

# Fondsparande eller försäkring – vilket är förmånligast?

av tekn. dr **Olli-Pekka Piirilä**, matematiker, Försäkringsinspektionen och  
ekon lic. **Tom Strandström**, överinspektör, Social- och hälsovårdsministeriet, Finland



Olli-Pekka Piirilä

Marknadsföringen av placeringsfonder och försäkring med fondanknytning fokuserar ofta på högt uppskrivade förväntningar på *avkastning*.

Förvisso är avkastningen en mycket viktig faktor då det gäller att bedöma vilken placering som varit bäst. Vi kompletterar med att analysera *kostnaderna*.



Tom Strandström

## Inledning

I stället för att såsom i flertalet artiklar jämföra *avkastningen* i ett antal placeringsalternativ jämför vi här *kostnaderna* för liknande placeringsalternativ, något som vi menar är lättare att förutsäga.

Via en kostnadsorienterad referensram ger vi vår syn på fondsparande, fondförsäkring, traditionell livförsäkring samt direkt placering i aktier och andra värdepapper. Vi kompletterar den, i vår mening, allmängiltiga referensramen med en komparativ analys av finska produkter. Tyvärr, eftersom slutsatserna till en del bygger på en marknadsimperfection dvs. beskattningen, måste man tillstå att denna del av slutsatserna närmast kan konstateras vara ”fiffigast för finska förhållanden”.

## Bakgrund

Huvudkriteriet för en lyckad placering är utan tvivel avkastningen. Etablerad finansieringsteori har utvecklat ett antal alternativmodeller för utvärdering av olika placeringsalternativs risk/avkastningsförhållande. Generellt sett kan man säga att dessa mått eller index bygger på ett antal grundläggande statistiska mått, såsom medeltal, varians och korrelation. Ett antal av de mer utvecklade modellerna använder även högre moment såsom skevhet och toppighet för att beskriva en fördelningsfunktions egenskaper. Genom att allmänt taget se på marknadsnoteringar av aktier, obligationer och andra värdepapper gör man ofta ett implicit antagande om perfekta marknader med bl.a. inga eller lika transaktionskostnader och skatter för samtliga aktörer –

vilket i praktiken icke är fallet – och konklusionen om hur det lönar sig att placera blir därför i vår mening alltför teoretisk.

Vi antar och anser att placeringsfonder, fondförsäkringar och livförsäkringar innebär placeringar i underliggande tillgångar, företrädesvis finansmarknadsinstrument, som liknar varandra tillräckligt mycket för att kunna jämföras. Vi anser att en del av utvärderingen för nya placeringar skall göras på basen av kostnaderna (i praktiken negativa avkastningar) och presenterar här en tämligen enkel referensram för utvärdering av dessa.

### **Olika typer av kostnader**

Allmänt taget kan placeraren betala avgifter av engångsnatur i form av teckningsarvoden, etableringskostnader m.m. då han gör placeringen, löpande avgifter för förvaltning, uppbevaring av värdepapper osv. under placeringens löptid och eventuellt avgifter av engångsnatur då placeringarna avslutas. Avgifterna är olika för olika typer av placeringar och därför kan det te sig tämligen svårt att jämföra olika alternativ. Ett problem är att jämföra ett teckningsavode med en löpande förvaltningsavgift.

Om man tänker sig avvägningen av om det lönar sig att hellre betala en engångsavgift, låt oss låna livförsäkringsterminologi och kalla den  $\kappa$  eller alternativt en litet högre löpande förvaltningsprovision  $\gamma$ , blir det intuitivt klart att avgörande för beslutet blir tidshorisonten för placeringen. Om man placerar för en mycket kort tid, t ex en vecka, är  $\gamma$ -belastning i regel förmånligare medan det nästan alltid lönar sig att betala en engångsavgift  $\kappa$  om man placerar för en mycket lång tid. Detta samband mellan engångsavgift och löpande arvode kan uttryckas enkelt genom formeln

$$\kappa = 1 - (1 - \gamma)^T$$

vilket i praktiken kan exemplifieras genom att en tioårsplacering med 1% årligt förvaltningsarvode vore ekvivalent med ett en-

gångsuttag på 9,6% och därefter ingenting. Om förvaltningsarvode vore 2% vore konklusionen den att placeraren bör överväga om han får en större avkastning genom att själv placera 100 euro och lägga in aktierna i avgiftsfritt förvar på Värdepapperscentralen än en fondförvaltare får genom att placera 81 euro och 71 cent. Ofta förekommer argumentet att småplaceringar icke kan uppnå tillräcklig diversifiering. Må hända, men marginalnyttan av diversifiering är starkt avtagande och vi menar att ungefär tio olika tillgångar borde räcka. I praktiken orkar man inte följa med ett stort antal olika placeringar. Ovan anförda argumentation kan naturligtvis vändas så att man uttrycker hur många procent årlig avkastning en engångsavgift motsvarar.

$$\gamma = 1 - \sqrt[T]{1 - \kappa}$$

Till frågeställningen om en teckningsprovision eller en inlösenprovision är dyrare finns ett enkelt svar: De är lika dyra om de är proportionella till fonden ( $X$ ), eftersom man vid lika avkastning  $r$  kan konstatera att  $\kappa X_r = X r \kappa$ .

### **Avgifterna i finska placeringsfonder**

Avgifterna i de finska placeringsfonder som här studerats är av typ teckningsprovisioner och inlösningsprovisioner av engångsnatur samt förvaltningsarvoden och uppbevaringsavgifter i form av kontinuerliga uttag. I vissa fall har man överenskommit att fondbolaget erhåller en del av avkastningen som överstiger ett på förhand överenskommet index. Avgifterna är inte helt fasta utan de är i vissa fall beroende av det placerade kapitalet. Vid stora placeringar meddelar de flesta fondförvaltarna att de är villiga att diskutera avgifterna.

### **Avgifterna i finska försäkringar**

I finska livförsäkringar är avgifterna av typ etableringskostnader, arvoden för omkostna-

der som del av premie  $\kappa$  (motsv. teckningsarvode), löpande omkostnadsbelastning i proportion till fonden  $\gamma$  (motsv. förvaltningsarvode), arvoden proportionella till premiebetalningarna  $\epsilon$ , och då man vill jämföra livförsäkring med fondsparande en riskbelastning för dödligheten.

I fråga om försäkringar är de uppburna avgifterna i regel proportionella mot betalda premier, kumulerad fond (premie- eller ersättningsansvar) eller storleken på inbetalningarna.

### **Traditionell livförsäkring – övriga alternativ, kan man jämföra?**

En traditionell livförsäkring med ”rätt till extra förmåner på grundval av överskott” (=bonus, kundgottgörelse) skiljer sig från andra placeringar genom att försäkringstagaren i form av placerare inte bär hela risken. Försäkringsbolaget har ett solvenskapital som buffert för negativ värdeutveckling i placeringarna eller i de risker som försäkringsbolaget försäkrat. I traditionell livförsäkring finns en beräkningsränta som egentligen kan jämföras med en minimiavkastning, eller en oåterkallelig förmån, som bolaget ger försäkringstagaren vid den tidpunkt man gör upp försäkringsavtalet. Placeraren kan därför med rimlig säkerhet anta att han får ett belopp motsvarande betalda premier med avdrag för alla avgifter höjt med tidsvärdet av beräkningsräntan.

Beräkningsräntan kan här jämföras med en europeisk sälloption (PUT), där förfallodagen är tidshorisonten för placeringen (T), spotpriset (S) motsvarar  $1-\kappa$  (alla avgifter i  $\kappa$ -form), lösenpriset (X) motsvaras av  $Se^{rT}$  där  $r$  är beräkningsräntan. Den riskfria räntan och

<sup>1</sup>Egentligen kan man krångla till resonemanget ytterligare genom att beakta risken och anticiperade kundgottgörelser i form av livförsäkringsbolagets solvens, men detta resonemang är inte avgörande i detta kontext.

bedömning av risk i form av årlig standardavvikelse (investerarlang volatilitet) bör man sluta till sig på basen av marknadsnoteringar. Med dessa uppgifter är det en lätt sak att använda sig av en optionsvärderingsmodell (vi använder Black-Scholes 1973) för att sluta sig till den  $\kappa$  som skall avdras traditionell livförsäkring eller läggas till de andra alternativen för att de skall bli jämförbara.<sup>1</sup>

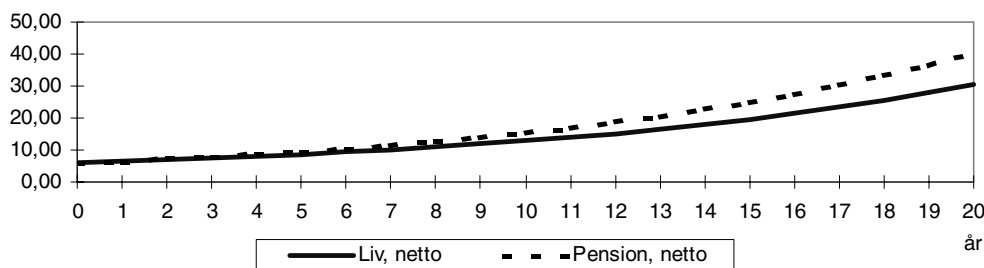
### **Prissättning av marknads- imperfektionen – skatt**

Även om beskattningen knappast är likadan i två länder, är det tyvärr så att denna betraktelse måste utvidgas till att gälla även skatteaspekter, som helt klart är en utgift för placeraren. Vi hoppas att skattereglerna i andra länder är tillräckligt likartade för att olikheter i beskattningen inte helt kullkastar de allmänna slutsatserna som vi kommer till senare.

Utgångsmässigt realiserar en överlåtelsevinst eller förlust vid byte eller försäljning av placeringsfond. En överlåtelsevinst betraktas som skattepliktig kapitalinkomst. För närvarande är kapitalskattegraden 28%. Eventuella försäljningsförluster kan avdras från försäljningsvinster under skatteåret och de därpå följande tre skatteåren. Fondplaceringar betraktas som förmögenhet och kan bli föremål för förmögenhetsbeskattning.

I en fondförsäkring realiserar ej en överlåtelsevinst vid byte av fond. Därmed finns i en fondförsäkring ett belopp motsvarande skattesatsen på avkastningen mera efter fondbyte än i direkt fondsparande. Vissa försäkringsbolag har ej erhållit skatt för partiella återköp så länge som återköpen är mindre än betalda premier. Placeraren har via försäkringssparande så tillvida möjlighet att uppskjuta skattebetalning, vilket är värdefullt, eftersom uppskjuten skattebetalning fungerar som en buffert för eventuella värdenedgångar. Livförsäkring betraktas inte som förmögenhet i beskattningen.

Figur 1. Netto av en 10 euro-investering i liv- och pensionsförsäkring (nettoaavkastning 10%, kapitalskatt 28 %, inkomstskatt 40 %)



Somen speciell form av skattesubventionerad livförsäkring i Finland bör rimligtvis frivillig pensionsförsäkring nämnas. Frivillig pensionsförsäkring innebär i ett nötskal att premierna är avdragbara i inkomstbeskattningen till en viss gräns (15.000-50.000 mk/pa), återköp är begränsade till mycket speciella omständigheter, såsom långvarig arbetslöshet, sjukdom, skilsmässa eller makens/makans död. Pensionen skall lyftas under en tidsperiod på minst två år och den tidigaste åldern för lyftande av pension är 58 år. På kapital och avkastning betalas inkomstskatt. Denna form av livförsäkring är för en löntagare alltid skattemässigt förmånligare än andra placeringar, vilket i praktiken även i regel innebär att pensionsförsäkring är det lönsammaste placeringsalternativet<sup>2</sup>. Det lönar sig i praktiken alltid att placera i en pensionsförsäkring, givet att placeraren har löneinkomster, till den i inkomstbeskattningen avdragbara gränsen om placeringshorisonten utsträcker sig till 58 års ålder. Det finns inget egentligt skäl till varför en pensionsförsäkring skulle vara dyrare än en motsvarande livförsäkring med samma betalningsplan.

De facto är en ordinär livförsäkring och en pensionsförsäkring beskattningsmässigt neutrala endast i de fall att avkastningen är noll, tiden för vilken man placerar är noll, inkomst-

skattesatsen 100%, inkomstskatten ökar vid den tidpunkten man lyfter pension eller kapitalskattesatsen är positiv, vilket en skatt aldrig varit, vilka alla förefaller vara tämligen orimliga alternativ. I regel minskar inkomstskattesatsen vid pensionering.

Skillnaden mellan livförsäkring och i inkomstbeskattningen avdragbar pensionsförsäkring ökar mera ju högre avkastning man erhåller.

I fråga om direktinvesteringar i aktier är den finska placeraren tills vidare berättigad till dividendskattgottgörande (avoir fiscal), vilket i praktiken innebär att hon inte blir dubbelbeskattad för dividender. Av dividendbetalaren erlagd skatt beaktas i dividendmottagarens slutliga beskattning.

### Utgångspunkten i jämförelsen

Vi antar att den presumtiva placeraren har tre alternativa möjligheter:

- att fondspara
- att försäkringsspara
- att själv placera i aktier och andra finansmarknadsinstrument.

Vi gör antagandet att den underliggande avkastningen är densamma i alla tre alternativen, dvs fonder och försäkringsbolag place-

<sup>2</sup> En livförsäkrings kapital och avkastning är efter T år  $[(1-\tau_1)Xe^{rT}-(1-\tau_1)X](1-\tau_2)+(1-\tau_1)X$ , och en pensionsförsäkrings  $Xe^{rT}(1-\tau_1)$ . Den senare produktens avkastning är alltid större till den i inkomstbeskattningen avdragbara gränsen ( $\tau_1$  = inkomstskattesats,  $\tau_2$  = kapitalskattesats, X = kapital, r = avkastning%)

rar utgångsmässigt i samma typer av instrument och dessa instrument finns tillgängliga även som direktplaceringar för vår tilltänkta småsparare. Placeraren kan alltid finna en placeringsfond eller ett försäkringsbolag som har en sådan sammansättning av tillgångarna som motsvarar placerarens preferenser, eller alternativt blir kostnaden för att köpa flera försäkringar eller fondandelar negligierbar jämfört med att koncentrera alla placeringar i ett bolag. De facto gäller detta tämligen väl för placeringsfonder men tämligen dåligt för stora försäkringar.

Vi har begärt uppgifter från 28 aktie- och blandfonder som handhas av 7 fondförvaltningsbolag samt 11 räntefonder som handhas av 6 fondförvaltare. Vi antar att detta borde representera vad en placerare kunde tänkas söka i informationsväg. På motsvarande sätt har vi tagit de finska livförsäkringsbolagens livförsäkringsprodukter samt en utländsk representations motsvarande produkt. Pensionsförsäkring har vi inte tagit med i jämförelsen på grund av att den utgångsmässigt alltid dominerar livförsäkring och fondsparande i beskattningshänseende.

I fråga om placeringsfonderna har vi använt oss av de tecknings-, inlösen-, förvaltnings- och uppehållsavgifter som meddelats i broschyrerna. Där broschyrerna varit otydliga har vi tagit de maximivgifter som finns i fondens stadgar. Vi tillstår därför gärna att avgifterna i vissa fall kan vara lägre i praktiken än vad vi använt oss av.

Beträffande livförsäkring har vi använt oss av de belastningsparametrar som finns i beräkningsgrunderna, som vi har direkt tillgång till, och för det utländska bolagets del, de som meddelats i broschyren.

Eftersom ambitionen inte är att ge en heltäckande bild av samtliga till buds stående alternativ på marknaden, och de finska alternativen knappast i sig intresserar icke-finska läsare, väljer vi att inte presentera de olika alternativen vid namn.

Utgångsmässigt kan man dock av nedanstående tabell utläsa att livförsäkringar förefaller vara synnerligen konkurrenskraftiga vis-a-vis fondplaceringar i aktie och blandfonder, vilka till sin sammansättning närmast kan betraktas som analoga referenser till livförsäkringsbolagens placeringsportföljer. I nedanstående tabell har vi antagit att placeringen görs för en tioårsperiod. Beträffande den implicita sälloptionen, som livförsäkringstagaren har i en traditionell produkt, har vi antagit att den normerade standardavvikelsen på en placeringsportfölj (volatiliteten) skulle vara 25% och att den riskfria räntan för tjugo år skulle vara 4%. Fondplaceringarna och fondförsäkringarna har ju de facto ingen sådan egenskap, placeraren bär hela risken. (Se Tabell 1).

Givet att placeringshorisonten skulle vara tio år skulle samma betraktelsesätt leda till ett mycket liknande resultat. Vad man kan se är att den implicita sälloptionen är värdefullare, eftersom sannolikheten att befinna sig under den av beräkningsräntan garanterade avkastningen är större. (Se tabell 2).

Avgörande för denna betraktelse av traditionell livförsäkring är det antagande om volatilitet som används. Om man i stället för 25% antar t ex 15% innebär detta att det teoretiska värdet sjunker till ungefär 2,5% som engångsbetalning eller 0,1% per annum i ett tjugoårsperspektiv. I ett tioårsperspektiv skulle detta innebära ca 4% av placeringen eller motsvarande 0,5% per annum. I denna jämförelse har vi överhuvudtaget inte beaktat att livförsäkring med fondanknytning skattemässigt är förmånligare, eftersom byte av fond icke realiserar en överlåtelsevinst. Vi har antagit att fondbyte inte sker. I fondförsäkring är i allmänhet ett antal fondbyten per år avgiftsfria.

Beträffande det tredje tilltänkta alternativet att placera själv kan noteras att aktiehandel via internet kan bedrivas till en kostnad av 0,5% (min 100 mk) eller alternativt 0,3%

Tabell 1. Placering för 20 år - kostnader

	Kappa %	Gamma %	Europot kappa %	Europot gamma %
<b>Aktie- och blandfonder</b>				
Avgift	29,61	1,77		
Min	11,34	0,60		
Max	40,93	2,60		
<b>Räntefonder</b>				
Avgift	14,30	0,78		
Min	9,41	0,49		
Max	22,23	1,25		
<b>Livförsäkringar</b>			<b>Traditionella</b>	
Avgift	16,46	0,76	9,11	0,44
Min	3,50	0,17	8,59	0,41
Max	27,57	1,23	9,55	0,46

Tabell 2. Placering för 10 år - kostnader

	Kappa %	Gamma %	Europot kappa %	Europot gamma %
<b>Aktie- och blandfonder</b>				
Avgift	17,09	1,87		
Min	6,78	0,70		
Max	23,91	2,70		
<b>Räntefonder</b>				
Avgift	7,89	0,82		
Min	4,82	0,49		
Max	13,14	1,40		
<b>Livförsäkringar</b>			<b>Traditionella</b>	
Avgift	10,60	1,01	11,63	1,11
Min	3,50	0,34	10,97	1,05
Max	15,89	1,49	12,19	1,16

+200 mk, vilket för småspararen skulle utgöra ett fullgott alternativ med tanke på att han har tillgång till gratis förvaring i Värdepapperscentralen. Dessutom skulle denna placerare kunna tillgodogöra sig av avoir fiscal i fråga om finska aktier.

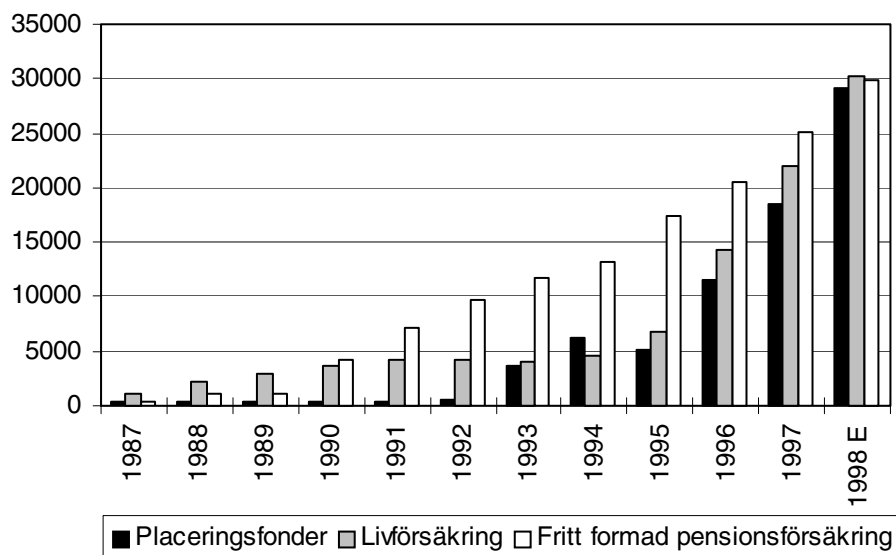
### Konklusioner

Det förefaller som om livförsäkringsprodukterna i sig skulle vara kostnadsmässigt fullgoda placeringsalternativ till fondsparande under förutsättning att man följer fondförvaltarnas allmänna rekommendation att placera för minst fem år. Orsakerna till att tillströmningen av medel till placeringsfonderna, trots i vår mening relativt sett högre kostnader och oförmånligare skattebehandling, har varit

nästan lika stark som till försäkringssparande må eventuellt sökas i produkternas utformning; livförsäkringar är mindre transparenta och placeraren i form av gemene man kanske ogärna placerar i en produkt som inte är helt lätt att begripa sig på. Den allmänna tendensen förefaller dock att vara den att även livförsäkringsprodukter utformas mera konsumentvänligt och att man i marknadsföringen ofta gärna refererar till motsvarande bankprodukter.

I bilden nedan presenteras kapitaltillskott i placeringsfonder sedan 1987 samt förändring i de finska livförsäkringsbolagens ansvarsskuld för livförsäkring och för fritt formad pensionsförsäkring sedan 1987. Utgångsläget 1986 var för livförsäkring 7,5 miljarder och för fritt formad pensionsförsäkring 1,4 milja-

Figur 2. Kumulerade kapitaltillskott sedan 1987



der FIM. För livförsäkringsbolagens del är 1998 års tal estimat. I praktiken är livförsäkringsbolagens förvaltade förmögenhet betydligt större eftersom solvensmarginalen icke ingår i figuren.

Helt uppenbart förefaller i vår mening även att provisionerna krymper. Såväl fondförvaltarna som försäkringsbolagen har en press på sig att bli mer kostnadseffektiva, att producera billigare och bättre tjänster för kunden och att hitta nya effektiva distributionskanaler. De bankägda livförsäkringsbolagen har under en kort tid – sedan 1994 – lyckats få en betydande marknadsandel, ca 40 %, vilket i vår mening huvudsakligen beror på att de haft tillgång till bankernas distributionsnätverk och genom att banken fungerat som ett effektivt ombud för försäkringsbolaget.

Onekligen är det så att fondsparande och försäkringssparande är bekvämt. Om placera- ren nöjer sig med till buds stående finans-

marknadsinstrument och kan placera något större belopp förefaller det nog som om inbesparingen kan bli betydande genom att göra en del själv.

En avgjord osäkerhetsfaktor för placeraren är beskattningen. Då det gäller placeringar för t ex tio år är det sannolikt att beskattningen ändras under denna tid. I vilken riktning är oklart, uppskjuten skatt kan i vissa fall leda till skattearbitrage, vilket vi anser vara ett rimligt antagande åtminstone för pensionsförsäkring. Det ena skälet är att pensionering i allmänhet innebär lägre inkomstbeskattning och det andra skälet är att den skandinaviskt sett höga inkomstbeskattningen kan förväntas sänkas mot en genomsnittlig europeisk nivå. Dessutom finns en viss logik i att utforma beskattningen så att kapitalskatt och inkomstskatt utgångsmässigt skulle vara på samma nivå, för att undvika oönskad skatteplanering bland löntagarna.