

Remissyttrande – Ett bättre premiepensionssystem (SOU 2019:44)

Lannebo Fonder AB (nedan Lannebo eller fondbolaget) har tagit del av betänkandet *Ett bättre premiepensionssystem* (SOU 2019:44) och önskar lämna synpunkter på utredningens förslag.

Lannebo är ett av Sveriges största fristående fondbolag. Fondbolaget bedriver äkta aktiv förvaltning av fonder med inriktningar där fondbolaget har en hög förvaltarkompetens, och har som målsättning att leverera långsiktigt hög riskjusterad avkastning. Fondbolaget, som varit verksamt i cirka 20 år, förvaltar ett sammanlagt fondkapital överstigande 80 miljarder kronor åt privatpersoner, företag och institutioner såsom pensionsbolag och pensionsfonder.

Lannebo har haft fonder tillgängliga på fondtorget för premiepension sedan premiepensionssystemet startade och var år 2019 första fondförvaltare att godkännas av Pensionsmyndigheten för det nya reformerade fondtorget. Nio av fondbolagets fonder är i dag godkända av Pensionsmyndigheten.

Lannebos engagemang för premiepensionssystemet går dock bortom fondbolagets omedelbara intressen som en fondförvaltare med fonder på fondtorget. Premiepensionens fondtorg har medfört en betydande samhällsnytta och bör värnas alldeles oavsett fondbolagets eget deltagande på fondtorget. Premiepensionssystemet har bidragit till högre pensioner för fler än nio av tio svenskar.¹ Systemet har även haft positiva effekter för den bredare samhällsekonomin och de finansiella marknadernas funktionssätt. Lannebo menar därför – och mot bakgrund av att hanteringen av pensionsfrågor i största allmänhet bör präglas av långsiktighet och stabilitet – att det kan ställas särskilda krav på att förändringar av premiepensionssystemet sker på ett ansvarsfullt och noga övertänt sätt.

Lannebo är en aktiv medlem i Fondbolagens förening och står bakom föreningens remissyttrande och instämmer till fullo i den kritik mot utredningens förslag som framförs i yttrandet.

För att värna premiepensionssystemet har Lannebo samarbetat särskilt med fem andra oberoende fondförvaltare (Carnegie Fonder, Carneio, Didner & Gerge, East Capital och Öhman). Tillsammans har fondbolagen bland annat låtit ta fram rapporten *Ett världsunikt fondtorg – en rapport om premiepensionens fondtorg och leveransen till sparare och samhällsekonomi* som biläggs detta remissyttrande som referens- och fördjupningsmaterial.

Lannebos inställning till utredningens förslag

Lannebo **avstyrker** utredningens förslag. Utredningens förslag är enligt Lannebos uppfattning framhastat och bristfälligt då flera viktiga aspekter inte analyserats tillräckligt eller inte alls. Dessutom innebär utredarens förslag att den enskilde pensionsspararens rätt att välja fond för sitt

¹ Se Sandström (2019), *Ett världsunikt fondtorg – en rapport om premiepensionens fondtorg och leveransen till sparare och samhällsekonomi*, s. 5 ff med vidare hänvisningar.

premiepensionssparande blir så kraftigt kringskuren att valfriheten i praktiken avvecklas. Utöver vad som framgår av Fondbolagens förenings remissyttrande vill Lannebo framhålla följande.

Fondtorget har uppfyllt sina syften väl

Premiepensionssystemet har två huvudsakliga syften. Det ena syftet är att möjliggöra högre avkastning genom investeringar i kapitalmarknaden och bidra till riskspridning inom den allmänna pensionen. Det andra syftet är att göra det möjligt för enskilda att själva påverka pensionen genom val av fonder.

Lannebo anser att fondtorget uppfyllt dessa syften väl, vilket illustreras av följande.

- Medan inkomstpensionens utveckling motsvarat en avkastning på 3,1 procent per år, så har fondtorget i genomsnitt givit en avkastning på 7,7 procent.² Fler än nio av tio svenskar har haft en avkastning på sina premier på fondtorget som överstigit inkomstpensionens utveckling.³
- Fondtorget har erbjudit pensionsspararna en stor valfrihet. Valfriheten har utnyttjats och är uppskattad. Cirka hälften av spararna har gjort ett aktivt val. De som har gjort aktiva val har i genomsnitt större sparande på fondtorget, vilket gör att omkring två tredjedelar av det förvaltade kapitalet är placerat i aktivt valda fonder.⁴ Valfriheten har dessutom ett brett stöd. I en undersökning som Kantar Sifo Prospera genomfört på uppdrag av Fondbolagens förening svarar över 60 procent att det är bra att man kan välja sina placeringar själv. Mindre än en tredjedel vill hellre att staten gör valen.⁵

Härutöver har fondtorget haft andra positiva effekter. Genom att de avsatta medlen i premiepensionssystemet tillförs aktiemarknaden, har tillgången på riskkapital till svenska företag ökat. Att omvandla sparande till finansiering är ett av det finansiella systemets huvuduppgifter i ekonomin. Inte minst för mindre företag har det kapital som tillkommit via fondtorget varit viktigt. Det finns 22 småbolagsfonder på fondtorget, som tillsammans förvaltar 129 miljarder kronor. Av det totala kapitalet på fondtorget, investeras ungefär 40 procent i medelstora, små eller mikroföretag. Fonderna på fondtorget har också en tydligt svensk slagsida. Cirka 20 procent av kapitalet är investerat i svenska aktier, vilket kan jämföras med AP7 Såfa, som endast har cirka en procent av kapitalet placerat i svenska aktier. Detta innebär att det nuvarande systemet bidragit med uppskattningsvis 250 miljarder kronor till den svenska riskkapitalförsörjningen. Hade inte valfriheten funnits, utan alla medel tillförts AP7 Såfa, hade över 200 miljarder kronor gått den svenska riskkapitalmarknaden förbi.⁶ Riskkapitalförsörjningen till svenska företag har visserligen inte varit ett av huvudsyftena med premiepensionssystemet, men saker och ting hänger samman. Ett pensionssparande som leder till bättre tillgång på kapital för svenska företag ger möjlighet till en högre tillväxt, vilket i sin tur ger högre pensioner. Den här typen av effekter kan inte bortses ifrån och det vore direkt oansvarigt att inte analysera detta närmare innan ett eventuellt beslut fattas om att ta utredningens förslag vidare.

² Se Fondbolagens förening (2020), *Premiepensionen – statistik och fakta*, s. 7. Tillgänglig: https://www.fondbolagen.se/globalassets/faktaindex/studier-och-undersokningar/premiepensionen/statistik-och-fakta-premiepensionen_200204.pdf Läst: 2020-02-07.

³ Se Sandström (2019), s. 5 ff med vidare hänvisningar.

⁴ Se Sandström (2019), s. 8 med vidare hänvisningar.

⁵ Jfr Fondbolagens förening (2020), s. 10.

⁶ Se Sandström (2019), s. 10 f med vidare hänvisningar

Premiepensionssystemet har även bidragit till att bryta upp de fyra storbankernas starka dominans över den svenska fondmarknaden. I början av 2000-talet hade storbankerna en marknadsandel på motsvarande 80 procent av fondmarknaden.⁷ Den marknadsandelen ligger nu på under 55 procent. Konkurrenten på fondmarknaden har ökat, vilket är positivt för fondspararna. Utredarens förslag riskerar dock att leda till sämre konkurrens då förslagen gynnar stora aktörer och försvårar för mindre och nystartade aktörer. Att det ur konkurrenshänseende är viktigt att eventuella reformeringar av premiepensionssystemet inte försämrar konkurrensförutsättningarna har tidigare påtalats av Konkurrensverket vid en översyn av konkurrensen på den svenska fondmarknaden.⁸

Sammantaget har fondtorget gett högre pensioner och gjort det möjligt för enskilda att själva påverka pensionen genom val av fonder, vilket också var premiepensionssystemets huvudsakliga syften. Dessutom har svenska företag fått bättre tillgång till riskkapital, vilket bidragit till en högre tillväxt och i förlängningen högre pensioner. Härutöver har premiepensionssystemet bidragit till att förbättra konkurrensen på den svenska fondmarknaden.

Problemet med oseriösa aktörer

Även om fondtorget i stort har varit en framgång så har för lågt ställda krav för anslutning och svag tillsyn skapat problem, då det öppnat för oseriösa aktörer på ett oacceptabelt sätt. Lannebo instämmer i att staten tidigare inte tagit ett tillräckligt ansvar för att hålla dessa aktörer borta från pensionsspararna. Det har nu emellertid, sedan en tid tillbaka, vidtagits kraftfulla åtgärder för att komma tillrätta med det här problemet. Riksrevisionen har bedömt att åtgärderna som vidtagits väsentligt stärkt konsumentskyddet.⁹

Det finns i det här läget inget som tyder på att de vidtagna åtgärderna inte skulle vara tillräckliga. Förmodligen måste det dock gå ytterligare en tid innan åtgärdernas ändamålsenlighet kan utvärderas fullt ut. Eftersom varje förändring av pensionssystemet kan få betydande effekter för pensionsspararna, samhällsekonomin och de finansiella marknaderna, bör man enligt Lannebo ställa särskilda krav på att reformer sker på ett ansvarsfullt och noga övertänkt sätt. I denna kravbild ingår självfallet att redan vidtagna åtgärder utvärderas ordentligt innan nya omfattande reformer sjösätts. Så har inte skett i det här fallet.

Statlig styrning mot indexförvaltning – utan bärande skäl och med negativa följder

Lannebo kan konstatera att utredningens förslag är utformat på ett sätt som i flera avseenden styr pensionsspararnas pengar mot indexförvaltning och bort från aktiv förvaltning. Detta gäller både förslaget om upphandling av fonder och förslaget om den så kallade valarkitekturen.

Det föreslagna upphandlingsregelverket är konstruerat på ett sätt som innebär att det vid avtalstilldelningen och rangordningen av upphandlade fonder kommer att behöva fästas stor vikt vid låga förvaltningsavgifter och fondens förmåga att hantera mycket stora flöden på kort tid, vilket i praktiken leder mot indexförvaltning. Till detta kommer att upphandlingen av fonder ska utföras av en myndighet som själv är en indexförvaltare, vilket ofrånkomligen lär påverka myndighetens uppfattning om hur fondförvaltning bör bedrivas och därmed fondupphandlingen. I valarkitekturen, å sin sida,

⁷ Se SOU 2002:104 s. 27.

⁸ Konkurrensverket (2015), *Den svenska fondmarknaden – en fördjupning* (2015:8), s. 93.

⁹ Riksrevision (2019), *Konsumentskyddet på det finansiella området – förutsättningar och statlig tillsyn* (RIR 2019:32), s. 8.

kommer steg 1–3, av allt att döma, enbart att innehålla olika former av indexförvaltning, medan aktiva förvaltare får förekomma först i steg 4. Det är alltså en mycket stark statlig styrning mot indexförvaltning som ligger inbyggd i utredarens förslag.

Utredaren anför inte något vetenskapligt stöd för att det skulle vara positivt för framtida pensioner att pensionsspararnas pengar styrs över till en indexförvaltning. Enligt en genomgång från slutet av 2018, av de senaste 20 årens forskning kring aktiv och passiv förvaltning, framgår att forskningsläget inte är entydigt. Något förenklat kan man säga att den forskning som särskilt talar för passiv förvaltning ligger en bit bakåt i tiden medan nyare forskning ger en mer positiv bild av aktiv förvaltning än vad den tidigare forskningen gjort.¹⁰ En ofta citerad studie av forskarna Harry Flam och Roine Vestman rörande den svenska marknaden visar att indexfonder med inriktning mot Sverige underpresterat jämfört med aktivt förvaltrade Sverigefonder under de tidsperioder som forskarna undersökt (åren 1993–2001 och 2002–2013).¹¹

Som aktiv förvaltare är Lannebo övertygat om att den statliga styrningen mot indexförvaltning är en i grunden dålig idé som kommer att leda till lägre pensioner. Vidare ifrågasätter Lannebo om styrningen mot indexförvaltning, som så tydligt gynnar vissa fondförvaltare på ett omotiverat sätt, är tillåten enligt EU:s statsstödsregler. Fondbolaget vill härutöver peka på att styrningen kan få flera andra negativa konsekvenser för samhällsekonomin och de finansiella marknaderna som utredningen inte analyserat tillräckligt eller inte alls.

Lannebo är, liksom många andra aktiva förvaltare, engagerade i börsbolagens valberedningar,¹² vilka fyller en viktig funktion i den svenska bolagsstyrningsmodellen. Indexförvaltare är generellt sett inte engagerade i valberedningar då det är kostnadskrävande och inte ingår i deras förvaltningsmodell. Om pengarna som finns i premiepensionssystemet – i enlighet med utredningen förslag – i allt högre utsträckning förs över till indexförvaltare kommer det, enligt Lannebos bedömning, att innebära mindre engagerade ägare i svenska börsbolag och en svagare bolagsstyrning. I förlängningen är detta negativt för den svenska samhällsekonomin, då aktiva ägare fyller en viktig funktion i att utveckla bolagen, exempelvis inom hållbarhetsområdet, något som i sin tur är avgörande för Sveriges framgång.

I USA där indexjättarna nu förvaltar mer kapital än aktiva fondförvaltare har de visat sina ambitioner inom ägarstyrning tydligt, vilket framgår av en studie genomförd vid Harvard Law School. Totalt 3 792 styrelseledamöter har nominerats till bolag på Dow Jones sedan 2007. Blackrock, Vanguard och State Street, som är de tre stora indexförvaltarna i USA, har inte nominerat en enda av dessa. Av de nästan 1 500 förslag till bolagsstämman som lämnats in av ägare i bolag ingående i Russel 3000-index de senaste fem åren kommer inte ett enda från dessa indexförvaltare.¹³

Att kvaliteten på bolagsstyrningen kan minska som en följd av att en allt större andel av ett börsbolags aktier ägs av indexförvaltare har stöd i aktuell forskningslitteratur, bland annat framgår det av en nyligen

¹⁰ Se Cremers et al (2018), *Challenging the Conventional Wisdom on Active Management: A Review of the Past 20 Years of Academic Literature on Actively Managed Mutual Funds*. Tillgänglig: <https://ssrn.com/abstract=3247356> Läst: 2020-02-07.

¹¹ Flam och Vestman (2017), *Swedish Equity Mutual Funds 1993–2013: Performance, Persistence and Presence of Skill*. Tillgänglig: <https://ssrn.com/abstract=3082073> Läst: 2020-02-07

¹² I förhållande till förvaltad kapital är Lannebo den institution som sitter i flest valberedningar Sverige.

¹³ Se Bebchuk och Hirst (2019), *Index Funds and the Future of Corporate Governance: Theory, Evidence, and Policy*, Tillgänglig: <https://ssrn.com/abstract=3282794> Läst: 2020-02-11

genomförd sammanställning från den brittiska finanstillsynsmyndigheten Financial Conduct Authority (FCA).¹⁴ Detta är något som utredningen inte analyserat.

I nyss nämnda sammanställning konstaterar FCA även att forskningen tyder på att ökningen av indexförvaltning kan ha lett till mindre effektiva finansiella marknader.¹⁵ Då indexförvaltare fattar sina beslut utifrån sammansättningen av index och inte utifrån fundamenta försämrar prisbildningen på den finansiella marknaden. Utredarens förslag riskerar uppenbarligen att förstärka denna utveckling, men inte heller detta berörs i konsekvensanalysen av utredningens förslag.

En annan invändning mot ökad indexförvaltning är teorin kring "common ownership". Enligt teorin skulle indexförvaltare som äger alla bolag på börsen ha litet eller inget intresse av att bolag i samma bransch konkurrerar med kostsamma pris- eller produktutvecklingsstrategier. Enligt kritikerna skulle det leda till att samhällsnyttan med marknadsekonomi försvinner och att konsumenterna inte får billigare eller bättre produkter utan bolagen agerar som oligopol snarare än som entreprenöriella företag.¹⁶ Ytterst blir den växande indexförvaltningen ett konkurrensproblem. Initiativet till kartläggningen av företeelsen "common ownership" har tagits av EU-parlamentet.¹⁷ Utredningen har inte berört ämnet.

Lannebo har redan tidigare i detta yttrande tagit upp de positiva effekterna av det nuvarande premiepensionssystemet för riskkapitalförsörjningen av svenska företag. Det finns en stor risk att dessa effekter upphör som en följd av utredningens förslag om styrning av pensionsspararnas pengar mot en, företrädesvis globalt inriktad, indexförvaltning. Så mycket som 200 miljarder kronor i riskkapital till svenska bolag riskerar som nämnts ovan att undandras, vilket dessutom skulle sätta ytterligare tryck på den redan svaga svenska kronan. Till detta kommer att de nya pengar som tillförs premiepensionssystemet framför allt kommer att placeras i stora utländska företag i stället för svenska. Dessa konsekvenser har utredaren valt att bortse ifrån.

Avslutningsvis bör nämnas att den statliga styrningen mot indexförvaltning även kommer att leda till en ojämn konkurrenssituation mellan fondbolag som driver aktiv förvaltning och fondbolag som är indexförvaltare. Enligt Lannebos uppfattning kan det inte vara statens uppgift att intervensera och ge företräde åt en viss investeringsfilosofi eller affärsmodell. Valet mellan aktiv och passiv förvaltning och även andra beslut av den karaktären bör fattas av den enskilde pensionsspararen baserat på dennes uppfattning och förutsättningar samt med tillgång till tydlig information och vägledning.

Det föreslagna regelverket för statlig fondupphandling är framhastat

Fondbolagens förening påtalar i sitt remissyttrande en rad brister med det föreslagna upphandlingsregelverket och konstaterar att det leder helt fel. Lannebo instämmer, som nämnts ovan, till fullo i den kritiken. Fondbolaget vill därtill peka på några ytterligare aspekter som visar att det föreslagna upphandlingsregelverket inte är tillräckligt noga övertänkt, utan framhastat.

¹⁴ James et al (2019), *Does the growth of passive investing affect equity market performance?: A literature review*, Financial Conduct Authority – Research Note, s. 12. Tillgänglig: <https://www.fca.org.uk/publication/research/research-note-does-growth-passive-investing-affect-equity-market-performance.pdf> Läst: 2020-02-02

¹⁵ James et al (2019), s. 7

¹⁶ Se exempelvis OECD (2017), *Common Ownership and its Impact on Competition*. Tillgänglig: [https://one.oecd.org/document/DAF/COMP\(2017\)10/en/pdf](https://one.oecd.org/document/DAF/COMP(2017)10/en/pdf) Läst: 2020-02-07

¹⁷ Se European Parliament resolution of 31 January 2019 on the Annual Report on Competition Policy (2018/2102(INI)).

Utformningen av valarkitekturen, enligt utredarens förslag, kommer att få stor betydelse för vilka val som pensionsspararna gör och vilka fonder som kan tänkas bli valda. Hur valarkitekturen ser ut kommer därför att vara en viktig omständighet att beakta i samband med ett fondbolags bedömning av om ett anbud ska lämnas och vid utformningen av de anbud som fondbolagen lämnar. Utredaren menar att valarkitekturen fortlöpande behöver ses över och anpassas utifrån spararnas beteende, fondmarknadens utveckling och den beteendeeconomiska forskningen.¹⁸ Lannebo kan dock konstatera att om valarkitekturen ändras så ritas spelplanen om. De förutsättningar under vilket ett anbud lämnades (eller eventuellt inte lämnades) föreligger i ett sådant fall inte längre. Lannebo ställer sig frågande till om detta är förenligt med de rättsliga begränsningar som finns kring ändringar av villkor i kontrakt och ramavtal vid upphandlingar. Utredaren har inte berört frågeställningen.

Utredaren motiverar konstruktionen av det föreslagna fondupphandlingsregelverket i första hand med argumentet att nuvarande konstruktion inte har kunnat skydda pensionsspararna på ett tillräckligt bra sätt.¹⁹ Som framgått ovan ifrågasätter Lannebo denna utgångspunkt då de åtgärder som redan vidtagits genom bland annat förbudet mot telefonmarknadsföring och det så kallade 29-punktsprogrammet av allt att döma lett till att staten kommit till rätta med de konsumentskyddsproblem som vissa aktörer tidigare utgjort, något som utredaren ej har beaktat. Lannebo kan också konstatera att en fonds lämplighet och kontrollerbarhet – vilka torde vara de kriterier som ska säkerställa konsumentskyddet – i utredarens förslag är formulerade som så kallade obligatoriska krav, inte tilldelningskriterier.²⁰ Uppfylls inte ett obligatoriskt krav ska anbudet förkastas, vilket i princip är detsamma som att en ansökan avslås på grund av att en förutsättning för tillstånd inte är uppfylld enligt dagens regler. Med andra ord innebär inte den föreslagna regelverkskonstruktionen i sig någon höjning av skyddet för pensionsspararna. Utredarens argumentation och förslag torde alltså kunna ifrågasättas inte bara i sak utan även utifrån om de är logiskt sammanhängande.

Tilldelningskriterierna – det vill säga de kriterier som ska användas för att utvärdera anbuderna – föreslås vara hög kvalitet och kostnadseffektivitet. Kostnadseffektivitet syftar främst på avgifternas storlek, medan hög kvalitet i hög grad handlar om förmågan att generera framtida avkastning.²¹ Att bedöma förmågan att generera framtida avkastning är en minst sagt svår uppgift. Lannebo kan för sin del inte se hur en sådan bedömning ska kunna göras på ett sätt som uppfyller grundläggande principer för offentlig upphandling och inte innefattar ren godtycklighet. Det är dessutom så att premiepensionssystemet i sin nuvarande konstruktion mer än väl uppfyllt sitt syfte vad gäller just genererad avkastning, vilket även utredaren konstaterar.²² Utredaren synes föreslå en fördjupad statlig granskning av något som han bedömt redan fungerar väl. Lannebo anser i stället att det inte finns någon anledning för staten att ta över en uppgift som pensionsspararna utför bra själva.

Det bör även framhåvas att en grundpremiss för utredarens förslag om statlig fondupphandling är att myndighetspersonerna, som blir satta att utföra fondupphandlingen, inte bara kan bedöma vilka fonder som håller *hög kvalitet* – vilket är en nog så svår uppgift – utan också är kapabla att fastslå vilken fond inom respektive kategori som är allra bäst. Det ska nämligen, enligt utredarens förslag, ske en exakt rangordning av fonderna (bästa fonden, näst bästa fonden och så vidare). Lannebo ifrågasätter inte

¹⁸ SOU 2019:44 s. 232.

¹⁹ SOU 2019:44 s. 326.

²⁰ Se föreslagna 64 a kap. 5 och 6 §§.

²¹ SOU 2019:44 s. 716 ff.

²² SOU 2019:44 s. 181 ff.

myndighetspersonernas kompetens, men att med exakthet förutsäga vilka fonder som kommer att vara bäst är en förmåga som ingen besitter. Att basera ett regelverk på att detta trots allt skulle vara möjligt måste, enligt Lannebos synsätt, vara feltänkt.

Lannebo noterar i sammanhanget att det i annan upphandlingslagstiftning finns särskilda bestämmelser kring onormalt låga anbud.²³ Utredaren har inte övervägt om en liknande reglering bör finnas i det föreslagna regelverket för upphandling av fonder. Det kan, enligt Lannebo, finnas en risk att svårigheterna att bedöma vilken fond som har högst kvalitet leder till ett ensidigt fokus på avgifterna som går ut över kvaliteten. Frågan om det bör finnas en bestämmelse kring onormalt låga bud borde under alla förhållanden övervägas i den fortsatta behandlingen av betänkandet.

Om staten genom sin upphandling och rangordning av fonder flyttar pensionsspararnas pengar till, eller uppmuntrar pensionsspararna att välja, fonder som sedan visar sig inte vara de bästa, väcks frågan om statens ansvar gentemot pensionsspararna. Då staten tar på sig ett större ansvar ligger det i sakens natur att pensionsspararnas förväntningar på, samt ansvarsutkrävande av, staten också kan öka. Om staten inte bedöms leva upp till sitt ansvar kan det få konsekvenser. En konsekvens kan bli lägre tilltro till staten i allmänhet och pensionssystemet i synnerhet. Eventuellt kan dock även frågan om statens juridiska ansvar väckas. Utredningen har inte berört frågan om staten kan tänkas komma att ådra sig ett skadeståndsansvar enligt allmänna skadeståndsrättsliga bestämmelser vid fel eller försummelse i sin bedömning av vilka fonder som är bäst eller hur möjligheterna för pensionsspararna till ansvarsutkrävande av staten i övrigt ser ut.

Utredarens förslag kommer, om det skulle genomföras, att ge upphov till betydande kapitalflöden i samband med att pensionsspararnas pengar ska flyttas efter varje ny upphandling. Pengarna kommer att koncentreras till den fond inom varje kategori som statens fondupphandlare bedömt vara den bästa. Dessa fonder kan komma att bli mycket stora. Lannebo håller det inte för uteslutet att denna ordning med allt tilltagande ut- och inflöden ur fonder kan ge upphov till risker för de finansiella marknaderna. Eftersom det kommer att vara allmänt känt när en upphandling pågår, kan exempelvis vissa investerare komma att försöka agera före den förväntade fondflytten och därmed sammanhängande försäljningen av värdepapper. Detta kan resultera i ett kraftigt säljtryck på vissa finansiella tillgångar, som i sin tur kan orsaka problem för andra aktörer och sprida sig vidare i det finansiella systemet. Likviditetsrisker kopplade till fondförvaltning och att dessa kan innebära systemrisker är en internationellt mycket uppmärksammas fråga.²⁴ Lannebo anser att det är olyckligt om staten, mot bakgrund av den diskussionen, i stället för att göra sitt för att motverka likviditetsrisker skapar att upphandlingsregelverk som kan bidra till uppbyggnaden av likviditetsrisker och stress i det finansiella systemet.

Valfriheten avvecklas

Utredningens förslag innebär i praktiken att den valfrihet som präglat premiepensionssystemet kommer att tyna bort. Möjligheten för pensionsspararen att själv välja fonder blir så kraftigt kringskuren att det är direkt missvisande att kalla den för valfrihet.

²³ Se exempelvis 16 kap. 7 § lagen (2016:1145) om offentlig upphandling.

²⁴ Se exempelvis Bank of England (2019), *Financial Stability Report July 2019*, s. 33 ff, IOSCO (2018), *Recommendations for Liquidity Risk Management for Collective Investment Schemes* och ESRB (2017) *Recommendation of The European Systemic Risk Board on liquidity and leverage risks in investment funds*.

Utredaren föreslår en svärgenomtränglig valarkitektur med fyra steg. Att välja en viss fond är tillåtet först i det fjärde och sista steget. Inför varje val ska pensionsspararen skriftligen informeras om innebörden av valet. Med innebörden av valet avses vilka risker som är förknippade med ett visst val och omfattar även information om kostnader som kan påverka pensionsutfallet av en viss placering. Om pensionsspararen väljer att placera sina medel på annat sätt än i förvalet ska information lämnas om att spararen själv ansvarar för konsekvenserna av detta val och för att bevaka att placeringen fortfarande är lämplig med hänsyn till spararens personliga och ekonomiska förhållanden samt placeringens utveckling, risker och förväntade framtida avkastning. Spararen ska skriftligen bekräfta att han eller hon har tagit del av informationen.²⁵ Detta signalerar inte en frihet för den enskilde att välja, utan lär uppfattas som varningar för, samt förmaningar om, att avstå från egna val.

Informationen som utredaren menar ska lämnas är inte heller balanserad. Självfallet bör information om risken med en viss placering lämnas. Det sker också i dag, bland annat genom fondens faktablad. Men det bör även framgå att en lägre risk också innebär en lägre möjlig avkastning och tvärtom att en högre risk innebär en högre möjlig avkastning. Detta blir särskilt viktigt i ett pensionssparande som generellt är långsiktigt och där ett för lågt risktagande i allmänhet är negativt för den framtida pensionen. En jämförelse kan här göras med fondfaktabladet som är reglerat på EU-nivå och där fondens risk- och avkastningsprofil ska presenteras i ett sammanhang.

Att de enskilda pensionssparare som gjort fondval kommer att få sina val upphävd av staten vid varje efterföljande fondupphandling kringsskräver rätten för den enskilde att välja ytterligare. Lannebo befarar dessutom att proceduren med att gjorda val blir ogiltiga av många pensionssparare kommer att tolkas som att man valt en dålig fond – varför skulle fonden annars försvinna från fondtorget och fondflytten vara nödvändig? – och att detta resulterar i en rädsla för att göra nya egna val.

Antalet fonder på fondtorget kommer enligt utredningen att variera bland annat beroende på efterfrågan hos pensionsspararna.²⁶ I sig behöver inte det vara fel. Men om man, som utredaren föreslår, skapar ett system med en inbyggd efterfrågebegränsning genom en svärgenomtränglig valarkitektur kommer färre att välja, vilket i sig gör att efterfrågan minskar och därmed också antalet fonder. Detta kan i sin tur leda till att även de personer som klarar av att ta sig igenom valarkitekturen inte lyckas hitta en fond som de finner intressant att välja, då utbudet begränsats. På detta sätt riskerar alltså förslaget att innebära en självförstärkande process som slutar med att valfriheten avvecklats.

Avsaknad av vissa rättsliga analyser

Trots att betänkandet är omfattande saknas analyser av rättsliga frågor som torde vara avgörande för om det finns legala förutsättningar att genomföra utredningens förslag. De viktigaste bristerna har berörts ovan, och gäller avsaknaden av rättslig analys av om det föreslagna upphandlingsregelverket och valarkitekturen kan förenas med EU:s statsstödsregler och viktiga upphandlingsrättsliga principer och regler. Härutöver finns även vissa andra rättsliga frågor som sannolikt borde ha övervägts.

En till synes oanalyserad fråga är om den nya myndighetens uppgifter, var för sig och sedda som en helhet, kan anses utgöra tillståndspliktig verksamhet. Den nya myndighetens uppgifter uppvisar likheter med verksamhet som utförs av privata aktörer med stöd av ett eller flera tillstånd att driva värdepappersrörelse eller ett tillämpligt undantag från tillståndsplikt. Det torde vara osäkert om den nya

²⁵ SOU 2019:44 s. 688.

²⁶ SOU 2019:44 s. 229.

myndigheten omfattas av något av de undantag från tillståndsplikt som finns i 2 kap. 5 § lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden.

En annan fråga gäller den nya myndighetens förutsättningar att vara opartisk i sin verksamhet. Utredningen berör denna frågan endast i så måtto att man föreslår att förvaltningslagens bestämmelser om jäv ska gälla för den nya myndigheten. Detta görs mot bakgrund av att förvaltningslagens bestämmelser är vidare än nuvarande bestämmelser i lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder och att det enligt utredningen saknas skäl för att mindre långtgående regler ska gälla för den nya myndigheten. Förslaget får dock närmast den funktionen att det skyler över avsaknaden av en analys av en i grunden större fråga.

Den nya myndigheten föreslås få uppgifter som ger upphov till sällsynt tydliga intressekonflikter. Myndigheten ska under stor frihetsgrad upphandla fonder. Myndigheten kommer även att utforma fondavtal, även detta under förhållandevis stor frihetsgrad, och sedermera ingå sådana avtal med fondförvaltare. Vidare ska myndigheten ansvara för valarkitekturen avseende fondval. Myndigheten ska även granska att fondavtalet uppfylls samt utvärdera fondförvaltarna och eventuellt även vidta åtgärder med stöd av avtalet. Myndigheten kan föra statens talan i en eventuell tvist med en fondförvaltare. Därtill ska myndigheten samverka och utbyta information med Finansinspektionen i relevanta tillsynsfrågor. Vid sidan av detta ska myndigheten bedriva en konkurrerande fondförvaltningsverksamhet. Den relevanta frågan att analysera borde alltså inte vara om den nya myndigheten ska ha mindre strikta jävsregler än förvaltningsmyndigheter generellt eller ej, utan snarare om och i sådana fall hur den nya myndigheten, givet dess uppgifter och därmed förknippade intressekonflikter, överhuvudtaget har möjlighet att vara opartisk.

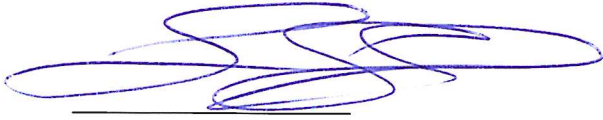
Avslutande kommentarer

Reformeringen av det svenska pensionssystemet, som skedde genom den överenskommelse som träffades i januari 1994, lade grunden till ett system som är långsiktigt stabilt, både statsfinansiellt och politiskt. Premiepensionen är en del av pensionssystemet och bör värnas. Förändringar av premiepensionssystemet bör ske ansvarsfullt och vara noga övertänkta.

Enligt Lannebo är det klart att utredningens förslag inte är ändamålsenligt och inte bör genomföras. Förslaget är framhastat, vilket bland annat visar sig genom att nyligen vidtagna åtgärder för ökat konsumentskydd inte utvärderats och genom de brister som finns i det föreslagna upphandlingsregelverket. Vidare har flera potentiellt sett stora negativa konsekvenser av förslagen inte analyserats tillräckligt eller överhuvudtaget. Därutöver innebär utredarens förslag i praktiken att valfriheten avvecklas. Ett bättre sätt att genomföra pensionsgruppens överenskommelse om förändringar i premiepensionssystemet från 2017 vore i stället att, så som Fondbolagens förening förordar, etablera ett valfrietssystem. Valfrietssystem är en upphandlingsform som bygger på att den upphandlande myndigheten ställer upp ett antal krav och villkor för att bli godkänd för systemet. Den enskilde har rätt att välja den leverantör som ska utföra den aktuella tjänsten bland de leverantörer som den upphandlande myndighet godkännt och tecknat kontrakt med. Med ett valfrietssystem skapas goda

förutsättningar för ett långsiktigt stabilt fondtorg med högt konsumentskydd och som fortsatt bidrar till högre pensioner och bevarar valfriheten, utan de brister som finns förknippade med utredarens förslag.

Stockholm den 14 februari 2020



Göran Espelund
Styrelseordförande



Martin Öqvist
Verkställande direktör

Bilaga:

Ett världsunikt fondtorg – en rapport om premiepensionens fondtorg och leveransen till sparare och samhällsekonomi