

”Låt oss jämföra den finansiella teorin med en världskarta som hänger på väggen, den är mycket användbar trots att den har missat att jorden är rund. På samma sätt kan förenklade bilder av den finansiella verkligheten vara användbara.”

- *De Ridder och Vinell, Aktiens avkastning och risk, s 80*

FÖRORD

Vi som har skrivit den här uppsatsen är studenter inom det företagsekonomiska området med inriktning mot finans. Vi har många gånger fått uppleva ett gap mellan den teoretiska bildningen och verklighetens praktiska utövande. Vår upplevelse är dock att gapet mellan den finansiella teorin och verkligheten inte är lika stort. I denna uppsats har vi därför försökt att applicera delar av den finansiella portföljteorin på premiepensionsspararnas situation som ägare och förvaltare av sin premiepensionsfond eller sin fondportfölj av premiepensionsfonder. Den finansiella teorin kan ibland bli en förenklad konstruktion av verkligheten men vi har haft stort utbyte av den finansiella teorins klassiska ansats då vi har försökt lära oss att hitta i den finansiella djungeln.

Vi som noviser inom det finansiella området har i stunder behövt hjälp och vägledning av personer med mer kunskap och erfarenhet. Vi är mycket tacksamma för den hjälpen och riktar härmed ett stort tack till vår handledare Anders Axvärn, universitetslektor på Handelshögskolan i Göteborg, och våra kontaktpersoner på Finansinspektionen Erik Saers, chef över marknadstillsyn, och Martin Blåvarg, chefsekonom. Vi vill även tacka vår opponentgrupp som i starten gav oss en knuff i rätt riktning.

Till sist vill vi också tacka oss själva för gott samarbete!

Kobbarnas väg den 30 maj 2007

Ann-Marie & Cecilia

SAMMANFATTNING

Premiepensionsutredningen och Premiepensionsmyndigheten har presenterat förslag till justeringar av premiepensionssystemet med avsikt att öka premiepensionsspararnas aktivitet i förvaltandet av sin premiepension. Denna uppsats har som syfte att utifrån dynamiska portföljstrategier utreda om premiepensionsspararna kan känna sig trygga fram till pensionen trots att de inte förvaltat sin premiepension aktivt. Strategierna har utgjort en teoretisk grund och hjälpt oss i analysen och bedömningen av premiepensionsspararnas aktivitet, eller snarare inaktivitet. Premiepensionssparandet har vissa generella och karakteristiska drag vilka vi har tagit stor hänsyn till i vår analys och slutsats. Strategierna är olika gynnsamma under olika marknadsförhållanden. Premiepensionsspararen kan använda sig av olika strategier för förvaltandet av sin premiepension, en del kräver aktivitet andra inte. Den strategi som de inaktiva premiepensionsspararna använder sig av är mer gynnsam när marknaden har en positiv utveckling och mindre gynnsam när marknaden är volatil. Med utgångspunkt i portföljstrategierna finns det anledningar som talar för att premiepensionsspararna bör bli mer aktiva, men då premiepensionssparandet är uppbyggt på ett riskreducerande sätt kräver det inte ett aktivt förvaltande av premiepensionsspararna för att han/hon skall kunna känna sig trygg.

INNEHÅLL

1. INLEDNING	5
1.1 BAKGRUND	5
1.2 PROBLEMDISKUSSION OCH FRÅGESTÄLLNING	6
1.3 SYFTE	10
1.4 AVGRÄNSNINGAR	10
1.5 METOD	10
1.5.1 Tillvägagångssätt	10
1.5.2 Kvalitativt och kvantitativ analys	12
1.5.3 Reliabilitet och Validitet	12
1.5.4 Sekundärdata	12
1.5.5 Källkritik	13
1.7 DEFINITIONER	13
2. PORTFÖLJTEORI	15
2.1 INTRODUKTION	15
2.2 FÖRVÄNTAD AVKASTNING	15
2.3 RISK OCH DIVERSIFIERING AV RISK	16
2.4 FONDERNAS PORTFÖLJEGENSKAPER	16
2.5 DIVERSIFIERING ÖVER TID	17
2.6 TIDSDIVERSIFIERING	17
2.7 HISTORISKT UTFALL	18
2.8 PORTFÖLJSTRATEGIER	18
2.8.1 Introduktion	18
2.8.2 Buy and hold (B&H)	19
2.8.3 Rebalansering	19
2.8.4 Constant Portfolio Proportion Insurance (CPPI)	20
2.8.5 Avslutande om portföljstrategierna	22
3. OM PREMIEPENSIONEN	23
3.1 PREMIEPENSIONSFONDER	23
3.2 ÅTT HANDLA MED PREMIEPENSIONSFONDER	23
3.3 PREMIEPENSIONENS MÖJLIGHETER	24
3.4 PREMIEPENSIONSSPARARNAS PLACERINGAR	25
4. ANALYS	27
4.1 INTRODUKTION	27
4.2 B&H-STRATEGIN	27
4.3 REBALANSERINGSSTRATEGIN	28
4.4 CPPI-STRATEGIN	28
4.5 MARKNADENS VOLATILITET PÅVERKAR UTFALLET	29
4.6 SLUTLIG ANALYS	30
5. SLUTSATS	32
KÄLLFÖRTECKNING	33

1. INLEDNING

I detta kapitel ringar vi in vårt syfte samt problematiserar kring premiepensionsspararnas inaktivitet och föreslaga lösningar. Vidare utvecklar vi vår metod och definierar uppsatsens nyckelbegrepp.

1.1 Bakgrund

Riksdagen fattade år 1998 ett beslut om att reformera Sveriges ålderspensionssystem (*SOU 2005:87, s. 9*). Sverige skulle lämna det förmånsbestämda folkpensionssystemet för att gå in i ett försäkringsmässigt ålderspensionssystem bestående av två delar: den inkomstgrundade ålderspensionen och den grundskyddade garantipensionen. Den inkomstgrundade ålderspensionen består idag av en inkomstpension från ett fördelningssystem och en premiepension från det fonderande premiepensionssystemet. Den enskilde svensken kan således påverka sin pension genom val inom både arbetslivet och kapitalmarknaden (*SOU 2005:87, s. 39*). Till dessa pensioner adderas även tilläggs pensionen, vilken varierar i storlek mellan olika yrkesgrupper (*SOU 2005:87, s. 43*). Riksdagen instiftade premiepensionsmyndigheten för att administrera systemet och bistå allmänheten i angelägenheter som rör deras premiepensionssparande. Även Sjunde AP-fonden inrättades för att förvalta premiesparfonden, den fond där de sparande medel som inte föregåtts av val placeras (*SOU 2005:87, s.35*).

Det nya pensionssystemet skiljer sig från det äldre bland annat genom att det nya systemet bygger på livsinkomstprincipen (*SOU 2005:87, s. 40*). Det finns en koppling mellan antalet inbetalningar som den förvärvsarbetande gör, de så kallade pensionsavgifterna, och de förmåner som förvärvsarbetaren senare får ut i form av inkomst- och premiepension (*SOU 2005:87, s. 43*). Systemet är baserat på försäkringsmässiga grunder, i huvudsak enligt de principer som gäller för frivilliga och individuella försäkringar. Vidare registreras avsättningarna på enskilda konton och kan fritt placeras, vilket gör att systemet blir mer individualiserat (*SOU 2005:87, s. 34*). Alla förvärvsarbetade betalar 18,5 procent av sitt inkomstbelopp i pensionsavgift. Av dessa procentenheter går generellt 16 till inkomstpensionen, vilket tillgodoräknas förvärvsarbetaren inom det offentliga fördelningssystemet (*SOU 2005:87, s. 41*). De resterande 2,5 procentenheterna utgör generellt förvärvsarbetarens premiepension som kan placeras efter de behov som tjänar den enskilde

förvärvsarbetaren bäst med tanke på den sparandes samlade arbets-, tillgångs- och sparandesituation. Premiepensionen blir då en del i den pensionssparandes sammanlagda portfölj och kan utnyttjas till premiepensionsspararens individuella behov (*SOU 2005:87, s.40*). När premiepensionen i framtiden ska betalas ut kommer dess storlek att bestämmas utifrån de inbetalade pensionsavgifterna, avkastningen på premiepensionsmedlet och de avgifter som belastat sparandet, vilket sedan divideras med den svenska genomsnittsåldern (*Orange Rapport, 2006, s 14*).

Syftet med denna reform var att stärka pensionssystemets motståndskraft i perioder med ekonomiska och demografiska förändringar. Systemet är till stor del separerat från statsbudgeten på så sätt att pensionerna inte kan bli en belastning för den svenska statskassan (*Orange Rapport, 2006, s. 4*). Premiepensionsdelen kan också placeras i fonder med utländska innehav vilket gör att den ekonomiska utvecklingen i Sverige inte blir avgörande för framtida pensionsutbetalningar. Detta leder till att hela Sveriges samlade ekonomi riskdiversifieras (*SOU 2005:87, s. 43-44*).

Under 2004 tillsatte Sven-Erik Österberg, socialdemokrat och statsråd i dåvarande regering, premiepensionsutredningen för att utvärdera premiepensionssystemet. Utredarna undersökte således premiepensionssystemet och den förvaltande myndigheten. (*SOU 2005:87, s. 33*). I utredningen går det att läsa att en dryg majoritet av premiepensionsspararna uppger att det har för dåliga kunskaper för att kunna hantera sin premiepension och att andelen som väljer att placera sin premiepension sjunker, aktivitetsnivån uppvisar således en negativ trend (*SOU 2005:87, s. 13*). Utredningen identifierade en del problem med dagens premiepensionssystem och presenterade en del förslag till justeringar av systemet med avsikt att öka denna aktivitetsnivå. Under maj månad 2007 presenterade även Premiepensionsmyndigheten sina förslag till justeringar av systemet. Myndighetens förslag har även de för avsikt att öka aktivitetsnivån.

1.2 Problemdiskussion och frågeställning

I den premiepensionsutredning som presenterades under 2005 utvärderas det svenska premiepensionssystemet (*SOU 2005:87, s. 9*). I utredningen kan vi läsa att en majoritet av premiepensionsspararna anser att deras kunskaper om systemet är otillräckliga och därför upplever systemet som krångligt (*SOU 2005:87, s. 13*). Vid halvårsskiftet för 2005 återfanns

43 procent av premiepensionsmedlen i Premiesparfonden (*SOU 2005:87 s. 78-79*). Det visar sig också att om premiepensionsspararen gör ett första fondval så kommer det oftast inte att ändras. Vidare står en liten del av spararna för en stor del av fondbytena (*SOU 2005:87 s. 83*). Enligt AMF Pensions beräkningar så kommer över hälften av premiepensionsspararna att vara inaktiva premiepensionssparare år 2011 (*Apati hotar premiepensionssystemet, 2006, Pressmeddelande AMF Pension*). De främsta orsakerna till att en så stor del av premiepensionsspararna inte är aktiva är ointresse, många år kvar till pensionen, bristande kunskap och små belopp att placera (*SOU 2005:87 s. 109*). I undersökningar bland de som är aktiva premiepensionssparare visar det sig att de placerar en hög andel av sin premiepension inom sin hemregion och att placeringarna görs utifrån enkla tumregler. Detta kan ses som ett resultat av premiepensionsspararnas otillräckliga kunskapsnivå (*SOU 2005:87, s. 86-87*).

Den otillräckliga kunskapsnivån hos premiepensionsspararna framträder som ett genomgripande problem för hela premiepensionssystemet. En premiepensionssparare ställs först inför valet av en fondportfölj och därefter uppföljning av att antingen behålla eller omplacera sin premiepension. Premiepensionsspararen kan då vara i behov av en strategi för förvaltningen tills dess att pensionen ska tas ut. Den låga kunskapsnivån framträder dock som ett hinder för premiepensionsspararnas aktivitet. Siffran för hur många som inte är aktiva varierar beroende på undersökning men tycks ligga någonstans mellan 45-50 procent. Dock är de undersökningar vi tagit del av ense om att andelen aktiva premiepensionssparare minskar – en tydlig trend kan följaktligen skönjas. Detta beror främst på att andelen nya premiepensionssparare som väljer att placera sin premiepension minskar.

Utredningen befäster att pensionsspararnas behov skall vara styrande för PPMs löpande verksamhet och att pensionsspararna bör få stora möjligheter att sköta förvaltningen av sin fondportfölj så att de får en god premiepension (*SOU 2005:87 s. 9-10*). Dock tenderar allt färre förstagångsväljare att göra ett aktivt val för sin premiepension. Å ena sidan menar utredningen att detta inte behöver vara något problem utan att det snarare bekräftar en internationell trend (*SOU 2005:87 s. 13*). Å andra sidan menar premiepensionsutredningen att det är viktigt att premiepensionsspararna låter premiepensionen komplettera sitt övriga sparande (*SOU, 2005:87, s. 16*) och menar att premiesparfonden inte kan komplettera alla premiepensionssparares individuella behov utan att spararna bör göra ett fondval (*SOU 2005:87, s. 80*). PMM menar också att premiepensionsspararna bör utnyttja sin premiepension till sina individuella behov och uppmanar premiepensionsspararna att årligen se över sina

placeringar (*Pressmeddelande, PPM, 2007-05-02*). Såväl premiepensionsutredningen som PPM är angelägna om att öka premiepensionsspararnas aktivitet, till exempel genom att minska antalet fondalternativ och utöka myndighetens beslutsstöd till premiepensionsspararna (*SOU, 2005:87, s. 64*).

AMF Pensions VD, Ingvar Skeberg, menar även han att inaktiviteten är ett problem i den meningen att premiepensionsreformen är bortkastade skattepengar då systemet inte utnyttjas till fullo. Han menar att det är en slags återgång till ett statligt förvaltad pensionssystem (*Apati hotar premiepensionssystemet, 2006, Pressmeddelande AMF Pension*). Ytterligare en åsikt om detta har vi fått från Martin Blåvarg, chefsekonom på Finansinspektionen. Han kommenterar aktiviteten i ett mail till oss på följande vis: ”*Min upplevelse är att det beskrivs som ett problem framför allt för att det fanns en politisk vilja att skapa ett system där spararna var aktiva. Denna vilja var enligt min uppfattning i högsta grad normativ, kanske i första hand en vilja att byta inriktning från ett offentligt sparande via AP-fonder och tidigare även löntagarfonder.*” Utifrån dessa uttalanden och debatten i media menar vi att det även går att ana en politisk önskan om mer aktiva premiepensionssparare. Följaktligen bygger denna uppsats på vår uppfattning att såväl Premiepensionsutredarna, PPM och det politiska Sverige vill se en ökad aktivitet hos premiepensionsspararna. Detta bör problematiseras om det är så att vinsterna av en aktivitetsökning är få, det vill säga att premiepensionssystemet fungerar tillräckligt väl utan en hög aktivitetsgrad, och om detta då leder till obefogad påfrestning på grupper av individer som inte anser sig ha tillräckliga kunskaper för att vara aktiva.

Under den senaste tioårsperioden har utvecklingen på Stockholmsbörsen varit ojämn. Under denna period fick vi först uppleva en kraftig börsuppgång som sedan följdes av en ovanligt lång och djup nedgång, bl.a. som en följd av att it-bubblan sprack (*Gustafsson, 2005, s. 4*). Dessa svängningar drabbade i hög grad även premiepensionsspararna, vars premiepensionsfonder utvecklades dåligt från och med premiepensionssystemets införandes år 2000 och cirka tre år framåt (*SOU 2005:47 s. 104*). Denna ojämna utveckling gjorde alla typer av investerare otillfredsställda då deras tillgångar tappade i värde. Detta ledde i sin tur till att allt fler började se över möjligheterna att placera på ett säkrare sätt. Förtjänsterna med den finansiella teorins dynamiska portföljstrategier började då uppvärderas och användas på bredare front (*Gustafsson, 2005, s. 4*). Strategierna ställer olika krav på investerarens aktivitet och har olika egenskaper och förtjänster som inte kan förväntas ge samma resultat. Vår avsikt med att studera dessa har varit att undersöka om strategierna kan vägleda oss i analysen av

premiepensionsspararnas situation. Premiepensionssparandet har vissa generella och karakteristiska drag som vi även har tagit hänsyn till. En sådan teoriprövning är något som vi saknar i PPMs och premiepensionsutredningens framställningar.

Det finns en vilja att öka premiepensionsspararnas aktivitet och det finns även förslag på justeringar av systemet som ska åstadkomma detta. Vi avser inte att ifrågasätta vare sig viljan eller anledningarna till att öka aktiviteten hos premiepensionsspararna. Vi vill istället utifrån en teoretisk ansats fråga oss om det finns stöd i de dynamiska portföljstrategierna för att göra denna aktivitetsökning. I våra eftersökningar av tidigare forskning kring premiepensionssparande och premiepensionssystemet har vi funnit ett flertal studier. Två av dessa studier har analyserat historisk data i syfte att ta reda på om premiepensionsspararna tjänar på att vara aktiva¹. En annan studie har undersökt premiepensionssystemet ur ett marknadsföringsperspektiv². Vi har inte kunnat hitta någon studie som har undersökt premiepensionsspararnas aktivitet utifrån en teoretisk ansats med de dynamiska portföljstrategierna i centrum, vilket gör våra frågeställningar intressanta i vetenskapligt mening. Våra frågeställningar lyder: "Är det enligt de dynamiska portföljstrategierna mer fördelaktigt att vara en aktiv premiepensionssparare? Vad säger de dynamiska portföljstrategierna, är den enskilda premiepensionsspararen trygg med en strategi som inte innefattar aktivitet?" Vi frågar oss således om den inaktive premiepensionsspararen med siktet inställt på slutperiods förmögenhetsnivå, kan känna sig trygga under tiden till dess. De premiepensionsspararna som varken är *grundläggande aktiva* och/eller *fortlöpande aktiva*³ förklarar inte sin inaktivitet som ett resultat av vad den finansiella portföljteorin förespråkar. Trots detta vill den här uppsatsen undersöka om premiepensionsspararna, med de placeringsbeteende de har idag, omedvetet gör rätt då väljer att inte välja och då de väljer att inte omplacera.

¹ Philip, "Tajming i pensionsfonder – en studie av de 38 Sverigefonderna inom PPM-systemet"
Helin., Sparf., "PPM - Passivt Placerande för Många: En analytisk studie av premiepensionsspararnas avsaknad av strategier för fondval"

² Berg et al, "Varför bryr sig ingen om PPM? – en studie av en långtgående produkt som kräver engagemang"

³ *Grundläggande aktiv* och *fortlöpande aktiv* definieras i avsnitt 1.7 Definitioner

1.3 Syfte

Syftet med denna uppsats är att undersöka om den enskilda premiepensionsspararen kan känna sig trygg som inaktiv. Vidare kan denna uppsats ligga till grund för framtida studier om premiepensionsspararna.

1.4 Avgränsningar

Vi har valt att begränsa oss till att utifrån en teoretisk ansats pröva om spararna inom det svenska premiepensionssystemet bör bli mer aktiva. Vår teoretiska ansats är begränsad till teori som berör premiepensionssparandets förutsättningar och den finansiella portföljteorins dynamiska portföljstrategier.

1.5 Metod

1.5.1 Tillvägagångssätt

Att välja metod innebär att välja ett systematiskt tillvägagångssätt att undersöka verkligheten på. Vår studie vill problematisera kring premiepensionsspararnas inaktivitet och vår intention är att besvara våra frågeställningar genom att studera delar av den finansiella portföljteorin. Vår uppsats blir således en teoristudie där vi ser de dynamiska portföljstrategierna som antaganden om något generellt. Vi avser således inte att pröva de valda strategierna, genom t.ex. empiriska undersökningar, utan istället utgå ifrån dem. Vår hypotes är att en stor del av premiepensionsspararna är inaktiva. Vi avser inte att pröva hypotesen utan istället vill vi koppla den till de dynamiska portföljstrategierna då vi vill undersöka om premiepensionsspararna trots sin inaktivitet ändå kan känna sig trygga. Faktumet utgör således en observation från verkligheten som inte används för att fälla ett avgörande.

I denna uppsats vill vi undersöka om de inaktiva premiepensionsspararna gör rätt genom att applicera den finansiella portföljteorins dynamiska portföljstrategier på den enskilda premiepensionsspararen som förvaltare av sin premiepensionsportfölj. Vi har valt att studera följande tre generella portföljstrategier. Detta tillvägagångssätt kan mötas med viss skepsis då strategierna oftast används vid förvaltande av aktieportföljer och blandportföljer och inte främst vid förvaltande av fondportföljer. Vidare används strategierna främst vid säkring och utvärdering av storskaligt portföljförvaltade, av till exempel fondförvaltningsbolag. Strategierna används även till viss del av privata sparare och bolag som ger finansiell

rådgivning och tillhåller privata sparare att tillägna sig en strategi för att få en större visshet om sin framtida förmögenhet (*SEB, Informationsbroschyr, Aktieobligation 265, s. 11*). Vi har således valt detta angreppssätt då strategierna kan användas av både privata sparare såväl som av premiepensionssparare. I litteraturen beskrivs ofta portföljstrategierna med utgångspunkt i aktieinvesteringar. Då denna uppsats behandlar fondinvesteringar är det av stor vikt att klargöra att fonder och aktier har likartade statistiska egenskaper ifråga om risk, avkastning, beta och korrelation (*Axvärn, 2007-05-22*) dock med vissa undantag som vi går in på i avsnitt 3.2 och 3.3. Fonder kan beskrivas som aggregeringar av en samlig aktier. Utöver portföljstrategierna har vi även vägt in andra teoretiska delar som påverkar premiepensionen, som till exempel långsiktighet, diversifiering och systemuppbyggnad. Då syftet med premiepensionsdelen vid instiftandet var att ge den samlade pensionen en individuell och placeringsbar del kan det betraktas som irrelevant att endast analysera premiepensionen som en separat portfölj. I vår analys har vi därför valt att analysera portföljstrategierna med utgångspunkt i två scenarion, först att premiepensionen utgör en egen portfölj och sedan att premiepensionen ingår som en del i en större portfölj. Vår slutsats kommer dock att innefatta båda scenarierna.

I Metodpraktikan förklaras en teorikonsumerande studie som en förklarande studie där ett enskilt fall står i centrum. Den teorikonsumerande studiens uppgift är att med hjälp av existerande teorier och förklaringsfaktorer försöka förklara vad det är som har hänt i just detta fall (*Esaiasson, 2007, s.42-43*). Det som skiljer vår studie från den teorikonsumerande är att de dynamiska portföljstrategierna som vi avser att utgå ifrån inte är faktorer som förklarar premiepensionsspararnas inaktivitet. Inaktiviteten förklaras av andra faktorer som vi har redogjort för i problemdiskussionen. I vår teoristudie står våra aktuella portföljstrategier i centrum, vilket kan liknas med en förklarande teoriprovande studie där just teori får stå i centrum. Slutsatserna från teoriprovande studier blir av typen att de stärker eller försvagar teorin (*Esaiasson, 2007, s.42-43*). Detta är inte fallet i vår studie då vi utgår från teorin för att se om även den menar att inaktiviteten hos premiepensionsspararna är ett problem. Vår studie befinner sig följaktligen i ett mellanläge mellan den teorikonsumerande och teoriprovande studien. Vi utgår ifrån de dynamiska portföljstrategierna och prövar vad de anser om en verklig företeelse.

1.5.2 Kvalitativt och kvantitativ analys

En kvantitativ uppsats bygger på ett stort antal observationer som behandlas likvärdigt medan en kvalitativ uppsats bygger på en mer djupgående studie av färre analysobjekt. Vår teoristudie är kvalitativ då vi avser att studera den finansiella portföljteorin på ett kvalitativt sätt. En kvalitativ analys går ut på att noggrant studera en teoris delar, helhet och sammanhang. Vi är medvetna om att vi måste vara ytterst noga i vår kvalitativa återgivning och analys av portföljteorin och de dynamiska portföljstrategierna då det finns en risk att vi annars återger teorin och strategierna felaktigt eller ovarsamt (*Esaiasson, 2007, s. 237*).

1.5.3 Reliabilitet och Validitet

Reliabilitet kan översättas till tillförlitlighet och frågar huruvida resultatet från studien blir den samma om den görs på nytt. Begreppet blir främst aktuellt då vi talar om kvantitativa studier och undersökningar. Reliabilitet är således inte något som vi behöver beakta speciellt mycket i denna studie då vi varken samlat in eller bearbetat kvantitativ data. Dock skulle reliabiliteten kunna testas genom en replikation, vilket innebär att man gör ett försök till att upprepa studien och de resultat som den har givit. Om någon skulle upprepa vår studie så skulle den kunna ge ett liknande resultatet, givet att de dynamiska portföljstrategierna används som utgångspunkt (*Esaiasson, 2007, s. 63, 70-71*).

En studies validitet bör främst beaktas i studier som helt eller delvis baseras på empiriska undersökningar. Validitet kan definieras som att man i undersökningen faktiskt mäter det man utger sig för att mäta. Då vår uppsats har en teoretisk ansats och inte innefattar något kvantitativt material, utan endast en granskning av källor som sekundärdata, är inte heller validiteten något som vi anser oss behöva tänka över i vår metod (*Esaiasson, 2007, s. 64*).

1.5.4 Sekundärdata

Vår uppsats baseras så gott som enbart på sekundärdata, i form av litteratur, utredningar, tidningsartiklar och information från diverse hemsidor. Då vi givetvis vill undvika att reproducera felaktig information och tvivelaktiga teoribildningar har vi så gott som endast valt att använda litteratur producerad av etablerade författare, som till exempel *Effektivt kapital* av Lars Vinell, artikeln *Dynamic Strategies for Asset Allocation* av Sharpe et al och Premiepensionsmyndighetens hemsida. Vad gäller vår återgivning av portföljteori och

portföljstrategi betraktar vi reliabiliteten som hög då vi inte funnit några konflikter mellan de etablerade författarnas verk som vi studerat.

1.5.5 Källkritik

Informationssamhället ställer allt större krav på den källkritiska granskningen. Att granska källor innebär att man har en kritisk hållning till information och gör överväganden och bedömningar av en källas sanningshalt och korrekthet. Vi har antagit ett kritiskt förhållningssätt till våra skriftliga källor och granskat information genom att kontrollerat den på mer än ett ställe.

Den finansiella teorin har vi beskrivit med utgångspunkt från finansiell litteratur, producerad av erkända personer inom den finansiella teorin. Vi har inte haft någon som helst anledning att vara skeptisk gentemot den litteraturen. Premiepensionsutredningen har varit till stor hjälp för oss då vi har sökt att förstå premiepensionsspararna. Denna utredning betraktar vi också som en tillförlitlig källa, då utredare av statliga utredningar förväntas ha ett forskande och allredovisande tillvägagångssätt (*regeringen.se, 2007*). Av de källor vi har använt kan den finansiella litteraturen, premiepensionsutredningen och ppm.nu ha haft störst inverkan på vår analys och slutsats. Utöver detta har vi även använt oss av tidningsartiklar, en uppsats från Uppsala Universitet och kontaktpersoner på Finansinspektionen som komplement. Tidningsartiklarna och uppsatsen bör dock behandlas med en viss skepsis då kraven på sådana publikationer generellt inte är lika höga i fråga om vetenskaplighet och neutralitet. Detta betraktar vi dock inte som något större problem då dessa källor spelar en mindre betydande roll i vår uppsats.

1.7 Definitioner

Premiepensionsspararen

Premiepensionssparare är en individ i Sverige som har fondandelar inom premiepensionssystemet. I denna uppsats betraktar vi alla premiepensionssparare som rationella investerare. Det innebär att dem föredrar en hög avkastning framför låg och en låg risk framför hög. Spararen föredrar också att konsumera en krona idag framför en krona imorgon (*Vinell, 2005, s 20*).

Aktiv

En aktiv placerare förklaras vanligen som en person som fortlöpande ser över sina placeringar och omplacerar dem vid behov. När vi benämner en premiepensionssparare som aktiv kan spararen vara aktiv på två olika sätt, i två olika steg. Premiepensionsspararen är enligt vår definition *grundläggande aktiv* när han/hon antingen gör ett initialt fondval eller när han/hon gör ett val att lämna premiesparfonden för en egenkombinerad fondportfölj. Premiepensionsspararen kan därefter bli *fortlöpande aktiv* om han/hon övervakar sin premiepension och omplacerar vid behov. En *fortlöpande aktiv* premiepensionssparare och/eller en *grundläggande aktiv* sparare kan antingen ha valt att på egen hand placera och omplacera sin premiepension eller valt att överlåta placerandet till något försäkringsbolag som tillhandahåller rådgivningstjänster med avsikt på premiepensionen.

Portfölj med premiepensionsinnehav

En portfölj med premiepensionsinnehav kan betraktas utifrån två olika sätt. Å ena sidan kan premiepensionsspararen välja att se premiepensionssparandet som en separat portfölj. Å andra sidan kan premiepensionssparandet ses som en del i spararens totala portfölj (*Axvärn, 2007-05-22*).

Att vara trygg som premiepensionssparare

Att vara trygg som premiepensionssparare har sannolikt olika betydelser för olika sparare, med hänsyn till spararnas olika riskaversioner. I denna uppsats definierar vi trygg som att premiepensionsspararen har en acceptabel nivå på sin tillväxt samtidigt som att riskexponeringen inte är allt för stor. Denna nivå är sannolikt varierande beroende på konjunktur och börsutveckling men bör i genomsnitt ha en tillväxt och riskexponering i likhet med en obligations, som i genomsnitt på lång sikt har en tillväxt runt 5 procent per år. Premiepensionssystemet har ett brett utbud och erbjuder fonder där en kombination av marknader och sparformer skapar trygghet.

2. PORTFÖLJTEORI

I detta kapitel kommer delar av portföljteorin att presenteras samt de portföljstrategier som vi har valt att studera. Syftet med kapitlet är att beskriva den teori som senare återkommer och då ligger till grund för vår analys och vår slutsats.

2.1 Introduktion

Portföljteorin fokuserar på beslut som involverar utfall som aldrig kan bli helt förutsedda (*Sharpe, 2000 s. 1*). Grunderna för den finansiella portföljteorin som vi känner till och studerar idag utvecklades av Harry Markowitz på 50-talet. Många har sedan dess vidareutvecklat, förändrat och prövat hans teori (*Sharpe, 2000 s. 3*). Alla framsteg inom den finansiella forskningen har tillsammans med de allt mer likvida marknaderna medfört att verkligheten har kommit allt närmare idealet för de effektiva (*Vinell, 2005, s. 14*). De dynamiska portföljstrategierna har fått allt större utrymme inom både professionell och privat portföljförvaltning. Kraftiga svängningar tenderar att leda till att tillvägagångssätt som kan skydda det initiala investeringsbeloppet övervägs. Att som privat sparare tillägna sig en portföljstrategi kan vara ett sådant sätt (*Gustafsson, 2005, s. 4*).

2.2 Förväntad avkastning

Osäkerhet om framtiden är karaktäristiskt för priser på finansiella marknader. Den framtida förmögenheten kan endast förutses om placeringen är gjord i en riskfri tillgång. Förväntad avkastning betraktas som en slumpvariabel med vissa kända egenskaper (*Vinell, 2005, s. 87*). Det går att ha en uppfattning om investerings tänkbara avkastning genom att se till investerings möjliga utfall och sannolikheten för dessa (*De Ridder, 1990, s. 43*). Inom premiepensionssystemet presenteras fonderna för premiepensionsspararna med en historisk värdeutveckling som kan ligga till grund för en skattning av den framtida avkastningen. Denna värdeutveckling, även kallad marknadsvärdet, är den sammantagna utvecklingen för alla tillgångar i fonden (*ppm.nu, 2007*).

2.3 Risk och diversifiering av risk

Risk avser den normala eller genomsnittliga avvikelser från det förväntade värdet på en tillgångs avkastning. Om spridningen, även kallad standardavvikelsen, kring utfallet är stor finns en betydande risk för låg avkastning och en betydande möjlighet till god avkastning (Vinell, 2005, s. 25). Standardavvikelsen är beräknad på historiska data och är det normala riskmättet (Vinell, 2005, s. 36). För en tillgång betraktas standardavvikelsen som normalfördelad (Vinell, 2005, s. 87). En sparare kan i komponerandet av en portfölj behandla risken för en aktie och risken för en fond på samma sätt (Axvärn, 2007-05-22). Det som skiljer standardavvikelsen för en tillgång från standardavvikelsen för flera tillgångar är att en produkt komponerad av flera tillgångar med normalfördelade standardavvikelser inte får en normalfördelad standardavvikelse utan en standardavvikelse som påminner om en lognormal fördelning. Standardavvikelsen eller risken för en sådan produkt kan betraktas som diversifierad (Vinell, 2005, s. 88). Företagsrisken kan diversifieras medan marknadsrisken är icke-diversifierbara (Vinell, 2005, s. 25). Premiepensionsfonder såväl som vanliga fonder söker således kombinationer av innehav som tillsammans eliminerar den företagsspecifika risken.

När en investerare diversifierar kombinerar han eller hon sina tillgångar på ett sådant sätt att den totala risken för alla tillgångar minskar. Portföljens risk minskar även när antalet tillgångar ökar. Tillgångarnas samvariation som kan mätas i korrelationen är av stor betydelse när portföljer konstrueras. Höga korrelationer mellan aktier minskar diversifieringseffekten. Två tillgångar med jämförbara risker kan alltså passa olika bra in i spararens portfölj beroende på skillnader i tillgångarnas korrelationer (Vinell, 2005, s.39). I en väldiversifierad portfölj elimineras den företagsspecifika risken (De Ridder, 1990, s 66-67). Även en fondportfölj kan diversifieras genom att placeraren väljer fonder med olika egenskaper i form av risk, förväntad avkastning och korrelation.

2.4 Fondernas portföljegenskaper

Att inneha ett portföljsparande innebär att spararen har investerat sitt kapital i mer än en tillgång (Andersson, 2006, s. 74). Spararen kan välja att ha sina premiepensionsfonder i en separat portfölj eller att se premiepensionsfonderna som en del i sin totala portfölj. Med det menar vi att det inte är per automatik nödvändigt att begränsa portföljen till att endast

innehålla premiepensionsfonder. Portföljen skulle kunna innehålla andra pensionsrelaterade tillgångar spararen innehar, såsom till exempel ett privat pensionssparande. Att ha en fond i sin portfölj kan betraktas som att ha en portfölj i portföljen då fonden är en sammansättning av tillgångar och därav diversifierad (Axxvärn, 2007-05-22). Fonder kan betraktas som aktier med avseende på risk, avkastning, korrelation och beta (Axxvärn, 2007-05-22). Syftet med såväl premiepensionsfonder likväl som vanliga fonder är att de i regel kan ge bättre riskspridning än vad som vanligtvis är möjligt när man sparar enskilt i värdepapper (ppm.nu, 2007). Genom att köpa fondandelar kan investeraren åtnjuta en professionell förvaltning av sitt kapital och på ett billigare sätt uppnå riskspridning (Andersson, 2006, s 74). Dessa fördelar kan premiepensionsspararna erhålla inom premiepensionssystemet.

2.5 Diversifiering över tid

Diversifiering över tid innebär att spararen har en tillräckligt lång placeringshorisont⁴ och därmed minskar den genomsnittliga risken och svängningarna i sin portfölj. Med det menas att ju längre investeringshorisonten är, desto mindre blir den genomsnittliga volatiliteten i portföljen (aktiespararna.se, 2007). Detta berör i hög grad premiepensionsspararna vilka kan välja fonder med högre risk då placeringshorisonten för pensionssparande ofta är lång (SOU 2005:87, s. 86). En längre horisont gör även att risken för negativ avkastning minskar (Vinell, 2005, s. 92). Experter inom placeringsområdet menar att den enda vägen till framgång för den ”vanlige” spararen är långsiktiga placeringar (aktiespararna.se, 2007). Andra ekonomer menar att tidshorisonten bör ha en liten betydelse för spararens risktagande då dennes relativa riskaversion är konstant. Däremot kan en sparare under sitt liv, till exempel ju närmare spararen kommer sin pension, ändra sin riskattityd vilket då bör leda till omplaceringar (Vinell, 2005, s. 92).

2.6 Tidsdiversifiering

Tidsdiversifiering innebär att spararen försöker uppnå en riskreducerande effekt genom att regelbundet investera delar av det totala investeringsbeloppet i tillgångar under en längre period. Spararen vill då undvika att hela investeringsbeloppet investeras när aktiemarknaden befinner sig på en hög nivå (Högholm, 2004). Denna typ av diversifiering tillämpas inom premiepensionssystemet. Det finns ekonomer som menar att tidsdiversifiering inte lönar sig

⁴ En tillräckligt lång placeringshorisont är minst tio år.

och studier som stödjer deras åsikt (*Högholm, 2004*). Dessa studier visar att sparare som väljer att investera sitt investeringsbelopp i intervall kan erhålla en riskreducerande effekt men dock på bekostnad av en lägre genomsnittlig avkastning på grund av att hela beloppet inte får chans att växa på marknaden från början (*Högholm, 2004*).

2.7 Historiskt utfall

När man ser till historiska data kan en del tydliga samband och budskap uttydas. Den årliga avkastningen för aktier har i genomsnitt varit 10 procent och för obligationer 5 procent. Från år 1900 har den genomsnittliga avkastningen för aktieplaceringar varit hög och även risken har varit betydande. Den historiska slutsatsen blir således att premiepensionssparare som vill känna sig trygga bör analysera risker och välja sådana placeringsalternativ som skyddar kapitalet. Att anta en portföljstrategi som skyddar det initiala investeringsbeloppet kan vara ett sätt att åstadkomma en sådan trygghet. En sparare vill ju undvika riskens negativa sida men utnyttja den positiva vilken är chansen till en hög avkastning. Risken bör ses som ett medel till avkastning och inte något som spararen helt skall göra sig fri från (*Vinell, 2005, s 47-48*). Den historiska utvecklingen för aktiemarknaden och den genomsnittliga avkastningen avspeglar sig givetvis starkt i värdeutvecklingen för fonder. Den finansiella litteraturen antar allt som oftast en försiktighet när det gäller att dra slutsatser från historisk data, då resultaten blir annorlunda om andra datum används som bas för beräkningarna (*Vinell, 2005, s. 99*).

2.8 Portföljstrategier

2.8.1 Introduktion

En investerare bör välja en portföljstrategi som gör att dennes portfölj kan möta hans/hennes risktolerans. Vetskapen om att det är variation i kursrörelser gör det intressant att se om det finns en optimal dynamisk strategi som premiepensionssparare skulle kunna använda sig av, det vill säga en strategi som anger hur deras portföljs vikter skall fördela sig under förvaltningstiden. Premiepensionsspararen skulle i ett sådant fall kunna anta en lämplig portföljstrategi för förvaltningstiden. Att anpassa sin portfölj efter en bestämd strategi kan tänkas vara tryggare än att endast låta den bestämmas av kursutvecklingen. Tryggheten med att ha en strategi ger inte nödvändigtvis en lägre förväntad tillväxt (*Vinell, 2005, s. 51*). Vi har tidigare nämnt att portföljstrategier har blivit allt mer betydande inom både professionell och

privat portföljförvaltning. Kraftiga svängningar på börsen ledde till ökade krav på riskspridning och säkerhet i investeringarna. Portföljstrategier med mål att skydda det initiala investeringsbeloppet fick då större utrymme (*Gustafsson, 2005 s. 4*). Nedan följer beskrivningar av tre portföljstrategier med olika egenskaper som inte kan förväntas ge samma resultat. Vi har valt att beskriva och utgå ifrån strategiernas grundläggande drag även om vi vet att det finns flera varianter av samma strategi som vi väljer att inte fördjupa oss i.

2.8.2 Buy and hold (B&H)

I den grundläggande B&H-strategin bestämmer sig investeraren på investeringsdagen för en fördelning av det kapital som han/hon vill ska ingå i portföljen. Därefter görs inga förändringar av innehaven utan med denna strategi förändras portföljens vikter med utvecklingsförloppet (*Vinell, 2005 s. 51*). Med en B&H-strategi gör investeraren inga förändringar oavsett vad som händer och därför kräver den inte en aktiv förvaltare. Om en tillgång med hög risk växer i proportion i en B&H-portfölj ökar portföljens sammanlagda risk (*Perold, 1995, s. 150*). Om investeraren väljer att investera en del av sina tillgångar i en riskfri tillgång kommer portföljens värde inte falla under detta värde. B&H-strategins övre gräns för förmögenheten är oändlig (*Perold, 1995, s. 150*). För positiva utvecklingar i de icke-riskfria tillgångarnas kurser tenderar denna strategi att vara gynnsam (*Gustafsson, 2005, s.20-21*). B&H-strategin tenderar även att vara överlägsen när marknaden rör sig i en positiv riktning, till exempel då marknaden befinner sig i en trendliknande fas (*Perold, 1995, s. 154*). En stor andel av premiepensionsspararna kan sägas använda denna strategi.

2.8.3 Rebalansering

Den grundläggande Rebalanseringsstrategin innebär att investeraren på investeringsdagen fördelar sitt kapital enligt den viktfördelning som investeraren önskar inneha i sin portfölj. När portföljen följer utvecklingen rubbas den ursprungliga viktfördelningen. Syftet med Rebalanseringsstrategin är att man vill balansera risken till en nivå närmare den initiala. Om investeraren då använder sig av Rebalanseringsstrategin återställer han/hon viktfördelningen genom att vikta om portföljen enligt den ursprungliga viktfördelningen. Detta kan göras antingen då kurserna uppnått en viss nivå, enligt en tidsplan, till exempel en gång per år, eller genom en kombination av båda dessa principer. Rebalanseringen medför att investerarna köper mer av en tillgång när priset har fallit och säljer när kurspriset har stigit. Investerare

med en eller flera riskfria tillgångar i sin portfölj som använder sig av Rebalanseringsstrategin har risktoleranser som varierar proportionellt med storleken på deras förmögenhet. Sådana investerare kommer att ha icke-riskfria tillgångar oavsett hur stor förmögenheten är (*Perold, 1995, s. 151*). Rebalanseringsstrategin kommer att vara bättre än B&H-strategin när marknaden är volatil eftersom strategin handlar på ett sätt som utnyttjar kurssvängningar. Stor volatilitet kommer att framhäva Rebalanseringsstrategins effekter. Vidare kommer strategins köp- och säljbeslut vara dåligt timade när kurssvängningarna är små och inträffar sällan. Värdet av en rebalanserad portfölj kommer att bero på investeringsperiodens slutliga nivå på fond- eller aktiekurserna och på hur kurserna har svängt under perioderna före investeringens slutliga nivå. Om marknadens slutnivå ligger nära den nivå som marknaden hade på investeringsdagen tenderar Rebalanseringsstrategin att vara bättre än B&H-strategin. Således är Rebalanseringsstrategin bättre i tider med svängiga marknader (*Perold, 1995, s. 154*).

2.8.4 Constant Portfolio Proportion Insurance (CPPI)

De grundläggande principerna för Constant Portfolio Proportion Insurance (CPPI), även kallad dynamisk hedge, är att portföljförvaltaren väljer att skapa ett golv för hur lågt tillgångarnas värde får falla, det vill säga portföljens slutliga förmögenhet kan generellt inte bli lägre än värdet på detta golv (*Perold, 1995, s. 155*). Samtidigt vill CPPI-strategin erbjuda investerarna att följa med vid kursuppgångar och i lyckliga fall få portföljvärdet att stiga mer än aktie- eller fondkurserna (*Vinell, 2005, s. 96*).

Strategin innehåller en multipel som multipliceras med skillnaden mellan tillgångarnas värde och golvet. Denna del används sedan som måttstock för hur mycket av tillgångarna som skall placeras i icke-riskfria tillgångar. Den andel som inte placeras i icke-riskfria tillgångar skall således placeras i riskfria tillgångar (*Vinell, 2005, s. 96*). Valet av värdena på golvet och multipeln beror helt på investerarens riskpreferens och syn på marknadsutvecklingen. Ett lågt värde på golvet tyder på att investeraren har en hög risktolerans och en tro på att fond- eller aktiekursen skall stiga (*Gustafsson, 2005, s. 10*). Den så kallade kudden, som är skillnaden mellan golvet och det initiala värdet på tillgångarna, är det maximala beloppet som investeraren är beredd att förlora.

Andel som placeras i aktier eller fonder = Multipeln * (Initialt investeringsbelopp – Golvet)

Exempel:

Låt oss säga att de samlade tillgångarna är 100, golvet 75 och multipeln är 2. Summan av de samlade tillgångarna som då placeras i aktier eller fonder blir $2 * (100-75) = 50$ och resterande tillgångar dvs. 50 placeras i riskfria tillgångar. Då aktiekursen eller fondkursen exempelvis faller med 20 procent kommer aktievärdets eller fondvärdet att sjunka till 40 och de samlade tillgångarnas värde till 90. Kudden blir nu $90-75 = 15$ och aktiernas eller fondernas värde ska nu sänkas till $2 * 15 = 30$. Portföljförvaltaren kommer nu att sälja aktier eller fonder och placera i den riskfria tillgången. Skulle istället motsatsen inträffa, att aktiekursen eller fondkursen steg med 20 procent, skulle portföljförvaltaren istället omplacera från de riskfria tillgångarna till aktierna eller fonderna.

CPPI-strategin är en motsats till Rebalanseringsstrategin då strategin istället köper aktier eller fonder när kursen stiger. Sambandet mellan portföljens värde och aktiekursens- eller fondkursens utveckling är en konvex kurva. Skulle multipeln vara 1 och värdet på golvet lika med den riskfria tillgången blir sambandet linjärt och då blir CPPI-strategin identisk med B&H-strategin. I båda dessa fall blir det totala värdet av de icke-riskfria tillgångarna lika med kudden i såväl upp som nedgång. Med en CPPI-strategi stiger nivån på golvet i takt med utvecklingen i den riskfria tillgången (*Vinell, 2005, s. 96*). Investerare som använder sig av CPPI-strategin har ingen tolerans för risknivåer under det specificerade golvet men det finns dock ett scenario då detta kan inträffa. (*Perold, 1995, s. 155*). För att transaktionskostnaderna inte skall bli allt för höga kan investeraren välja ut tidpunkter för omfördelningen. Mellan två sådana här omfördelningstidpunkter kan en kraftig börsnedgång inträffa och resultera i att tillgångarnas värde faller under golvet. Strategin ger således inte alltid ett perfekt skydd (*Gustafsson, 2005, s. 10*). Risktoleransen ökar dock i snabbare takt när portföljvärdet befinner sig ovanför golvet i jämförelse med B&H-strategin. Vidare kan CPPI-strategin vara förenad med en väldigt hög förväntad avkastning i jämförelse med de andra strategierna som vi har redogjort för. Detta beror på CPPI-strategins tekniska möjlighet till extremt höga värden på förmögenheten (*Vinell, 2005, s. 96*).

På en tillväxtmarknad kommer CPPI-strategin att göra bra resultat, då strategin köper tillgångar när deras värde stiger. Frekvent svängiga marknader är inte till fördel för investerare som använder sig av CPPI-strategin då strategin säljer då värdet är på väg ned bara för att se marknaden vända och återhämta sig igen. Detsamma gäller ett omvänt scenario då strategin köper när kursen blir starkare bara för att skåda marknaden vända och gå ner igen (*Perold, 1995, s. 155*).

3.8.5 Avslutande om portföljstrategierna

Specifika rörelser för enskilda innehav får litet genomslag i stora portföljer, vilket gäller för en premiepensionssparare som innehavare av en portfölj med premiepensionsfonder. Om vi ökar antalet innehav i en likriktad portfölj blir differensen mellan portföljstrategierna mindre eftersom fonder är diversifierade tillgångar. Till följd av diversifieringseffekten faller standardavvikelsen i avkastningen, dvs. risken, när vi bildar portföljer (*Vinell, 2005, s. 5*).

Under vanliga marknadsförutsättningar går det inte att säga att en strategi är bättre än den andra då resultatet är beroende av hur det praktiska genomförandet realiserar.

Premiefondkursernas volatilitet och utveckling kommer att ha stor betydelse för strategiernas slutliga resultat (*Vinell, 2005, s. 96*). Transaktionskostnader inverkar också på de olika strategiernas resultat då rebalanserings- och CPPI-strategierna normalt kräver upprepade omplaceringar, dvs. köp- och säljtransaktioner, under tiden för förvaltandet.

Transaktionskostnader är dock inget som drabbar premiepensionsspararna i dagens system. De olika portföljstrategierna har olika regler som resulterar i olika konsekvenser beroende på om investeringen är gjord på lång eller kort sikt (*Perold, 1995, s. 149*). För en sparare som avser att spara under en lång period, vilket premiepensionssparandet är ett exempel på, kan det vara oflexibelt att bestämma sig för en portföljstrategi under hela perioden. Spararen kan då binda sig till en strategi för en period i taget beroende på vad han/hon har för förväntningar på de olika perioderna (*Van Bergen, 2004*).

3. OM PREMIEPENSIONEN

3.1 Premiensionsfonder

En premiensionsfond är en fond inom premiensionssystemet som endast en premiensionssparare kan investera i med de medel som automatiskt avsätts för den sparandes premiension (*ppm.nu, 2007*). Utöver detta är det lite som skiljer premiensionsfonder från vanliga fonder. Detta innebär att även en premiensionsfond är en samling värdepapper som ägs av dem som sparar i fonden. Fondförvaltarna strukturerar fonderna med hjälp av olika finansiella instrument som finns på marknaden så att de kan anta de egenskaperna som fondförvaltaren önskar erbjuda i fråga om risk, avkastning och korrelation. Fondförvaltaren tar vanligtvis en avgift för förvaltandet men inom premiensionssystemet är denna avgift rabatterad (*SOU 2005:87, s.118*).

2.2 Att handla med premiensionsfonder

Varje år dimper det ner ett orange kuvert i alla premiensionssparares brevlådor. I det orange kuvertet kan premiensionsspararen se hur det egna kontot för premiensionen har utvecklats (*Orange Rapport, 2006, s 14*). Det finns två sätt att handla med premiensionsfonder. Det första är att man på egen hand köper, säljer och övervakar sitt premiensionssparande. Detta kan man göra genom att initialt välja sina fonder via post och därefter omplacera via PPM:s telefon- eller internetjänst. Det andra är att man ingår ett avtal med en tredje part, till exempel med ett försäkringsbolag som har som affärsidé att ge rådgivning till premiensionssparare och utöva bevakning av premiensionens utveckling. Premiensionsspararen överlämnar då förvaltningen till försäkringsbolaget som vanligtvis tar ut en avgift från det förvaltade kapitalet (*lansforsakringar.se, 2007*).

PPM drar nytta av skalfördelar i förhandlingar med de registrerade fondbolagen. Myndigheten förhandlar till sig reduceringar av fondförvaltningsavgifterna. Dessa återinvesteras i sin helhet i respektive fond, precis som premiensionsfondernas utdelningar, för premiensionsspararens räkning. Den reducerade avgiften gör det också billigare för premiensionssparare att köpa utländska fondandelar inom systemet än utanför (*SOU 2005:87 s. 49*). Den genomsnittliga kostnaden för fonderna i premiensionssystemet är cirka 0,4 procent av det förvaltade kapitalet. Administrations- och förvaltningsavgifterna som är en

del av det förvaltade kapitalet förväntas minska över tid i takt med att kapitalet växer (*SOU:2005:87, s 118-119*).

Skattereglerna skiljer sig åt mellan vanligt fondhandlande och handlande av premiepensionsfonder. Vid försäljning av vanliga fonder beskattas reavinsten efter avdrag för förlust med en skattesats på 30 procent. Detta innebär att investeraren vid en sälj- och köptransaktion kan gå miste om 30 procent av den vinst som gjorts under tiden för innehavandet. Dessa skatteuttag begränsar de fria flödena mellan olika investeringsalternativ. Den som väljer att sälja sina fondandelar och gör en reavinst går miste om 30 procent av reavinsten och den ränta på ränta effekt som dessa 30 procent hade kunnat ge upphov till i det nya investeringsalternativet. Handlandet med premiepensionsfonder är skattebefriat. Detta gör att det inte finns några transaktionskostnader och att det är synnerligen fördelaktigt att köpa och sälja fonder i premiepensionssystemet (*Andersson, 2006, s 80-81*) vilket även underlättar för premiepensionssparare som vill utöva en Rebalanserings- eller CPPI-strategi.

2.3 Premiepensionens möjligheter

Premiepensionsmyndigheten har i uppgift att förvalta och utveckla premiepensionssystemet (*Pressmeddelande, PPM, 2007-05-02*). Premiepensionssystemet kan beskrivas som en isolerad del av marknaden med egna nivåer på transaktionskostnaderna och där investeringar endast kan göras med de medel som är avsatta för premiepensionen (*Orange rapport, 2006, s 4*). Det individualiserade systemet gör det möjligt att enbart den berörda premiepensionsspararens riskvilja, inkomst och ålder får vara styrande i allokeringen av tillgångarna. Premiepensionen kan således utgöra en flexibel del i spararens sammantagna portfölj och komplettera det övriga sparandet. Fonderingen möjliggör att premiepensionsspararna kan få ut en högre pension givet att avkastningen i pensionssparandet blir högre än tillväxten i samhället. Det skapas också möjlighet till ökad riskspridning genom att premiepensionsspararna kan placera på en global kapitalmarknad och på så sätt diversifiera företagsrisken. I systemet kan man som sagt vara såväl aktiv som inaktiv, även om PPM rekommenderar ett par genomgångar av premiepensionssparandet per år (*Dagens industri, 2007-05-02*).

Idag finns det ungefär 780 fonder registrerade i premiepensionssystemet (*Dagens industri, 2007-05-03*). Myndigheten erbjuder premiepensionsspararna information och i viss

utsträckning även vägledning. I systemet finns fyra olika fondtyper: räntefonder, aktiefonder, blandfonder och generationsfonder. De olika fondtyperna följer olika placeringsregler beträffande sina innehav. Premiesparfonden är till exempel en blandfond med både svenska och utländska innehav. (*ppm.nu, 2007*). Informationen om fondalternativen är strukturerad så att fonderna är uppdelade i 30 olika fondkategorier, beroende på till exempel avkastning, risk, korrelation, bransch och placeringsregion m.m. Avkastningen redovisas med avseende på historisk avkastning, som längst fem år tillbaka i tiden, och risken redovisas som historisk volatilitet från utfallet. Premiepensionsspararen kan välja högst fem premiepensionsfonder och välja emellan låg-, mellan- och högriskfonder. PPM erbjuder även så gott som riskfria placeringsalternativ (*ppm.nu, 2007*). De tre portföljstrategierna som vi presenterade i tidigare kapitel kan således utnyttjas i förvaltningen av premiepensionsfonderna.

2.4 Premiepensionsspararnas placeringar

När man står inför en beslutssituation med valet om hur man ska placera sina tillgångar bör riskaversionen få vara styrande. Spararen bör fråga sig vilka risker han/hon bör ta för att uppnå olika nivåer på förväntad avkastning och vad man har för placeringshorisont (*Vinell, 2005, s 74*). Inom forskning visar det sig att individer har svårt att fatta beslut utifrån principen av förväntad nyttomaximering. Sparare har således svårt att utvärdera komplexa beslutssituationer och ta dynamiska beslut. Som vi tidigare har nämnt, väljer många premiepensionssparare att fatta beslut med hjälp av enkla tumregler (*SOU 2005:87, s 59*) och inte med utgångspunkt i finansiell teori och beprövade portföljstrategier.

För tillfället ligger fyra av tio premiepensionssparare i Premiesparfonden. När man tittar närmare på de beslutskriterier som pensionsspararna använder visar det sig att historisk avkastning och fondalternativets avgifter är viktiga. I det första valet angav cirka 45 procent av dem som komponerade sina egna premiepensionsportföljer att de valde utifrån fondernas tidigare avkastning och utifrån fondernas avgifter (*SOU 2005:87, s 86*). Dessa andelar har nu sjunkit och detta har skett samtidigt som allt färre väljer att placera sina premiepensioner. I början placerade premiepensionsspararen huvudsakligen i aktiefonder men den höga andelen har sjunkit till cirka 70 procent och resterande andel placeras i räntefonder. Detta kan ses som ett resultat av att premiepensionsspararna sökte efter förvaltningsmetoder/portföljstrategier som kunde säkra investeringsbeloppet alternativt minska risken efter den negativa börsutvecklingen som var mellan åren 2000-2002 (*SOU 2005:87, s 84*). Det finns en tendens

att premiepensionsspararna inte omplacerar eller viktar om sitt sparande utan att en stor andel använder sig av B&H-strategin. Premiepensionsplacering bör justeras, till exempel i och med att spararens ålder stiger eller riskprofilen förändras (*SOU 2005:87, s 67*). Bland premiepensionsspararna är det få av dem som gjorde ett första val som har omplacerat (*SOU 2005:87, s 67*). Förra året låg nio av tio premiepensionssparare stilla i sina premiepensioner (*Dagens industri, 2007-05-03*). Drygt 79 procent av alla som gjorde ett aktivt val år 2000 har inte ändrat sitt val. (*SOU 2005:87 s. 83*). Få premiepensionssparare tycks således använda sig av en portföljstrategi som rebalanserar risken under förvaltningstiden.

Det finns flera tecken på att premiepensionsspararna använder sig av enkla beslutsregler när de viktar och sätter samman sina premiepensionsportföljer (*SOU 2005:87, s 59*). I undersökningar visar det sig att spararna väljer att fördela sitt medel lika mellan de olika fondkategorier som finns. Vid såväl det första valet som vid de påföljande visade det sig att 61 procent av dem som har valt fem fonder också har valt att inkludera fem fondkategorier. Tendensen är densamma för dem som har valt fyra fonder. Detta kan bero på att den stora delen aktieinnehav kan kräva ett större behov av diversifiering (*SOU 2005:87, s 87*) och det kan även bero på att spararna försöker diversifiera sin premiepensionsportfölj (*SOU 2005:87, s 65*). Ett annat mönster hos spararen är att placeringarna ofta görs i det egna hemlandet. En strategi som denna innebär att premiepensionsspararens premiepension såväl som framtida inkomst verkar på samma marknad och därmed blir beroende av samma utveckling. Detta mönster överskuggar också premiepensionsspararens sätt att utvärdera fondförvaltaren. Det finns en tendens hos sparare vid val av fondförvaltare att välja kända framför okända och nationella framför utländska (*SOU 2005:87, s 66*). Detta bör noteras då PPM:s analyser visar att svenska fondbolags fonder med utländska innehav i genomsnitt och i större utsträckning har utvecklats sämre än jämförbart index för utländska fondbolags fonder med utländska innehav (*SOU 2005:87, s 87*).

4. ANALYS

I detta kapitel tar vi ut svängarna och analyserar kring premiepensionsspararna och premiepensionssystemet utifrån de teoretiska tillvägagångssätt som vi har valt.

4.1 Introduktion

Då premiepensionssystemet kan beskrivas som en isolerad del av marknaden med egna skatteregler och där investeringar endast kan göras med de medel som är avsatta för premiepensionen, ställs det andra krav på sparandet och förvaltandet i jämförelse med ett privat sparande på den öppna marknaden. Detta innebär att en premiepensionssparare som vill anta en portföljstrategi för sin premiepension kan stöta på vissa svårigheter. Svårigheter som de inaktiva premiepensionsspararna definitivt undgår. Nedan analyserar vi portföljstrategierna utifrån att premiepensionsfonderna bildar en egen portfölj och utifrån att premiepensionstillgångarna endast utgör en del av spararens totala portfölj.

4.2 B&H-strategin

Den inaktiva premiepensionsspararen som inte har valt premiepensionsfonder och inte heller omplacerar kan sägas praktisera en B&H-strategi för sin premiepension. Med det menar vi att trots att premiepensionsspararen inte valt premiepensionsfonder så har ett köp av andelar i en premiepensionsfond ändå gjorts. Premiepensionsspararen har således indirekt köpt och sedan behållit andelar i en och samma fond, nämligen Premiesparfonden. Att vara inaktiv är inte det samma som att vara helt odiversifierad då premiesparfonden ger en viss riskspridning. B&H-strategin kan även sägas användas av de premiepensionssparare som är grundläggande aktiva, det vill säga de som har gjort ett första val men sedan inte omplaceras. Den senare gruppen innehar troligtvis en mer diversifierad portfölj och således en portfölj med mindre företagsrisk. B&H-strategin kan praktiseras i portföljer bestående av enbart en eller flera premiepensionsfonder och i portföljer där premiepensionen utgör en del av portföljens totala värde. Vi vill även poängtera att en premiepensionssparare aktivt kan välja en B&H-strategi. Gruppen premiepensionssparare som förlitar sig på B&H-strategins förtjänster är tämligen stor. I trendliknande perioder med en marknad som stadigt rör sig i en positiv riktning kommer denna grupp av premiepensionssparare att gynnas. Med B&H-strategin är premiepensionsspararen med på sina innehavs samtliga upp- och nedgångar. Det vill säga att

med denna strategi riskerar spararen inte att missa en uppgång på grund av en omfördelning eller rebalansering.

4.3 Rebalanseringsstrategin

Den fortlöpande aktiva premiepensionsspararen som gör ett första val och som sedan följer sina fonder och omplacerar har om inte en teoretisk grundad strategi så i alla fall en tanke om hur han/hon vill förvalta sin portfölj. Dessa premiepensionssparare kan då använda sig av rebalanseringsstrategin, CPPI-strategin eller någon annan aktiv portföljstrategi som står till buds. Rebalanseringsstrategin går att använda på en portfölj som enbart innehåller premiepensionsfonder då man kan omfördela mellan sina fonder inom premiepensionssystemet. Det är inte omöjligt men tämligen svårt att använda sig av strategin på en portfölj där premiepensionssparandet endast utgör en del av portföljens totala värde, eftersom det inte går att rebalansera mellan premiepensionsfonder och tillgångar utanför premiepensionssystemet. Den fortlöpande aktiva premiepensionsspararen som använder denna strategi för sin premiepensionsportfölj kommer att gynnas i perioder där marknaden är volatil, detta på grund av att strategin utnyttjar stora kurssvängningar. Vidare kommer strategin att vara sämre än B&H-strategin när kurssvängningarna är små och inträffar sällan. Rebalanseringsstrategin lämpar sig väl inom premiepensionssystemet på så sätt att det inte belastas med några transaktionskostnader.

4.4 CPPI-strategin

Om den fortlöpande aktiva istället skulle vilja använda sig av CPPI-strategin går det att genomföra på en portfölj som endast innehåller premiepensionsfonder men inte på en portfölj där premiepensionen endast utgör en del av det totala sparandet. Premiepensionssystemet erbjuder placeringsalternativ som kan likställas med riskfria placeringar. Det lönar sig då för en fortlöpande aktiv premiepensionssparare att använda sig av CPPI-strategin i perioder med en stadigt växande marknad samtidigt som strategin ger ett skydd när marknaden vänder nedåt. Vanligtvis drabbas investerare med denna strategi av en hög andel transaktionskostnader då strategin kräver upprepade omplaceringar för att upprätthålla ett bra skydd. Premiepensionssparare är befriade från transaktionskostnader inom systemet, vilket gör strategin billig och tillåter premiepensionsspararen att göra mer frekventa omplaceringar vilket ger ett säkrare skydd mot kraftiga börsfall.

4.5 Marknadens volatilitet påverkar utfallet

B&H-strategin kan som tidigare sagts sägas användas av de premiepensionssparare som endast gör ett första val och som inte omplacerar och av de som är helt inaktiva. Enligt strategierna är det inte ett problem att premiepensionsspararna är inaktiva eller grundläggande aktiva, dvs. praktiserar B&H-strategin, om det är så att förväntningarna av marknaden är att den kommer att vara stadigt stegrande och inte allt för volatil. De premiepensionsspararna som har valt att initialt placera sin premiepension på mer volatila marknader och i mer volatila premiepensionsfonder, dvs. högriskfonder, har dock anledning att anta en mer aktiv portföljstrategi. Reblanserings- och CPPI-strategierna kan på ett bättre sätt säkra den initiala investeringen. Det är sagt att Reblanseringsstrategin är bättre än B&H-strategin om investeringsperiodens slutnivå ligger nära den initiala nivån. Detta är dock inte ett troligt scenario då premiepensionssparandet sker på långt sikt.

Förväntade kursrörelser under förvaltningstiden påverkar valet av strategi. Valet kompliceras av att varken professionella eller privata investerare kan vara helt säkra på sina förutsägelser om marknadsutvecklingen. Om en premiepensionssparare vill känna sig helt trygg med sina fondval har spararen en låg risktolerans och ett stort behov av att skydda det initiala investeringsbeloppet. Av de dynamiska portföljstrategier som vi analyserar är Reblanserings- och CPPI-strategin de som på bäst sätt kan skydda det initiala investeringsbeloppet. Dessa kräver dock aktivitet och kan inte användas på portföljer där premiepensionen är en del av det totala portföljvärdet. Det kan finnas anledningar för en premiepensionssparare att anta en aktiv strategi då den historiska slutsatsen säger oss att riskerna på marknaden har varit betydande under det senaste seklet. Den historiska slutsatsen är att sparare bör analysera risker och välja sådana placeringsalternativ som skyddar kapitalet. Att diversifiera eller att anta en portföljstrategi som skyddar det initiala investeringsbeloppet kan vara sätt att åstadkomma en sådan trygghet. Dock kan premiepensionsspararna inte tänkas vara i lika stort behov av extremt trygga strategier då premiepensionsmedlen inte direktinvesteras utan investeras i diversifierade fonder. Då detta sparande sträcker sig över en lång tidshorisont gör även det att premiepensionsspararens behov av en väldigt trygg strategi minskar. Vidare fonderar PPM premiepensionen i regelbundna intervall vilket kan ge premiepensionsspararna en viss riskreducerande effekt.

4.6 Slutlig analys

Förslagen om att öka aktiviteten hos premiepensionsspararna, som har presenterats av Premiensionsutredning och PPM, tenderar att framställa aktiviteten som något enbart positivt. Vi anser dock att aktiviteten bör problematiseras, då den i många fall tar sig i uttryck genom enkla tumregler och då vinsterna av en aktivitetsökning är få. Slutperiodens resultat kan förutsägas med en dynamisk portföljstrategi och med en förväntning om marknadsutvecklingen. Så blir dock inte fallet om enkla tumregler används som "strategi" under förvaltningstiden. Sådana strategier kan inte leverera ett antagande om slutperiodens resultat. Vi menar således att öka aktiviteten inte bör vara ett självändamål om kunskapsnivån förblir låg. Att öka aktiviteten utan att öka kunskapsnivån skulle ge enkla tumregler större utrymme inom premiepensionssystemet vilket skulle kunna påverka spararens framtida levnadsstandard negativt. Då man inte kan säga att det finns en ultimata portföljstrategi för alla situationer tvingas spararen att göra överväganden om framtida utveckling. De olika portföljstrategierna har olika egenskaper och passar olika sparare mer eller mindre väl. Då B&H-strategin lämpar sig väl för de som varken har möjlighet eller tillräckliga kunskaper för att bli aktiv blir det intressant att se vad denna strategi kan leda fram till när det gäller premiepensionen. Vi har frågat oss om de inaktiva premiepensionsspararna kan känna sig trygga med denna portföljstrategi. Denna fråga har vi ställt oss mot bakgrund av att PPM och premiensionsutredningen vill höja premiepensionsspararnas aktivitetsnivå. Frågan är adekvat då B&H-strategin är gynnsam under vissa marknadsförutsättningar och då kan betraktas som trygg. Men å andra sidan är portföljstrategierna olika gynnsamma under olika marknadsutvecklingar, vilket gör att spararen som alltid för stunden vill vara trygg och ha den mest gynnsamma portföljstrategin även måste vara aktiv i perioder då spararen har en portföljstrategi som inte kräver aktivitet. Spararen måste vara aktiv på så sätt att spararen måste revidera sitt strategival om hans/hennes förväntningar om marknaden ändras, det vill säga om marknaden går från att vara volatil till mer långsamt stegrande eller vice versa. Detta medför då att spararen delar upp sin totala investeringsperiod i olika perioder för att kunna använda olika strategier. Under dessa förutsättningar måste även B&H-strategin vara aktiv. Enligt strategierna kan den som är helt inaktiv endast känna sig helt trygg då marknaden är stadigt uppåtgående och inte under perioder med volatila marknader.

Det är tydligt att det finns svårigheter för den som vill använda sig av någon annan portföljstrategi än B&H-strategin i förvaltandet av en portfölj där premiepensionen ingår.

Detta på grund av att systemet är stängt på ett sådant sätt att man inte kan placera andra medel i sina premiepensionsfonder. Det går visserligen att köpa andelar i samma fonder utanför systemet och låta dessa ingå i portföljen men då måste portföljens initiala investeringsbelopp höjas. Rebalanseringsstrategin och CPPI-strategin kan tillämpas fullt ut på en portfölj som enbart innehåller premiepensionsfonder. Portföljstrategierna skulle vidare kunna fungera som ett slags riktmärke för premiepensionsspararna då de kan ge riktlinjer för hur förvaltningen skall hanteras. Detta går dock inte inom premiepensionssystemet då dess begränsningar hindrar sparare från att anta aktiva strategier på en portfölj som innehåller mer än premiepensionsfonderna. Vi anser att det inte bara är den låga kunskapsnivån som utgör ett hinder för premiepensionsspararna utan även att systemet är oflexibelt.

Då premiepensionssystemet infördes och stämningen orolig på marknaden hade premiepensionsspararna varit i behov av en portföljstrategi som hade kunnat skydda det initiala investeringsbeloppet. Om det är så att PPM och Premiepensionsutredningen tror att marknaden kommer att vara mer ojämn och volatil så kan det vara en av anledningarna till att de vill få premiepensionsspararna mer aktiva. PPM och Premiepensionsutredningen kan möjligtvis se ett problem i att en så stor del av premiepensionsspararna förlitar sig till en och samma strategi. Detta skulle kunna undergräva premiepensionssystemet i tider med volatila marknader. Ur premiepensionsspararens perspektiv och med utgångspunkt i de dynamiska portföljteorierna tycks dock anledningarna vara få till att bli aktiv om marknadsutvecklingen blir lugn och stadigt stegrande. Anledningarna är än färre om premiepensionsspararen ser premiepensionssparandet som en del av hans/hennes totala portfölj.

5. SLUTSATS

Efter att ha läst in oss på premiepensionssystemet och studerat tre portföljstrategier har vi kommit till en del insikter om briser inom premiepensionssystemets och svårigheter med portföljstrategierna. Premiepensionssystemet är ett stelt system som ställer till det för sparare med aktiva portföljstrategier och som vill se premiepensionen som en del i sin totala portfölj. Portföljstrategierna ger inga enkla lösningar utan är olika gynnsamma under olika marknadsutvecklingar.

Vi inledde denna uppsats med att fråga oss om en inaktiv premiepensionssparare kan känna sig trygg under förvaltningstiden fram till pensionen. Det finns anledningar i de dynamiska portföljstrategierna som talar för att spararen inte kan känna sig trygg som inaktiv. Spararen kan aldrig förutse framtida utveckling utan måste förlita sig på sina förväntningar. Då den inaktiva spararen inte övervakar sin portfölj kan portföljens risk skjuta i höjden utan att spararen har möjlighet att parera detta. Den inaktiva strategin kan heller aldrig skydda det initiala investeringsbeloppet eller utnyttja volatilitet. Utgår vi bara från strategierna blir vår slutsats att den inaktive spararen inte kan känna sig trygg. Den finns dock andra anledningar som talar för att den inaktiva premiepensionsspararen kan känna sig trygg. Visserligen kan spararen aldrig förutsäga utvecklingen men historiskt sätt så har marknaden alltid stigit. Premiepensionens placeringshorisont är lång vilket gör att förlustrisken minskar och så även svängningarna. Spararen behöver inte heller oroa sig för att nivån på fondavgiften ökar till en orimligt hög nivå. Vidare är fonder diversifierade i sig själva och ses regelbundet över av sin förvaltare. När vi väger in dessa aspekter leder detta oss fram till den motsatta slutsatsen, det vill säga att den inaktiva spararen kan känna sig trygg.

KÄLLFÖRTECKNING

aktiespararna.se, 2007

Andersson, L., 2006: *Värdepapper, En genomgång av kapitalmarknaden och skattereglerna*, Sjunde upplaga, Björn Lundén Information AB, Uddevalla

Axvärm, Anders, universitetslektor, Handelshögskolan i Göteborg, 2007-05-22

Berg, Lundberg, Lönnberg., 2007: "Varför bryr sig ingen om PPM? – en studie av en långtgående produkt som kräver engagemang", Lunds Universitet

Blåvarg, Martin, chefsekonom, Finansinspektionen, 2007-04-10

Dagens Industri, 2007-05-02, *PPM rensar i rabatten*

Dagens Industri, 2007-05-03, *PPM gallrar i fondfloran*

De Ridder., Vinell L., 1990; *Aktiers avkastning och risk*, Nordstedts Förlag, Göteborg

di.se, 2007

Esaiasson, P., Gilljam, M., Oscarsson, H., Wängnerud, L., 2007; *Metodpraktikan, Konsten att studera samhälle, individ och marknad*, Nordstedts Juridik, Stockholm

forum-fet.fi, 2007

Gustafsson J., Tram P., 2005, *Constant Proportion Portfolio Insurance, En undersökning av två strategier*, Kandidatuppsats, Uppsala Universitet

Helin J., Sparf H., 2006, *PPM - Passivt Placerande för Många : En analytisk studie av premiepensionsspararnas avsaknad av strategier för fondval*, Magisteruppsats, Södertörns

Högskola

Högholm, Kenneth, 2004: *Pengar & Placering: Tidsdiversifiering*, Forum för Ekonomi och Teknik

I börsbubblans spår – fondsparandet 2000-2005, *Fondbolagens Förening*

lansforsakringar.se, 2007

Orange Rapport, *Pensionssystemets årsredovisning 2006*, Försäkringskassan

Perold A., Sharpe W., 1995; *Dynamic Strategies for Asset Allocation*, Financial Analysts Journal

Philip T., 2006: *"Tajming i pensionsfonder – en studie av de 38 Sverigefonderna inom PPM-systemet"*, Lunds Universitet

ppm.nu, 2007

Premiepensionsutredningen, *SOU 2005:87*, Stockholm

regeringen.se, 2007

Saers, Erik, marknadstillsynschef, Finansinspektionen, 2007-04-10

Sjunde AP-fonden, *Årsredovisning 2006*

Van Bergen J., 2004; *Asset Allocation Strategies*, Investopedia

Vinell, L., Fischerström, J., Nilsson, M., 2005; *Effektivt Kapital*, Nordstedts Juridik, Stockholm