. Dnr 2017-139.

Pensionsmyndigheten (2017b). *Orange rapport. Årgångar 2014–2017*.

Pensionsmyndigheten (2018). *Pensionsmyndighetens årsredovisning 2017*. VER 2017-277.

Regeringen (2017). *Förstudie om möjliga strukturella förändringar för ett tryggare och mer effektivt premiepensionssystem*. Promemoria. S2017/03516/SF.

Riksrevisionen (2013). *Sjunde AP-fonden – svarar förvaltningen av premiepensionen mot spararnas krav?* RiR 2013:14.

SCB (2016). *Fördelningsanalytiskt statistiksystem för inkomster och transfereringar (FASIT) 2014*. Statistiska centralbyrån. NR/OEM, HE0106. 2016-03-10. Tillgänglig från:
https://www.scb.se/contentassets/046c084226bb42e98bc10de5eb9951cb/he0106_bs_2014_aw_160408.pdf

Riksdagstryck

Prop. 1997/98:151, bet. 1997/98: SfU13, rskr. 1997/98:120.

Dir. 2018:57. *Ett upphandlat fondtorg för premiepension*.

Prop. 2017/18:247, bet. 2017/18:SfU30, rskr. 2017/18:347.

Webbplatser

Pensionsmyndigheten. Sök och jämför fonder. Hämtad 2018-09-17.
<https://www.pensionsmyndigheten.se/mina-tjanster/fondtorg/sok>

Pensionsmyndigheten. Avgifter och rabatter inom premiepensionen. Hämtad 2018-09-17. <https://www.pensionsmyndigheten.se/forsta-din-pension/valj-och-byt-fonder/avgifter-och-rabatter-inom-premiepensionen>

Bilaga 1. Fakta om fonder, fondtyper och risk

En fond består av ett flertal olika underliggande värdepapper, till exempel aktier. Det är fonden som äger underliggande värdepapper medan den som investerar i en fond äger en viss andel i fonden, så kallad fondandel. Till skillnad från aktier finns det ingen köp- eller säljkurs för fonder, utan istället finns någonting som kallas för fondkurs, eller fondandelskurs. Kursen sätts genom att man först lägger ihop fondens alla tillgångar, och sedan drar av de avgifter som fonden har, exempelvis förvaltningsavgiften. Summan, som även kallas för fondförmögenhet, delas sedan med antalet fondandelar som fonden har, och då får man fram den så kallade NAV-kursen (NAV står för *Net Asset Value*, på svenska nettoandelsvärde). När man tittar på fondens utveckling är alla avgifter med andra ord redan dragna. Det brukar även kallas för avgiftsjusterad kurs.

Eftersom andelskursen är fondförmögenheten delat på antalet fondandelar så är det förändringar i fondförmögenheten som påverkar fondkursen. Om fondens tillgångar sjunker eller stiger i värde kommer även andelsvärdet att sjunka eller stiga.

Vanliga fondtyper är *aktiefonder*, *räntefonder*, *blandfonder* och *generationsfonder*. Aktiefonders placeringsinriktning kan skilja sig åt, vilket gör att risknivåerna för olika fonder kan variera. Exempelvis är en globalfond, med aktieinnehav i flera olika länder, oftast mindre riskfylld än en aktiefond, som enbart placerar i aktier i ett specifikt land, en bransch eller en region. Aktiefonders värde varierar mer över tid än räntefonders och blandfonders, samtidigt som den högre risken också ger möjlighet till högre värdeutveckling.

Räntefonder investerar i obligationer och penningmarknadsinstrument. Överlag har räntefonder en låg risknivå, vilket också innebär en viss begränsning avseende värdeutveckling.

Blandfonder består av både räntebärande värdepapper och aktier. Förvaltaren av respektive fond bestämmer fördelningen mellan de två tillgångsslagen, vilket innebär att fördelningen och risknivån kan variera över tid.

Generationsfonder vänder sig till sparare i specifika åldersgrupper och består av både räntebärande värdepapper och aktier. Risknivån i en generationsfond, det vill säga fördelningen mellan aktier och räntor, anpassas efter den åldersgrupp som generationsfonden riktar sig till. Ju närmare pensionsåldern, desto större del av generationsfondens fondförmögenhet allokeras från aktier till räntor, varpå risknivån i fonden minskas.

Bilaga 2. Databeskrivning och beräkningar

Databeskrivning

Bruttoavgifter (TER) och nettoavgifter, kapitel 3

För Riksrevisionens analys har data över fonders avgifter funnits tillgängliga från Pensionsmyndigheten i två varianter, A och B.

I data A finns brutto- och nettoavgifter. Dessa är arrangerade med fond-id, årsvariabel och sekvens-id. Pensionsmyndigheten har inte registrerat datum för inrapportering av bruttoavgiften i dessa data, utan placerat rapporterade bruttoavgifter sekventiellt tillsammans med årsvariabeln. Det kan till exempel finnas 10 uppgifter om avgift för en fond under ett år, men man kan inte i efterhand avgöra vilka tidpunkter de avser. Notera att avgiften kan variera över året. För att erhålla den senaste (mest aktuella) uppgiften för varje kalenderår utgår vi från den sista förekommande kända uppgiften per år (högst sekvens-id).

Av tekniska skäl avser uppgiften om nettoavgift år $t + 1$. Uppgifterna om nettoavgifter används alltså med årsvariabeln framflyttad ett år. Det sistnämnda betyder att till exempel år 2014 i originalfilen tolkats som år 2015.

I data B, som utgår från mer exakta faktureringsdata, finns enbart bruttoavgifter. Dessa är arrangerade med fond-id, årsvariabel och kvartal. Data B är således bättre med avseende på koppling till tidpunkt när avgiften gällde. Ett problem med data B är att det finns ett visst bortfall på 5–10 procent av bruttoavgiften år 2009–2013.

Riksrevisionen har i sin analys avseende bruttoavgifter utgått från data B och fyllt på saknade värden utifrån data A i de fall det funnits bortfall i data B. På detta sätt har data för bruttoavgift erhållits för analysen. Analysen avseende nettouppgifter har utgått från data A.

Om det funnits luckor något enstaka år eller kvartal, trots att fonden varit valbar på fondtorget, så har den senast kända uppgiften använts. Med dessa korrigeringar betyder det att avgiftsdata börjar januari 2003 och slutar oktober 2017.

Beskrivning av premiepensionsdata från Pensionsmyndigheten, kapitel 3

Från Pensionsmyndigheten har erhållits data om dels fonder, dels sparare i premiepensionen perioden januari 2000–oktober 2017.

Fonddata innehåller fond-id, period, marknadsvärde, fondkurs, om fond-i-fond, kapitalflöde, fondtyp, fondkategori och tidpunkter för när fonden var valbar respektive avslutad. Dessa data är på månadsnivå och avser samtliga fonder som

någon gång varit verksamma inom premiepensionen från år 2000 till och med oktober 2017. Dessa har kompletterats med jämförelseindex enligt nedan.

Individdata på sparare har erhållits i en uppsättning datatabeller. Urvalet är individer som finns i det så kallade STAR-urvalet¹¹⁰ för 2000–2016 och har sparande inom premiepensionen. STAR-urvalet innehåller cirka 10 procent av befolkningen och består av en rik uppsättning longitudinell registerinformation på individnivå. Matchning med STAR har utförts av Statistiska centralbyrån på uppdrag av Riksrevisionen. Personnummer har ersatts med individlöpnummer.

Datatabell *IndividFondvarde* är på individ-, fond- och periodnivå och innehåller individlöpnummer, fond-id, period, fondkurs (säljkurs) i SEK (sista varje månad), antal fondandelar i fonden (sista varje månad) och fondbelopp (sista varje månad).

Datatabell *IndividLikvidTrans* är på individ-, period- och likvidtypnivå och innehåller individlöpnummer, likvidtyp, period och transfereringar till och från individens konto summerat per månad uppdelat på typ av transferering (insättning, återbetald rabatt, uttag med mera).

Datatabell *FondVal* är episoddata för individers fondportfölj och innehåller individlöpnummer, fond-id, fondvals fördelning för upp till fem fonder, datum för när portföljen valdes och datum för när den upphörde.

Beräkningar, avsnitt 3.2

Avgiftsförändring ($\Delta avgift_{ft}$) för fond f vid månad t beräknas som $\Delta avgift_{ft} = avgift_{ft} - avgift_{f,t-12}$. Utflöde för individ i , med innehav i fond f vid tidpunkt t , beräknas som $Utflöde_{ift} = 1$ om individ i inte innehar fond f vid tidpunkt $t+1$, och 0 annars. Tidpunkt som är den sista som individ i observeras exkluderas ur data.

Regressionsmodell skattas på individ-månad-fond-nivå enligt:

$Utflöde_{ift} | i \text{ innehar fond } f = \alpha + \beta * \Delta avgift_{ft} + \rho \mathbf{X}_{ift} + \varepsilon_{ift}$, där β visar genomsnittlig ökning i utflöde till följd av avgiftsförändring. I skattningen är förändringen i avgift uppdelad i 5 klasser: minskning med mer än 0,1 procentenheter, minskning med högst 0,1 procentenheter, ingen förändring i avgift (referens), höjning med högst 0,1 procentenheter, och höjning med mer än 0,1 procentenheter. \mathbf{X}_{ift} är vektor med en uppsättning kontrollvariabler: fondspecifika intercept, tidsspecifika intercept, fond f 's historiska värdeutveckling (12 månader) och risknivå (12 månader). ε_{ift} är en slumpterm. Modellen skattas som en linjär sannolikhetsmodell (OLS) med robusta standardfel. Antal observationer är 935 633. Känslighetsanalys visar att historisk värdeutveckling och

¹¹⁰ Utförligare beskrivning om STAR-urvalet i avsnitt A.12 i dokumentationen om FASIT, SCB (2016).

risk på 36 månader för fond f ger samma slutsatser som huvudanalysen. Detsamma gäller om man även inkluderar nivån på avgiften.

Beräkningar, avsnitt 3.3

Avgiftskvoten, ak_{iT} , för individ i vid tidpunkt T beräknas som $ak_{iT} =$

$$\frac{\sum_{t=0}^T A_{it} * \sum_{\tau=0}^t NI_{i\tau}}{\sum_{t=0}^T NI_{it}}, \text{ där } A_{it} = \frac{\sum_{f=1}^5 \left(\left(1 + \frac{a_{ft}}{100} \right)^{\frac{1}{12}} - 1 \right) * K_{ift}}{\sum_{f=1}^5 K_{ift}}$$

är kapitalviktad månatlig nettoavgift för individ i vid tidpunkt t , a_{ft} är årlig nettoavgift i procent för fond f vid tidpunkt t , K_{ift} är fondbelopp som individ i har placerat i fond f vid tidpunkt t och $NI_{i\tau}$ är nettoflöde på individ i 's konto vid tidpunkt τ . Nettoflödet på kontot är summerat per månad. Fondbelopp avser kontoställningen vid månadens slut. Fondbelopp och nettoflöde är inflationsjusterade belopp. Avgiftskvotens täljare är alltså summerade nettoavgifter mellan $t = 0$ och T . Avgiftskvotens nämnare är det ackumulerade nettoflödet på kontot mellan $t = 0$ och T . De summerade nettoavgifterna är beräknade utifrån vad det ackumulerade nettoflödet varit på kontot och är inte beroende på värdeökning.

Värdeutveckling (V_{iT}) avser värdeutveckling efter rabatt. Den beräknas för individ i mellan tidpunkt 0 och T som $V_{iT} = \prod_{t=0}^T (1 + r_{it})$, där $r_{it} = \frac{\sum_{f=1}^5 r_{ift} * K_{ift}}{\sum_{f=1}^5 K_{ift}}$ är kapitalviktad nettoavkastning för individ i vid tidpunkt t . r_{ift} är nettoavkastning för individ i , fond f och tidpunkt t . Den beräknas som $r_{ift} = \frac{K_{ift} - (NI_{it} - R_{it}) * \frac{K_{ist}}{\sum_{s=1}^5 K_{ist}}}{K_{i,f,t-1}} - 1$, där R_{it} är återinvesterad rabatt för individ i under tidpunkt t . (Notera att NI_{it} innehåller R_{it} .)

Regressionsmodell skattas på individnivå för tidpunkt T enligt: $V_{iT} = \beta_1 + \beta_2 * I(kvintil 2) + \beta_3 * I(kvintil 3) + \beta_4 * I(kvintil 4) + \beta_5 * I(kvintil 5) + \rho X_i + \varepsilon_i$, där $I(kvintil n)$ är en indikatorvariabel som är 1 om i har en avgiftskvot som tillhör kvintil n ($= 2, 3, 4, 5$), och 0 annars. β_2 anger den genomsnittliga värdeutveckling för individerna som har en avgiftskvot som tillhör kvintil 2 i jämförelse med referensgruppen, som är kvintil 1. β_3, β_4 och β_5 anger motsvarande för kvintil 3–5. X_i är kontrollvariabler, i detta fall antalet fondbyten som individen genomfört mellan år 2000 och år 2017. ε_{it} är en slumpterm. Modellen skattas med OLS och robusta standardfel. Antal observationer är 900 341.

Beräkningar, avsnitt 3.4

Regressionsmodell skattas på månad-fond-nivå enligt: $Y_{ft} = \alpha + \beta * FiF_{ft} + \rho X_{ft} + \varepsilon_{ft}$, där $FiF_{ft} = 1$ om fond f är fond-i-fond vid tidpunkt t , 0 annars. β visar genomsnittlig skillnad i utfall till följd av att fonden är en fond-i-fond. X_{ft} är

vektor med en uppsättning kontrollvariabler: dummies för fondkategori, period (månad) och (för några av utfallen) risknivå (12 månader). Y_{ft} är antingen bruttoavgift, nettoavgift eller fond f s historiska värdeutveckling (12 månader). ε_{ft} är en slumpterm. Modellen skattas med OLS och robusta standardfel. Känslighetsanalys visar att historisk värdeutveckling på 36 månader ger samma slutsats. (Kontroll för risknivå vaser då 36 månader.)

Vi skattar modellen dels på alla observationer, dels på enbart det urval fonder där alla fonder någon gång under perioden haft status $FiF_{ft} = 1$.

Beräkningar, avsnitt 3.5

För att kvantifiera fondtorgets aggregerade avkastning och värdeutveckling mot våra tre alternativscenarier har vi beaktat kapitalflöden (insättningar, uttag och rabatter). Data har erhållits från Pensionsmyndigheten för hur nettoflöden i fondtorget (exklusive AP7) sett ut på månadsbasis för den studerade perioden. Månatliga nettoflöden är beräknade genom summering av de månatliga flödena på så kallade handels- och spararlager. I dessa flöden inkluderas de stora årliga insättningarna i systemet, det vill säga december månads fördelning av nya premiepensionsrätter och maj månads rabattöverföring till spararna. Med erhållna data för hur stora rabattinsättningarna årligen varit så har kapitalflödena kunnat rensas för rabattinsättningarna.

För att beräkna den månadsvisa avkastningen för fondtorget exklusive AP7 under perioden har följande ekvation använts:

$$r_{it} = \frac{MV_{it} - MV_{i,t-1} - KF_{it} + R_{it}}{MV_{i,t-1}},$$

där r_{it} är avkastning för fond i vid tidpunkt t , MV_{it} är marknadsvärde för fond i vid månad t , KF_{it} är kapitalflöde för fond i under månad t och R_{it} är återinvesterad rabatt för fond i under månad t .

Givet förutsättningarna är ekvationen lämplig för beräkning av avkastning då erhållna data redovisar marknadsvärden och flöden månadsvis. Ekvationen ger en approximation av den månatliga avkastningen, då flödet antas ske i slutet av respektive månad, vilket kan skilja sig från verkligheten. En rimlighetskontroll har genomförts då avkastningen under perioden har jämförts med värdeviktad avkastning för perioden, både inklusive och exklusive rabatt.

För kvantifieringen av effektivitetsförlusten har det samlade kapitalet i fondtorget exklusive AP7 uppräknats med alternativa avkastningsdata, men med bibehållande av de månatliga flödena, utifrån antagandet att flödet skett i slutet av månaden. Jämförelse har sedan skett av hur kapitalet utvecklats med alternativa avkastningsserier och hur fondrörelsens kapital utvecklats.

Index som använts till olika fondkategorier och risk i avsnitt 3.5

Tabell 5 Förteckning över de index som använts

Huvudkategori	Underkategori	Använt jämförelseindex	Risk fondkategorin (värdeviktat medel)	Risk index
Aktiefonder	Asien	MSCI AC Asia	13,2 %	13,6 %
	Europa	MSCI Europa	11,7 %	11,9 %
	Europa småbolag	MSCI Europa Small Cap	14,0 %	13,1 %
	Global	MSCI World AC	9,9 %	10,1 %
	Global och Sverige	53 % MSCI World AC, 47 % SIX PRX	11,6 %	10,7 %
	Latinamerika	MSCI LatAm	17,4 %	19,3 %
	Norden	VINXBCAP	13,5 %	12,5 %
	Nya marknader	MSCI Emerging markets	12,1 %	13,6 %
	Östeuropa	MSCI Eastern Europé	14,8 %	19,9 %
	Övriga länder	MSCI World AC	11,8 %	10,1 %
	Indien	MSCI India	20,1 %	21,2 %
	Japan	MSCI Japan	14,0 %	14,1 %
	Kina	MSCI China	16,1 %	17,9 %
	Ryssland	MSCI Russia	22,1 %	23,9 %
	Sverige	SIX PRX	14,1 %	13,1 %
	Sverige småbolag	Carnegie small Cap Net Return Index (CSRX)	14,9 %	15,4 %
	USA och Nordamerika	MSCI North America	11,4 %	10,8 %
	Fastighet	MSCI World Real Estate Index	14,6 %	12,8 %
	IT och kommunikation	MSCI Technology AC	13,2 %	13,0 %

Huvudkategori	Underkategori	Använt jämförelseindex	Risk fondkategorin (värdeviktat medel)	Risk index
	Läkemedel och bioteknik	MSCI Health Care	13,6 %	12,1 %
	Råvaror och energi	50 % MSCI Energy, 50 % MSCI Basic Materials	24,0 %	14,1 %
	Övriga branscher	MSCI World AC	12,4 %	10,1 %
Räntefonder	Europa ränta	BBgBarc Pan Euro (50 % Corp, 50 % HY)	5,1 %	6,1 %
	Global ränta	BBgBarc Global	4,5 %	8,6 %
	Norden ränta	SHB All Bond	3,7 %	2,4 %
	Sverige kortränta	OMRX Treasury-bill (T-bill)	0,3 %	2,1 %
	Sverige långränta och realränta	SHB All Bond	2,9 %	2,4 %
	Tillväxtmarknad ränta	JP Morgan EM GBI Diversified Index	9,9 %	9,7 %
	Övriga räntefonder	SHB All Bond	3,3 %	8,6 %
Generationsfonder	Pension om mer än 10 år	61 % MSCI World AC, 27 % SIX PRX, 12 % SHB All Bond	8,5 %	9,0 %
	Pension om mindre än 10 år	41 % MSCI World AC, 12 % SIX PRX, 47 % SHB All Bond	5,4 %	5,4 %
Blandfonder	Aggressiv	Aktier/räntor 75/25. Aktier: 80 % MSCI World AC, 20 % SIX PRX. Räntor: 100 % SHB All Bond	7,1 %	7,6 %
	Balanserad	Aktier/räntor 50/50. Aktier: 80 % MSCI World AC, 20 % SIX PRX. Räntor: 100 % SHB All Bond	5,5 %	5,1 %
	Försiktig	Aktier/räntor 33/67. Aktier: 80 % MSCI World AC, 20 % SIX PRX. Räntor: 100 % SHB All Bond	2,2 %	3,6 %
	Varierande	45 % MSCI World AC, 20 % SIX PRX, 35 % SHB All Bond	7,4 %	7,3 %

Anm. Risk (på årsbasis) mäts som fondkategorins (eller det tillhörande indexets) standardavvikelse. Riksrevisionens bearbetningar utifrån Pensionsmyndighetens data.

Utfall för fonder, kompletterande resultat avsnitt 3.5

Tabell 6 Utfall för fonder på fondtorget uppdelat på olika fondtyper, maj 2010–oktober 2017, likaviktade resultat, inom 511 utvalda fonder

	p5	p25	Medelv.	p75	p95
Aktiefonder:					
Riskjusterad avkastning (Sharpekvot)	-0,10	0,47	0,78	1,11	1,40
Avkastning	-1,25 %	7,87 %	10,74 %	14,66 %	19,37 %
Avkastning relativt index	-6,42 %	-1,54 %	-0,50 %	1,18 %	4,22 %
Risk	10,18 %	12,03 %	14,51 %	15,71 %	22,65 %
Räntefonder:					
Riskjusterad avkastning (Sharpekvot)	0,29	0,76	1,40	1,93	3,32
Avkastning	0,91 %	1,76 %	3,53 %	3,96 %	8,84 %
Avkastning relativt index	-3,20 %	-0,09 %	0,27 %	1,11 %	2,51 %
Risk	0,28 %	0,44 %	3,65 %	4,91 %	9,61 %
Blandfonder:					
Riskjusterad avkastning (Sharpekvot)	0,18	0,78	1,00	1,33	1,59
Avkastning	1,91 %	4,87 %	7,40 %	9,67 %	11,28 %
Avkastning relativt index	-8,78 %	-4,39 %	-2,54 %	-0,39 %	1,78 %
Risk	3,23 %	5,91 %	7,39 %	8,34 %	11,42 %
Generationsfonder:					
Riskjusterad avkastning (Sharpekvot)	0,90	0,99	1,22	1,48	1,70
Avkastning	4,91 %	7,15 %	9,59 %	11,05 %	15,75 %
Avkastning relativt index	-3,27 %	-1,29 %	-0,67 %	0,25 %	1,59 %
Risk	2,80 %	5,81 %	7,91 %	10,46 %	10,81 %

Anm. Samtliga mått på årsbasis. Risk mäts som portföljens standardavvikelse. I tabellen anger p5, p25, p75 och p95 den 5:e, 25:e, 75:e och den 95:e percentilen. Riksrevisionens bearbetningar utifrån Pensionsmyndighetens data.

Tabell 7 Relativ storlek på olika fondtyper på fondtorget, januari 2010–oktober 2017, inom 511 utvalda fonder

	Aktiefonder	Räntefonder	Blandfonder	Generationsfonder
Antal fonder under perioden	361	61	55	34
Antal fonder med historik längre än 36 månader	295	51	47	31
Antal fonder som varit aktiva under hela perioden	195	35	13	24
Totalt marknadsvärde per 2017-10-31 (mnkr)	410 420	21 504	56 568	159 909

Anm. Riksrevisionens bearbetningar utifrån Pensionsmyndighetens data.

Premiepensionssystemet är en viktig och växande del av det allmänna pensionsystemet, som i stort har inneburit en bra värdeutveckling av pensionskapitalet i Sverige. Ett antal problem har dock uppmärksamrats och därför har Riksrevisionen granskat om systemet tillvaratar spararnas intressen och – givet spararnas val av fonder – leder till så höga pensioner som möjligt.

Granskningen avser förvaltningen som sköts av de privata fondbolagen på fondtorget, vilket omfattar ett kapital på 713 miljarder kronor. Riksrevisionens övergripande slutsats är att det finns flera faktorer som försvårar en kostnads-effektiv förvaltning och som behöver åtgärdas.

Premiepensionssystemet är ett obligatoriskt fondsparande som inkluderar grupper av sparare som kan ha svårare än andra att nyttja systemets fördelar. Riksrevisionen menar att bättre kostnadseffektivitet skulle kunna uppnås genom bland annat kontinuerlig utvärdering och tillsyn av fonder som verkar inom premiepensionen.

ISSN 1652-6597

ISBN 978-91-7086-503-9

Beställning: www.riksrevisionen.se

RIKSREVISIONEN

NYBROGATAN 55, 114 90 STOCKHOLM

08-5171 40 00

WWW.RIKSREVISIONEN.SE