



ANFÖRANDE

DATUM: 2003-11-25
TALARE: Förste vice riksbankschef Eva Srejber
PLATS: Aktiesparararna

SVERIGES RIKSBANK
SE-103 37 Stockholm
(Brunkebergstorg 11)

Tel +46 8 787 00 00
Fax +46 8 21 05 31
registratorn@riksbank.se
www.riksbank.se

■ Finansiell delegering – Hur håller jag koll på den som förvaltar mina pengar?

Inledning

Jag vill börja med att tacka för att ni bjudit in mig som talare här på den Stora Aktiekvällen. Under den tid jag fått till mitt förfogande tänkte jag diskutera frågan om vilka möjligheter jag som sparare har att se till att mina pengar inte används i annat syfte än att förbättra min ekonomi. Detta är en problematik som har följt oss under lång tid och nu åter har aktualiserats i och med diskussionerna om agerandet i några av våra livbolag. Det som gör frågan intressant för en centralbanksföreträdare är de vidare komplikationer som kan följa om folk tappar förtroendet för de som förvaltar sparandet. Skulle det ske, påverkas inte endast de som sparar. Vi riskerar alla att drabbas i form av en sämre ekonomisk utveckling. Eftersom förtroendeproblem kan uppstå i alla former av sparande, oavsett om detta sker via vanliga bankkonton, genom direktköp av aktier eller insättningar i fonder, ska jag diskutera frågan på ett mer allmänt plan och inte fokusera på den aktuella problematiken i livbolagen.

Sparandets drivkrafter

Den avreglering av de finansiella marknaderna som inleddes i Sverige under 1980-talet innebar stora förändringar för svenskarnas sparande. Plötsligt fick vi en betydligt större rätt att själva bestämma över våra pengar och fatta många av de sparbeslut som staten tidigare haft monopol på. Den snabba och innovativa utvecklingen på de finansiella marknaderna gav också spararna stora möjligheter att välja inriktning på sparandet. Inte förvånande har vi under den här tidsperioden också fått se ett kraftigt ökat finansiellt sparande. Avregleringarna förklarar en del av detta. Skattereformen och återgången till en låginflationsekonomi är andra faktorer. Men den underliggande trenden förklaras nog ändå främst av demografiska förändringar. Så sent som på 1980-talet satsade folk större delen av sitt sparande i reala tillgångar, som hus och varaktiga konsumtionsvaror, och i

■ humankapital, d.v.s. utbildning av olika slag. Sedan dess har finansiella placeringar, på bank eller i olika typer av värdepapper, fått en allt större plats i människors sparande. I stora drag kan denna förändring förklaras av att människor anpassar sin konsumtion och därmed sitt sparande efter livets olika faser. I unga år överstiger konsumtionen normalt inkomsterna. Det är då folk bildar familj, utbildar sig, köper bilar och bostäder. För att klara av alla dessa utgifter måste de flesta av oss låna pengar. I takt med att åren går, stiger inkomsterna då man skördar frukterna av investeringarna i humankapital samtidigt som de stora investeringarna redan är gjorda. Skulderna kan amorteras ned och det finansiella sparandet kan öka. En slutsats är att ju större andelen unga är i förhållande till äldre, desto mer av sparandet kommer att ske i reala tillgångar. Omvänt gäller att ett land med en något äldre befolkning har ett relativt stort finansiellt sparande. Denna beskrivning stämmer ganska bra in på Sverige. Med tanke på de förändringskrav befolkningsutvecklingen ställer på pensions- och omsorgssystemen är det också rimligt att anta att det privata finansiella sparandet kommer att behöva öka ytterligare framöver. Det är nämligen vad som kommer att krävas för att man i framtiden klara sin ekonomi efter pensionen. Kopplingen mellan den utvecklingen och inflationen diskuterade jag för övrigt i ett tal jag höll den 19 november.

Förtroendet är grunden

När det gäller sparandet är nog de flesta av oss ute efter ett väldiversifierat sparande. Vi vill visserligen få god avkastning på sparandet, men det måste ske till rimliga risker. Vi har också blivit mer medvetna om att det är nettoavkastningen, d.v.s. avkastningen efter det att olika avgifter räknats bort, som är avgörande för hur mycket sparandet är värt. Efterfrågan på ett väldiversifierat sparande till relativt låg kostnad har skapat grunden för de senaste årens kraftiga expansion av passivt förvaltade aktieindexfonder. Sådana fonders placeringar speglar utvecklingen i ett givet index, vilket innebär att aktiv förvaltning blir överflödigt. Att dessa fonder slagit igenom på bred front, åtminstone på mer utvecklade marknader, framgår bland annat av den BIS-rapport om institutionell kapitalförvaltning som presenterades i våras¹. Som rapporten också visar har utvecklingen på de finansiella marknaderna öppnat mer exotiska marknader och branscher för vårt sparande. På dessa är aktiv förvaltning vanligare då möjligheterna att vaska fram guld-korn, som kan slå den allmänna marknadsutvecklingen, anses vara större.

Denna utveckling har haft stor betydelse för effektiviteten hos de funktioner som den finansiella sektorn tillhandahåller. Jag tänker då närmast på möjligheten att hantera risk samt att omvandla sparande till riskkapital för investeringar. Den finansiella sektorn har även andra viktiga funktioner, men de lämnas därhän den här gången. Diversifieringen som jag nämnde nyss är ett exempel på hur hushåll på ett enkelt och relativt billigt sätt kan minska risken i sitt sparande. Den ökade trygghet som småsparare känner genom det diversifierade sparande som erbjuds av olika sparbolag ökar flödet av kapital från sparare till investerare. Eftersom na-

¹ Committee on Global Financial System, BIS, 2003, "Incentive structures in institutional asset management and their implications for financial markets".

■ tionsgränserna inte är lika tydliga i den finansiella världen kan kapital söka sig dit det gör bäst nytta, oavsett om detta är i Sverige eller någon annan stans på vår jord.

Avregleringen innebar att marknadskrafterna skulle utnyttjas i större utsträckning för att allokera kapital och hantera risker. Har ett samhälle väl tagit det steget, måste det också gå vidare och se till att de enskilda spararna känner förtroende för marknadsaktörerna. Möjligheten för det finansiella systemet att tillhandahålla de samhällsekonomiskt viktiga funktionerna på ett effektivt sett bygger på att det finns ett sådant förtroende. En blick i historiens backspegel visar att detta förtroende inte kan tas för givet. De aktuella händelserna i livbolagen är exempel på detta. Även om det är en begränsad kris, tydliggör den ändå hur flyktigt förtroendet kan vara. Nysparandet i livbolagen har visserligen minskat under en längre tid, men skandalerna i Skandia har spätt på spararnas misstroende. Enlign Sifoundersökning som presenterade i Göteborgs Posten den 2 november tappade tre fjärdedelar av svenskarna förtroendet för livbolagen när dessa skandaler uppdagades.

Flockbeteende ger problem

Risken för att förtroendeproblem ska uppstå i samband med finansiell delegering, d.v.s. då jag överlämnar förvaltningen av mitt sparande i någon annans händer, kan alltså inte negligeras. Till stor del är denna risk en följd av att all form av finansiell delegering innehåller potentiella intressekonflikter. Den som förvaltar mitt sparande kan helt enkelt ha andra intressen än jag.

Ett exempel är det flockbeteende som iakttagits hos fondförvaltare. I grunden rör det sig om ett rationellt beteende som bygger på att fonderna tjänar pengar på de avgifter spararna betalar. För att inte förlora kampen om spararnas pengar gäller det att åtminstone inte vara sämre än snittet. Annars är möjligheten att locka till sig nya sparare avsevärt mycket svårare. I det perspektivet väger kostnaden för att vara sämre än snittet tyngre än vinsten av att vara bättre. Det blir då rationellt för en förvaltare att agera på samma vis som andra gör. Om alla köper IT-aktier måste jag, som förvaltare, också göra det för att inte riskera att avvika för mycket. Det stora problemet är om detta i sin tur påverkar de finansiella marknaderna på ett negativt sätt. Det verkar som det kan var på det sättet. Flockbeteendet har pekats ut som en bland flera möjliga orsaker till den senaste börsbubblan och den efterföljande börskraschen.

Stora rörelser på de finansiella marknaderna gör sparandet mer osäkert. Ett väldiversifierat sparande, exempelvis i en fond som placerar både i aktier och räntebärande papper, ger normalt ett bra skydd mot förändringar i börskurser och räntor och det är nog folk medvetna om. Däremot är det nog mer tveksamt att de är medvetna om att förvaltarnas beteende i sig kan bidra till stora svängningar på marknaderna som i sin tur gör att ett väldiversifierat sparande blir mer riskfyllt än vad det borde vara. Om de incitamentsprogram som används för att motivera den enskilde fondförvaltaren bygger på hur framgångsrik han eller hon är i för-

■ hållande till sina konkurrenter, kan det negativa flockbeteendet förstärkas ytterligare.

Dessa problem kan förstärkas av konstruktionen av de index många förvaltares insatser utvärderas mot. Det är en aspekt som tas upp i den BIS-rapport jag nämnde tidigare. De vikter som används för att beräkna ett företags andel i många av de populäraste indexen baseras på företagets marknadsvärde. Detta tenderar att leda till att övervärderade bolag blir överrepresenterade i indexen. Eftersom fondförvaltarens möjlighet att avvika från index genom att undervikta övervärderade företag ofta är starkt begränsad, blir den ofrånkomliga följderna att förvaltaren kan tvingas investera i företag som anses vara övervärderade.

Blåögd syn på bonusprogram

Ersättningsstrukturen till ledningarna i aktiebolagen är en annan potentiell källa till intressekonflikt som kan drabba spararna. Idén att företagsledningens inkomst ska knytas till utvecklingen av aktievärdet ökar sannolikheten för att företagsledningens och aktieägarnas intressens ska sammanfalla. Ledningen koncentrerar sig på att öka företagets värde, eftersom det leder till ökade inkomster för ledningen. Tanken är att det ska minska risken för att ledningen ska syssla med annat, som inte är bra för företagets utveckling. Det gynnar därmed även de som har placerat sina pengar i ett sparbolag, som i sin tur har investerat i företaget. Hela tanken bygger naturligtvis på att aktiekursen också speglar någon form av fundamentalt förväntad värdeutveckling hos företaget.

De senaste årens företagsskandaler visar dock att det var blåögt att knyta bonusen enbart till aktiekursens kortsiktiga utveckling. Uppenbarligen gav det mindre nogräknade företagsledningar incitament att försöka påverka aktiekursen genom att tänja på redovisningen eller göra tveksamma affärer i syfte att påverka det redovisade resultatet. Ska den här typen av bonusprogram fungera, krävs betydligt mer sofistikerade system än att enbart koppla bonusen till tillfälliga förändringar i aktiekursen. Bonusen måste baseras på faktiska och bestående resultatförbättringar i bolagen och den måste ha ett tak. Å andra sidan kan man ju undra om det inte borde räcka med en bra lön för att göra ett bra jobb. Under alla omständigheter kan man konstatera att trycket från allmänhet och myndigheter på förändringar är stort. Vi bör alltså kunna räkna med att förbättringar kommer att ske så att risken att företagsledningarna ska agera på ett sätt som missgynnar aktieägare och de som sparar indirekt i företagens aktier minskar.

Ägarfrågan viktig men svår

Många har pekat ut det ökade institutionella sparandet som boven i bonusdramat. AP-fonderna, försäkringsbolagen och olika former av fondbolag har så långt som möjligt försökt undvika att ta en aktiv ägarroll. Det skäl som angivits är att ett aktivt ägande inte gynnar spararna. Aktivt ägande kostar både pengar och gör det dessutom svårare att dra sig ur ett företag som man är missnöjd med. Istället har institutionerna sagt sig vilja rösta med fötterna. Är de missnöjda med ett före-

■ tag, säljer de helt enkelt sitt innehav av aktier i det företaget. En följd av denna ovilja att utöva ett aktivt ägande har blivit att mer makt glidit över till företagsledningarna som fått möjlighet att bevilja sig själva orimliga förmåner.

Framväxten av det institutionella ägandet har också lett till uttalanden om fördelarna med det traditionella familjeägandet. Personligen är jag dock inte så säker på att det ägandet är det bästa alternativet. I Sverige har det inneburit att en ägare med relativt liten kapitalinsats, via så kallat ask i ask-ägande, kunnat kontrollera företaget. Precis som i fallet med alltför starka företagsledningar, kan naturligtvis sådana ägare agera på ett sätt som inte gynnar övriga aktieägare. I Sverige har säkerligen viljan att kontrollera företagsgrupper många gånger varit en viktigare drivkraft hos en del av de traditionella ägarfamiljerna än intresset att öka aktieägarvärdet.

Personligen anser jag att Sverige skulle vinna på att fler institutionella placerare valde att engagera sig i ägarfrågor och hur vi ska kunna hålla koll på dem som förvaltar vårt sparande. Det skulle bland annat minska risken för det uttryck av girighet vi fått se i exempelvis ABB och Skandia. Och det finns tecken på en del institutioner har börjat tänka om i denna fråga. Exempelvis har ett par av AP-fonderna agerat ganska tufft i ägarfrågor. Men det är viktigt att frågan om det institutionella ägandets roll fortsätter att diskuteras.

Ytterligare en potentiell intressekonflikt kan finnas mellan aktie- och andelsägare i exempelvis de bankägda fondbolagen. Enligt svensk lag ska ett fondbolag vara ett aktiebolag och agera för att maximera värdet för sina aktieägare. Sammanfaller aktieägarnas intresse inte med intresset hos dem som tillskjutit kapitalet, d.v.s. andelsägarna, finns en grund för konflikt. Ett exempel är då det bankägda fondbolaget äger aktier i ett företag som banken i sin tur har intresse i som långgivare. Om utvecklingen i företaget motiverar en försäljning av aktierna, och om detta i sin tur kan riskera det kapital banken lånat till företaget, finns det en risk att banken försöker påverka fondbolaget att behålla aktierna. Denna risk ska å andra sidan inte överdrivas. I Sverige har såväl aktörerna själva som Finansinspektionen sett till att den potentiella konflikten inte fått blomma ut. Dessutom är incitamentet att agera på, ett för spararna, bra sätt stort. Dåliga affärer riskerar att spararna säljer sina andelar och kanske framför allt till att nysparandet minskar.

Utdelningsförbud kringgås

De intressekonflikter vi sett prov på i de ömsesidiga livbolagen är annorlunda än de som kan uppstå i de bankägda fondbolagen. Det beror just på dessa livbolags speciella konstruktion. Överskottet i de ömsesidiga bolagen ska tillfalla spararna och får därmed inte delas ut. Trots detta utdelningsförbud är det vanligt att ömsesidiga livbolag knutits till sakförsäkringsbolag. Man kan undra varför. Jo, det finns andra sätt att tjäna pengar på livspararna. Oftast är det sakbolaget som förvaltar livbolagets kapital och det görs naturligtvis inte gratis. Finansinspektionen ska visserligen granska om ersättningen i dessa fall är skälig. Men då det inte sker någon regelrätt upphandling av förvaltningsuppdraget är det svårt att veta om avtalet är bra eller inte för spararna. Till följd av det flyttförbud som gäller, har

■ spararna inte heller någon möjlighet att agera om de är missnöjda. Den aktuella diskussionen om Skandia har handlat mycket om huruvida det var rätt eller fel att sälja förvaltningsuppdraget till Den norske bank. Men problemet i det fallet är snarast det grundläggande avtal som gav sakkolaget uppdraget att förvalta livbolagets kapital.

Det är också vanligt att sakkolaget sköter försäljningen av livbolagets försäkringar. Inte heller detta uppdrag konkurrensutsätts, vilket innebär att det är möjligt att ersättningen till sakkolaget skulle kunna vara lägre. Det finns en rad andra exempel på hur pengar möjligen kan ha förts över från livbolaget till sakkolaget. Man kan exempelvis fråga sig om Skandia AB:s försäljning av fastigheter till Skandia Liv verkligen skedde till marknadspris. Folksam Liv, å sin sida, lämnade lån till sakkolaget som hade karaktären av riskkapital. Räntan på lånet verkar dock vara lägre än vad som borde krävas för riskkapital.

Frågan är hur detta har kunna pågå under så många år, utan att någon reagerat. Vi kan ju inte skylla på att problemen inte var kända. De har uppmärksammats i olika sammanhang under åren utan att leda till någon större diskussion. Kanske har det gällande systemet varit så fast etablerat i våra tankar att vi inte har kunnat se de verkliga riskerna. För mig har det varit så. Under slutet av 1980-talet satt jag i Försäkringsinspektionens styrelse, men jag kan inte minnas att frågan diskuterades, trots att problematiken i grunden var densamma då som nu. Alla, från regeringen och Finansinspektionen till bolagsledningarna och konsumentföreträdarnas organisationer, kände till problemen. Trots det har mycket lite gjorts, utöver införandet av möjligheten att etablera vinstdrivande livbolag.

Inlåsnings effekter

Jag har försökt ge exempel på konflikter i sparandekedjan som kan påverka värdet på sparandet negativt. Sådana konflikter finns inneboende i all form av finansiell delegering och är naturligtvis inte begränsade till Sverige. De rådande institutionella strukturerna i enskilda länder kan göra att konflikterna tar sig lite olika uttryck. Men att konkurrensen om spararnas pengar av olika skäl inte får verka fullt ut är nog en viktig faktor i de flesta fallen.

I ett internationellt perspektiv är det svårt att hävda att utbudet av sparprodukter i Sverige är för litet. Tvärtom, Sverige faller väl ut i en sådan jämförelse. Här är problemet snarast att konkurrensen hämmas av olika typer av inlåsnings effekter som har sina rötter i den gamla regleringstidens Sverige.

Kapitalflödet till AP-fonderna tryggas via lagstiftningen. Oavsett vad vi anser om deras förvaltning är det inte mycket vi kan göra för att påverka den. Förr utnyttjades AP-fonderna i politiskt syfte för att subventionera bostadsbyggandet genom att låta dem köpa bostads- och statsobligationer med räntor som låg under marknadsräntorna. Så fungerar det lyckligtvis inte idag. Andra delar av vårt pensionssparande har gått avtalsvägen in i arbetsmarknadsammansatta bolag, som Alecta och AMF. Inte heller förvaltningen av dessa pengar har vi kunnat påverka. Vissa liv- och pensionsförsäkringar skyddas i sin tur av skatteregler. Premierna i

de så kallade P-försäkringarna gjordes avdragsgilla i deklarationen, vilket tillsammans med den begränsade flyttmöjligheten innebar att sparandet låstes in.

Det finns också en inlåningseffekt avseende sparandet i de bankanknutna fondbolagen. Oviljan att betala reavinstskatt vid försäljningen av andelar kan göra spararna mindre benägna att sälja sina andelar trots att de är missnöjda med fondens utveckling. Det är självfallet också ett problem som omfattar dem som sparar direkt i aktier. Dessa olika former av inlåningseffekter har hämmat konkurrensen på sparmarknaden, vilket tillsammans med ett otydligt ägande i många aktiebolag sannolikt har missgynnat spararna.

Ytterligare ett problem som har betydelse för konkurrensen gäller den finansiella rådgivningen. I USA finns en kader av fristående rådgivare utan koppling till de bolag som säljer olika sparprodukter. Så är det inte i Sverige. Här accepterar vi fortfarande att våra placeringsråd ges av samma människor som sedan ska tjäna pengar på att ta hand om vårt sparande. Det säger sig själv att en sådan hopkoppling av rollerna inte är den bästa lösningen.

Dags för förändringar

Vad ska vi då göra? Vi måste se till att trovärdigheten för marknadsaktörerna kan upprätthållas. Att det finns ett behov av att se över den institutionella ramen kring de ömsesidiga livbolagen är uppenbart. Det räcker inte med ett allmänt krav på självsanering. Därför är regeringens beslut att tillsätta en utredning som ska se över just dessa problem mycket välkommet. I väntan på de förändringsförslag som denna utredning ska lägga fram, gäller det att se till att personer som missbrukat sin ställning byts ut. Och det är precis vad som skett inom Skandia. Det är bra. Det tycker jag visar att marknadsekonomin fungerar. Även om folk med rätta är upprörda över händelserna inom livbolagen bör de därför inte behöva leda till att förtroendekrisen sprider sig vidare. För att ändå stämma i bäcken gäller det att peka på de alternativ till väl fungerande diversifierat sparande som erbjuds på marknaden. Breda indexfonder med låga avgifter är exempel på sådana alternativ.

Att tala sig varm för att behovet av en seriös finansiell rådgivning som står fri från dem som säljer sparprodukter är också viktigt. Det borde finnas en marknad även i Sverige för sådan rådgivning, även om det kostar pengar.

Att frigöra hela den potentiella konkurrens som finns på sparmarknaden är dock det som på sikt ger den största garantin för att spararnas kapital inte ska användas till andra saker än till att förbättra just spararnas ekonomi. Ska vi nå dit måste de inlåningar som idag hämmar konkurrensen brytas upp. Detta kräver i sin tur förändrade skatteregler och flyttmöjligheter för försäkringstagare. Jag är medveten om att detta är komplicerade frågor. Det gör det inte mindre viktigt att ta tag i dem så snart som möjligt.

Tack för ordet.