

# REMISSVAR PÅ ”ETT BÄTTRE PREMIEPENSIONSSYSTEM” SOU 2019:44

Yttrande Stockholm 2020-02-14

Socialdepartementet [s.remissvar@regeringskansliet.se](mailto:s.remissvar@regeringskansliet.se)

Socialförsäkringsenheten [Stefan.oscarson@regeringskansliet.se](mailto:Stefan.oscarson@regeringskansliet.se)

DNR: S2019/04594/SF

Carneo Asset Managers, Carnegie Fonder, C WorldWide, East Capital och Öhman Fonder

## Innehållsförteckning

1. Ett bättre premiepensionssystem SOU 2019:44 - en lång utredning om ett problem som redan är löst.....	2
2. Riskkapitalförsörjning till den svenska aktiemarknaden och likviditetsfrågor .....	3
3. Hållbarhetsarbetet kan komma att försämrats .....	4
4. Ett upphandlat fondtorg riskerar att underminera aktivt ägande och ägarstyrning.....	5
5. Ett upphandlat fondtorg begränsar konkurrensen.....	5
6. Ett upphandlat fondtorg försämrar riskspridningen .....	6
7. Valfriheten begränsas.....	7
8. Den finansiella folkbildningen upphör.....	8
9. Ingen garanti för bättre avkastning med ett upphandlat fondtorg.....	9
10. Steg 1 har förbättrat fondtorget .....	10
10.1 Allra och Falcon hade inte varit möjliga på dagens fondtorg.....	10
10.2 Ett statligt fondurval löser inga problem .....	11
10.3 Vad bör göras istället? Vår syn på valarkitekturen och beteendeforskning .....	12

## 1. Ett bättre premiepensionssystem SOU 2019:44 - en lång utredning om ett problem som redan är löst

Vi är Carneo Asset Managers, Carnegie Fonder, C WorldWide, East Capital och Öhman Fonder. Vi är engagerade, långsiktiga kapitalförvaltare med en djup förankring i den svenska sparmarknaden. Tillsammans förvaltar vi ca 400 miljarder kronor, varav 45 miljarder på premiepensionens fondtorg. Vi står bakom de synpunkter och yrkanden som Fondbolagens Förenings framför i sitt remissvar, och avstyrker förslagen som avser upphandlingsförfarande, valarkitektur och ny myndighet.

Utöver det, vill vi föra fram några ytterligare reflektioner.

Bakgrunden till utredningen, "Ett bättre premiepensionssystem" är ett antal stora brister och allvarliga händelser på fondtorget. I efterhand går det att konstatera att kraven på fonderna var för lågt ställda och att tillsynen var för dålig.

Med detta som utgångspunkt kan man sammanfatta utredningens målbild med: *ökat konsumentskydd, en valarkitektur där förvalet är utgångspunkt och bibehållen valfrihet för dem som kan och vill välja*. Mål som är i allt väsentligt uppnådda efter storstädningen som redan ägt rum på fondtorget med 29-punktsprogrammet i Steg 1.

Oseriösa aktörer och fonder är utrensade och har inte längre någon möjlighet att delta tack vare de skärpta anslutningskraven. Vilket i sin tur har stärkt konsumentskyddet, något som styrks av Riksrevisionens granskningsrapport av PPM<sup>1</sup>.

Vi som är delaktiga aktörer på fondtorget anser att syftet med utredningen i Steg 2 redan är fullgjort och att det enda rimliga nu är att låta Steg 1 verka, för att sedan utvärderas, innan man skyndar vidare till nästa steg.

Vi saknar dessutom en gedigen konsekvensanalys som adderar perspektivet: vad riskerar pensionsspararna, staten och kapitalmarknaderna att förlora på en feltänkt reformering av det städade fondtorget?

I detta remissvar belyser vi möjliga konsekvenser för:

- Riskkapitalförsörjning och likviditetsfrågor
- Inverkan på hållbarhetsarbetet
- Inverkan på aktivt ägande och ägarstyrning
- Effekter för konkurrensen på fondmarknaden
- Inverkan på riskspridning för pensionsspararna
- Frågor kring ny upphandlingslag
- Inverkan på valfriheten
- Effekter på finansiell folkbildning
- Inverkan på potentiell avkastning

Vi avslutar sedan med en diskussion kring varför Steg 2 inte blir bättre för spararna och våra rekommendationer vad som bör göras istället.

---

<sup>1</sup> Konsumentskyddet på finansiella området – förutsättningar och statlig tillsyn (RIR 2019:32), s. 65-67.

## 2. Riskkapitalförsörjning till den svenska aktiemarknaden och likviditetsfrågor

Idag är över 20 procent av PPM-kapitalet placerat i svenska aktier vilket kan jämföras med förvallets 1 procent. Detta innebär att systemet uppskattningsvis bidragit med över 250 miljarder kronor till riskkapitalförsörjningen på den svenska aktiemarknaden. Hade inte valfriheten funnits utan alla medel tillförts AP7 Såfa hade denna siffra istället varit ca 13 miljarder kronor<sup>2</sup>. Siffrorna manifesterar att premiepensionens investerade kapital på den svenska aktiemarknaden är en viktig kapitalkälla för svenska företag.

En kategori av fonder där kapitalet från premiepensionen haft en stor positiv inverkan, är på svenska småbolag. Idag finns tolv svenska småbolagsfonder på fondtorget och samtliga är högpresterande och aktivt förvaltade. Tillsammans investerar de ca 28 miljarder kronor i svenska småbolag som är beroende av institutionellt kapital för sin likviditet, trovärdighet och ägarstyrning<sup>3</sup>. Att få sina pensionspengar placerade i snabbväxande svenska SME-bolag kräver ett aktivt val, något 225 000 pensionssparare i dagsläget valt att göra.

På ett upphandlat fondtorg är en trolig utveckling att riskkapitalförsörjningen till den svenska aktiemarknaden kommer att substantiellt försämrats. Utredningen, "Ett bättre premiepensionssystem", menar att reformeringen av systemet innebär att uppskattningsvis 75 procent av kapitalet (3 000 miljarder av totalt 4 000 miljarder kronor) på sikt kommer att placeras i förvalsalternativet. Detta som en konsekvens av den föreslagna valarkitekturen som försvårar aktiva val väsentligt. Av det resterande kapitalet som inte redan slussats in i AP7:an kommer sannolikt stora delar att förvaltas av stora globala indexfonder som lyckats bli en del av det upphandlade fondtorget. Fonder vars intresse för svenska börsen i allmänhet och småbolag i synnerhet bör betraktas begränsat. Det betyder att den svenska kapitalförsörjningen riskeras att bli sämre. Inte bara för bolag på börsen, utan Sveriges välfungerande noteringsklimat kan också komma att försämrats.

Kapitalmarknadens huvudsakliga uppgift är att underlätta bolagens försörjning av riskkapital för att kunna genomföra tillväxtfrämjande investeringar för aktieägare, anställda och övriga intressenter. Som namnet antyder är även en fungerande marknad en förutsättning för att kapitalanskaffningen skall kunna ske, och som på vilken annan marknad som helst blir prissättning och transparens beroende av antal aktörer; det vill säga ju fler aktörer desto bättre likviditet och prisbild. För företagen och investerare är det av vikt att prisbildningen även speglar marknadens sammantagna uppfattning för att kunna göra rimliga investeringskalkyler. Färre marknadsaktörer skulle påverka prisbildning och likviditet negativt, även om det totala kapitalet är oförändrat, helt enkelt för att en marknadsfunktion som informationskanal ökar med antal aktörer, då varje aktör tillför unik information.

På ett upphandlat fondtorg riskerar vi en marknad med färre aktörer vilket i förlängningen innebär mindre information och sämre likviditet, som i sin tur höjer riskpremien och kapitalkostnaden för företagen. Konsekvensen blir att avkastningskravet för investeringar höjs och att vissa investeringar inte kommer att genomföras. På senare år har exempelvis ett flertal svenska bioteknikföretag kunnat finansiera sin forskning tack vare att Stockholmsbörsen kunnat erbjuda en effektiv andrahandsmarknad för handel med företagens aktier, något som kan gå förlorat med ett upphandlat fondtorg.

---

<sup>2</sup> Pensionsmyndigheten, månadsstatistik –fonder och fondsparande 2019-07-31

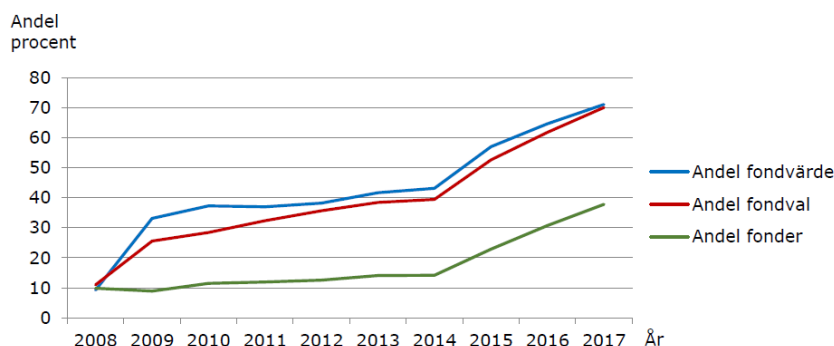
<sup>3</sup> Pensionsmyndigheten, månadsstatistik –fonder och fondsparande 2019-12-31

Att utredningen inte diskuterar inverkan på svenska riskkapitalförsörjningen, kapitalflöden på den svenska börsen och likviditetsfrågor bör ses som en allvarlig brist då utformandet av ett nytt fondtorg kan innebära negativa konsekvenser både för pensionsspararna och för samhället i stort. Följaktligen anser vi att det bör finnas en skyldighet att komplettera den nuvarande utredningen med en mer fördjupad analys av implikationerna på den svenska riskkapitalförsörjningen.

### 3. Hållbarhetsarbetet kan komma att försämrats

Premiepensionens öppna fondtorg har haft en stor positiv påverkan på hållbarhetsutvecklingen i den svenska marknaden. De svenska pensionsspararna bryr sig om hållbarhet och vill göra medvetna val. Huvuddelen av det aktivt placerade kapitalet har kanaliserats mot miljömässigt och etiskt hållbara investeringar. Över 70 procent av kapitalet på fondtorget är investerat i fonder som uppfyller SWESIF:s krav på hållbara investeringar<sup>4</sup> och andelen investeringar i hållbara fonder fortsätter att öka<sup>5</sup>.

Miljö/etiska fonders andel av fondvärde, fondval och fonder under åren 2008-2017



På ett upphandlat fondtorg är det osäkert om spararna kommer att ges samma förutsättningar till hållbara investeringar och om den positiva trenden kommer att kunna upprätthållas. Genom den föreslagna valarkitekturen uppskattar utredaren på sikt att 75 procent av kapitalet på fondtorget kommer att placeras i förvalsalternativet AP7. I en analys gjord av SPP står det klart att AP7 och internationella fonder inte har lika framträdande hållbarhetsarbete som de svenska fondbolagen. Den senaste datan från AP7 som går att analysera genom Morningstar är daterad från 2016. När dessa siffror jämförs med resten av den svenska marknaden ligger AP7 i botten visar SPP:s analys.<sup>6</sup> AP7 avsägar sig även allt ägaransvar i svenska bolag vilket innebär en risk för den svenska hållbarhetsutvecklingen eftersom det inte är möjligt att driva en hållbar och ansvarsfull utveckling utan något ägarinflytande.

Upphandlingsprinciperna för hållbarhet är otydliga i utredningen. Men på ett upphandlat fondtorg där låga avgifter och riskspridning ska stå i fokus är det rimligt att anta att globala jättar inom kapitalförvaltning kommer att förvalta delar av kapitalet som inte redan placerats i AP7. I linje med SPP:s analys, framgår det i en undersökning som nyligen publicerades i brittiska The Guardian att världens tre största förvaltare av pensionspengar, BlackRock, State Street och Vanguard sammanlagt har innehav på ca 300 miljarder dollar i fossila industrier (olja, gas och kol). I en granskning av deras aktivitet i bolagsstämmor som utförts av tankesmedjan InfluenceMap och affärsdatabolaget ProxyInsight, framkom att de dessutom använder sitt ägarinflytande till att motverka mer offensiva

<sup>4</sup> SWESIF, Sveriges forum för hållbara investeringar, <http://www.swesif.org/>

<sup>5</sup> Norrby, Bengt (2018).

<sup>6</sup> <https://www.realtid.se/debatt/varldens-mest-hallbara-fondmarknad-riskeras>

klimatåtgärder i de bolagen.<sup>7</sup> På ett upphandlat fondtorg finns alltså inte bara risken att den hållbara utvecklingen stagnerar i takt med ett ökat kapitalinflöde i AP7, utan också att den hållbara utvecklingen kan komma att motarbetas genom att stora internationella indexfonder får en stor del av kapitalet. Istället för att begränsa spararnas möjlighet till hållbara val anser vi att premiepensionssystemet bör tillgängliggöra hållbara fonder i större utsträckning och ställa högre hållbarhetskrav.

#### 4. Ett upphandlat fondtorg riskerar att underminera aktivt ägande och ägarstyrning

Aktivt ägande är viktigt för att säkerställa att bolagen utvecklas i linje med aktieägarnas målbild. Tillväxtbolag är av extra stort behov av ett aktivt ägarskap, de får ett professionellt bollplank vilket ofta gynnar bolagens värdering. De svenska fondbolagen är i många fall aktiva ägare, de bidrar till bolagen de investerar i genom att närvara på bolagsstämmor och i nomineringskommittéer. Det betyder att stora delar av premiepensionen tillgodosett spararnas intresse genom indirekt inflytande i bolagsstyrelser.

Med ett upphandlat fondtorg riskerar vi dessvärre att detta delsyfte går förlorat på den svenska kapitalmarknaden. Trots denna risk diskuteras det knappt i utredningen. I konsekvensanalysen hävdar utredningen att hållbarhetskriteriet i upphandlingen kommer att säkerställa ägarstyrning<sup>8</sup>. Samtidigt kommer den föreslagna valarkitekturen och att man tillmäter låga avgifter stor vikt innebära att huvuddelen av kapitalet som inte redan placerats i AP7:an, kommer att koncentreras i stora indexfonder<sup>9</sup>. Även om indexförvaltning inte nödvändigtvis innebär mindre aktivt ägande kommer kapitalet som placeras i de utländska fondjättarnas lågavgiftsfonder att drastiskt minska ägarstyrningen. Idag kontrollerar redan internationella indexfonder ca 25 procent av de svenska börsbolagen och har nästintill ingen aktivitet i svenska valberedningar. Följaktligen kan den svenska ägarstyrningen urholkas om stora delar av premiepensionens framtida kapital tillskrivs fondjättarna istället för aktiva svenska fondbolag. Ägarstyrningen förväntas inte heller bli bättre av att den största delen av kapitalet kommer förvaltas av AP7:an som inte tillåts vara aktiv i svensk bolagsstyrning<sup>10</sup>.

#### 5. Ett upphandlat fondtorg begränsar konkurrensen

Det finns ingen marknad där konsumenterna fått det bättre som ett resultat av mindre konkurrens. Sambandet är de facto det motsatta. Det troliga är att sämre konkurrens leder till sämre avkastning och därmed lägre pensioner (läs mer i kapitlet om avkastning).

Genom ett statligt fondurval kommer konkurrensen att minska eftersom antalet anslutna fonder blir mindre. Istället för att pensionsspararna kan välja mellan olika fonder som uppnår de höga anslutningskraven inom varje kategori, kommer det endast finnas ett fåtal fonder av varje slag<sup>11</sup>. Utredningen säger explicit att de förväntar sig att utbudet på fondtorget kommer att begränsas betydligt i samband med prispressen och att det i sin tur leder till att konkurrensaspekten blir relevant i premiepensionen igen<sup>12</sup>. Vi tror snarare på det motsatta förhållandet. Med ett statligt fondurval bortfaller den konkurrens som förbättrar de privata aktörernas prestation och vässar det statliga förvalsalternativet AP7 Såfa.

<sup>7</sup> <https://www.theguardian.com/environment/2019/oct/12/top-three-asset-managers-fossil-fuel-investments>

<sup>8</sup> Regeringen, Ett bättre pensionssystem, SOU 2019:44, kap 18.20, s. 649.

<sup>9</sup> Regeringen, Ett bättre pensionssystem, SOU 2019:44, kap 18.13, s. 632.

<sup>10,13</sup> Regeringen, Ett bättre pensionssystem, SOU 2019:44, kap 18.13, s. 636.

<sup>11,15</sup> Regeringen, Ett bättre pensionssystem, SOU 2019:44, s. 25-27.

Eftersom låga avgifter kommer vara en viktig del i upphandlingsförfarandet kommer mindre aktörer och aktivt förvaldade fonder sannolikt inte kunna vara en del av fondtorget. Dessutom kommer kostnaderna i samband med upphandlingstillfället leda till att mindre fonder avstår från att ansöka. Det innebär minskad konkurrens, mindre valfrihet och potentiellt lägre avkastning. Utredningen menar att små fonder inte ska diskrimineras på grund av dess storlek. I realiteten är detta betydelselöst eftersom små fonder ändå inte kommer klara av att vinna upphandlingen. I synnerhet inte om stora fondaktörer pressar priserna till den grad att de går med förlust på fondtorget för att slå ut konkurrensen och kompenserar med högre avgifter inom andra områden.

Utredaren menar också att man kan åstadkomma både prispress och ökad kvalitet på fondtorget trots att man samtidigt bygger en valarkitektur som ska uppmuntra icke-val. Vi ställer oss frågan om detta är ett realistiskt synsätt?

## 6. Ett upphandlat fondtorg försämrar riskspridningen

Det är viktigt att inte ha en övertro på statens förmåga att upphandla eller förvalta kapital. Det finns många exempel där staten misslyckats med upphandlingsförfaranden. De senaste åren har vi kunnat följa upphandlingen av Nya Karolinska, SCB:s upphandling av central arbetsmarknads-statistik och Transportstyrelsens upphandling av IT-tjänster som alla slutat med omfattande kritik och långa ansvarsutredningar. Ett misslyckande i premiepensionens upphandling skulle kunna ha en stor negativ påverkan på många svenskars pensions sparande och på förtroendet för hela pensionssystemet.

Ett statligt fondurval innebär oundvikligen att staten kommer att uppfattas ha ett större ansvar för pensions spararnas kapital. När en statlig myndighet väljer en fond efter en upphandling kommer det att betraktas som en implicit garanti från staten avseende både fondens uppträdande och avkastning. Man bör därför ställa sig frågan om riksdag och regering skulle kunna stå emot krav på att staten ska ersätta pensions sparare som förlorat betydande belopp genom att investera i en fond som en statlig myndighet valt genom ett upphandlingsförfarande?

De upphandlingskriterier som utredningen presenterar ger ytterligare fog att vara kritiskt till att den nya myndigheten ska välja fonder utan att explicit ansvara för konsekvenserna. Utredningen menar bland annat att kvalitet ska bedömas utifrån fondförvaltarens förmåga att generera framtida avkastning<sup>13</sup>. Här ställer vi oss många frågor, till exempel vad finns det för garantier att förvaltaren fortsätter leverera god avkastning? Vad händer om förvaltaren slutar?

Ökad koncentration av kapital i AP7 och andra indexfonder kan potentiellt drabba en majoritet av svenskarna om något går fel. Konsekvenserna skulle kunna bli allvarliga, till exempel vid kraftigt negativa utfall för en upphandlad fond med stor mängd förvaltad kapital. Det finns också risk att färre fonder innebär en ökad passivitet bland spararna, vilket accentuerar statens ansvar för spararnas utfall.

Nobelpristagaren Thaler mfl. visade att statlig kapitalförvaltning kan innebära hög risk för pensions spararna<sup>14</sup>. Om AP7 under finanskrisen 2008 använt samma kraftiga hävstång som de gjort under de senaste åren hade kapitalet sjunkit med nästan 70 procent. Hade de utnyttjat hela sitt mandat och ha en hävstång på 50 procent skulle värdet fallit med 80 procent under samma scenario.

---

<sup>13</sup> Regeringen, Ett bättre pensionssystem, SOU 2019:44, s. 44.

<sup>14</sup> Cronqvist, Henrik, Richard H. Thaler och Frank Yu (2017). *Choice Architecture in Pension Systems: Theory and Practice*. Bildserie från föreläsning av Richard H. Thaler på inbjudan av Socialförsäkringsministern och Pensionsgruppen, 12 december. Tillgänglig: <https://www.regeringen.se/artiklar/2017/12/uppskattad-forelasning-av-nobelpristagare-richard-thaler-och-pensionsexpert-nicholas-barr/>

Även om AP7 justerar ner sin hävstång är det tydligt exempel på hur fel statlig kapitalförvaltning kan gå. Den kraftiga riskexponeringen som AP7 tagit för att generera avkastning bör beaktas i jämförelser med andra fonder i premiepensionssystemet och vi anser att AP7:an har varit oansvarsfulla med den höga belåningen. I enlighet med Thalers resonemang tycker att förvalsalternativet bör var något i stil med ett icke belånat globalindex. Bakgrunden till detta förslag är att det är osannolikt att de passiva spararna hade valt så hög risk som AP7 faktiskt inneburit om de varit fullt informerade. Istället ska högre risknivåer finnas tillgängliga för spararna genom eget val på fondtorget.

## 7. Valfriheten begränsas

Vi säger ofta att pension är uppskjuten lön, men avseende den offentliga pensionen är det egentligen bara sant för premiepensionen. Att skapa ett fonderat element i det allmänna pensionsystemet var ett viktigt motiv till skapandet av premiepensionssystemet. Premiepensionen innebär att vi sparar till våra egna pensioner på ett eget konto. De pengar du betalar in kan bara användas till din egen pension. Den pension du en dag får ut är, i verklig mening, uppskjuten lön. Eftersom det kan ses som uppskjuten lön bör spararna själva ha möjligheten att själva välja vart pengarna placeras.

Det kan delvis förklara varför majoriteten av spararna vill kunna välja sina placeringar själva<sup>15</sup> och att en förhållandevis stor grupp väljer hur pensionsmedlen ska placeras, trots att inga statliga insatser gjorts för att uppmuntra aktiva val under senare år. Detta skiljer sig från när systemet sjösattes då informationsinsatser genomfördes från Pensionsmyndigheten, med syfte att uppmuntra till val. Flera fondförvaltare bedrev också aktiv marknadsföring. En viktig iakttagelse är att många som inte gör aktiva val när de kommer in i systemet gör det senare, när kapitalet efter några års avsättningar hunnit växa till mer betydande belopp. Av dem som kom in i systemet 2005 valde endast 1,6 procent en egen portfölj direkt vid inträdet, men 2017 hade 24 procent av dem som kom in 2005 valt egen portfölj. Idag har ungefär hälften av spararna gjort ett aktivt val. De som har gjort aktiva val har i genomsnitt större sparande på fondtorget, vilket innebär att omkring två tredjedelar av det förvaltade kapitalet är placerat i aktivt valda fonder.<sup>16</sup>

I utredningen har dock förhållningssättet till spararna dramatiskt ändrats. Där är utgångspunkten att merparten av spararna inte har kapacitet till att fatta rationella val i förvaltningen av sitt premiepensionskapital<sup>17</sup>. Även om det finns ny beteendekonomisk forskning som stödjer att spararna behöver stöd i beslutsfattandet, presenteras en valarkitektur som gör fondtorget svåråtkomligt för spararna<sup>18</sup>. Vi anser att detta sträcker sig bortom beteendeforskningen och landar i ett tydligt ideologiskt ställningstagande där sparare inte är kapabla att fatta välgrundade beslut. Vi ställer oss kritiska till detta perspektiv. Istället är vår bild att människor kan fatta rationella beslut utifrån rätt guidning. Även om vi förespråkar ett starkt förvalsalternativ tror vi att valarkitekturen ska agera stöd i beslutsfattandet utifrån individens specifika behov snarare än att rikta alla sparare till AP7an genom att väsentligt försvåra aktiva fondval.

Utredningen menar att det ska finnas reell valfrihet på ett upphandlat fondtorg men att det inte är möjligt att exakt definiera vad som avses eller bör avses med detta. Deras preliminära definition av reell valfrihet är att fondutbudet ska vara tillräckligt brett för att tillfredsställa de flesta<sup>19</sup>. Vad detta i

---

<sup>15</sup> <https://www.fondbolagen.se/aktuellt/pressrum/pressmeddelanden/tva-av-tre-svenskar-vill-sjalva-kunna-valja-fonder-i-premiepensionen/>

<sup>16</sup> Norrby, Bengt (2018). *Premiepensionen. Pensionsspararna och pensionärerna 2017*. Stockholm: Pensionsmyndigheten. Tillgänglig: <https://www.pensionsmyndigheten.se/nyheter-och-press/pressrum/bra-vardeutveckling-for-premiepensionen-under-2017>

<sup>17</sup> Regeringen, Ett bättre pensionssystem, SOU 2019:44, s. 28.

<sup>18</sup> Regeringen, Ett bättre pensionssystem, SOU 2019:44, s. 29-31.

<sup>19</sup> Regeringen, Ett bättre pensionssystem, SOU 2019:44, s. 26.



praktiken innebär är oklart och kan i slutändan innebära ett väldigt begränsat antal fonder. Utredaren nämner ca 200 fonder. Men det finns inga indikationer på att utfallet kommer att landa runt det antalet eftersom det i slutändan är den nya myndigheten som avgör vad reell valfrihet innebär.<sup>20</sup>

Det är också viktigt att vara medveten om att antalet fonder inte enbart kommer att baseras på myndighetens definition av reell valfrihet. Utan också indirekt av upphandlingskriterierna (hållbarhet, kvalitet, kontroll och kostnadseffektivitet) som den nya myndigheten ska förhålla sig till vid upphandlingen<sup>21</sup>. Här kommer med all sannolikhet kontrollaspekten att ha stor påverkan på antalet tillgängliga fonder. Eftersom myndigheten är ansvarig för att förvalta, upphandla och granska fonder kommer incitamenten att vara låga för myndigheten att upphandla ett bredd fondutbud<sup>22</sup>. Dels kommer det bli en tids- och resurskrävande uppgift för myndigheten att granska många fonder, dels finns risken att spararna väljer andra fonder än AP7:an vilket går emot utredningens föreslagna valarkitektur. Med en stor myndighet som ansvarar för förvaltningen och hela fondtorget uppstår följaktligen tydliga intressekonflikter. Det enorma förstatligandet riskerar att leda till makt-, korruptions-, rättssäkerhets- och jävsfrågor. Något som bör tas på allvar innan ett välfungerande, öppet fondtorg görs om till att bli statligt upphandlat.

Det bör emellertid påpekas att det inte är ett självändamål att pensionsspararna regelbundet ska ändra sina val. Tvärtom är pensionssparande långsiktigt. Ett skäl till att spara i fonder är just att fondförvaltaren ska göra de om-allokeringar som är lämpliga så att spararen själv slipper fatta dessa beslut. Till exempel finns generationsfonder som är designade för att spararna inte ska behöva göra några aktiva val. Att inte regelbundet byta fond handlar således inte om ointresse utan om att ett klokt val vid inträdet i premiepensionssystemet innebär att sparare inte behöver ändra sitt val någon gång innan det är dags att börja ta ut pensionen. Vid ett upphandlat fondtorg blir detta inte möjligt om den fond som spararna valt byts ut efter varje upphandlingsperiod<sup>23</sup>. Då blir det till slut meningslöst för spararna att engagera sig och aktiviteten kommer att sjunka. Att valarkitekturen väljer att driva spararna från att fatta egna val kan på sikt innebära risken att staten väljer att helt och hållet avskaffa valfrihetssystemet. Detta genom att inte rättfärdiga kostnaderna för att upprätthålla ett fondtorg som endast ytterst få sparare utnyttjar.

## 8. Den finansiella folkbildningen upphör

Ett mål när premiepensionssystemet utformades var att bidra till folkbildning och ökat engagemang i pension och privatekonomi. Till en början var andelen egenvalda portföljer hög (två tredjedelar) men de aktiva valen har sedan dess minskat. Delvis som följd av pensionsmyndighetens avtagande ambitioner. Idag på Pensionsmyndighetens hemsida har fondvalet flyttats ner utom synhåll, och folkbildningen har sedan länge upphört. Med andra ord är det bara de verkligt intresserade som gör aktiva val. Det betyder att fondtorget i mångt och mycket redan är likt den föreslagna valarkitekturen. Att den finansiella folkbildningen håller på att gå förlorad i PPM-systemet är ingenting som utredningen diskuterar. En intressant aspekt skulle därför vara att undersöka frågan om hur "första generationens PPM-väljare" (1999–2000) uppfattar sin kunskap om pensionssystem, riskspridning och fondsparande jämfört med senare generationer. Vi är övertygade om att statens

---

<sup>20</sup> Regeringen, Ett bättre pensionssystem, SOU 2019:44, s. 25-27.

<sup>21</sup> <sup>24</sup> Regeringen, Ett bättre pensionssystem, SOU 2019:44, s. 23-26.

<sup>25</sup> Regeringen, Ett bättre pensionssystem, SOU 2019:44, s. 45.

folkbildning och den höga andelen aktiva väljare i samband med systemets lansering bidrog till en ökad kunskap kring pensioner och långsiktigt sparande.

## 9. Ingen garanti för bättre avkastning med ett upphandlat fondtorg

När systemet infördes var ett mål att förbättra avkastningen genom att erbjuda exponering mot aktiemarknaden. Värdeutvecklingen har varit 7,5 procent per år, i jämförelse med ca 3 procent per år för inkomstpensionen. Förvaltsalternativet AP7 har haft en framgångsrik men riskabel placeringsstrategi (tidvis hög belåningsgrad) som genererat en hög avkastning sedan starten.<sup>24</sup>

Valmöjligheten på fondtorget innebär att spararna får olika bra avkastning på sina pengar, beroende på hur pengarna placerats. Utvecklingen har för nästan alla sparare (98 procent), varit avsevärt bättre än för inkomstpensionen. Majoriteten av spararna har haft en årlig avkastning på, i snitt, över 8 procent. Endast 10 000 av de totalt 7,6 miljoner spararna, alltså en promille, har haft negativ avkastning.

För att illustrera premiepensionens starka historiska avkastning kan vi göra ett tankeexperiment. Om staten via inkomstpensionen skulle ha finansierat den högre avkastning som premiepensionssystemet givit, så skulle kostnaden bli ungefär 540 miljarder kronor. Det motsvarar ungefär 40 procent av värdet på tillgångarna i inkomstpensionssystemets buffertfonder. Vi kan också konstatera att Sveriges pensionärer hade fått bättre pensioner om en större andel av pensionsavgiften hade investerats på fondtorget. Om avsättningen hade varit 5 procent, istället för 2,5 procent, så hade tillgångarna varit värda dubbelt så mycket, och pensionerna i motsvarande mån högre.

Att avkastningen skulle bli bättre med ett upphandlat system finns det ingen garanti för. Faktum är att det finns mycket som visar motsatsen. Till att börja med finns stora utmaningar i vilka fonder som ska upphandlas. Tjänstepensionen (ITP1) som utredningen hänvisar till indikerar att fonder som upphandlats tenderar att sjunka i Morningstar-rating efter de kommit in på fondtorget<sup>25</sup>. Naturligtvis finns andra aspekter att ta hänsyn till vid en upphandling. Men det visar att fonder med stark historik, nödvändigtvis inte behöver vara en garanti för framtida prestationer. Bygger vi vidare på detta finns en tydlig risk för ”felcyklisk upphandling”, dvs att spararnas pengar flyttas från dåligt presterande fonder i botten av fondens cykel om fonden försvinner från fondtorget. Ju oftare upphandlingar görs, desto större blir transaktionskostnaderna och problemet med inlåsta förluster.

En kategori som exemplifierar svårigheten att välja ut branscher och länder med backspegeln som guide, är kategorin Ny teknik. Med ett lysande 1999–2000, ett katastrofalt 2001–2003, ett lysande 2004–2008 och ett enastående 2012–2019. Andra exempel på kategorier är tillväxtmarknader som Ryssland och Indien. En upphandling baserad på historisk avkastning, följt av uteslutning fem år senare baserat på stora nedgångar hade kunnat ge katastrofala konsekvenser för stora grupper sparare. Och omvänt så hade många sparare kunnat missat långa uppgångar om vissa kategorier valts bort på grund av ett par års nedgång. Hur lång sikt ska en upphandling väga in när man bedömer en fond eller en kategori?

Ytterligare en utmaning är att de bästa fonderna på sikt tenderar att vara aktivt förvaltade fonder. På dagens fondtorg har sparare en unik möjlighet att investera i dessa fonder till ett kraftigt reducerat pris tack vare rabatter. I ett upphandlat system finns inget utrymme för dessa på grund av prispress och att kraftiga kapitalfluktuationer gör det svårt för aktiva fonder att förvalta långsiktigt.

<sup>24</sup> Pensionsmyndigheten, månadsstatistik –fonder och fondsparande 2019-07-31

<sup>25</sup> Fondbolagens förening, Så skapas ett välfungerande fondtorg – erfarenheter från tjänstepensionen, s. 11, 2019-04-03

Småbolagsfonder som är viktiga för riskkapital till svenska bolag, bidrar till aktivt ägande och har historiskt levererat hög avkastning är rimligen ett exempel på en kategori av aktivt förvaltade fonder som kommer drabbas hårt och bli en mycket liten del av det upphandlade fondtorget.

## 10. Steg 1 har förbättrat fondtorget

### 10.1 Allra och Falcon hade inte varit möjliga på dagens fondtorg

Bakgrunden till de förändringar som nu vidtas var ett antal stora brister och några allvarliga händelser. Det blev tydligt att kraven på fonderna varit för lågt ställda och att tillsynen varit för dålig. I efterhand kan man konstatera att hårdare krav borde ha ställts på de anslutna fonderna redan från början och att tillsynen borde ha varit striktare. Den pågående reformeringen är bred och grundlig och innebär en fortsättning på en reformering som inleddes 2016.

Sedan 2016 har avtalskraven ökat för de aktörer som är aktiva på fondtorget. Det finns krav på skriftlig bekräftelse vid telefonförsäljning. Pensionsmyndigheten har numera också möjligheten att vidta åtgärder mot aktörer vars marknadsföring bedöms som aggressiv eller vilseledande. Implementeringen av de höjda kraven gav en drastisk förändring i termer av färre klagomål. Antalet klagomål föll från 1 119 under 2016 till 448 under 2018, en nedgång med 60 procent<sup>26</sup>. Pensionsmyndigheten avbröt också samarbetet med ett antal fondbolag som ansågs olämpliga.

En annan typ av insatser syftar till att förenkla informationsdelningen mellan olika myndigheter. Tidigare var myndigheter förhindrade att dela information sinsemellan. En förordning som regeringen beslutade 2017, innebär att berörda myndigheter, främst Pensionsmyndigheten, Finansinspektionen, Ekobrottsmyndigheten och Konsumentverket, har rätt och skyldighet att dela information med varandra.

Även det striktare regelverk som införts på EU-nivå har lett till hårdare krav på de aktörer som är verksamma på fondtorget, liksom för andra fondförvaltare. I början av 2018 implementerades MiFID II-direktivet som syftar till att stärka konsumentskyddet, bland annat genom att göra det enklare för sparare att ta till sig information om risker, kostnader och avgifter. MiFID II kommer framförallt att öka konsumentskyddet för investeringsrådgivning och därmed även för spararna på fondtorget. I slutet av 2018 infördes även EU:s försäkringsdistributionsdirektiv (IDD) i svensk lagstiftning genom en ny försäkringsdistributionslag. Lagen medför skärpta regler kring distribution av försäkringar och syftar till att stärka konsumentskyddet på marknader för rådgivning om finansiella instrument och försäkringsbaserade produkter.

På regeringens uppdrag tog Pensionsmyndigheten 2017 fram ett omfattande åtgärds paket. I enlighet med pensionsgruppens överenskommelse har det varit utgångspunkten för den reformering som nu pågår.

En konsekvens av de högre kraven är att antalet fonder på fondtorget har minskat och kan komma att minska ytterligare. Alla fonder som vill finnas på fondtorget har tvingats göra en ny ansökan. När ansökningstiden gick ut i slutet av 2018 hade sammanlagt 70 fondförvaltare med tillsammans 553 fonder ansökt om att träffa avtal med Pensionsmyndigheten. Det innebär att 269 fonder valt att inte ansöka om att även fortsatt få finnas med på fondtorget.

Pensionsmyndighetens målsättning var att granskningen av fonderna skulle vara klar innan sommaren 2019. Nu befinner vi oss i början av 2020 och Erik Fransson, chef för

---

<sup>26</sup> Fondbolagens förening, Effekter av ett stärkt konsumentskydd inom Premiépensionssystemet, s.6, 2019-03-21

Pensionsmyndighetens fondtorgsavdelning, uppskattar att det finns ett hundratal fonder kvar att gå igenom för myndigheten<sup>27</sup>.

Granskningen har visat sig vara en tidskrävande process, samtidigt som kvalitén på fondtorget väntas bli bättre. Även om reformering som genomförts riskerar att begränsa valfriheten och öka koncentrationen bland fondförvaltare. Många mindre fondbolag kan ha svårt att nå upp till kravet på ett kapital om 500 miljoner kronor. Det finns en risk att marknaden i än större utsträckning kommer att domineras av fondbolag ägda av de stora bankerna och försäkringsbolagen, som tillsammans svarar för omkring 70 procent av fondmarknaden i Sverige. De fyra storbankerna svarar ensamma för 56 procent av marknaden.

Det är ett massivt reformpaket som sjösatts. Åtgärder har vidtagits mot alla de problem som har identifierats på fondtorget, såsom bedrägligt beteende, oetisk marknadsföring och svårigheter för konsumenter att få korrekt information.

Till skillnad från Steg 2 är den pågående reformeringen bra och nödvändig och skapar förutsättningar för ett bättre fungerande fondtorg. Helt i enlighet med intentionerna bakom pensionsgruppens överenskommelse från december 2017 så innebär dessa förändringar att pensionssystemet utvecklas och förbättras, medan grundprinciperna bakom systemet bevaras.

## 10.2 Ett statligt fondurval löser inga problem

Idag kan alla fonder som uppfyller de krav som Pensionsmyndigheten ställer, teckna avtal om att finnas på fondtorget. Denna, så kallade anslutningsmodell, används på flera områden även på tjänstepensionsmarknaden. Avtalspension SAF-LO (tjänstepension för privatanställda arbetare), PA16 (tjänstepension för statligt anställda) samt KAP/KL-AKP/KL (tjänstepension för kommunalt anställda) använder alla anslutningsmodeller. Kraven för att en fond ska få ansluta sig varierar mellan de olika pensionsavtalen, men rör i huvudsak högsta tillåtna avgifter och liknande. I en anslutningslösning är antalet fonder inte bestämt på förhand, utan blir en följd av hur kriterierna för anslutning definieras.

Alternativet till anslutning är att fonderna istället upphandlas. Den lösningen tillämpas inom Industrins och handelns tilläggspension (ITP). Vid en upphandling bestäms antalet fonder som ska finnas i olika kategorier. Ett antal kriterier definieras för upphandlingen. De fonder som uppfyller kriterierna lägger konkurrerande anbud. Den eller de fonder som vinner anbudet blir sedan möjliga att välja för pensionsspararna.

En första viktig iakttagelse är att det inte finns någon inneboende skillnad avseende konsumentskyddet i de båda lösningarna. Riksrevisionens senaste granskning av premiepensionssystemet visar att konsumentskyddet stärkts väsentligt av de skärpta kraven i Steg 1<sup>28</sup>. I linje med granskningens slutsatser styrs alltså konsumentskyddet helt av vilka kriterier som sätts, antingen vid upphandlingen eller vid anslutningen, samt av hur väl tillsynen fungerar. Ett skärpt konsumentskydd måste således uppnås genom hårdare krav. Detsamma gäller avgifter. Det går att uppnå lägre avgifter, antingen genom ett upphandlingsförfarande eller genom att ställa låga avgifter som ett krav för anslutning. Ett upphandlingsförfarande minskar dock konsumenternas möjligheter att själva göra ett val där avgifterna vägs mot kvaliteten hos fondförvaltaren.

Vi anser att utredningens kanske svagaste punkt är avsaknaden på argument varför Steg 2 garanterat blir bättre än Steg 1. Ingenstans förs något ordentligt resonemang hur man kommer fram till att det ska vara ett upphandlat fondtorg istället för ett anslutningsförfarande med höga krav. Med en hänvisning till tjänstepensionsmarknaden är utredningens argumentation tunn. Utredaren hänvisar

<sup>27</sup> <https://sakochliv.se/2020/01/03/478-fonder-nu-godkanda-premiepensionens-fondtorg/>

<sup>28</sup> Konsumentskyddet på finansiella området – förutsättningar och statlig tillsyn (RIR 2019:32), s. 65-67.

också till direktivet. Men i direktivet står det bara att ett upphandlat fondtorg ska utredas, inte hur man kommit fram till det.<sup>29</sup> I en undersökning av Fondbolagens Förening framgår det att ett upphandlat system kan leda till lägre pensioner genom ökade transaktionskostnader när spararna tvingas till fondbyten efter varje upphandlingsperiod.

De missförhållandena i premiepensionssystemet som Socialförsäkringsminister Shekarabi tar upp som huvudargument i sin retorik är av ovan nämnt redan åtgärdat i Steg 1.

Före regeringskansli, myndigheter, lagråd, fondbolag och domstolar börjar ägna tid och kraft åt ny lagstiftning, upphandlingar och överprövningar så borde våra ansvariga politiker fundera ett varv till på frågan: vad är det staten och spararna vinner på Steg 2?

Vår bild är att pensionssystemet har andra, större problem som behöver hanteras kommande år. Behöver avsättningarna öka? Räcker höjningen av pensionsåldern? Hur får vi fler att täckas av en vettig tjänstepension? Borde det återinföras ett incitament för privat pensionssparande? Där kanske fokus borde läggas, snarare än på ett redan uppskattat och välfungerande premiepensionssystem.

### 10.3 Vad bör göras istället? Vår syn på valarkitekturen och beteendeforskning

En viktig lärdom, inte bara utifrån erfarenheterna med fondtorget, utan från alla större reformer, är att det är viktigt att följa upp och justera systemens funktionssätt. Flera av de förändringar som nu genomförs, borde ha genomförts tidigare. Det finns heller inget system som är så bra att det inte kan bli bättre. Det svenska fondtorget är på många sätt världens bästa fondtorg, men det finns även efter de nu pågående reformerna förbättringspotential. Inte minst finns det skäl att underlätta valarkitekturen för pensionsspararna att göra aktiva och välinformerade val.

Traditionell nationalekonomisk forskning fokuserar nästan uteslutande på incitamentens betydelse för människors val. Senare tids forskning har pekat på att även hur valen sker kan ha betydelsen för utfallet.

I enlighet med nobelpristagaren Richard H. Thaler och hans kollegor Henrik Cronqvist och Frank Yu analys av det svenska fondtorget, tror vi på att det sätt som valen presenteras har betydelse för spararnas val. Analysen utgår från kunskapen om hur "valarkitekturen" påverkar val, med grund i bland annat Thalers och Sunsteins forskning om så kallad "nudging". Effekten är bestående över lång tid. När systemet infördes, år 2000, så bedrevs en kampanj där aktiva val uppmuntrades. Pensionsmyndigheten genomförde en informationskampanj och många fondförvaltare marknadsförde aktivt sina fonder till premiepensionsspararna.<sup>30</sup>

Konsekvensen blev att omkring två tredjedelar av spararna gjorde aktiva val. Andelen föll året därefter till under en femtedel, för att gradvis avta till dagens nivå på under en procent som gör ett aktivt val när de först går in i systemet. Få sparare ändrar sina val efter att de gått in i systemet. Däremot är pensionsspararna mer aktiva ju längre de varit med.

Thaler, Cronqvist och Yu rekommenderar tre reformer av premiepensionssystemet. För det första menar de att förvalsalternativet bör förändras på två punkter. Dels genom att förvalsalternativet återgår till att vara en icke belånad global indexfond, dels genom att det för den enskilde spararen blir möjligt att välja ickevalsfonden, men med en högre risknivå. Bakgrunden till detta förslag är att

<sup>29</sup> Regeringen, Ett bättre pensionssystem, SOU 2019:44, s. 34, 234–253.

<sup>30</sup> Cronqvist, Henrik, Richard H. Thaler och Frank Yu (2017). *Choice Architecture in Pension Systems: Theory and Practice*. Bildserie från föreläsning av Richard H. Thaler på inbjudan av Socialförsäkringsministern och Pensionsgruppen, 12 december. Tillgänglig: <https://www.regeringen.se/artiklar/2017/12/uppskattad-forelasning-av-nobelpristagare-richard-thaler-och-pensionsexpert-nicholas-barr/>

författarna menar att det är osannolikt att de passiva spararna hade valt så hög risk som AP7 Såfa faktiskt inneburit om de varit fullt informerade. De menar att det, mot bakgrund av den stora effekt som ickevalet haft på människors sparande, är tveksamt om staten bör uppmuntra till ett så stort risktagande med pensionspengar. Mer naturligt vore, menar Thaler, Cronqvist och Yu, om pensionssparare som vill ta högre risk snarare gör det antingen genom ett eget val på fondtorget eller genom till exempel ett privat pensionssparande.

För det andra, rekommenderar Thaler, Cronqvist och Yu att antalet fonder på fondtorget minskar, främst för att möjliggöra bättre tillsyn. Denna rekommendation ligger alltså i linje med de förändringar som nu sker i Steg 1.

Slutligen menar Thaler, Cronqvist och Yu att reformeringen av systemet borde förenas med en "omstart". De konstaterar att de aktiva insatser som gjordes när fondtorget var nytt fick stora och bestående effekter. Det finns därför skäl att göra aktiva insatser för att pensionsspararna ska se över sitt sparande och dels bli medvetna om hur pensionspengarna förvaltas, dels uppmuntras till informerade val. Författarna misstänker att det "orangea kuvertet" ofta slängs. Som ett förslag till omstart föreslår de att systemets omstart förenas med att färgen på kuvertet byts ut, "kanske till svenskt blå".

Utifrån Thalers, Cronqvists och Yus idéer finns också andra sätt att hjälpa spararna att välja, till exempel genom att utveckla verktyg för val, till exempel för att bedöma om risknivån är rätt med hänsyn taget till beräknad återstående tid till pension, övrigt sparande och personlig riskpreferens. Istället för utredningens föreslagna valarkitektur som gör det väsentligt svårare att göra aktiva val kan de valverktyg som redan finns på fondtorget utvecklas för att hjälpa spararna att välja hållbara fonder, eller på annat vis anpassa valet efter egna preferenser.

Fondtorget kan, delvis genom ovanstående åtgärder, användas för folkbildning med syfte att höja medvetenheten om behovet att planera för pensionen. Fondtorget kan därmed få betydelse, inte bara för människors pensioner, utan för att allmänt höja kunskapen om hur vår ekonomi fungerar. På så vis realiserar pensionsgruppens intention bakom den nu pågående reformeringen av pensionssystemen, det vill säga att "grundprinciperna och styrkorna i pensionssystemet ska bevaras, men att systemet i delar behöver moderniseras för att bli ännu bättre på att leverera trygga pensioner."

### **Stockholm, den 14 februari 2020**

Christoffer Folkebo, VD, Carneo Asset Managers

Hans Hedström, VD, Carnegie Fonder

Johan Meyer, Director, C WorldWide

Peter Elam Håkansson, Ordförande och chef för portföljförvaltningen, East Capital

Johan Malm, VD, Öhman-gruppen och Ordförande, Öhman Fonder