

AP-fonderna i pensionssystemet – effektivare förvaltning av pensionsreserven

Betänkande av Buffertkapitalsutredningen

Stockholm 2012



STATENS OFFENTLIGA
UTREDNINGAR

SOU 2012:53

SOU och Ds kan köpas från Fritzes kundtjänst. För remissutsändningar av SOU och Ds svarar Fritzes Offentliga Publikationer på uppdrag av Regeringskansliets förvaltningsavdelning.

Beställningsadress:
Fritzes kundtjänst
106 47 Stockholm
Orderfax: 08-598 191 91
Ordertel: 08-598 191 90
E-post: order.fritzes@nj.se
Internet: www.fritzes.se

Svara på remiss – hur och varför. Statsrådsberedningen (SB PM 2003:2, reviderad 2009-05-02)
– En liten broschyr som underlättar arbetet för den som ska svara på remiss.
Broschyren är gratis och kan laddas ner eller beställas på
<http://www.regeringen.se/remiss>

Textbearbetning och layout har utförts av Regeringskansliet, FA/kommittéservice.

Tryckt av Elanders Sverige AB.
Stockholm 2012

ISBN 978-91-38-23778-6
ISSN 0375-250X

Till Statsrådet Peter Norman

Regeringen beslutade den 29 september 2011 att tillsätta en särskild utredare Mats Langensjö med uppdrag att utvärdera lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder) och lagen (2000:193) om Sjätte AP-fonden, med syfte att förbättra förutsättningarna för en kostnadseffektiv förvaltning av pensions-systemets buffertkapital.

Till sakkunniga i utredningen förordnades fr.o.m den 29 september 2011, Sarah McPhee VD för SPP, Ulf Wissén Partner i Ciphion AB, Lars Rodhe VD för danska ATP, Gabriel Urwitz styrelseordförande i Segulah Advisor AB, Paul Söderlind Professor vid University of St. Gallen, Thomas Norling chefsjurist på Pensionsmyndigheten, Gudrun Ehnsson, enhetschef på Pensionsmyndigheten, Thomas Nielsen ämnesråd på Finansdepartementet samt Brita Hammar departementssekreterare på Finansdepartementet.

Som sekreterare åt utredningen anställdes ekonom Åsa Sterte från och med den 3 oktober 2011 och kammarrättsassessor Magnus Isgren från och med den 1 december 2011.

Utredningen antog namnet Buffertkapitalsutredningen (Fi2011:11).
Utredaren överlämnar härmed betänkandet *AP-fonderna i pensionsystemet – effektivare förvaltning av pensionsreserven (SOU 2012:53)*.

Utredningsuppdraget är därmed slutfört.

Stockholm i augusti 2012

Mats Langensjö

/Åsa Sterte
Magnus Isgren

Innehåll

Sammanfattning	15
Summary	35
Författningsförslag	55
1 Utredningsuppdraget och dess genomförande	81
1.1 Utredningsuppdraget.....	81
1.2 Förutsättningarna i direktivet och tolkning av uppdraget	82
1.3 Utredningens genomförande	83
1.4 Betänkandets disposition.....	84
1.5 Översynen av placeringsreglerna	84
2 Inledning, pensionssystemet och AP-fondernas roll	87
2.1 Från ATP till pensionsreform.....	87
2.2 Det reformerade pensionssystemet	89
2.2.1 Vad påverkar det reformerade pensionssystemet?	92
2.3 AP-fondernas uppdrag i pensionssystemet.....	96
2.3.1 AP-fondernas roll som buffert i pensionssystemet i ett historiskt perspektiv.....	96
2.3.2 AP-fonderna roll som buffert i det reformerade pensionssystemet.....	99
2.3.3 Buffertkapitalets framtida roll i pensionssystemet...	103

3	Förändrade förutsättningar för en effektiv institutionell kapitalförvaltning.....	105
3.1	Inledning.....	105
3.2	Ett årtionde med förändringar och kriser.....	106
3.3	Utvecklingen av det institutionella kapitalet.....	108
3.4	Kris igen.....	113
3.5	Långsiktiga institutionella investerare.....	114
3.6	Styrmodeller under utveckling.....	116
3.7	Risk i centrum.....	120
3.7.1	Inledning.....	120
3.8	Kapitalförvaltningsprocessen.....	121
3.9	Målkonflikter att hantera i långsiktig institutionell kapitalförvaltning.....	123
3.9.1	ALM.....	123
3.10	Styrning och förvaltning av pensionsfonder.....	124
3.10.1	OECD's riktlinjer.....	125
3.10.2	Santiagoprinciperna.....	127
3.10.3	Myners principer.....	128
3.11	Svenska Livförsäkringsbolag.....	129
4	Bakgrund och erfarenheter.....	135
4.1.1	Regeringens skrivelser.....	135
4.1.2	Riksdagen.....	137
4.1.3	Tidigare utredningar.....	142
5	Identifiering av problem och utvecklingsbehov.....	147
5.1	Identifiering av strukturella brister.....	148
5.2	OECD.....	148
5.3	Gordon Clark och Ashby Monk.....	152

5.4	Utredningens sammanfattning och bedömning av identifierade problem.....	156
5.4.1	Utredningens syfte och ambition med föreslagna åtgärder.....	159
6	Buffertkapitalets roll och mål för kapitalets förvaltning. 161	
6.1	Grundläggande utgångspunkter.....	162
6.2	Buffertkapitalets roll.....	163
6.3	Uttolkning av uppdrag till mål.....	164
6.4	AP-fondernas mål.....	168
6.4.1	Pensionsmyndighetens framskrivning av pensionssystemets finansiella ställning.....	168
6.4.2	Fyra analyser, fyra olika mål.....	170
6.4.3	Svårigheter att relatera och definiera risk för förvaltningen av buffertkapitalet.....	171
6.4.4	Investeringshorisontens betydelse för målet.....	175
6.4.5	Marknadsförutsättningar.....	177
6.4.6	Behov av förtydliganden.....	179
6.5	Sammanfattning och kommentarer.....	181
7	Styrningsmodeller..... 181	
7.1	Agentproblem och dess konsekvenser för styrning i en pensionsreservsfond.....	182
7.2	Oberoende och ansvar.....	184
7.2.1	Oberoende.....	184
7.2.2	Balansgång mellan oberoende och delegering av ansvar.....	184
7.3	AP-fonderna kännetecknas av en hög grad av oberoende sinsemellan och gentemot riksdag och regering.....	185
7.4	Oberoendets konsekvenser för styrning.....	189
7.4.1	Vad är fonderna?.....	189
7.4.2	AP-fondernas självständiga ställning innebär att de kommit att vara både uttolkare och utförare.....	190
7.4.3	Vem tar ansvar?.....	193
7.4.4	Oberoende i den ”löpande förvaltningen”.....	195

7.5	Styrning av statliga myndigheter.....	196
7.5.1	Myndigheter under regeringen.....	196
7.5.2	Riksbanken.....	201
7.5.3	Sjunde AP-fonden.....	202
7.6	Internationell utblick.....	203
7.7	Möjliga styrmodeller.....	207
7.7.1	Traditionell myndighetsstyrning av kapitalförvaltningen.....	208
7.7.2	Verksamhet som bara regleras i lag.....	210
8	Struktur på kapitalförvaltningen.....	215
8.1	Aktiv eller passiv (index) förvaltning.....	216
8.2	Intern eller extern förvaltning.....	220
8.3	Storlek och avkastning.....	223
8.4	Diversifiering av risk.....	231
8.5	AP-fondernas nuvarande förvaltningsstrategi.....	233
8.6	Analys av skälen för nuvarande fondstruktur.....	238
8.6.1	Argument: Begränsa marknadseffekter.....	238
8.6.2	Argument: Att sprida förvaltningsriskerna.....	243
8.6.3	Argument: Inbördes konkurrens skapar kostnadspress och förbättrar resultatet.....	245
8.6.4	Argument: Begränsa risken för statligt inflytande i svenska börsbolag.....	246
8.7	Alternativa kapitalförvaltningsstrukturer för förvaltningen av buffertkapitalet.....	253
8.7.1	Styrdimensioner för organisationen.....	254
8.7.2	Flera fonder med specialiserade mandat.....	255
8.7.3	En eller flera fonder med identiska förvaltningsmandat.....	261
8.7.4	Kombinationer av identiska och specialiserade mandat.....	266
8.7.5	Sammanfattande jämförelse av möjliga strukturer....	268

8.8	Styrelsens och ledningens roll för en effektiv kapitalförvaltning	270
8.8.1	Styrelsen	270
9	Ansvarsfullt ägande	275
9.1	Inledning.....	276
9.2	Ägarstyrning.....	277
9.3	Ökade krav på ansvarsfulla investeringar	280
9.3.1	Verktyg för ansvarsfullt ägande	281
9.3.2	Ansvarsfullt ägande och investeringsstilar	283
9.3.3	Är det lönsamt att vara ansvarsfull investerare?	284
9.4	AP-fondernas utveckling som ansvarsfulla ägare.....	284
9.5	Andra ansvarsfulla ägare	288
9.5.1	AMF och Alecta	288
9.5.2	Utländska fonder	288
9.6	Ansvarsfulla investeringar i onoterade bolag	290
9.7	Vägval framåt.....	292
10	Placeringsregler	295
10.1	Ändrade förutsättningar påverkar portföljsammansättning.....	296
10.1.1	Omkullkastade samband.....	296
10.1.2	OECD's riktlinjer och internationell praxis.....	298
10.2	Nuvarande placeringsregler.....	299
10.3	Utvärdering av nuvarande placeringsregler i relation till ändrade marknadsförutsättningar	300
10.3.1	Minst 30 procent i räntebärande.....	303
10.3.2	Fem procent i onoterade tillgångar och förbud mot direktinvesteringar	304
10.3.3	Förbud mot direktägande	307
10.3.4	Förbud mot råvaror	309
10.3.5	Begränsningar mot svensk exponering.....	310
10.3.6	Övriga begränsningar	312

10.4	Onoterade tillgångar och dess roll i pensionsreservförvaltning	313
10.4.1	Riskkapital (Private Equity)	314
10.4.2	Infrastruktur.....	321
10.5	Råvarors roll i pensionsförvaltning	323
10.6	Kvalitativa eller kvantitativa riktlinjer	324
10.6.1	Aktsamhetsprincipen	325
10.6.2	För- och nackdelar med kvantitativa regler.....	329
11	Kostnadseffektivitet	333
11.1	Tidigare utvärderingar av kostnader.....	335
11.1.1	KPMG.....	335
11.1.2	Occam.....	336
11.1.3	Expertgrupperna	337
11.1.4	ESO-Rapporten.....	338
11.2	Kostnader i kapitalförvaltning	338
11.3	Analys av AP-fondernas kostnadseffektivitet	339
11.3.1	Förutsättningar och avgränsningar för analysen.....	340
11.3.2	Scenarioanalyser	342
11.3.3	Andra Scenarion.....	345
11.3.4	Utredningens slutsatser	346
12	Sjätte AP-fonden	349
12.1	Sjätte AP-fondens historik	349
12.2	Sjätte AP-fondens målsättning & placeringsregler	350
12.2.1	Den globala riskkapitalmarknaden.....	352
12.2.2	Riskkapitalmarknaden i Sverige	354
12.2.3	Direktinvesteringar i en institutionell miljö.....	354
12.3	Sjätte AP-fondens direktinvesteringsverksamhet	356
12.3.1	Direktinvesteringsverksamheten 1996–2011.....	357
12.3.2	Direktinvesteringsverksamheten 2002–2011.....	360
12.3.3	Direktinvesteringar i mogna bolag.....	361
12.3.4	Direktinvesteringar i mogna bolag 2002–2011.....	363
12.3.5	Utredningens bedömning avseende Sjätte AP-fondens direktinvesteringsverksamhet	365

12.4	Förutsättningar för framgång med nuvarande placeringsregler	366
12.5	Implikationer för riskkapitalförsörjningen	367
13	Utredningens överväganden och förslag	371
13.1	Principer för utredningens förslag	371
13.1.1	Säkerställa oberoendet och självständigheten	371
13.1.2	Förutsättningar för verkligt långsiktig kapitalförvaltning	371
13.1.3	Tydlig roll för Pensionsmyndigheten	372
13.1.4	Tydlig separation mellan huvudmannaskap och kapitalförvaltningen	372
13.1.5	Professionalisering av kapitalförvaltningen	372
13.1.6	Ändamålsenligt ramverk för investeringsverksamheten	373
13.2	Terminologi i den fortsatta framställningen	373
13.3	Separation av förvaltningsorganisation och kapital	373
13.4	Uppdrag och mål	374
13.5	Styrning – säkerställa oberoende, självständighet och ansvarstagande	379
13.6	Oberoende förvaltning	380
13.7	Pensionsreservsstyrelsen	387
13.7.1	Myndighetens styrelse	387
13.7.2	Pensionsreservsstyrelsen samordnar analys av och beslutar om mål	391
13.7.3	Myndighetens styrelse utser fondstyrelserna	393
13.7.4	Utvärdering av förvaltningen	393
13.7.5	Riktlinjer/värdegrund för investeringsverksamheten	394
13.7.6	Kostnader för verksamheten	397
13.8	Fondstyrelserna	397
13.8.1	Tillsättning och sammansättning av fondstyrelsen ..	397
13.8.2	Fondstyrelsens uppgifter	400
13.9	Placeringsregler	401

13.10 Sjätte AP-fonden	404
13.11 Redovisning	405
13.12 Verksamhetsansvar, intern styrning och kontroll.....	409
13.13 Kompensation för ingående mervärdesskatt	410
13.14 Statlig arbetsrätt.....	412
14 Övergångsfrågor.....	413
15 Konsekvensanalys av utredningens förslag.....	415
15.1 Inledning.....	416
15.2 Intressenter som berörs av förslaget	417
15.3 Pensionssystemet, nuvarande och framtida pensionärer	417
15.4 Pensionsmyndigheten	421
15.5 Konsekvenser för verksamhet och personal	421
15.5.1 Effekter på statens budget.....	425
15.5.2 Samhällsekonomiska kostnader av omstrukturering av verksamhet och personal.....	425
15.6 Konsekvenser för finansiella marknader	426
15.6.1 Effekter på svensk riskkapitalförsörjning.....	428
15.7 Övriga konsekvenser.....	430
16 Författningskommentar	431
Särskilda yttranden	457
Separate opinion	461
Referenser.....	463

Bilagor

Bilaga 1: Kommittédirektiv Översyn av AP-fondernas regelverk Dir.2011:94	473
Bilaga 2: Alternativt förslag	485
Annex 2: Alternative proposal	507
Bilaga 3: Externa uppdrag och intervjuade personer.....	513
Bilaga 4: Review of the Swedish National Pension Funds OECD	517
Bilaga 5: The Governance of Pension Funds and Pension Reserve Schemes: Implications for the Swedish AP Funds	555
Bilaga 6: Kostnadseffektiviseringsanalys av Första–Fjärde AP- fonderna slutrapport av Ernst & Young	571

Sammanfattning

Utredningens uppdrag

Buffertkapitalsutredningen har haft i uppdrag att lämna förslag på åtgärder som syftar till att förbättra förutsättningarna för en långsiktig och mer kostnadseffektiv förvaltning av det allmänna pensionssystemets buffertkapital. Detta kapital förvaltas i dag av Första-Fjärde AP-fonderna samt Sjätte AP-fonden. Dessa fonders verksamhet regleras i lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder) och lagen (2000:193) om Sjätte AP-fonden. Utredningens uppdrag har varit att utvärdera uppdrag, placeringsregler, struktur och styrning av förvaltningen utifrån behovet av ökad effektivisering och omvärldsförändringar. Sjätte AP-fondens mål, uppdrag och placeringsregler har ägnats särskild analys. Det har inte varit utredningens uppdrag att ompröva buffertkapitalets övergripande roll som en buffert i det allmänna pensionssystemet. Utredningen har beaktat förutsättningarna inom ramen för fempartiöverenskommelsen, som anger att buffertkapitalet endast ska ha renodlat finansiella mål och inte ta näringspolitiska eller ekonomisk-politisk hänsyn. Vidare ska fonderna inte ha dominerande inflytande som ägare i svenska noterade företag. Slutligen ska fonderna bedriva förvaltning oberoende av varandra, i synnerhet när det gäller aktier som har emitterats av inhemska börsnoterade företag.

I uppdraget ingår att göra en allsidig analys av alternativa förvaltningsformer och struktur på kapitalförvaltningen för att finna en struktur och skapa ett ramverk som ger förutsättningar till största möjliga nytta för finansieringen av pensionssystemet, samtidigt som verksamheten bedrivs ändamålsenligt och kostnadseffektivt.

Buffertkapitalet är en del av det allmänna pensionssystemet

Buffertkapitalet inrättades i form av tre fonder i samband med ATP-reformen 1959. Skälet för tre (3) fonder var att undvika maktkoncentration för statliga eller enskilda intressen. Fonderna har allt sedan dess haft en relativt självständig ställning. 1974 inrättas en fjärde AP-fond med uppgift att investera i svenska bolag.

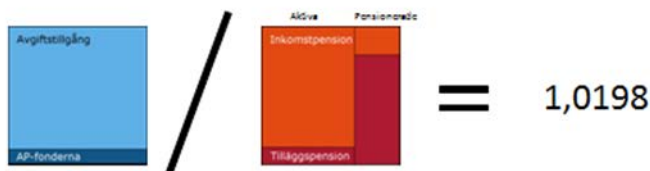
Nuvarande AP-fondslagen, som började gälla den 1 januari 2001, tillkom i samband med genomförandet av den stora pensionsreformen som beslutades av riksdagen 1998 genom en fempartiöverenskommelse. Den huvudsakliga tanken med reformen var att gå från ett förmånsbaserat system till ett självfinansierande avgiftsbestämt system där pensionerna anpassas till den övriga ekonomins tillväxt.

Första–Fjärde AP-fonden fick identiska placeringsregler och gavs i förhållande till vad som rätt tidigare större frihet i förvaltningen och självständighet gentemot regering och riksdag. Sjätte fondstyrelsen, som gavs namnet Sjätte AP-fonden, blev en femte buffertfond men fick behålla sin speciella placeringsinriktning.

Vid utgången av 2011 motsvarade det totala buffertkapitalet ca 870 miljarder kronor. Samtidigt är fondernas kapital en del av ett pensionssystem som har en total omslutning på 7 700 miljarder. Vid utgången av 2011 motsvarade buffertkapitalet cirka 12 procent av pensionssystemets balansräkning.

Diagram Avgiftstillgångarna genom pensionskulden ger balanstalet

	2011	2010	2009	2008
Treårigt medelvärde buffertfonden	865	810	811	821
Avgiftstillgången	6 828	6 575	6 362	6 477
Pensionssskuld	7 543	7 363	7 512	7 428
Balanstal	1,0198	1,0024	0,9549	0,9826
Buffertfond per 31 dec	873	895	827	707
Finansiell Ställning*	1,0208	1,0140	0,9570	0,9672



Källa: Orange rapport, pensionssystemets årsredovisning 2011, Pensionsmyndigheten (2012).

Enligt Pensionsmyndighetens analyser förväntas buffertkapitalet att minska till följd av relativt stora pensionsutbetalningar i samband med att fyrtiotalistgenerationen går i pension.¹ I normala fall räknas pensionerna upp med genomsnittsinkomsten (inkomstindex). För att det reformerade pensionssystemet skulle vara självfinansierat infördes en s.k. balansering. Det innebär att om avgifterna in i systemet understiger pensionsutbetalningarna kommer pensionerna att justeras genom en långsammare uppräkningstakt eller vid stora underskott, en sänkning av pensionerna. Redan vid nuvarande andel, har buffertkapitalet begränsade möjligheter att på egen hand påverka om en balansering ska inträffa eller inte.² Under perioder då pensionssystemets finansiella ställning är relativt svag, dvs. att balanstalet är nära 1,0000 kan ett bra förvaltningsresultat

¹Framskrivningar av pensionssystemets finansiella ställning är känslig för vilka antaganden som görs för ingående variabler. I Orange Rapport (2010) förväntades buffertkapitalet att halveras t.o.m. 2040. I årets Orange Rapport (2011) minskar kapitalet i mindre utsträckning p.g.a. en högre invandring. Ny demografisk statistik från SCB kommer dock att påverka kapitalet i negativ riktning i nästa års Orange Rapport.

²Balansering innebär att pensionerna inte räknas upp i takt med inkomstindex eller att de till och med sänks. Detta inträffar när pensionssystemets skulder är större än tillgångarna, dvs. balanstalet är mindre än ett.

vara betydelsefullt för pensionssystemet. Med ett förväntat nettoutflöde av pensionsutbetalningar kommer buffertkapitalets andel att minska.

Buffertkapitalets roll som demografisk buffert, genom att bidra med finansieringen av pensionssystemet, avgörs av dess förutsättningar och kapacitet att skapa avkastning på fondernas portföljer. Detta uppnås genom en strukturerad investeringsprocess och ett medvetet risktagande. En miniminivå för avkastningen är att överträffa inkomstindex över en definierad tidshorisont. Inkomstindex motsvarar utvecklingen av genomsnittsinkomsten och styr uppräknningen av pensionerna. Om avkastningen överstiger utvecklingen för inkomstindex innebär det att buffertkapitalet bidrar positivt till pensionssystemets finansiering. Utifrån buffertkapitalets långsiktiga roll och det faktum att hög avkastning bidrar ytterligare till pensionssystemets finansiering, bör ambitionsnivån dock vara högre.

Del av globala finansiella marknader

Förvaltningen av buffertkapitalet, utifrån dess uppdrag och mål, innebär att vara en av många aktörer på de globala och finansiella marknaderna. De finansiella marknaderna har utvecklats väsentligt de senaste 10-15 åren och denna utredning avlämnas mitt i en finans- och skuldskris som har inneburit och kommer medföra stora förändringar på såväl de inhemska som de globala kapitalmarknaderna. Förutsättningarna och omvärlden för de nuvarande AP-fonderna har således förändrats avsevärt sedan införandet av den nuvarande lagstiftningen.

Sedan mitten på 1990-talet har antalet pensionsfonder världen över och dess kapital tredubblats. Det innebär att det i omvärlden finns flera hundra institutionella investerare i samma storlek som det gemensamma buffertkapitalet eller större som konkurrerar med AP-fonderna om kompetenser och investeringsmöjligheter. Detta ska ses i ljuset av den förväntade minskningen av buffertkapitalet de kommande årtiondena.

Identifiering av problem och utvecklingsbehov av buffertfondsystemet

En effektiv styrning av förvaltningen av pensionskapital har en avgörande betydelse för avkastningen. Det finns strukturella brister och potentiella problem med nuvarande struktur vilket påverkar buffertfondernas förutsättningar att uppnå en hög avkastning efter kostnader. Utredningens förslag syftar till att förbättra förutsättningarna för att uppnå en bättre avkastning till nytta för pensionssystemet genom att:

- Klargöra buffertkapitalets uppdrag och mål och kopplingen till pensionssystemet.
- Klargöra ansvarsfördelningen mellan kapitalägare och kapitalförvaltare.
- Reformera rutinerna för tillsättning av styrelserna och klargöra styrelseledamotens ansvar och befogenheter.
- Se över hur kapitalförvaltningskompetensen i nuvarande styrelser kan höjas.
- Se över hur placeringsrestriktionerna kan bli mer flexibla och anpassade till omvärldsförutsättningar och utvecklingen på kapitalmarknaderna.
- Granska argumenten för en uppdelning av buffertkapitalet mellan flera fonder med identiska förvaltningsuppdrag och undersök alternativa lösningar.
- Se över Sjätte AP-fondens roll i pensionssystemet.

Buffertkapitalets roll och mål för kapitalets förvaltning

Buffertkapitalets huvudsakliga roll är att fungera som en buffert i inkomstpensionssystemet. I tider när pensionsutgifterna är större än pensionsavgifterna kommer medel tas ur buffertkapitalet. Omvänt ökar kapitalet om avgifterna överstiger utgifterna. Därmed kan pensionerna hållas på en långsiktigt hållbar nivå under år med påfrestningar på systemet.

Lagens mål för placeringsverksamheten ger inte tillräcklig vägledning för att avgöra vad som är lämplig risktolerans och förväntad avkastning för förvaltningen av buffertkapitalet. Det är nöd-

vändigt att ett mål fastställs för förvaltningen av buffertkapitalet baserat på pensionssystemets finansiella ställning, omvärldsfaktorer och rådande marknadsförutsättningar. Detta är en central fråga i styrningen av buffertfonderna. Pensionsmyndigheten har viktiga kunskaper om pensionssystemet och borde därmed i högre grad medverka i analysen av lämplig risktolerans och förväntad avkastning för förvaltningen av buffertkapitalet inom definierade tids-horisonter.

Målet ska vara tydligt och ligga till grund för utvärderingen av förvaltningen. Beroende på demografiska och samhällsekonomiska faktorer, som påverkar pensionssystemets finansiella ställning, kommer målet för förvaltningen att variera över tid.

Ett väl förankrat mål för förvaltningen av buffertkapitalet medför att utvärderingen kan särskilja pensionssystemets funktionsätt (balanseringen) från förvaltningens prestation. Detta medger i sin tur en förvaltning som kan utnyttja komparativa fördelar med att vara långsiktig. En nödvändig förutsättning är dock ett huvudmannaskap för förvaltningen som saknas i dag. Bristen på en huvudman med helhetsperspektiv påverkar systemets legitimitet

För att motivera en uppbyggnad av ett buffertkapital måste avkastningen på buffertkapitalet överträffa uppräkningsavskattningen av skulderna i pensionssystemet (inkomstindex). Detta kan vara en utgångspunkt för analysen av förvaltningsmandatets utformning med avseende på avkastning och risk.

Styrning av de nuvarande AP-fonderna

Fonderna är formellt att betrakta som från varandra oberoende statliga myndigheter i vilka regeringens möjlighet att påverka har inskränkts. Av lagen framgår att regeringen bara utövar inflytande genom att: utse styrelser, inklusive ordförande och vice ordförande, bestämma arvode och andra ersättningar till ledamöter i styrelserna, utse revisorer, fastställa fondernas resultat- och balansräkningar och att årligen utvärdera förvaltningen av fondmedlen i efterhand.

Buffertkapitalets roll är att utgöra en buffert för pensionssystemet så att avgifterna kan hållas konstanta över tiden. Det är en roll som inte bör sammanblandas med myndighetens roll som är att förvalta buffertkapitalet utifrån lagens bestämmelser.

AP-fonderna har i dag att själva tolka lagens övergripande bestämmelse om mål med placeringsverksamheten till ett mer konkret och mätbart mål. (Fonderna är sina egna huvudmän.)

Regeringen, som inledningsvis efter reformen utvärderade och uttryckte sig positivt rörande de mål som fonderna satt, har inte vid de senaste årliga utvärderingarna närmare förtydligat sin syn på pensionssystemets åtagandesida eller de olika mål som AP-fonderna satt. Det är anmärkningsvärt att regeringen inte har utvärderat de mål som fonderna satt för sin verksamhet under den senaste tioårsperioden med tanke på den turbulenta tid som varit på finansmarknaden med förändrade marknadsförutsättningar.

AP-fondernas nuvarande struktur gör att det inom fonderna är svårt att organisatoriskt separera på beslutet om målet och de övergripande operativa besluten om kapitalförvaltningen. AP-fonderna har inte nått upp till den grundläggande organisatoriska åtskillnaden av den som beslutar mål för förvaltningen och den som utför den.

Fondernas inbördes oberoende gör att det saknas förutsättningar för ett gemensamt ansvarstagande för buffertkapitalets roll i pensionssystemet.

AP-fondernas unika ställning bland statliga myndigheter har lett till att varken regering eller riksdag tar huvudansvaret för AP-fondernas verksamhet i stort.

Fonderna är fristående från varandra och oberoende gentemot regering och riksdag i beslut om strategisk och taktisk allokering. Fondernas inbördes oberoende utesluter inte att de samarbetar inom andra områden, om detta upplevs som kostnadseffektivt t.ex. värdepappersadministration, IT, ekonomi- och personaltjänster. Så har dock inte skett i någon omfattning.

Struktur på kapitalförvaltning

Kapitalförvaltning handlar om att fatta aktiva investeringsbeslut om portföljkonstruktion och marknadsexponering. Det absolut viktigaste beslutet för förvaltningsresultaten är den totala risknivån för förvaltningen som bestämmer fördelningen mellan olika tillgångar och riskklasser i portföljen.

AP-fonderna har fördelar som god likviditet och möjlighet till långsiktighet vilket skiljer ut dem från andra investerare. Risknivån och sammansättningen av olika risker i portföljen behöver sannolikt ändras över tiden beroende på pensionssystemets finansiella

ställning vilket talar för att inte låsa upp kapitalet i strikt indexering – eller någon annan strategi. Utredningen anser att beslut om aktiv eller passiv marknadsexponering ska grunda sig på en professionell bedömning av ledningen för kapitalförvaltningen och baseras på förväntad riskjusterad nettoavkastning.

Intern förvaltning är ur kostnadsperspektiv ofta billigare än extern förvaltning vilket dock inte per automatik innebär en högre nettoavkastning. Det krävs att tillräcklig förvaltarkompetens kan rekryteras för att nettoavkastningen ska vara lika bra eller bättre för intern än extern förvaltning. Möjligheten att bygga upp en egen intern kompetens beror på organisationens attraktionskraft. Fördelar med en intern förvaltning är att minska beroendet av externa leverantörer av förvaltningstjänster och analys. Nackdelar kan vara minskad flexibilitet till förändringar av strategier och organisation. Utredningen anser att det är ett beslut som ska fattas av förvaltningsorganisationen utifrån dess mandat och förutsättningar.

Studier och erfarenheter pekar entydigt på att det finns klara stordriftsfördelar vad gäller kostnader för förvaltning och administration. Resultaten är inte lika entydiga för påståendet att det finns stordriftsfördelar för nettoavkastning generellt, det beror på förvaltningsstil och tillgångsslag.

En nackdel med att förvalta ett större kapital är svårigheten att ta till sig strategier som bygger på investeringar inom mindre nischer av marknader (framförallt den inhemska) eller på förmågan att snabbt ändra om portföljen. För ett större kapital talar studier tydligt för en klart bättre avkastning inom alternativa tillgångsslag.

Tillgängliga studier talar också för att intern förvaltning är billigare än extern vilket indirekt skulle tala för att det finns en viss skalfördel i att bygga upp en intern förvaltningsorganisation.

En större fond har också bättre förmåga att attrahera kompetens vilket är avgörande för att lyckas i den allt ökande globala konkurrensen.

För buffertkapitalet vars komparativa fördel är långsiktighet bedöms fördelarna med att förvalta ett större kapital överväga nackdelarna.

Den oro för marknadspåverkan som fanns vid etableringen av nuvarande AP-fondssystem är mindre relevant i dag. Globaliseringen generellt och den svenska börsens utveckling har gjort att buffertkapitalet agerar i en annan miljö än vad som då var fallet. Ett gemensamt buffertkapital som är väl diversifierat med avseende på

tillgångslag, riskklasser och geografi borde därmed inte utgöra några problem med marknadspåverkan på den svenska börsen.

Att diversifiera kapitalet inom fyra fonder med samma uppdrag leder inte per automatik till att buffertkapitalet som helhet är väl-diversifierat, snarare tvärtom. Dagens struktur är snarare kostsam för pensionssystemet utifrån ett riskjusterat avkastningsperspektiv. Utredningen anser att en diversifiering som tar hänsyn till den totala risken för buffertkapitalet som helhet bör utgå från en analys av hela buffertkapitalet i relation till dess roll i pensionssystemet.

Konkurrensen mellan de fyra AP-fonderna har snarare påverkat i negativ riktning. Förvaltningen av fonderna har likriktats. Det har varit viktigare att resultatet inte avviker från övriga fonder på kort sikt än att genomföra en medveten långsiktig strategi. Fondernas inbördes konkurrens har också bidragit till missriktad fokus på kostnader i fonderna och kortsiktiga förvaltningsresultat i stället för på strategiska frågor.

Oron för politiskt inflytande på förvaltningen av buffertkapitalet är av betydelse och delas med andra pensionsreservsfonder i världen. I andra länder har strävan efter en politiskt oberoende förvaltning åstadkommit genom tydliga modeller för styrning och gränser för befogenhet och ansvarsskyldighet.

Förutom uppdelningen i flera fonder begränsas AP-fondernas ägarinflytande genom att inte få äga mer än 2 procent av svenska börsen och 10 procent i ett enskilt bolag. Med enstaka undantag har de faktiska investeringarna legat långt ifrån dessa begränsningar under fondernas livsperiod. Utredningens uppfattning är att det tyder på att AP-fondernas ambition har varit att agera som finansiell investerare för pensionssystemets bästa.

Uppdelning på fyra oberoende fonder kan minska politiskt inflytande men kan också få motsatt effekt genom ett underskattat ansvar och svårighet att visa upp en enad kraft mot politisk påverkan.

En central aspekt för en effektiv styrning av en organisation är hur enhetlig eller likriktad organisationen är. Generellt underlättar en likriktad struktur beslutsfattande och antas därmed ge en mer effektiv styrning. En struktur med flera specialiserade fonder och särintressen kan medföra svårigheter att nå konsensus kring beslut och ger därmed en mindre effektiv styrning.

Andra aspekter som påverkar styrningen är antalet enheter i organisationen och graden av separation mellan enheterna.

En struktur med kapitalet uppdelat på specialistfonder är teoretiskt tilltalande men innebär problem i praktiken. Behovet av en enhet med helhetsansvar för riskkontroll och allokering innebär att strukturen snarare kan betraktas som en fond med strukturella inlåsningar.

En likriktad struktur kan bestå av en eller flera fonder med identiska mandat. Avgörande för valet av antalet fonder är värderingen av risken för maktkoncentration kontra stordriftsfördelar.

Det finns givetvis alternativ där en likriktad och specialiserad struktur kan kombineras. Sådana lösningar kan vara teoretiskt tilltalande men innebär i praktiken ett antal svårigheter som behöver lösas.

Ansvarsfullt ägande

Förvaltningen av buffertkapitalet bör ske på ett ansvarsfullt sätt som beaktar en hållbar utveckling och därmed tar hänsyn till framtida generationer. Via sin roll som finansiell investerare och ägare kan förvaltningen påverka bolagen i den riktning som anses gynna pensionssystemet på lång sikt.

I tidigare förarbeten anges att AP-fonderna ska ta hänsyn till etik och miljö i sina investeringar utan att göra avkall på avkastningen. I betänkandet från kommittén om AP-fondernas etik- och miljöansvar (SOU 2008:107) föreslås att förarbetenas föreskrifter lyfts in i lagen och att det bör utvecklas en värdegrund som ska vara utgångspunkt för buffertkapitalets verksamhet. Utredningen anser i likhet med Kommittén om AP-fondernas etik- och miljöansvar att det finns ett behov av gemensam och levande värdegrund för förvaltningen av buffertkapitalet. Utredningen delar dock inte kommitténs uppfattning om att i lagen omnämna att miljö- och etikhänsyn ska tas i placeringsverksamheten då dessa riskerar att snabbt bli omoderna.

Enligt utredningens bedömning är det bättre om etik- och miljöhänsyn ges en framskjuten plats i arbetet med att ta fram en gemensam och värdegrund för förvaltningen. I värdegrunden bör det tydliggöras vilka miljö- och etikhänsyn som ska tas i investeringsverksamheten samt vilka avvägningar som har gjorts i förhållande till nyttan för nuvarande och framtida pensionärer. Utredningen bedömer att en djupare integrering av etisk och miljömässig hänsyn i förvaltningen utgör en av flera delar i strävan efter att skapa goda

förutsättningar för en långsiktigt effektiv förvaltning av buffertkapitalet.

Placeringsregler

Nuvarande placeringsregler motiverades av att säkerställa en politiskt oberoende förvaltning samt att begränsa risktagandet för buffertkapitalet. Placeringsreglerna grundar sig på de regelverk och finansiella modeller som var tongivande fram till slutet av 1990-talet. Utvecklingen av de finansiella marknaderna på 2000-talet har tvingat investerare att ifrågasätta sambandet mellan risk och avkastning för olika typer av tillgångar. Det som varit bra de senaste 10 åren behöver inte alls förbli så. Det är därför olämpligt att sätta kvantitativa restriktioner som inte följer med den ekonomiska utvecklingen. Kravet på 30 procent i räntor kan i ljuset av de senaste årens sjunkande räntor anses ha gynnat avkastningen. Från dagens nedpressade räntenivåer kan dock detta få motsatt effekt de kommande åren. Det innebär att nuvarande placeringsregler för AP-fonderna inte alltid uppfyller sitt riskbegränsande syfte.

Den bristande flexibiliteten har försvårat för fonderna att diversifiera riskerna vilket betyder att det finns portföljer som skulle kunna ge en bättre riskjusterad avkastning givet större frihetsgrader i förvaltningen. Utformningen av placeringsreglerna inspirerades av då rådande regelverk för privata pensionsbolag. Dessa regelverk är i dag ersatta av andra typer av riktlinjer vilket ytterligare styrker behovet av att även modernisera riktlinjerna för den framtida förvaltningen av buffertkapitalet.

Onoterade tillgångar har blivit ett vanligare inslag i institutionella förvaltares portföljer. Avkastningen på framförallt private equity-investeringar under 90-talet och 2000-talet har varit hög och därmed gynnat de investerare som både var tidigt ute och som lyckades med sitt förvaltarurval. Första–Fjärde AP-fonden har med 5-procentsregeln begränsade möjligheter att investera i onoterade tillgångar som potentiellt kan diversifiera portföljens egenskaper och öka den riskjusterade avkastningen. En del av den potentiellt höga avkastningen beror på den större spridningen mellan lyckade och mindre lyckade investeringar och ställer därmed ökade krav på investeringsorganisationen. En ökad exponering mot onoterade tillgångsslag förutsätter därför en professionell organisation med rätt kompetens.

Utredningen ska överväga om skälen för kvantitativa placeringsregler fortfarande är giltiga eller om en kvalitativ instruktion är möjlig (aktsamhetsprincipen). Delar av aktsamhetsprincipen – lojalitetsplikt, riskspridning och betalningsberedskap – finns i den nuvarande lagen. Dessa delar intar dock inte någon framträdande roll vid diskussionen om placeringsbestämmelser eftersom lagens kvantitativa bestämmelser är mer dominerande. De mer processorienterade delarna av aktsamhetsprincipen saknas i den nuvarande lagen.

Ett grundläggande hinder mot att införa aktsamhetsprincipen för fonderna enligt nuvarande ordning är att de själva beslutar om mål för sin förvaltning.

Kvantitativa placeringsregler riskerar att bli inaktuella då de finansiella marknaderna förändras snabbt med nya typer av tillgångar och investeringsinstrument och då snarare bidra till försämrad riskkontroll, tvärtemot vad som var ämnat. Genom att ta bort de kvantitativa riktlinjerna ges buffertkapitalet en flexibilitet att bättre utnyttja sina komparativa fördelar med att vara en långsiktig pensionsreservsfond. En sådan övergång förutsätter dock ett tydligt mål med ett riskbegränsande ramverk samt en effektiv styrning.

Kostnadseffektivitet

Den största potentialen för en kostnadseffektiv förvaltning av buffertkapitalet är genom en effektiv och väl fungerande styrningsmodell som medger en relevant förvaltningsorganisation. Detta ger förutsättningar för att säkerställa bästa möjliga kompetens, riskmodell och investeringsprocess utifrån nyttan för pensionssystemet och rådande förutsättningar på kapitalmarknaderna. Denna uppgift är svårare att uppnå om kapitalet delas upp på flera självständiga fonder, än om kapitalet förvaltas i en sammanhållen enhet.

De nuvarande AP-fonderna har var och en för sig i ett nationellt och internationellt perspektiv inte speciellt höga kostnader, givet fondernas uppdrag. Fonderna har emellertid haft stort kostnadsfokus som har lett till att fonderna avstått från att bygga upp nödvändig intern specialistkompetens och se till att det finns resurser för att skapa effektiva förvaltningsorganisationer inom olika områden på de olika fonderna. Det är styrelserna i respektive AP-fond som ansvarar för att löpande värdera, ompröva och utvärdera vald

förvaltningsstrategi och organisatorisk struktur, och de kostnader som detta är förenat med. Det framstår i det sammanhanget som anmärkningsvärt att den aktiva förvaltningen inte tydligare har omvärderats och förändrats mer, utifrån dess svaga bidrag till det totala resultatet.

AP-fondsystemet, med flera av varandra oberoende och självständiga fonder skapar strukturella kostnader i form av fyrdubbling av bland annat förvaltningskompetens, IT-system och andra stödfunktioner. Samlas administrationen och förvaltningen av hela buffertkapitalet till en gemensam enhet med en mer sammanhållen och ändamålsenlig förvaltningsorganisation går det att uppnå kostnadseffektiviseringsvinster på minst 200 MSEK per år. Samtidigt frigör detta resurser och förutsättningar att säkerställa en mer ändamålsenlig organisation som är tillräckligt bred och har nödvändig specialistkompetens inom flera viktiga områden.

Det finns begränsade förutsättningar att uppnå motsvarande effektiviseringar med flera självständiga buffertfonder som samarbetar om IT-system och andra stödfunktioner i större utsträckning än vad som sker i dag.

Sjätte AP-fonden

Sjätte AP-fondens svaga avkastningshistorik visar att direktinvesteringsverksamhet i en institutionell miljö är högst vanskligt. Private equity-investeringar är ett komplicerat hantverk där framgångsrecepten är mycket svåra att replikera, vilket också förklarar den höga ersättning som etablerade och erfarna institutioner sedan lång tid tillbaka är beredda att acceptera för private equity förvaltare.

Förutsättningar för att bygga upp en framgångsrik direktinvesteringsverksamhet inom ramen för det svenska buffertfondsystemet är ytterst små. Önskad riskkapitalexponering uppnås på ett bättre sätt uteslutande via fond- och co-investeringar

Buffertfondsystemet ska inte innehålla någon tvingande allokering av kapital till inhemskt riskkapital. I den mån svenskt näringsliv tillgång till riskvilligt kapital behöver stärkas bör detta tillgodoses genom insatser utanför pensionssystemet.

Vad gäller de bolag som i avsaknad av Sjätte AP-fondens verksamhet skulle bli utan finansiering får just detta faktum ses som indikativt för investeringarnas attraktivitet för pensionspararna.

Utredningens förslag

Principer för utredningens förslag

Ovan identifieras ett antal frågeställningar och områden av särskild vikt för utredningen som relaterar till buffertkapitalets målsättning, styrning, organisation och placeringsregler. Målet med utredningens förslag är att hantera dessa områden för att skapa bättre förutsättningar för en effektiv styrning och förvaltning av buffertkapitalet till nytta för pensionssystemet. Nedan anges de principer som utredningen har för sina bedömningar och förslag.

- Säkerställa oberoendet och självständigheten för förvaltningen av buffertkapitalet.
- Skapa förutsättningar för verkligt långsiktig kapitalförvaltning.
- Tydlig roll för Pensionsmyndigheten vid förvaltningen av buffertkapitalet.
- Tydlig separation mellan huvudmannaskap och kapitalförvaltningen.
- Professionalisering av kapitalförvaltningen.
- Ändamålsenligt ramverk för investeringsverksamheten.

Utredningen kommer i den fortsatta framställningen att benämna buffertkapitalet som pensionsreserven/pensionsreservsfonden (i stället för AP-fonden/-erna) för att tydliggöra kopplingen till pensionssystemet och kapitalets huvudsakliga roll som en reserv för framtida pensionsutbetalningar. Utredningen kommer vidare att föreslå att det skapas en särskild myndighet som ska ansvara för förvaltningen av pensionsreserven. Denna myndighet kommer att benämnas Pensionsreservsstyrelsen. Återigen för att markera samhörigheten till och roll i pensionssystemet.

Separation av förvaltningsorganisation och kapital

Pensionsreserven bör betraktas som en eller flera fonder som Pensionsreservsstyrelsen satts att administrera och förvalta. Pensionsreservsstyrelsen som administrerar och förvaltar fonderna förfogar inte över dem i vidare mån än vad som följer av lagen.

Uppdrag och mål

I lagen ska det anges ett övergripande uppdrag till Pensionsreservstyrelsen. Uppdraget ska formuleras på en övergripande nivå bland annat för att inte behöva ändras vid ändrade förutsättningar. Utifrån det i lagen angivna uppdraget ska det fastställas ett mål som är kvantitativt, transparent och relaterat till en specifik tidshorisont för investeringsverksamheten.

Målet ska beslutas efter en genomgripande analys av pensions-systemets finansiella ställning och vilka förutsättningar som finns att uppnå avkastning på inestående kapital. Detta kräver ett nära och löpande samarbete mellan Pensionsmyndigheten och den som beslutar om målen för investeringsverksamheten.

Målet ska omprövas vid behov dvs. vid förändringar av pensions-systemets finansiella ställning, marknadsförutsättningar eller andra påverkande omvärldsfaktorer. Normalt förutsätts att det genomförs en större översyn av målet vart tredje år. Den som beslutar om de närmare målen för förvaltningen (uttolkaren) ska vara skild från den som förvaltar (utföraren)

Målet ska utgöra riktmärket för utvärdering av investeringsverksamheten.

Styrning – säkerställa oberoende, självständighet och ansvarstagande

Det ska inrättas en myndighet, Pensionsreservstyrelsen, som ska ges rollen som kapitalägare, dvs. att företräda intresset för nuvarande och framtida pensionärer. Myndigheten ska även besluta målet för förvaltningen av pensionsreserven dvs. vara uttolkare.

Myndighetens ska även ha ett övergripande ansvar för administrationen av den samlade pensionsreserven. Detta inkluderar ett övergripande ansvar för upprättandet och driften av nödvändig infrastruktur, stödfunktioner och portföljadministration. På så sätt skapas ett huvudmannaskap, styrning och effektiv administration som i dag saknas samtidigt som självständigheten och oberoendet för förvaltningen säkerställs.

Oberoende förvaltning

Ansvar för förvaltningen av fondernas kapital ska ligga på inom myndigheten tre oberoende och självständiga fondstyrelser. Myndighetens styrelse fastställer mål för förvaltningen vilket innebär att fonderna förvaltar mot och utvärderas mot samma mål och delegeras identiska förvaltningsmandat. Inom givna mandat är det fondstyrelsernas uppgift att på ett aktsamt sätt förvalta medlen för att uppnå högsta möjliga avkastning. Fondstyrelserna får även uppdra åt ett värdepappersinstitut eller någon annan kapitalförvaltare att förvalta hela eller delar av fondens tillgångar. Fondstyrelsen är dock alltid ansvarig för det samlade förvaltningsresultatet utifrån det mandat den erhållit från myndigheten.

Myndighetens styrelse

Myndighetens styrelse ska bestå av elva ledamöter som utses av regeringen. Mandattiden ska vara tre eller fyra år. Regeringen ska utse en ordförande och en vice ordförande bland ledamöterna. Kravet på svenskt medborgarskap för styrelseledamöter ska tas bort. Den formella rätten för organisationer som företräder arbetstagarintressen respektive arbetsgivarintressen att nominera styrelseledamöter tas bort. Regeringen utvärderar Pensionsreservsstyrelsen, inklusive de mål som styrelsen fastställt.

Myndighetens styrelse samordnar analys av och beslutar om mål

Myndighetens styrelse ska besluta om mål för fondstyrelsernas förvaltning av pensionsreserven. Detta ska ske utifrån en grundlig analys av pensionssystemets finansiella ställning och rådande marknadsförutsättningar, tillsammans med Pensionsmyndigheten och fondstyrelserna. Pensionsreservsstyrelsen kan om den bedömer det som nödvändigt och funktionellt ta in extern kompetens.

Styrelsen ska innan beslutet om mål samråda med fondstyrelserna och Pensionsmyndigheten. Styrelsen är dock ensam ansvarig för att fastställa målet. Pensionsreservsstyrelsen ger förvaltningsmandat till fondstyrelserna som syftar till att uppnå målet.

Myndighetens styrelse utser fondstyrelserna

Myndighetens styrelse ska utse fondstyrelserna, inklusive ordförande och vice ordförande. Processen för tillsättningen ska utgå från väl definierade transparenta processer baserade på en i förväg specificerad kravprofil på kandidaterna som är relevant för fonden.

Myndighetens styrelse utvärderar förvaltningen

Pensionsreservsstyrelsen ska löpande och regelbundet utvärdera hur väl fonderna uppfyller sina förvaltningsmandat. Utvärderingen ska avse såväl extern som intern effektivitet. Pensionsreservsstyrelsen rapporterar till regeringen.

Riktlinjer/värdegrund för investeringsverksamheten

Myndighetens styrelse fastställer riktlinjer för ägarstyrning, samt riktlinjer för miljö och etikhänsyn i investeringsverksamheten.

Styrelsen får fastställa andra övergripande riktlinjer för investeringsverksamheten som den bedömer som nödvändiga.

Tillsättning och sammansättning av fondstyrelsen

Fondstyrelserna är en del av myndigheten och tillsätts av myndighetens styrelse. Fondstyrelserna ska präglas av professionalism och effektivitet. Utredningen föreslår därför antalet till fem ledamöter som ska bidra med akademisk och praktisk erfarenhet av kapitalförvaltning. För att kunna attrahera kompetens och att styrelsearbetet prioriteras högt av ledamöterna rekommenderar utredningen en höjning av arvoden i relation till nuvarande nivåer men överlämnar åt Pensionsreservsstyrelsen att bestämma nivån. Fondstyrelsernas arbete utvärderas av myndigheten.

Fondstyrelsens uppgifter

Fondstyrelsens primära uppgift är att uppfylla kapitalförvaltningsmandatet genom att fastställa en lämplig investeringsstrategi och portfölj. Fondstyrelsen ska även fastställa ägarpolicy för finansiella

tillgångar och policy för implementering av etisk och miljömässig hänsyn i investeringsverksamheten. Fondstyrelsen ska tillsätta en person för att organisera och sköta den löpande förvaltningen.

Placeringsregler

Nuvarande kvantitativa placeringsregler ersätts med en aktsamhetsprincip vilket betyder att det blir fondstyrelsens uppgift att utifrån riskmandat och avkastningskrav besluta om vilka tillgångar och gränsvärden för dessa baserat på vald klassificering. Ett införande av Aktsamhetsprincipen förutsätter att utredningens övriga förslag om tydligt mål och en effektiv styrning genomförs.

Att säkerställa en politiskt oberoende förvaltning är central för att upprätthålla allmänhetens förtroende och förvaltningens legitimitet vilket motiverar en reglering av investeringar i svenska noterade aktier. Utredningen föreslår att behålla regeln om att varje fonds investeringar får utgöra max 2 procent av det totala börsvärdet. Detta medför i praktiken att pensionsreservens totala tillåtna andel av det svenska börsvärdet begränsas till 6 procent från nuvarande 8 procent. Därtill föreslår utredningen att röstandelsbegränsningen om max 10 procents ägarandel i noterade innehav behålls.

Sjätte AP-fonden

Nuvarande tillgångar i Sjätte AP-fonden kommer tillsammans med tillgångarna i nuvarande Första till Fjärde AP-fonderna att utgöra kapitalet i Pensionsreservsfonden och förvaltas av den nya myndigheten, Pensionsreservsstyrelsen. Investeringsverksamheten övertas av tre fondstyrelser med identiska mandat och Sjätte AP-fondens tillgångar kommer att utgöra en del i en eller flera av dessa tre fonder.

Redovisning

Bestämmelserna i AP-fondslagen om redovisning och revision överförs i huvudsak oförändrade till den nya lagen.

För vardera fonden ska en årsberättelse upprättas. Årsberättelsen ska upprättas på ett överskådligt sätt och enligt god redovisningssed och fogas till årsredovisningen.

Myndighetens redovisning och årsberättelsen bör följa de redovisningsregler som gäller för jämförbara finansiella företag och fonder. Eventuella avsteg från dessa redovisningsregler bör tydligt redovisas och motiveras.

Ledningens verksamhetsansvar, intern styrning och kontroll

I lagen ska anges att myndighetens ledning ansvarar för verksamheten inför regeringen och ska se till att den bedrivs effektivt och enligt gällande rätt, att den redovisas på ett tillförlitligt och rättvisande sätt samt att myndigheten hushållar väl med statens medel.

I ledningens ansvar ingår att beslut om arbetsordning, verksamhetsplan och årsredovisning

Bestämmelser om intern styrning och kontroll förs till lagen I myndighetens årsredovisning ska ledningen lämna en bedömning av huruvida den interna styrningen och kontrollen vid myndigheten är betryggande.

I lagen ställs krav på att det vid myndigheten ska finnas en internrevision. Myndighetens ledning ska besluta om riktlinjer och revisionsplan för internrevisionen samt åtgärder med anledning av internrevisionens iakttagelser och rekommendationer.

Internrevisionen ska utifrån en analys av verksamhetens risker självständigt granska om ledningens interna styrning och kontroll är utformad så att myndigheten med rimlig säkerhet fullgör sitt verksamhetsansvar.

Internrevisionen ska bedrivas enligt god sed för internrevision och internrevisorer.

Kompensation för ingående mervärdesskatt

En ny bestämmelse bör föras in i lagen som anger att myndigheten har rätt till kompensation för ingående mervärdesskatt.

Alternativt förslag

Utredningen har under sitt arbete gjort en bred och allsidig analys av olika styrningsmodeller och förvaltningsmodeller. Inom ramen för huvudförslaget bifogas även ett alternativt förslag, som inte ryms inom utredningens tolkning av utredningsdirektivets ramar, men som utredningen anser har bäst förutsättningar att uppfylla kraven och rollen som pensionsreserv inom ramen för det allmänna pensionssystemet.

Summary

Remit of the Inquiry

The Buffer Fund Inquiry (Fi 2011:11) has been asked to present a proposal on measures to improve the conditions for long-term and more cost-effective management of the buffer capital of the national pension system. This capital is currently managed by the First–Fourth AP (*allmänna pension* = national pension) Funds and the Sixth AP-fund. The operations of these funds are regulated by the AP-funds Act (2000:192) and the Sixth AP-fund Act (2000:193). The remit of the Inquiry has been to evaluate mandates, investment rules, guidelines, structures and fund management based on the need for more effectiveness and changes in the surrounding economic and financial environment. Particular analysis has been made of the objectives, mandate and investment rules of the Sixth AP-fund. It has not been part of the Inquiry's remit to review the overall role of the buffer capital as a buffer fund in the national pension system. The Inquiry has made its considerations within the framework of the five-party agreement, which states that the buffer capital is to have purely financial objectives without regard to industrial or economic policy. Furthermore, the funds are not to hold a controlling interest as owners of Swedish listed companies. Finally the fund management is to be conducted independently of each other, especially in the case of shares issued by domestic listed companies.

The remit includes conducting a comprehensive analysis of alternative fund management forms and capital management structures to find a structure and create a framework that provide for the greatest possible benefit to the financing of the pensions system, while allowing operations to be conducted appropriately and cost-effectively.

The buffer capital is part of the national pension system

The buffer capital was established in connection with the national supplementary pension reform in 1959, when three national pension funds were established. The reason for establishing three funds was to avoid a concentration of power, whether it be of state or private interests. Since then, the funds have enjoyed a relatively independent status. In 1972, the Fourth AP-fund was established with the task of investing in Swedish companies.

The current AP-fund Act, which entered into force on 1 January 2001, emerged in connection with the implementation of the major pension reform adopted by the Riksdag (Swedish parliament) in 1998 in a five-party agreement. The main intention of the reform was to move from a defined-benefit system to a self-financing, defined-contribution system in which pensions are adjusted according to growth in the rest of the economy.

The First–Fourth AP-funds were given new and identical investment rules and, compared with previously, greater fund management freedom and autonomy in relation to the Government and the Riksdag. The Sixth Fund Board, which was named the Sixth AP-fund, became the fifth buffer fund, but was allowed to retain its special investment profile.

At the end of 2011, the total buffer capital corresponded to approximately SEK 870 billion. At the same time, the capital of the funds is part of a pension system that has total assets of SEK 7700 billion, which means that at the end of 2011 this corresponded to approximately 12 per cent of the pension system balance sheet.

According to the Swedish Pensions Agency the buffer capital is expected to decrease over the next thirty years as the generation born in the 1940s enters retirement.¹ Even now, with the current level, the buffer capital has limited ability to influence balancing² on its own, but in times when the pension system is financially relatively weak, i.e. with a balance ratio close to one, positive contribution from the fund management can be significant for the pension system. With a declining capital base, the buffer capital will account for a smaller share of the total assets. The role of the

¹ In Orange Report, Annual Report of the Swedish Pension System, published yearly, the Swedish Pensions Agency present projections for the evolution of the system over the next 75 years.

² Balancing means that pensions are not adjusted upwards in line with the income index or that they are even reduced. This occurs when the liabilities of the pension system are greater than the assets, i.e. the balance ratio is less than one.

buffer capital as a demographic buffer, by contributing to the financing of the pension system, depends on its ability and capacity to generate returns on the funds' portfolios. This is achieved through a structured investment process and conscious risk-taking. A minimum level for returns is to exceed the income index over a defined time horizon. The income index corresponds to the growth of average income and steers the upward adjustment of pensions. If returns exceed the growth of the income index, this means that the buffer capital is contributing positively to the financing of the pension system. However, based on the long-term role of the buffer capital, and the fact that high returns contribute even more to the financing of the pension system, the level of ambition should be higher.

Part of global financial markets

The management of the buffer capital, based on its mandate and objectives, means being one of many actors on the global economic and financial markets. The financial markets have developed considerably during the past 10 to 15 years and this Inquiry is being presented in the midst of a financial and debt crisis which has involved and will bring major changes in both the domestic and the global capital markets. The conditions and the external environment for the current AP-funds have thus changed considerably since the introduction of the current legislation.

Since the mid-1990s, the number of pension funds and institutional investors worldwide, and their assets, have tripled, which means there are several hundred other institutional investors that are larger or of equal size as the total buffer capital competing with the AP-funds for competencies and investment opportunities. This must be seen in light of the expected reduction of the buffer capital during the coming decades.

Identification of problems and development needs of the buffer fund system

Effective governance of pension fund management has significance for the returns and financial results. Structural failings and potential problems with current structures are affecting the ability

of the buffer funds to achieve a high level of returns after expenses. The Inquiry's proposals are aimed at improving the prospects of achieving higher returns to benefit the pension system by:

- clarifying the mandate and investment objectives of the buffer capital and its link to the pension system;
- clarifying the division of responsibility between the asset *owner* and the asset *managers*;
- reforming board appointment routines and clarifying the responsibilities and powers of board members;
- considering how the fund management competence of the current boards can be increased;
- considering how the investment rules can be made more flexible and adequate;
- studying the arguments for dividing the buffer capital between several funds with identical investment mandates and examining alternative solutions;
- reviewing the role of the Sixth AP-fund in the pension system.

The buffer capital's role and investment objectives

The main role of the buffer capital is to act as a buffer in the income-based 1st pillar national pension system. In times when pensions disbursed are greater than pension contributions, funds will be drawn from the capital. Inversely, the capital will grow if contributions exceed expenditures. Thus, the pensions can be maintained at a long-term sustainable level during years of strain on the system.

The objectives of the Act with regard to investment activities do not provide adequate guidance on determining appropriate risk tolerance and expected returns for the management of the buffer capital. It is necessary to set an investment objective for the management of the buffer capital based on the financial position of the pension system and prevailing market conditions. This issue is central to the governance of the buffer funds. The Swedish Pensions Agency has important knowledge of the pension system and should therefore participate to a greater degree in the analysis of appropriate risk tolerance and expected returns for the management of the buffer capital within defined time horizons.

The investment objective must be clear and provide a basis for evaluating the management. Depending on demographic and economic factors that influence the financial position of the pension system, the objective of management may vary over time.

A firmly rooted investment objective for the management of the buffer capital will enable the evaluation to distinguish the pension system's mode of operation (balancing mechanism) from the performance of the fund management. This in turn allows a form of asset management that can utilise the comparative advantages of taking a true long-term approach. However, a principal responsible for the fund management is a prerequisite, which is currently lacking. The absence of a principal who can take a holistic perspective affects the legitimacy of the system.

To justify building up a buffer capital, returns on the buffer capital must at least exceed the upward adjustment of the liabilities in the pension system (income index). This can be a starting point in analysing the formulation of the fund management mandate with regard to returns and risk.

Governance of the current AP-funds

In formal terms, the current AP-funds are mutually independent state agencies on which the Government has limited influence. The Act states that the Government only exercises influence by: appointing boards, including chairs and vice chairs, determining remuneration and other forms of compensation to board members, appointing auditors, adopting the income statement and balance sheet of the funds and evaluating the management of funds on the close of each year.

The role of the buffer capital is to be a buffer for the pension system so that contributions can be held constant over time. This role should not be confused with the state agency role of the AP-funds, which is to manage the buffer capital based on the provisions of the Act.

Currently, the AP-funds shall themselves interpret the general provision of the Act on the objective of investment activities in terms of a more concrete, measurable objective. (The funds are their own principals.)

In the latest annual evaluations, the Government, which initially following the reform evaluated and expressed a positive view of the

objectives set by the funds, has not detailed its opinions regarding the commitments of the pension system or the different investment objectives set by the AP-funds. It is remarkable that the Government has not evaluated the objectives set by the funds for their operations during the past decade considering the turbulent period there has been in the financial markets with altered market conditions.

The current structure of the AP-funds makes it difficult within the funds to organisationally separate the decision on the investment objective from the overall operational decisions on fund management. The AP-funds have not achieved the organisational separation between the decision-maker and implementer of fund management investment objectives.

The mutual autonomy of the funds precludes the funds from taking joint responsibility for the role of the buffer capital in the pension system.

The unique position of the AP-funds among government agencies has resulted in neither the Government nor the Riksdag taking principal responsibility for the operations of the AP-funds in general.

The funds are free-standing from each other and independent of the Government and the Riksdag in decisions on strategic and tactical allocation. The mutual independence of the funds does not preclude them from cooperating in other areas, if this is perceived as cost-effective, for example in securities administration, information technology, financial administration and human resource services. However, this has not taken place to any degree.

Structure of asset management

Asset management is a matter of making active investment decisions on portfolio construction and market exposure. The most important decision for management results is the total risk level of the management, which determines the division between different assets in the portfolio.

The AP-funds have advantages which distinguish them from other investors, such as good liquidity and the ability to take a long-term approach. It is likely that the risk level and the composition of different risks in the portfolio need to be altered over time depending on the financial position of the pension system, which

supports the idea of not locking capital into strict indexing – or any other strategy. The Inquiry considers that decisions on active or passive market exposure should be based on the professional assessment of the asset manager and on expected risk-adjusted net returns.

In-house asset management is often cheaper than external management in terms of costs, however this does not automatically mean higher net returns. If net returns from in-house management are to be as good as or better than those of external management, it is essential that adequate asset management competence can be recruited and retained. The ability to build up in-house competence depends on the organisation's attractiveness. Advantages of inhouse management include reduced dependence on external suppliers of financial services and analysis. Disadvantages can include reduced flexibility for strategic and organisational changes. The Inquiry considers that this is a decision to be taken by the management of the asset management organisation based on its mandate and circumstances.

Studies and experience clearly show that there are clear economies of scale with regard to expenses for fund management and administration. The findings are not as clear-cut with regard to the assertion that there are economies of scale for net returns in general, this depends on management style and asset class.

A disadvantage of managing a larger fund is the difficulty of taking on board strategies that are based on investments in smaller market niches (primarily domestic) or on the ability to quickly adjust the portfolio. With regard to a larger fund, studies clearly indicate much better returns in alternative asset classes.

Available studies also indicate that in-house management is cheaper than external, which indirectly would indicate that there are some scale benefits of building up an in-house asset management organisation.

A larger fund is also better able to attract competence, which is crucial for success in the ever increasing global competition.

With regard to the buffer capital, whose comparative advantage is its ability to have a long-term approach, the advantages of managing a larger fund are considered to outweigh the disadvantages.

The concern over market influence that existed when the current AP-fund system was established is less relevant today. Globalisation in general and the development of the Swedish stock

exchange has meant that the buffer capital operates in another environment than was the case then. A joint buffer capital that is well diversified with regard to asset class, risk profile and geography should therefore not cause any problems of market influence on the Swedish stock exchange.

Diversifying the capital across four AP-funds with the same mandate does not automatically lead to the buffer capital as a whole being well-diversified, on the contrary. If anything, the current structure is costly for the pension system, from a risk-adjusted returns perspective. The Inquiry considers that diversification which takes into account the total risk to the buffer capital as a whole should be based on an analysis of the entire buffer capital.

The competition between the four AP-funds has if anything had a negative influence. The management of the funds has become much the same. It has been more important that results do not deviate from the other funds in the short term than to implement a deliberate long-term strategy. Competition among the funds has also contributed to a misdirected focus on their internal costs.

Concern over political influence on the management of the buffer capital is important and is shared by other pension reserve funds around the world. In other countries, the desire for politically independent management has been met through clear governance models and limits on powers and accountability.

Apart from the division into several funds, the owner influence of the AP-funds is limited by not permitting ownership of more than 2 per cent of the Swedish stock exchange and 10 per cent of any individual company. With occasional exceptions, actual investments have steered well clear of these limits during the lifetime of the funds. The Inquiry believes that this indicates that the ambition of the AP-funds has been to act as financial investors in the best interests of the pension system.

Division into four independent funds can reduce political influence, but it can also have the opposite effect because of underestimated responsibility and the difficulty of presenting a united front against political influence.

A key aspect for the effective governance of an organisation is how homogeneous or heterogeneous it is. In general, a homogeneous structure facilitates decision-making and is therefore presumed to result in more effective governance. A heterogeneous structure with specialised departments and different interests

makes it more difficult to reach consensus on decisions and therefore produces less effective governance.

Other aspects are the number of departments in the organisation and the degree of separation between the departments.

A structure in which capital is divided into a heterogeneous structure with specialist funds is theoretically attractive, but has a number of problems in practice. The need for a department with overall responsibility for risk control and allocation means the structure can rather be viewed as one(1) fund with structural lock-ins.

A homogeneous structure can comprise one or more funds with identical mandates. Crucial to the choice of the number of funds is the evaluation of the risk of power concentration versus economies of scale.

There are of course alternatives in which a homogeneous and heterogeneous structure can be combined. Such solutions can be attractive in theory but involve a number of difficulties that need to be resolved in practice.

Responsible investment

The management of the buffer capital should be conducted in a responsible manner that takes sustainable development into account and therefore shows consideration for future generations. Via its role as a financial investor and owner, fund management can influence companies in the direction considered to benefit the pension system in the long term. In earlier preparatory materials, it is stated that the AP-funds are to take ethics and the environment into account in their investments without negatively affecting returns. In the report of the Committee on the ethical and environmental responsibility of the AP-funds (SOU 2008:107), it is proposed that the provisions of the preparatory materials are included in the Act and that basic values should be developed on which the operations of the buffer capital be based. Like the Committee on the ethical and environmental responsibility of the AP-funds, the Inquiry considers that there is a need for a common and living set of basic values for buffer capital management. However, the Inquiry does not share the Committee's view that the preparatory text requiring the funds to take environmental and

ethical considerations into account should be incorporated in the Act, since there is a risk that these will quickly become obsolete and may limit future higher ambitions. In the assessment of the Inquiry, it is preferable if ethical and environmental considerations are given a prominent place in the work to develop a common set of basic values for the fund management. The basic values should clarify what environmental and ethical considerations should guide the investment operations, and what trade-offs have been made in relation to benefits for current and future pensioners. The Inquiry considers that the deeper integration of ethical and environmental considerations in fund management is one of several factors in the ambition to create good conditions for the long term effective management of the buffer capital.

Investment rules

Current investment rules for the AP-funds arose out of a concern to ensure politically independent fund management and limit risk-taking with the buffer capital. The investment rules are based on the regulations and financial models that set the tone at the end of the 1990s. The development of the financial markets in the 2000s has forced investors to question the link between risk and returns for different types of assets. What has been successful over the past 10 years will not necessarily continue to be so in the future. It is therefore inappropriate to set quantitative investment rules that are not in line with economic development. As a result, the current investment rules for the AP-funds have not always fulfilled their aim of limiting risk.

The insufficient flexibility has made it difficult for the funds to diversify risks, which means some portfolios could provide higher risk-adjusted returns were they given greater degrees of freedom. The investment rules were inspired by the rules for private pension companies at the time. Their regulations have now been replaced with other types of guidelines, which further underscores the need for also modernising the guidelines for the future management of the buffer capital.

Unlisted assets have become a more common feature of institutional fund manager portfolios. In the 1990s and 2000s, returns on private equity investments have been particularly high, benefiting investors who were both early and successful in their

fund management selections. Because of the 5 per cent limitation rule, the First–Fourth AP-funds have limited ability to invest in unlisted assets which potentially could diversify portfolio properties and increase risk-adjusted returns. Some of the potentially high returns are due to the greater diversification across successful and less successful investments which places increased demands on the investment organisation. Increased exposure to unlisted assets therefore requires a professional organisation with the relevant competence.

The Inquiry has considered whether the reasons for quantitative investment rules are still valid or whether qualitative rules are possible (the prudent person principle). Parts of the prudent person principle – duty of loyalty, risk diversification and payment preparedness – are contained in the current Act. However, these do not have a prominent role in the discussion of investment provisions since the quantitative provisions of the Act are more conspicuous. The more process-oriented parts of the prudent person principle are absent from the current Act.

A fundamental obstacle to the introduction of the prudent person principle for the funds under the current arrangements is that they decide the objectives for their own fund management themselves.

Quantitative investment rules risk becoming outmoded as the financial markets rapidly evolve with new types of assets and investment instruments, and thus they are more inclined to contribute to poorer risk control, contrary to the intention. Removing the quantitative guidelines will give the management of the buffer capital the flexibility to better utilise its comparative advantages of being a long-term pension reserve fund. However, such a transition presupposes a clear investment objective and effective governance.

Cost-effectiveness

The greatest potential for cost-effective buffer capital management comes from creating an effective and well-functioning governance model which allows a relevant fund management organisation and conditions to secure the best possible competence, risk model and investment process for the benefit to the pension system and prevailing conditions in the capital markets. This is more difficult

to achieve if the capital is divided into several independent funds, than if the capital is managed by a cohesive entity.

Each of the current AP-funds seems to have low costs from a national and international perspective, given the mandate of the funds. However, the focus on their internal costs has to some extent prevented the funds from building up the necessary specialist competence in-house and making sure that resources exist to create effective fund management organisations within different areas of the different funds. Each AP-fund board is responsible for assessing, reviewing and evaluating on an ongoing basis the chosen fund management strategy, organisational structure, and associated costs. In this context, it seems remarkable that the active fund management has not been more clearly re-evaluated and altered to a greater extent, given its weak contribution to the total results.

The AP-fund system of several mutually independent and autonomous funds creates structural costs by quadrupling, among other things, fund management competence, IT systems and other support functions. If the administration and management of the entire buffer capital is gathered in a single entity with a more cohesive and appropriate management organisation it will be possible to achieve cost-efficiency gains of at least SEK 200 million per year. At the same time, this will free resources and create conditions to ensure a more appropriate organisation that is sufficiently broad and has the necessary specialist competence in several important areas.

Limited conditions exist for achieving equivalent efficiencies with several autonomous buffer funds sharing IT systems and other support functions to a greater extent than currently.

Sixth AP-fund

The weak historic returns of the Sixth AP-fund show that direct investment in unlisted companies in an institutional setting is very difficult. Private equity investment is a complex craft and successful recipes are very difficult to replicate, which explains why established and experienced institutions have long been prepared to accept high levels of compensation to successful private equity managers.

The chances of building successful direct investment operations within the framework of the Swedish buffer fund system are very small. The desired level of risk capital exposure is better achieved through funds and co-investment.

The buffer fund system should not contain any mandatory allocation of capital to domestic risk capital. Should the Swedish business sector's access to venture capital need to be strengthened or supported, it should be supplied via efforts outside the pension system.

Winding up the Sixth AP-fund would mean that a relatively large source of capital would disappear, most of which is dedicated to Swedish risk capital. Thus the sector's dependence on foreign capital would increase while, all other things being equal, actors that are not internationally competitive, and companies that other risk capital actors do not want to invest in, would lose an important financier. This is from a perspective where access to state risk capital is seen as comparatively good.

Regarding the companies that would go without financing in the absence of the operations of the Sixth AP-fund, this very fact may be seen as indicative of the attractiveness of these investments to pension savers.

The Inquiry's proposals

Principles of the Inquiry's proposals

A number of issues and areas of particular importance to the Inquiry relating to the objectives, governance, organisation and investment rules of the buffer capital are identified above. The aim of the Inquiry's proposals is to ensure that these areas are addressed to create better conditions for effective governance and management of the buffer capital to benefit the pension system. The principles underpinning the Inquiry's assessments and proposals are as follows:

- Ensure the independence and autonomy of buffer capital management.
- Create conditions for truly long-term asset management.

- Clear role for the Swedish Pensions Agency in the management of buffer capital.
- Clear separation between the responsibilities of the asset owner (Principal) and the asset management operations.
- Professionalisation of asset management.
- Appropriate framework for investment activities.

The Inquiry will hereafter refer to buffer capital as the Pension Reserve or Pension Reserve Fund in order to clarify the link with the pension system and the main role of the capital as a reserve for future pension payments. The Inquiry will also propose that a special government agency be established with responsibility for management of the pension reserve. This government agency will be called the Pension Reserve Board (PRB), once again to mark its connection with, and role in, the pension system.

Separation of management organisation and capital

The pension reserve should be considered as one or more funds that the Pension Reserve Board is to administer and manage. The Pension Reserve Board that administers and manages the funds will not have more extensive control over them than allowed by law.

Mandate and objective

The overall mandate of the Pension Reserve Board will be prescribed by law. The mandate will be formulated at a general level so as not to require amendment if circumstances change.

On the basis of the mandate prescribed by law, an objective is to be set that is quantitative, transparent and related to a specific investment time horizon.

The investment objective will be decided after a thorough analysis of the pension system's financial position and the prospects of achieving returns on the current assets under management. This will require increased collaboration between the Swedish Pensions Agency and the body that determines the investment objectives.

The objective will be reviewed if the need arises, i.e. in the event of changes to the pension system's financial position, changing

market conditions or other external factors. It is expected that a major review of the investment objective will normally be conducted every three years. The body that decides on the specific investment objectives should be separate from the asset manager who's task is to fulfil the investment mandate. The objective should serve as the benchmark for evaluating the investment activities.

Governance – ensure independence, autonomy and accountability

A state agency, the Pension Reserve Board, will be set up and assigned the role of asset owner (The Principal); in other words, it will represent the interests of present and future pensioners. The agency will also be responsible for determining the objective of the management of the pension reserve.

The agency will also have overall responsibility for the administration of the total pension reserve. This includes overall responsibility for establishment and operation of the necessary infrastructure, support functions and portfolio management. This will lead to the creation of a responsible principal, governance and effective administration which are currently lacking, while ensuring autonomy and independent management.

Independent asset management

Responsibility for the asset management of the pension reserve fund will lie with three independent and autonomous fund boards within the agency. The agency's governing board will establish the investment objectives and mandates, which means that the funds will be managed and evaluated based on the same objectives and will be delegated identical investment mandates. Within the given mandates, it will be the fund boards' responsibility to manage the funds prudently to achieve the highest possible returns. The fund boards may also instruct a securities intermediary or other capital manager to manage the fund's assets.

Governing board of the agency

The governing board of the agency will comprise eleven board members appointed by the Government. The term of office will last for three or four years. The Government will appoint a chair

and a vice chair from among the members of the board. The Swedish citizenship requirement for board members will be removed. The formal right of organisations representing employer and employee interests to nominate board members will be removed. The Government will evaluate the Pension Reserve Board, along with the objectives established by the governing board.

The agency's governing board to coordinate and determine the objectives

The agency's governing board will determine the investment objectives for the management of the pension reserve by the fund boards. This will be done based on a thorough analysis of the pension system's financial position and prevailing market conditions, in collaboration with the Swedish Pensions Agency and the fund boards. The Pension Reserve Board may bring in external expertise if it considers this to be necessary and functional.

Before determining the objectives, the governing board is to consult with the fund boards and the Swedish Pensions Agency. However, the governing board is solely responsible for setting the objective. The Pension Reserve Board will assign investment mandates to the fund boards aimed at achieving the objective.

The agency's governing board appoints the fund boards

The agency's governing board will appoint the fund boards, including the chair and the vice chair. The appointment process should be based on well-defined and transparent processes including a predetermined candidate profile that is relevant to the fund.

The agency's governing board evaluates the management

The Pension Reserve Board will regularly evaluate on an ongoing basis how well the funds meet their management mandates. Evaluations should cover both external and internal efficiency. The Pension Reserve Board will report to the Government.

Guidelines/values for investment activities

The agency's governing board will set guidelines for corporate governance, as well as guidelines for environmental and ethical considerations involved investment activities.

It may establish other general guidelines for investment activities as it may deem necessary.

Appointment and composition of the fund boards

The fund boards will be part of the agency and will be appointed by the agency's governing board. They should be characterised by professionalism and effectiveness. The Inquiry therefore proposes the fund boards comprise five members who will provide academic and practical experience of asset management. To attract expertise and ensure that the work of the boards is given high priority by its members, the Inquiry recommends an increase in remuneration in relation to current levels, but will leave it to the Pension Reserve Board to determine the level. The work of the fund boards will be evaluated by the agency.

Duties of the fund boards

The primary duty of the fund boards will be to meet the asset management mandate by establishing an appropriate investment strategy and portfolio. The fund boards are also to establish an owner policy for financial assets and policy for implementation of ethical and environmental considerations involved in investment activities. The fund boards are to appoint a person responsible for organising and taking care of the day-to-day management.

Investment rules

Current quantitative investment rules will be replaced with a prudent person principle, which means that it will be the fund boards' task to, on the basis of risk limits and required rate of return, determine the assets and asset limits based on the chosen classification. The introduction of the prudent person principle presupposes the implementation of the Inquiry's other proposals concerning clear objectives and effective governance.

Ensuring the management's political independence is central to its legitimacy and maintaining public confidence, which justifies the regulation of investments in Swedish listed shares. The Inquiry proposes retaining the rule that each fund's investments may not exceed 2 per cent of total market capitalisation. In practice, this means that the pension reserve's total allowable share of Sweden's market capitalisation will be limited to 6 per cent as against the current 8 per cent. In addition, the Inquiry proposes that the voting restriction of maximum 10 per cent ownership in listed holdings be maintained.

Sixth AP-fund

The current assets of the Sixth AP-fund and the assets of the current First–Fourth AP-funds will together constitute the Pension Reserve Fund's capital and be managed by the new agency, the Pension Reserve Board. The investment activities will be managed by three fund boards with identical mandates and the Sixth AP-fund's assets will form part of one or more of these three funds.

Reporting

The provisions of the AP-funds Act on accounting and auditing for the agency will be transferred to the new Act and remain essentially unchanged.

An annual report will be prepared for each fund. Annual reports will be prepared clearly and in accordance with generally accepted accounting principles.

The agency's accounts and annual reports should follow the accounting regulations for comparable financial companies and funds. Any deviations from these accounting regulations should be clearly presented and justified.

The Management's operational responsibility, internal management and control

The Act should state that the agency's management is accountable to the Government for its activities and is to ensure that they are conducted effectively and in accordance with applicable law, that

they are reported in a reliable and fair manner and that the agency manages public funds well.

The management will also be responsible for decisions on the rules of procedure, business plans and annual reports.

Provisions on internal management and control will be included in the Act. The management is to include in the agency's annual report an assessment of whether the internal management and control of the agency is satisfactory.

The Act will require internal auditing of the agency. The management will decide on the guidelines and audit plan for internal auditing, as well as measures in connection with internal audit findings and recommendations.

Based on an analysis of business risks, internal auditing is to independently examine whether the management's internal management and control is designed to enable the agency to fulfil its operational responsibilities with reasonable assurance.

Internal auditing is to be conducted in accordance with best practices for internal auditing and internal auditors.

Compensation for input VAT

A new provision should be introduced in the Act stating that the agency is entitled to offset input VAT.

Alternative proposal

During the course of its work, the Inquiry has conducted a broad and comprehensive analysis of various governance and management models. Within the context of the main proposal, an alternative proposal is attached; the alternative proposal does not fit within the stated scope of the Inquiry's terms of reference, but the Inquiry believes that it is more likely to fulfil the role of pension reserve within the framework of the national pension system.

Författningsförslag

1 Förslag till lag om förvaltning av pensionsreserven

Härigenom förskrivs följande

1 kap. Inledande bestämmelser

1 § I denna lag finns bestämmelser om den statliga myndigheten Pensionsreservsstyrelsen som administrerar och förvaltar de tre pensionsreservsfonder: Första pensionsreservsfonden, Andra pensionsreservsfonden och Tredje pensionsreservsfonden (fonderna).

Inom myndighetens finns tre från varandra oberoende fondstyrelser som ansvarar för investeringsverksamheten i vardera en fond.

I 6 § lagen (2000:981) om fördelning av socialavgifter, 8 § lagen (1998:676) om statlig ålderspensionsavgift och 6 § lagen (1994:1744) om allmän pensionsavgift anges vilka medel som ska föras till fonderna.

Bestämmelser om Sjunde AP-fonden finns lag (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder).

Myndighetens rättsliga ställning

2 § Avtal och andra rättshandlingar som myndigheten ingår är bindande för staten. Detta gäller dock inte om motparten insåg eller borde ha insett att avtalet eller rättshandlingen inte föll inom myndighetens verksamhetsområde eller att den som handlat för myndigheten överskred sin befogenhet.

3 § Myndigheten företräder staten vid domstol inom sitt verksamhetsområde.

Fondernas rättsliga ställning.

4 § Fonderna kan inte förvärva eller ta på sig skyldigheter. Fonden kan inte heller föra talan inför domstol eller någon annan myndighet.

5 § Vid förvaltningen av fondmedel handlar myndigheten i eget namn med och ska då ange fondens beteckning.

Medelstildelning och pensionsutbetalning

6 § Försäkringskassan ska omgående till Pensionsmyndigheten överföra de medel som enligt 6 § lagen (2000:981) om fördelning av socialavgifter ska föras till fonderna. Pensionsmyndigheten ska omgående till var och en av fonderna överföra en tredjedel av de medel som enligt 6 § lagen om fördelning av socialavgifter, 8 § lagen (1998:676) om statlig ålderspensionsavgift och 6 § lagen (1994:1744) om allmän pensionsavgift ska föras till dessa fonder.

7 § Pensionsmyndigheten ska, i den mån andra medel inte står till förfogande, från fonderna rekvirera de medel som behövs för att finansiera försäkringen för inkomstpension och tilläggspension enligt socialförsäkringsbalken.

Pensionsmyndigheten ska också från fonderna rekvirera de medel som behövs för att föra över värdet av pensionsrätt för inkomstpension och värdet av rätt till tilläggspension enligt lagen (2002:125) om överföring av värdet av pensionsrättigheter till och från Europeiska gemenskaperna.

Vid tillämpningen av första och andra styckena ska var och en av fonderna tillskjuta en tredje del av medlen.

Förvaltningen av fonderna

8 § Myndigheten ska på ett ansvarsfullt sätt förvalta fonderna så att de blir till största möjliga nytta för försäkringen för inkomstgrundad ålderspension genom att uppnå högsta möjliga avkastning inom vald risknivå.

Den totala risknivån i förvaltning av fonderna ska anpassas till försäkringen för inkomstgrundad ålderspension åtagande att betala ut framtida pensioner och framtida medelstilldelning.

Fonderna ska vidare förvaltas så att det finns nödvändig beredskap för att kunna överföra medel till Pensionsmyndigheten enligt 1 kap. 7 §.

Lånerätt

9 § Om de medel som förvaltas i en fond inte räcker till för att fonden ska kunna fullgöra sina skyldigheter enligt denna lag, får fonden låna medel i Riksgäldskontoret.

Kostnaderna för verksamheten

10 § Myndigheten får ur var och en av fonderna ta medel för de förvaltningskostnader som uppkommit för respektive fond. Om kostnaderna avser flera av fonderna ska de fördelas mellan fonderna på ett skäligt sätt.

2 kap. Myndighetens ledning

Ledning

1 § Myndigheten leds av en styrelse vars ledamöter utses av regeringen.

2 § Styrelsen företräder myndigheten.

Styrelsen

3 § Styrelsen består av elva ledamöter som utses för en tid av tre eller fyra år. Regeringen utser ordförande i styrelsen.

Ledamöter i styrelsen får inte vara underåriga, i konkurs, underkastade näringsförbud eller ha förvaltare enligt 11 kap. 7 § föräldrabalken.

Entledigande

4 § Regeringen får entlediga en ledamot av styrelsen i förtid. En ledamot ska entledigas i förtid, om ledamoten, begär det. Om en ledamot entledigas eller uppdraget annars upphör i förtid, ska en ny ledamot utses enligt för den återstående tiden.

Jäv

5 § En styrelseledamot får inte handlägga en fråga om

1. avtal mellan styrelseledamoten och myndigheten,
2. avtal mellan myndigheten och tredje man, om styrelseledamoten i frågan har ett väsentligt intresse som kan strida mot fondens, eller
3. avtal mellan myndigheten och en juridisk person som styrelseledamoten ensam eller tillsammans med någon annan får företräda.

Bestämmelsen i första stycket 3 gäller inte om myndighetens motpart är ett företag i vilket fonden innehar fler än hälften av rösterna för samtliga aktier eller andelar i den juridiska personen.

Med avtal som avses i första och andra styckena jämställs rättegång eller annan talan.

Sammanträden

6 § Ordföranden ska se till att styrelsen sammanträder i den omfattning som behövs. Om en styrelseledamot begär det, ska ordföranden sammankalla styrelsen.

Kallelse till sammanträde utfärdas av ordföranden. I kallelsen ska de ärenden anges som ska förekomma vid sammanträdet.

Beslutsförhet

7 § Styrelsen är beslutför om fler än hälften av antalet ledamöter är närvarande. Vid bedömningen av om styrelsen är beslutför ska styrelseledamöter som är jäviga enligt 5 § anses som inte närvarande. Beslut får inte fattas i ett ärende, om inte såvitt möjligt samtliga ledamöter dels har fått tillfälle att delta i ärendets behandling, dels har fått ett tillfredsställande underlag för att avgöra ärendet.

Som styrelsens beslut gäller den mening som fler än hälften av de närvarande röstar för vid sammanträdet eller, vid lika röstetal, den mening som ordföranden ansluter sig till. Är styrelsen inte fulltalig, ska de som röstar för beslutet dock utgöra fler än en tredjedel av hela antalet styrelseledamöter.

Vid styrelsens sammanträden ska protokoll föras. Protokollet undertecknas av ordföranden och den ledamot som styrelsen utser. Om någon ledamot i samband med beslut anmäler skiljaktig mening, ska denna antecknas i protokollet.

Uppdrag att handla på styrelsen vägnar

8 § Styrelsen ska utse en person som ska sköta den löpande förvaltningen av myndighetens angelägenheter.

9 § Styrelsen får uppdra åt en enskild ledamot, åt den som enligt 14 ska ha hand om den löpande förvaltningen eller åt någon annan att avgöra ärenden. Styrelsen ska ange vilken behörighet som ett sådant uppdrag medför. Beträffande den som inte är styrelseledamot gäller vad som sägs i 3 § andra stycket samt 5 §.

Ersättning

10 § Regeringen bestämmer arvoden och andra ersättningar till ledamöterna i styrelsen.

3 kap. Fonderna

Fondstyrelser

1 § Inom myndigheten finns tre från varandra oberoende beslutsorgan, fondstyrelser, med ansvar för investeringsverksamheten.

Fondstyrelserna har till uppgift att:

1. besluta om grunderna för fondens långsiktiga investeringsriktning utifrån de mål som fastställts enligt 4 kap. 1 §,
2. besluta om den löpande förvaltningen av fondens medel, och
3. utöva rösträtt i de enskilda bolag som fonden äger andelar i.

2 § En fondstyrelse består av fem ledamöter som utses av styrelsen på en tid av tre eller fyra år.

Ledamöter i styrelsen får inte vara underåriga, i konkurs, underkastade näringsförbud eller ha förvaltare enligt 11 kap. 7 § föräldrabalken.

3 § Styrelsen får entlediga en ledamot av fondstyrelsen i förtid. En ledamot ska entledigas i förtid, om ledamoten, begär det. Om en ledamot entledigas eller uppdraget annars upphör i förtid, ska en ny ledamot utses enligt för den återstående tiden.

Jäv

4 § En ledamot i fondstyrelsen får inte handlägga en fråga om

1. avtal mellan ledamoten och myndigheten,
2. avtal mellan myndigheten och tredje man, om ledamoten i frågan har ett väsentligt intresse som kan strida mot myndigheten fondens, eller
3. avtal mellan myndigheten och en juridisk person som ledamoten ensam eller tillsammans med någon annan får företräda.

Bestämmelsen i första stycket 3 gäller inte om myndighetens motpart är ett företag i vilket fonden innehar fler än hälften av rösterna för samtliga aktier eller andelar i den juridiska personen.

Med avtal som avses i första och andra styckena jämställs rättegång eller annan talan.

Sammanträden

5 § Ordföranden ska se till att fondstyrelsen sammanträder i den omfattning som behövs. Om en ledamot i fondstyrelsen begär det, ska ordföranden sammankalla fondstyrelsen.

Kallelse till sammanträde utfärdas av ordföranden. I kallelsen ska de ärenden anges som ska förekomma vid sammanträdet.

6 § En fondstyrelse är beslutför om fler än hälften av antalet ledamöter är närvarande. Vid bedömningen av om styrelsen är beslutför ska styrelseledamöter som är jäviga enligt 11 § anses som inte närvarande. Beslut får inte fattas i ett ärende, om inte såvitt möjligt samtliga ledamöter dels har fått tillfälle att delta i ärendets behandling, dels har fått ett tillfredsställande underlag för att avgöra ärendet.

Som fondstyrelsens beslut gäller den mening som fler än hälften av de närvarande röstar för vid sammanträdet eller, vid lika röstetal, den mening som ordföranden ansluter sig till. Är styrelsen inte fulltalig, ska de som röstar för beslutet dock utgöra fler än en tredjedel av hela antalet styrelseledamöter.

Vid fondstyrelsens sammanträden ska protokoll föras. Protokollet undertecknas av ordföranden och den ledamot som styrelsen utser. Om någon ledamot i samband med beslut anmäler skiljaktig mening, ska denna antecknas i protokollet.

Uppdrag att handla på fondstyrelsens vägnar

7 § Fondstyrelserna ska utse en fonddirektör som ska sköta den löpande förvaltningen av fonden.

8 § Fondstyrelserna får uppdra åt en enskild ledamot, åt den som enligt 8 ska ha hand om den löpande förvaltningen eller åt någon annan att avgöra ärenden. Fondstyrelsen ska ange vilken behörighet som ett sådant uppdrag medför. Beträffande den som inte är styrelseledamot eller verkställande direktör gäller vad som sägs i 2 § andra stycket samt 4 §.

Ersättning

9 § Styrelsen bestämmer arvoden och andra ersättningar till ledamöterna i fondstyrelserna.

4. Investeringsverksamheten

Mål och riktlinjer för investeringsverksamheten

1 § Styrelsen ska fastställa gemensamma mål för fondernas investeringsverksamhet med beaktande av 1 kap 8 §.

Styrelsen ska innan den beslutar om mål för investeringsverksamheten samråda med fondstyrelserna och Pensionsmyndigheten.

Det av styrelsen fastställda målet ska prövas minst var tredje år.

2 § Styrelsen ska fastställa

1. riktlinjer för utövande av rösträtt i enskilda företag, samt

2. riktlinjer för miljö och etikhänsyn i investeringsverksamheten.

Styrelsen får fastställa andra övergripande riktlinjer för investeringsverksamheten som den bedömer som nödvändiga.

Fondstyrelserna förvaltning av fonderna

3 § Fondstyrelserna ska utifrån målen för investeringsverksamheten förvalta fondmedlen genom att på ett aktsamt sätt göra investeringar och ingå andra avtal.

Begränsning av ägandet i svenska aktier

4 § Var och en av fonderna får inneha sådana aktier i svenska aktieföretag som är upptagna till handel på en reglerad marknad i Sverige till ett marknadsvärde som uppgår till högst två procent av det totala marknadsvärdet av sådana aktier i bolagen.

Vid tillämpning av första stycket ska inte beaktas

1. sådana aktier i bolagen som ingår i svenska eller utländska fonder i vilka fonden innehar andelar som inte medför rätt att rösta för aktierna, och

2. aktier i fastighetsbolag i vilka fonden innehar så många aktier att röstetalet för dem överstiger tio procent av röstetalet för samtliga aktier i bolaget.

Röstandelsbegränsning

5 § Ingen av fonderna får inte inneha så många aktier eller andra andelar i svenska aktiebolag som är upptagna till handel på en reglerad marknad i Sverige att röstetalet för dem överstiger tio procent

Begränsningen i första stycket gäller inte

1. sådana aktier eller andra andelar i fastighetsbolag som är upptagna till handel på en reglerad marknad eller en motsvarande marknad utanför EES och i vilka bolag fonden innehade minst hälften av röstetalet för samtliga aktier eller andra andelar i bolaget när aktierna eller de andra andelarna togs upp till handel,

2. andelar i svenska och utländska fonder som inte medför rätt att utöva rösträtt för de aktier eller andra andelar i företag som ingår i dessa fonder, och

3. aktier som fonden innehade i bolaget innan bolagets aktier upptogs till handel.

Förvaltningsuppdrag

6 § Fondstyrelsen får uppdra åt ett värdepappersinstitut eller någon annan kapitalförvaltare, som i sitt hemland står under betryggande tillsyn av en myndighet eller något annat behörigt organ, att förvalta den egendom som ingår i fonden.

5 kap. Administrativa bestämmelser

1 § Styrelsen beslutar om den i ort i Sverige där myndigheten ska ha sitt säte och huvudkontor.

Myndigheten får dessutom bedriva verksamhet vid kontor till det antal och på de orter som styrelsen bestämmer.

2 § Styrelsen ansvarar för verksamheten och ska se till att den bedrivs effektivt och enligt gällande rätt, att den redovisas på ett tillförlitligt och rättvisande sätt samt att myndigheten hushållar väl med statens medel.

3 § Styrelsen ska

1. besluta en arbetsordning,
2. i arbetsordningen besluta de närmare föreskrifter som behövs om myndighetens organisation, arbetsfördelningen, delegeringen av beslutanderätt inom myndigheten och formerna i övrigt för verksamheten, samt
3. besluta en verksamhetsplan för myndigheten.

4 § Styrelsen ska säkerställa att det vid myndigheten finns en intern styrning och kontroll som fungerar på ett betryggande sätt.

Med intern styrning och kontroll avses den process som syftar till att fonden med rimlig säkerhet fullgör de krav som framgår av första stycket. I denna process ska ingå momenten riskanalys, kontrollåtgärder, uppföljning och dokumentation.

5 § Inom myndigheten ska det finnas en internrevision. Styrelsen besluta om riktlinjer och revisionsplan för internrevisionen samt åtgärder med anledning av internrevisionens iakttagelser och rekommendationer.**6 §** Internrevisionen ska utifrån en analys av verksamhetens risker självständigt granska om styrelsens interna styrning och kontroll är utformad så att myndigheten med rimlig säkerhet fullgör de krav som framgår av 2 § första stycket.

Internrevisionen ska bedrivas enligt god sed för internrevision och internrevisorer.

7 § Myndigheten har rätt till kompensation för belopp, motsvarande ingående skatt enligt mervärdesskattelagen (1994:200), som hänförs till verksamheten.

Fonden har dock inte rätt till kompensation om den ingående skatten omfattas av begränsningar i avdragsrätten enligt 8 kap. 9, 10, 15, eller 16 § mervärdesskattelagen.

Ekonomiska förpliktelser**8 §** Myndigheten får ikläda staten sådana ekonomiska förpliktelser som är nödvändiga för att den löpande verksamheten ska fungera tillfredsställande.

9 § Myndigheten får mot avgift tillhandahålla

1. tidskrifter och andra publikationer,
2. informations- och kursmaterial,
3. konferenser och kurser, och
4. information i elektronisk form.

Varor och tjänster enligt första stycket får tillhandahållas bara om verksamheten är av tillfällig natur eller av mindre omfattning. Avgiften beräknas så att den högst täcker myndighetens kostnader för verksamheten.

10 § Myndigheten får ta ut avgifter för kopior, avskrifter och utskrifter av allmänna handlingar. Avgifterna ska bestämmas med ledning av de regler som gäller för myndigheter under regeringen.

11 § Myndigheten får disponera avgiftsintäkter från frivilligt efterfrågade varor och tjänster som myndigheten tillhandahåller enligt 9–10 §§.

Personalansvarsnämnd

12 § Hos myndigheten ska det finnas en personalansvarsnämnd med den person som enligt 2 kap. 1 § utsetts att sköta den myndighetens löpande verksamhet som ordförande. Nämnden ska därutöver bestå av, förutom personalföreträdarna, de ledamöter som fonden utser. Följande frågor ska prövas av ansvarsnämnden:

1. skiljande från anställning på grund av personliga förhållanden, dock inte i fråga om provanställning,
2. disciplinansvar,
3. åtalsanmälan,
4. avstängning.

Personalansvarsnämnden är beslutför när ordföranden och minst hälften av de andra ledamöterna är närvarande.

6 kap. Redovisning och revision m.m.

Räkenskapsår

1 § Myndighetens räkenskapsår är kalenderår.

Löpande bokföring, verifikationer och arkivering

2 § Myndigheten ska, i överensstämmelse med god redovisnings-
sed,

1. löpande bokföra alla affärshändelser,
2. se till att det finns verifikationer för alla bokföringsposter samt systemdokumentation och behandlingshistorik,
3. bevara all räkenskapsinformation och sådan utrustning och sådana system som behövs för att presentera räkenskapsinformationen, samt
4. för varje räkenskapsår avsluta den löpande bokföringen med en årsredovisning enligt bestämmelserna i 3 §.

Årsredovisning

3 § En årsredovisning ska bestå av

1. en balansräkning,
2. en resultaträkning,
3. noter, och
4. en förvaltningsberättelse.

Balansräkningen, resultaträkningen och noterna ska upprättas som en helhet och ge en rättvisande bild av myndighetens ställning och resultat. Förvaltningsberättelsen ska innehålla en rättvisande översikt över utvecklingen av myndighetens verksamhet, ställning och resultat.

4 § Samtliga ledamöter i myndighetens styrelse ska skriva under årsredovisningen. Har en avvikande mening om årsredovisningen antecknats till styrelsens protokoll, ska yttrandet fogas till redovisningen.

Årsredovisningen ska senast den 15 februari året efter räkenskapsåret överlämnas till revisorerna.

Sedan revisionsberättelse enligt 8 § kommit myndigheten till handa, ska den och årsredovisningen genast överlämnas till regeringen.

Revisorer

5 § Regeringen utser två revisorer som granskar myndigheten. En revisor ska vara gemensam för myndigheten och sjunde AP-fonden. Revisorerna ska vara auktoriserade.

Den revisor som är gemensam ska samordna revisionen av myndigheternas förvaltning.

Revisorerna får anlita biträde när de fullgör sitt uppdrag.

6 § En revisor ska utses längst för tiden till dess resultaträkning och balansräkning fastställts under tredje kalenderåret efter det år då revisorn fick förordnandet.

Regeringen får entlediga en revisor i förtid. En revisor ska entledigas i förtid om revisorn begär det.

Om en revisors uppdrag upphör i förtid, ska en ny revisor utses för den återstående tiden.

7 § Regeringen bestämmer arvoden och andra ersättningar till revisorerna.

Revisionsberättelse

8 § För varje räkenskapsår ska revisorerna lämna en revisionsberättelse.

Revisionsberättelsen ska innehålla en redogörelse för omfattningen och resultatet av revisorernas granskning och inventering av de tillgångar som myndigheten förvaltar samt uppgift om huruvida det finns någon anmärkning mot årsredovisningen, bokföringen eller i övrigt mot förvaltningen. Revisorerna får också framställa de erinringar som de anser nödvändiga.

En revisor som är av skiljaktig mening eller i övrigt anser det nödvändigt med ett särskilt uttalande får ange detta i revisionsberättelsen, om revisorn inte lämnar en egen revisionsberättelse.

Revisorerna ska överlämna revisionsberättelsen till styrelsen senast fjorton dagar efter det att de fick årsredovisningen enligt 4 §.

Fastställande av resultat och balansräkning

9 § Regeringen ska senast den 1 juni året efter räkenskapsåret fastställa myndighetens resultaträkning och balansräkning.

Årsberättelse för pensionsreservfonderna

10 § Myndigheten ska varje räkenskapsår upprätta en årsberättelse för vardera pensionsreservfonden.

Årsberättelsen ska upprättas på ett överskådligt sätt och enligt god redovisningssed.

Tillgångarna ska i årsberättelsen tas upp till marknadsvärdet.

Årsberättelser ska innehålla den information som behövs för att man ska kunna bedöma varje pensionsreservfonds utveckling och ställning.

11 § Samtliga ledamöter i myndighetens styrelse ska skriva under årsberättelserna. Har en avvikande mening om antecknats till styrelsens protokoll, ska yttrandet fogas till berättelsen.

Årsberättelserna ska senast den 15 februari året efter räkenskapsåret överlämnas till revisorerna.

Sedan revisionsberättelse kommit myndigheten till handa, ska den och årsberättelserna genast överlämnas till regeringen.

12 § Myndighetens revisorer ska granska de räkenskaper som ligger till grund för vardera pensionsreservfondens årsberättelse. Revisionsberättelsen, med eventuella anmärkningar, ska i sin helhet återges i årsberättelsen.

En revisor som är av skiljaktig mening eller i övrigt anser det nödvändigt med ett särskilt uttalande får ange detta i revisionsberättelsen, om revisorn inte lämnar en egen revisionsberättelse.

Revisorerna ska överlämna revisionsberättelsen till styrelsen senast fjorton dagar efter det att de fick årsberättelsen enligt 11 §.

Styrelsen utvärdering

13 § Myndighetens styrelse ska samtidigt med att årsredovisning, revisionsberättelsen samt årsberättelserna överlämnas till regeringen också överlämna en egen utvärdering av fondstyrelsernas förvaltning av fonderna med utgångspunkt i de mål för placeringsverksamheten som fastställts enligt 4 kap. 1 § och de riktlinjer som fastställts enligt 4 kap 3 §.

Överlämnande till riksdagen

14 § Regeringen ska senast den 1 juni året efter räkenskapsåret överlämna myndighetens årsredovisning, fondernas årsberättelse samt styrelsens utvärdering av fondstyrelsernas förvaltning till riksdagen.

7 kap. Övriga bestämmelser

Regeringens utvärdering

1 § Regeringen ska från och med år 2015 och därefter vart tredje år i en skrivelse till riksdagen myndighetens administration och förvaltning av fonderna.

Om regeringen vid utvärderingen anlitat någon med särskild fackkunskap, ska kostnaden för detta betalas av myndigheten.

Regeringen ska överlämna utvärderingen till riksdagen senast den 1 juni det år då utvärderingen utförts.

Anmälningsskyldighet

2 § Ledamöter i styrelsen och fondstyrelser, revisorer i myndigheten samt de arbetstagare och uppdragstagare hos myndigheten som styrelsen bestämmer ska skriftligen anmäla sitt innehav av finansiella instrument som anges i 1 kap. 1 § lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument och förändringar i innehavet.

Styrelsen bestämmer hur anmälan enligt första stycket ska ske.

1. Denna lag träder i kraft den 1 augusti 2014. Bestämmelserna om medelstilldelning och pensionsutbetalning i 1 kap. 6 och 7 §§ träder dock i kraft först den 1 januari 2015.

2. Genom denna lag upphävs lag (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder) till den del lagen avser Första AP-fonden, Andra AP-fonden, Tredje AP-fonden och Fjärde AP-fonden den 1 januari 2015.

3. Genom denna lag upphävs lag (2000:193) om Sjätte AP-fonden den 1 januari 2015.

4. De tillgångar som vid utgången av 2014 förvaltas av Första-Fjärde AP-fonden samt sjätte AP-fonden ska den 1 januari 2015 föras till Pensionsreservsstyrelsens. Tillgångarna ska värdemässigt fördelas

lika mellan Första pensionsreservsfonden, Andra pensionsreservfonden och Tredje pensionsreservfonden efter beslut av myndighetens ledning.

5. Pensionsreservsstyrelsen får från vardera Första-Fjärde AP-fonden rekvirera de medel som behövs för myndighetens verksamhet fram till och med den 31 december 2014. Var och en av Första-Fjärde AP-fonden ska tillskjuta en fjärdedel av medlen.

2 Förslag till lag om ändring i lagen (1984:404) om stämpelskatt vid inskrivningsmyndigheter

Härigenom föreskrivs att 2 § lagen (1984:404) om stämpelskatt vid inskrivningsmyndigheter ska ha följande lydelse.

Nuvarande lydelse

Föreslagen lydelse

	2 § ¹	
Staten är inte skattskyldig enligt denna lag. Detta gäller dock inte <i>allmänna pensionsfonderna enligt lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder) och lagen (2000:193) om Sjätte AP-fonden.</i>		Staten är inte skattskyldig enligt denna lag. Detta gäller dock inte <i>Pensionsreservstyrelsen vid förvaltning av fondmedel enligt lagen (2013:000) om förvaltning av pensionsreserven.</i>

Denna lag träder i kraft den 1 januari 2015.

¹ Senaste lydelse 2000:203.

3 Förslag till lag om ändring i lagen (1988:1385) om Sveriges riksbank

Härigenom föreskrivs att 6 kap. 1 § lagen (1988:1385)² om Sveriges riksbank ska ha följande lydelse.

Nuvarande lydelse

Föreslagen lydelse

6 kap.

1 §³

Med bankinstitut förstås i denna lag bankaktiebolag, sparbanker, medlemsbanker och utländska bankföretag som med stöd av 4 kap. 1 eller 4 § lagen (2004:297) om bank- och finansieringsrörelse driver bankrörelse från filial här i landet.

Med finansinstitut förstås bankinstitut, kreditmarknadsföretag, värdepappersinstitut, *Första–Fjärde AP-fonderna enligt lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder), Sjätte AP-fonden enligt lagen (2000:193) om Sjätte AP-fonden*, försäkringsföretag som har tillstånd att driva försäkringsrörelse här i landet enligt försäkringsrörelselagen (2010:2043), Svenska skeppshypotekskassan samt utländska företag som med stöd av 4 kap. 1, 3 eller 4 § lagen om bank- och finansieringsrörelse driver verksamhet från filial i Sverige.

Med finansinstitut förstås bankinstitut, kreditmarknadsföretag, värdepappersinstitut, *Pensionsreservstyrelsen enligt lagen (2013:000) om förvaltning av pensionsreserven*, försäkringsföretag som har tillstånd att driva försäkringsrörelse här i landet enligt försäkringsrörelselagen (2010:2043), Svenska skeppshypotekskassan samt utländska företag som med stöd av 4 kap. 1, 3 eller 4 § lagen om bank- och finansieringsrörelse driver verksamhet från filial i Sverige.

Denna lag träder i kraft den 1 januari 2015.

² Lagen omtryckt 1999:19.

³ Senaste lydelse 2011:457.

4 Förslag till lag om ändring i lagen (1994:1744) om allmän pensionsavgift

Härigenom föreskrivs att 6 § i lagen (1994:1744) om allmän pensionsavgift ska ha följande lydelse.

Nuvarande lydelse

Föreslagen lydelse

6 §⁴

Avgiften används till finansiering av försäkringen för inkomstpension och tilläggspension enligt socialförsäkringsbalken.

Avgiften förs till Första–Fjärde AP-fonderna för förvaltning enligt lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder).

Avgiften förs till Första–Tredje pensionsreservfonden för förvaltning enligt lagen (2013:000) om förvaltning av pensionsreserven.

Denna lag träder i kraft den 1 januari 2015.

⁴ Senaste lydelse 2010:1261.

5 Förslag till lag om ändring i lagen (1998:676) om statlig ålderspensionsavgift

Härigenom föreskrivs att 8 och 9 §§ i lagen (1998:676) om statlig ålderspensionsavgift ska ha följande lydelse.

Nuvarande lydelse

Fördelningen av avgiften ska göras enligt följande. Den andel som beräknas motsvara pensionsrätt för premiepension för samma år förs till Riksgäldskontoret för tillfällig förvaltning enligt 64 kap. 15–17 §§ socialförsäkringsbalken. Återstoden förs, efter avstämning gentemot Riksgäldskontoret enligt 9 §, till Första–Fjärde AP-fonderna för förvaltning enligt *lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder)*.

Regeringen ska för varje år fastställa andelarna efter förslag från Pensionsmyndigheten.

Nuvarande lydelse

Slutlig avstämning av avgifterna ska göras året efter fastställelseåret. Den skillnad som framkommer mellan beräknade belopp och de belopp som slutligt framräknas för det aktuella året ska regleras gentemot Riks-

Föreslagen lydelse

8 §⁵

Fördelningen av avgiften ska göras enligt följande. Den andel som beräknas motsvara pensionsrätt för premiepension för samma år förs till Riksgäldskontoret för tillfällig förvaltning enligt 64 kap. 15–17 §§ socialförsäkringsbalken. Återstoden förs, efter avstämning gentemot Riksgäldskontoret enligt 9 §, till Första–Tredje pensionsreservfonden för förvaltning enligt *lagen (2013:000) om förvaltning av pensionsreserven*.

9 §⁶

Slutlig avstämning av avgifterna ska göras året efter fastställelseåret. Den skillnad som framkommer mellan beräknade belopp och de belopp som slutligt framräknas för det aktuella året ska regleras gentemot Riks-

⁵ Senaste lydelse 2010:1271.

⁶ Senaste lydelse 2011:1392.

gäldskontoret i samband med en kommande preliminär överföring och gentemot Första–Fjärde AP-fonderna i samband med att storleken på de preliminära avgifterna bestäms. Det belopp som ska regleras gentemot Riksgäldskontoret beräknas med tillägg av sådan avkastning som avses i 64 kap. 16 § socialförsäkringsbalken och det belopp som ska regleras gentemot Första–Fjärde AP-fonderna med sådan ränta som anges i 65 kap. 3 § skatteförfarandelagen (2011:1244).

gäldskontoret i samband med en kommande preliminär överföring och gentemot Första–Tredje pensionsreservsfonden i samband med att storleken på de preliminära avgifterna bestäms. Det belopp som ska regleras gentemot Riksgäldskontoret beräknas med tillägg av sådan avkastning som avses i 64 kap. 16 § socialförsäkringsbalken och det belopp som ska regleras gentemot Första–Tredje pensionsreservsfonden med sådan ränta som anges i 65 kap. 3 § skatteförfarandelagen (2011:1244).

Med fastställelseår avses detsamma som enligt 57 kap. 2 § första stycket 2 socialförsäkringsbalken.

Denna lag träder i kraft den 1 januari 2015.

6 Förslag till lag om ändring i lagen (2000:981) om fördelning av socialavgifter

Härigenom föreskrivs att 6 § i lagen (2000:981) om fördelning av socialavgifter ska ha följande lydelse.

Nuvarande lydelse

Föreslagen lydelse

6 §⁷

Den andel av inkomsterna som beräknas utgöra avgifter för inkomster som överstiger 8,07 gånger det för året gällande inkomstbasbeloppet enligt 58 kap. 26 och 27 §§ socialförsäkringsbalken ska föras till staten.

Den andel av avgifterna som beräknas motsvara pensionsrätt för premiepension för samma år ska föras till Riksgäldskontoret för tillfällig förvaltning enligt 64 kap. 15 och 16 §§ socialförsäkringsbalken.

Återstoden av avgifterna ska föras till Första–Fjärde AP-fonderna för förvaltning enligt lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder).

Återstoden av avgifterna ska föras till Första–Tredje pensionsreservfonden för förvaltning enligt lagen (2013:000) om förvaltning av pensionsreserven.

Denna lag träder i kraft den 1 januari 2015.

⁷ Senaste lydelse 2010:1283.

7 Förslag till lag om ändring i aktiebolagslagen (2005:551)

Härigenom föreskrivs att 7 kap. 9 § i aktiebolagslagen (2005:551) ska ha följande lydelse.

Nuvarande lydelse

Föreslagen lydelse

7 kap. 9 §

Om två eller flera allmänna pensionsfonder enligt lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder) och lagen (2000:193) om Sjätte AP-fonden förvaltar aktier i bolaget, får varje fond för sig utöva rösträtt för de aktier fonden förvaltar.

Om två eller flera allmänna pensionsreservfonder enligt lagen (2013:000) om allmänna pensionsreservfonden innehar tar aktier i bolaget, får varje fond för sig utöva rösträtt för de aktier fonden innehar.

Denna lag träder i kraft den 1 januari 2015.

8 Förslag till lag om ändring i offentlighets- och sekretesslagen (2009:400)

Härigenom föreskrivs att 32 kap. 6 § i offentlighets- och sekretesslagen (2009:400) ska ha följande lydelse.

Nuvarande lydelse

Föreslagen lydelse

32 kap.

6 §

Sekretess gäller för uppgift om innehav av finansiella instrument som har lämnats till en myndighet, om det inte står klart att uppgiften kan röjas utan att den som uppgiften rör lider skada eller men och uppgiften har lämnats till följd av anmälningsskyldighet enligt

- | | |
|---|---|
| 1. ett särskilt beslut enligt 11 § lagen (2000:1087) om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument, | |
| 2. 9 kap. 5 § lagen (1988:1385) om Sveriges riksbank, | |
| 3. 7 kap. 2 § lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder), | 3. 7 kap. 2 § lagen (2013:000) om förvaltning av pensionsreserven, |
| 4. 5 kap. 2 § lagen (2000:193) om Sjätte AP-fonden, eller | |
| 5. 14 a § första och andra styckena lagen (2002:1023) med instruktion för Riksrevisionen. | 4. 14 a § första och andra styckena lagen (2002:1023) med instruktion för Riksrevisionen. |

För uppgift i en allmän handling gäller sekretessen i högst tjugo år.

Denna lag träder i kraft den 1 januari 2015.

9 Förslag till lag om ändring i socialförsäkringsbalken (2010:110)

Härigenom föreskrivs att 55 kap. 4 § socialförsäkringsbalken (2010:110) ska ha följande lydelse.

Nuvarande lydelse

Föreslagen lydelse

55 kap. 4 §

Den myndighet som regeringen bestämmer ska för varje år upprätta en redovisning av det inkomstgrundade ålderspensionssystemets finansiella ställning och utveckling. Försäkringskassan, Pensionsmyndigheten samt *Första-Fjärde och Sjätte AP-fonderna* ska lämna de uppgifter som behövs för detta till myndigheten.

Den myndighet som regeringen bestämmer ska för varje år upprätta en redovisning av det inkomstgrundade ålderspensionssystemets finansiella ställning och utveckling. Försäkringskassan, Pensionsmyndigheten samt *Pensionsreservstyrelsen* ska lämna de uppgifter som behövs för detta till myndigheten.

Denna lag träder i kraft den 1 januari 2014

1 Utredningsuppdraget och dess genomförande

1.1 Utredningsuppdraget

Utredningens uppdrag har varit att lämna förslag till hur förutsättningar uppnås för att skapa en långsiktigt effektiv förvaltning av buffertkapitalet.

I uppdraget har ingått att utvärdera Första–Fjärde AP-fondernas uppdrag och placeringsregler, mot bakgrund av vikten av en effektiv styrning, hittillsvarande erfarenheter av fondernas förvaltning och förändrade marknadsmässiga förutsättningar, undersöka möjliga effektiviseringar av förvaltningen av buffertkapitalet, med beaktande av buffertkapitalets utveckling, risken för maktkoncentration och behovet av riskspridning och att utvärdera Sjätte AP-fondens uppdrag, mål och placeringsregler med utgångspunkt i pensionssystemets behov och Sjätte AP-fondens kompetens. Sjunde AP-fonden ingår inte i utredningens uppdrag.

Utredningen har bedrivits i ett framåtblickande perspektiv, vilket innebär att utredningen inte gjort någon utvärdering av de nuvarande AP-fondernas valda mål, historiska resultat eller inriktningar. Regeringen genomför årligen en utvärdering som överlämnas till Riksdagen. Dessa utvärderingar och AP-fondernas egna rapporter har dock delvis legat till grund för utredningens analys och bedömning av det nuvarande systemets problem, brister och funktion avseende styrning, struktur, placeringsregler, uppföljning och förvaltningsmodeller.

Utredningen har haft i uppdrag att analysera effekterna för pensionssystemet av förslagen. Det innefattar att analysera och bedöma effekterna på fondernas avkastning och risk. Analysen ska enligt direktivet baseras på att risk och avkastning tolkas i termer av utgående pensioner. Utredningen ska vidare uppskatta besparing

respektive kostnad av att genomföra föreslagna förändringar i AP-fondernas förvaltning av buffertkapitalet.

Utredningen har också haft i uppdrag att analysera och bedöma konsekvenserna på de finansiella marknaderna (aktie-, ränte- och valutamarknaderna) av de förslag som utredningen lämnar. Det innefattar effekter av eventuella förändringar i fondernas ägarroll, i synnerhet på den inhemska marknaden.

I den utsträckning förslag lämnas till en mer direkt styrning av AP-fondernas kostnader ska utredningen analysera och bedöma den förväntade effekten på fondernas resultat samt påverkan på AP-fondernas oberoende i placeringspolitiken.

Analysen ska beakta buffertkapitalets förväntade utveckling. Om förslagen innebär offentligfinansiella eller samhällsekonomiska konsekvenser i övrigt ska dessa redovisas.

Resultaten av analyserna ska beaktas i de förslag som lämnas. Utredaren ska beakta dels erfarenheterna av nuvarande regelverk, dels internationell erfarenhet av liknande verksamhet som den som AP-fonderna bedriver. Utredaren ska föreslå nödvändiga författningsförändringar.

1.2 Förutsättningarna i direktivet och tolkning av uppdraget

Utredningen har i allt väsentligt haft att arbeta inom ramen för ett direktiv som har gett goda förutsättningar att utvärdera och analysera de flesta viktiga aspekter och möjliga lösningar avseende styrning, mandat, uppföljning, placeringsregler, struktur och rollen i pensionssystemet. Direktivets andemening signalerar i allt väsentligt en ambition att utveckla och förbättra förvaltningen av buffertkapitalet. Det finns dock en väsentlig begränsning i direktivet:

Ett riktmärke bör vara att buffertfonderna inte ska reduceras till färre än tre.

Utredningen har löpande analyserat och försökt förankra en gemensam syn och definition på begreppet ”fond” i detta avseende. Det är utredningens slutsats att en fond i detta avseende avser en självständig och oberoende enhet avseende den operativa kapitalförvaltningen. Utredningens huvudförslag har sin utgångspunkt i denna tolkning.

Det är utredningens grundsyn att behovet av en tydlig och effektiv styrning utifrån pensionssystemets framtida utveckling och krav är avgörande för en framgångsrik förvaltning, och därmed förutsättningarna att bidra positivt till pensionssystemets finansiering. I det perspektivet vore det enligt utredningen direkt felaktigt att i lag fastställa en struktur på kapitalförvaltningen, som riskerar att vara negativ för pensionssystemet och försämrar förutsättningarna för en modern och ändamålsenlig kapitalförvaltning. Det är utredningens ståndpunkt att kapitalförvaltningens struktur bäst avgörs av en professionell ledning, som utifrån tydliga mål, tidshorisont och riskmandat, över tiden får uppdraget att utforma och strukturera organisationen. Utredningen tolkar att direktivet i övrigt stödjer och öppnar för denna utveckling av buffertkapitalets förvaltning.

Utredningen anser också att det är väsentligt för buffertkapitalets legitimitet och framtida förutsättningar att styrning, struktur och placeringsregler moderniseras och anpassas till dess roll och förändrade krav. Utredningen menar också att det är väsentligt för buffertkapitalets legitimitet och framtida förutsättningar att styrning, struktur och placeringsregler moderniseras och anpassas till dess roll i pensionssystemet och förändrade krav.

Utredningens förslag ligger i linje med uppdragsgivarens intentioner i direktivet och inom ramen för de begränsningar som det innebär avseende möjliga lösningar. I bilaga 2 finns ett alternativt förslag, som baseras på en tolkning av hela direktivets ändemening och inriktning, men som inte tar hänsyn till riktmärket att buffertfonderna inte ska reduceras till färre än tre.

1.3 Utredningens genomförande

Utredningens arbete har genomförts med en hög grad av samarbete med företrädare för Pensionsmyndigheten och AP-fonderna

Vissa delar av utredningen har utförts med stöd från externa experter och konsulter, på grund av utredningens omfattning och den begränsade tid som stått till utredarens förfogande. Dessa uppdrag har bland annat omfattat kostnadsanalys, internationella jämförelser och erfarenheter. En förteckning över uppdragen och utförare finns i bilaga 3.

Ett antal studiebesök har skett hos aktörer i Sverige, men även i Holland, Danmark och Storbritannien, samt ett antal intervju-

möten med företrädare från pensionsfonder och system ibland annat Australien, Kanada, Finland, USA m fl. Utredningen har inhämtat synpunkter från berörda delar av Regeringskansliet och under arbetet haft kontakter med berörda myndigheter som Pensionsmyndigheten, Riksgälden, Riksbanken och Kammarkollegiet.

1.4 Betänkandets disposition

Utredningens betänkande är uppdelat i tre delar enligt följande. Kapitel 2 till och med 5 ger en bakgrund till nuvarande pensionsystem och en översikt över dess funktionssätt. Därtill ges en översikt av hur marknadsförhållandena har förändrats de senaste årtiondena och hur detta har påverkat institutionell kapitalförvaltning. Den första delen avslutas med ett kapitel som identifierar nuvarande problem i AP-fondssystemet och områden för förbättringar.

Den andra delen av betänkandet fördjupar sig inom olika problemområden. I kapitel 6 till och med kapitel 13 ges mer detaljerade beskrivningar av de viktigaste problemområdena som buffertkapitalets roll och mål, styrning och struktur. Sjätte AP-fonden analyseras särskilt i kapitel 12.

Den sista delen inleds med utredningens förslag i kapitel 13, övergångsfrågor i kapitel 14 följt av en konsekvensanalys i kapitel 15 och avslutas med författningskommentar i kapitel 16. Därefter följer att antal bilagor varav bilaga 2 innehåller ett alternativt förslag.

1.5 Översynen av placeringsreglerna

Av utredningens direktiv framgår det att

Behovet av förändrade placeringsregler ska analyseras dels som isolerad företeelse, dels med beaktande av övriga delar i översynen.

Utredningen har gjort en omfattande genomgång av effekterna av olika restriktioner och placeringsregler, samt avvägningen mellan kvantitativa och kvalitativa modeller. Placeringsreglerna och dess konsekvenser behandlas särskilt i kapitel 10. Utredningens utgångspunkt har varit att föreslå åtgärder som tar ett helhets-

perspektiv avseende styrmodell, ansvarsfördelning, ramverk för investeringsverksamheten (inkl. placeringsrestriktioner) och uppföljning. Detta för att finna en modell som har bäst förutsättningar att bidra till finansiering av pensionssystemet.

Det har under utredningens gång framkommit önskemål från bland annat AP-fonderna om att särskilt hantera de nuvarande placeringsreglerna och om möjligt skapa förutsättningar att oberoende av övriga delar av betänkandet, kunna förändra dessa.

Utredningens uppfattning är att de nuvarande placeringsreglerna är både omoderna, icke-ändamålsenliga och ibland direkt skadliga för det uppdrag buffertkapitalet har. Detta utvecklas i kapitel 10. Vi har dock valt att inte lämna ett särskilt förslag avseende enbart en förändring av placeringsreglerna inom ramen för nuvarande AP-fondstruktur, då det är utredningens uppfattning att flera viktiga delar saknas avseende styrmodell, ansvarsfördelning, riskkontroll och helhetssyn, vilket utredningen anser att det är nödvändigt och en förutsättning att dessa åtgärdas för en mer genomgripande förändring av placeringsreglerna. Detta utvecklas i detalj i betänkandet.

2 Inledning, pensionssystemet och AP-fondernas roll

Kapitlet inleds med en kort bakgrund till etableringen av AP-fonderna och utvecklingen fram till pensionsreformen. Därefter följer en beskrivning av nuvarande struktur och AP-fondernas roll i pensionssystemet. Kapitlet avslutas med en översikt av hur AP-fonderna har uppfyllt sitt uppdrag i systemet och lyfter några av de frågeställningar som ligger till grund för föreliggande utredning.

2.1 Från ATP till pensionsreform

AP-fondernas historia går tillbaka till lagstiftningen om allmän tilläggspension (ATP). Folkpensionen som infördes år 1913 ansågs vara alltför låg och en utredning föreslog år 1955 ett system för allmän tjänstepension för arbetande. Riksdagspartierna var oense om detta – de borgerliga ville att reformen skulle vara frivillig, medan Sveriges socialdemokratiska arbetareparti tillsammans med Sveriges kommunistparti ville ha ett obligatoriskt system. Vid en folkomröstning år 1957 fick den linje som förespråkade ett obligatoriskt system flest röster. I riksdagen kunde Sveriges socialdemokratiska arbetareparti inte driva igenom sitt förslag eftersom de politiska blocken hade lika många ledamöter. Men när den socialdemokratiska regeringen ändå lade fram propositionen (prop. 1959:100) lade den folkpartistiske riksdagsmannen Ture Königson ned sin röst, och regeringens proposition gick därför igenom.

Införandet av ATP innebar förbättrade pensioner för arbetande men ökade samtidigt statens pensionsutfästelser. En allmän pensionsfond (AP-fond) skapades av två skäl. För det första skulle fonden bidra till att kompensera för ett befarat bortfall i långsiktigt sparande (och investeringar) som skulle uppstå till följd av att det privata sparandet skulle minska då individen i högre grad skulle

förlita sig på det införda ATP-systemet. AP-fonden skulle bidra till de investeringar som ekonomin behövde för att skapa en god standard för pensionärerna. Därtill fanns ett behov av att fondera medel för att på längre sikt kunna användas för att tidsmässigt jämna ut finansieringen av de snabbt växande ATP-pensionerna och kunna användas som en buffert för att jämna ut tillfälliga underskott i ATP-systemet.

AP-fondens medel förvaltades av tre särskilt inrättade fondstyrelser; första, andra och tredje fondstyrelsen med olika ansvarsområden. Första fondstyrelsen förvaltade avgifter som betalats av stat och kommun, andra fondstyrelsen förvaltade pensionsavgifter som betalats av privata arbetsgivare med fler än 20 anställda och tredje fondstyrelsen förvaltade avgifter som betalats av privata arbetsgivare med färre än 20 anställda och enskilda näringsidkare. Det som skilde de tre fondstyrelserna åt var styrelsernas sammansättning. Placeringsreglerna var samma för de tre fonderna och förvaltningen sköttes gemensamt av ett kansli. Inledningsvis var fondförmögenheten en halv miljard varför lösningen med ett gemensamt kansli bedömdes vara tillräckligt. Vartefter åren gick ökade kapitalet och var i slutet av sjuttioalet cirka 50 miljarder kronor som fortfarande förvaltades med ett kansli. Kapitalet var dock begränsat till att investeras i räntebärande tillgångar.

En ny fjärde fondstyrelse med ett eget kansli inrättades 1974 (prop. 1973:97). Fonden fick initialt 500 miljoner kronor med möjlighet att placera i svenska aktier för att bidra med riskkapital till svenska industriföretag.

År 1984 inrättades de s.k. löntagarfondsstyrelserna inom ramen för AP-fonderna (prop. 1983/84:50) som i likhet med fjärde fondstyrelsen fick rätt att placera i aktier. Löntagarfonderna fick sina inkomster dels från en del av ATP-avgiften, dels från en nyinrättad *vinstdelningskatt*.

År 1988 gavs första till tredje fondstyrelsen rätt att även placera i fastigheter (prop. 1987/88:11). Samma år infördes också en femte fondstyrelse med samma uppdrag som fjärde fondstyrelsen (prop. 1987/88:167).

Löntagarfondsstyrelserna avvecklades efter ett riksdagsbeslut 1992 (prop. 1991/92:36). Deras skulder och tillgångar fördes över till en avvecklingsstyrelse utanför övriga AP-fonder (Fond 92–94) varifrån 28 miljarder kronor skiftades ut under åren 1992–1994.

Från de medel som fanns kvar i avvecklingsstyrelsen bildades år 1996 den Sjätte fondstyrelsen (prop. 1995/96:171) med uppdrag att

placera anförtrodda medel i aktier och andra värdepapper på riskkapitalmarknaden. Sjätte fondstyrelsens placeringsregler utformades för att ge utökade möjligheter att göra investeringar som tar sikte på små och medelstora företag (prop.1999/2000:46).

Det nuvarande AP-fondsregelverket (prop. 1999/2000:46), som började gälla den 1 januari 2001, tillkom i samband med genomförandet av den stora pensionsreformen som beslutades av riksdagen år 1998 genom en fempartiöverenskommelse. Arbetet med denna pensionsreform inleddes redan år 1991 då statsminister Carl Bildt tillsatte en pensionsarbetsgrupp för att utreda ATP-frågan.¹ Den huvudsakliga tanken med reformen var att gå från ett förmånsbaserat system till ett självfinansierande avgiftsbestämt system där pensionerna anpassas till den övriga ekonomins tillväxt.

För AP-fondssystemet innebar det att kapital som förvaltades av första till femte fondstyrelserna fördelades mellan fyra nyinrättade buffertfonder med samma uppdrag, Första, Andra, Tredje, respektive Fjärde AP-fonden. Dessa fonder fick identiska placeringsregler som gav jämförelsevis större friheter i förvaltningen än tidigare, i synnerhet avseende placeringar i aktier och utländska tillgångar. Sjätte fondstyrelsen, som gavs namnet Sjätte AP-fonden, blev en femte buffertfond men fick behålla sin speciella placeringsinriktning.

2.2 Det reformerade pensionssystemet

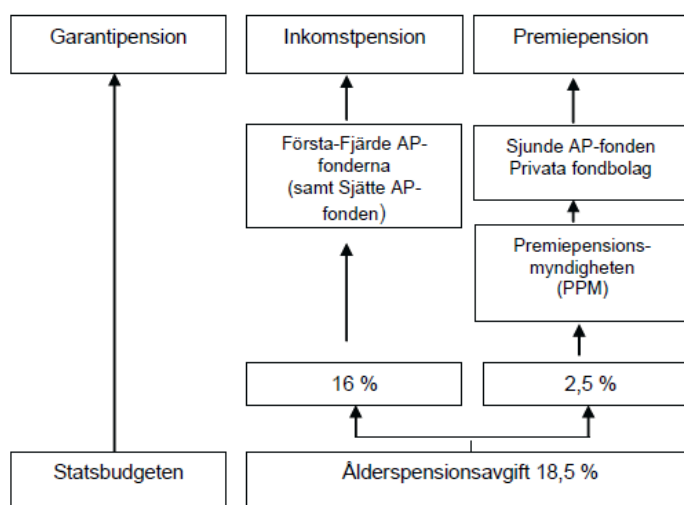
Det äldre pensionssystemet kommer att fasas ut fram till år 2018 och under denna tid successivt ersättas av det nya avgiftsbestämda systemet. Genom att det nya och det äldre systemet verkar parallellt under en övergångsperiod innefattar pensionssystemet utbetalningar enligt både nya och gamla regler. I pensionssystemet finns garantipension, inkomstpension och premiepension enligt de nya reglerna. Under övergångsperioden benämns den pension som intjänats enligt gamla regler tilläggspension.

Det finns fyra sorts avgifter som finansierar inkomstgrundad ålderspension, arbetsgivaravgifter, egenavgifter, allmän pensions-

¹ Formellt var samtliga riksdagspartier representerade. Viktiga delar förhandlades dock fram av en inre kärna bestående av de fem partier som senare ställde sig bakom överenskommelsen. I denna kärngrupp ingick inte vänsterpartiet och ny demokrati vilka senare reserverade sig mot beslutet.

avgift och statlig ålderspensionsavgift. De två förstnämnda avgifterna fördelas mellan inkomstpensionssystemet, premiepensionssystemet och statsbudgeten. Den statliga ålderspensionsavgiften, som betalas från olika anslag i statsbudgeten till pensionssystemet, fördelas mellan inkomstpensionssystemet och premiepensionssystemet medan den allmänna pensionsavgiften i sin helhet förs till inkomstpensionssystemet. De avgifter som ska finansiera inkomstpension och tilläggspension förs i sin helhet till Första till Fjärde AP-fonderna som varje månad bekostar pensionerna. Hos AP-fonderna bruttoredovisas således avgifter och pensionsutbetalningar.²

Diagram 2.1 Det allmänna ålderspensionssystemet



Källa: Skr 2010/2011:130.

Avgiften till den allmänna ålderspensionen är fast och uppgår till 18,5 procent av pensionsgrundande inkomster (jämför vissa tillkommande ersättningar och belopp). Den förmån som så småningom betalas ut från det avgiftsbestämda systemet beror dels på storleken av inbetalade avgifter under den förvärvsaktiva tiden, dels på den årliga uppräknings av dessa belopp (som baseras på olika principer i inkomstpensionssystemet respektive premiepensions-

² Pensionssystemet bekostas gemensamt av premiepensionssystemet och inkomstpensionssystemet (buffertfonderna).

systemet). Avgifterna är i sin tur relaterade till individens inkomst, vilken tillsammans med den ekonomiska utvecklingen – särskilt inkomstutvecklingen respektive premiepensionsmedlens avkastning – blir avgörande för den inkomstgrundande ålderspensionens storlek. Det innebär att det råder en överensstämmelse mellan inbetalning av pensionsavgifter och intjänad pensionsrätt och att finansieringen i sin helhet är skilt från statsbudgeten. Huvuddelen av pensionsavgiften, ett belopp motsvarande 16 av de 18,5 procentenheterna, ger rätt till inkomstpension. Inkomstpensionen (och resterna av ATP), kan betraktas som ett fördelningssystem eftersom utgående pensioner i allt väsentligt finansieras löpande av inkommande pensionsavgifter. Ur den enskildes perspektiv sker dock en bokföring av inbetalade avgifter på ett konto. Indexeringen, ”förräntningen” av behållningen på detta konto, sker (så länge den s.k. balanseringen inte är aktiv) med genomsnittsinkomsten i samhället, mätt som inkomstindex.

Resterande 2,5 procent av pensionsunderlaget förs till premiepensionssystemet, där det förvaltas i fonder enligt individers önskemål. För individer som inte uttryckt några önskemål förs motsvarande pensionsmedel till Sjunde AP-fondens AP7 Såfa. Namnet till trots är sjunde AP-fonden inte en av buffertfonderna och omfattas därmed inte av denna utredning.

Garantipensionen är ett grundskydd för den som haft låg eller ingen inkomst och finansieras med allmänna skattemedel över statsbudgeten. Den ingår därför inte i pensionssystemets resultat och balansräkning.

Pensionsreformen innebar att vissa åtaganden, bland annat ATP för förtidspensionerade och änkor, överfördes från pensionssystemet till statsbudgeten.³ Det ansåg därför motiverat med en överföring från buffertfonderna till statsbudgeten om totalt 300–350 miljarder kronor per 1 januari 1999. Hittills har Riksdagen fattat beslut om överföringar motsvarande 258 miljarder kronor per detta datum (prop. 1999/2000:46 s. 62). Frågan om överföringarnas slutliga storlek hänsköts till en kontrollstation år 2004. Därefter har partierna bakom pensionsöverenskommelsen enats om att ett ställningstagande om återstående överföringar ska samordnas med beslut om fördelning av överskott i pensionssystemet (Skr. 2010/11:130 s. 9).

³ Andra åtaganden som överfördes med pensionsreformen är pensionsgrundande ersättningar från social och arbetslöshetsförsäkringar samt för pensionsgrundande belopp i form av förtidspension, barnår, studier eller pliktjänst.

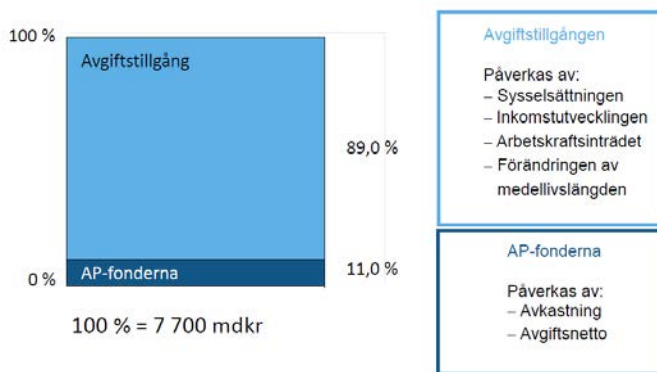
2.2.1 Vad påverkar det reformerade pensionssystemet?

Inkomstpensionssystemet är ett fördelningssystem. Inbetalda pensionsavgifter används för att betala samma års pensioner. De över- eller underskott som uppstår när pensionsavgifterna är större eller mindre än pensionsutbetalningarna hanteras av buffertkapitalet som utgörs av Första till Fjärde samt Sjätte AP-fonden.

Tillgångarna i systemet är värdet av framtida pensionsavgifter, kallad avgiftstillgången, och buffertkapitalet. Pensionsskulden består dels av skulden till förvärvsaktiva, dels av skulden till redan pensionerade. *Avgiftsnettot* är skillnaden mellan årets avgiftsinkomster och pensionsutbetalningar. Avgiftsinkomsterna bestäms främst av antalet personer i arbete och påverkas av nettoinvandringens storlek och födelsetalen men också rådande arbetsmarknad. Hur stora pensionsutbetalningarna är bestäms främst av antalet pensionärer. Eftersom årskullarna i befolkningen är olika stora och i viss utsträckning har arbetat olika mycket, kommer systemets avgiftsinkomster och pensionsutgifter att variera över tiden.

Avgiftstillgången beräknas genom att inbetalda pensionsavgifter multipliceras med den tid som en krona i genomsnitt förväntas ligga i pensionssystemet, omsättningstiden (se Diagram 2.2). Pensionsavgifternas tillgång utgör största delen av tillgångarna, medan buffertfonderna utgör drygt 10 procent. Pensionsavgifterna är en del av inkomsten för arbete och påverkas därför av sysselsättning, inkomstutveckling och när man börjar arbeta (arbetskraftinträdet). Förändringar i livslängd påverkar omsättningstiden och därmed också avgiftstillgången.

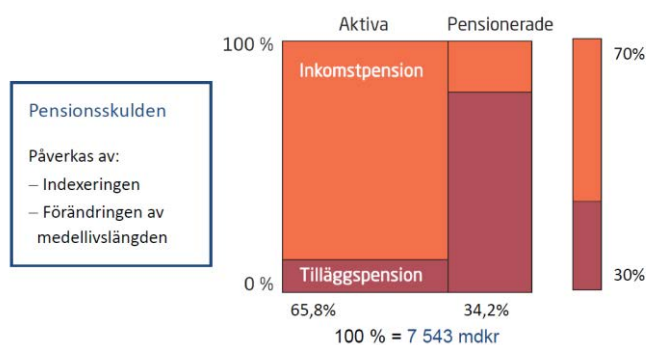
Diagram 2.2 Avgiftstillgången



Källa: Orange Rapport, pensionssystemets årsredovisning 2011, Pensionsmyndigheten (2012).

Pensionsskulden består av skulden till förvärvsaktiva och skulden till redan pensionerade. Skulden till de aktiva utgörs från intjänade pensionsrätter som erhållits genom pensionsgrundande inkomst. Skulden till de redan pensionerade är summan av de pensioner som förväntas betalas ut under återstoden av deras liv (se Diagram 2.3). Pensionsskulden förändras i huvudsak med den årliga indexeringen av pensionskontonas saldon och pensionerna. Indexeringen bestäms av förändringen av genomsnittsinkomsten i Sverige i kombination med balanstalet de år balanseringen är aktiverad. Resultatet påverkas av ett stort antal samhällsekonomiska och demografiska faktorer.

Diagram 2.3 Pensionsskuld



Not: Tilläggs pensionsskulden till aktiva minskar gradvis på grund av utfasningen av ATP-pensionärer och är i princip borta 2018. Källa: Orange Rapport, pensionssystemets årsredovisning 2011, Pensionsmyndigheten (2012).

Balanseringen är en del av indexeringen och innebär att indexeringen av pensionerna och pensionsbehållningarna minskar. Pensionsskulden räknas därmed upp i långsammare takt och pensionssystemet stärks. Den lägre indexeringen pågår tills systemet åter är i finansiell balans. Eventuella överskott som uppstår efter att balanseringen har aktiverats används direkt för att så långt som möjligt öka indexeringen och på så vis återställa pensionernas värde (se Diagram 2.4).

Balanstalet beräknas med fyra decimaler, 1,0000.⁴ Om balanstalet ligger med en hög marginal över 1,0000 kan pensionssystemets finansiella ställning betraktas som stabilt. Kortsiktiga variationer i avgiftsnettot eller buffertkapitalets avkastning skulle då sannolikt inte påverka balanstalet i den utsträckningen att en balansering skulle inträffa. Det finns inget beslut taget om vad som gäller om det uppstår betydande överskott i pensionssystemet som skulle möjliggöra extra utbetalningar till de försäkrade. Förslag till regler har lämnats i betänkandet *Fördelning av överskott i ålderspensionssystemet* (SOU 2004:105). I betänkandet föreslogs en utdelning när balanstalet överstiger 1,10. Betänkandet har remissbehandlats (dnr S2004:7851) men har inte omhändertagits vidare.

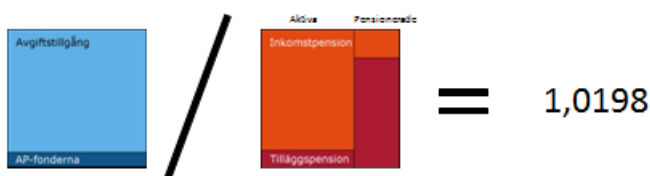
⁴ I resten av betänkandet kommer balanstalet att uttryckas som 1 eller ett. Fortfarande avses emellertid det exakt beräknade balanstalet med fyra decimaler.

Då pensionssystemet står inför en period av nettoutflöden är frågan om överskott dock en mindre angelägen fråga i närtid. Som illustreras i Diagram 2.4 har balanstalet rört sig nära ett de senaste åren. Detta innebär att pensionssystemets finansiella ställning är mindre stabilt och därmed känsligare för år med ett negativt avgiftsnetto och/eller negativ avkastning för förvaltningen av buffertkapitalet.

I samband med den kraftiga balansering som trädde i kraft 2008 orsakad av ett negativt avgiftsnetto och en kraftigt negativ avkastning på buffertkapitalet genomfördes en förändring i beräkningen av buffertkapitalets ingående värde i balanstalet. Numera ingår buffertkapitalet som ett treårigt genomsnitt för att minska effekterna av kortsiktiga variationer i avkastning. I Diagram 2.4 redogörs även för de senaste årens finansiella ställning om buffertkapitalet hade räknats med årligt marknadsvärde. Med ett treårigt genomsnitt blir balanseringen inte lika kraftig enstaka år men det tar samtidigt längre tid för systemet att normaliseras tillbaka för att indexeras med inkomstindex.

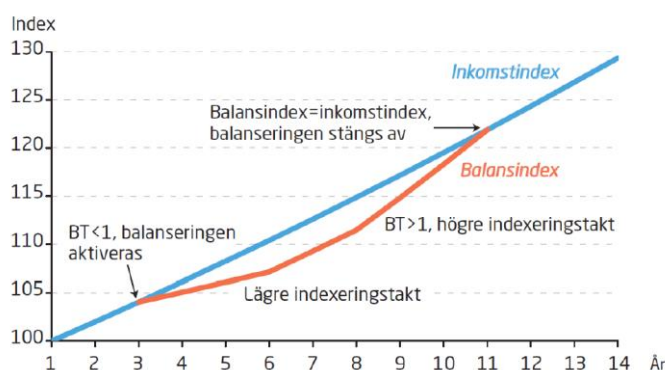
Diagram 2.4 Avgiftstillgångarna genom pensionsskulden ger balanstalet

	2011	2010	2009	2008
Treårigt medelvärde buffertfonden	865	810	811	821
Avgiftstillgången	6 828	6 575	6 362	6 477
Pensionsskuld	7 543	7 363	7 512	7 428
Balanstal	1,0198	1,0024	0,9549	0,9826
Buffertfond per 31 dec	873	895	827	707
Finansiell Ställning*	1,0208	1,0140	0,9570	0,9672



Källa: Orange rapport, pensionssystemets årsredovisning 2011, Pensionsmyndigheten (2012).

Diagram 2.5 Schematisk bild av balansering



Källa: Pensionsmyndigheten.

2.3 AP-fondernas uppdrag i pensionssystemet

2.3.1 AP-fondernas roll som buffert i pensionssystemet i ett historiskt perspektiv

Sedan etableringen av AP-fonderna har avgiftsnettot, dvs. förhållandet mellan avgiftsinkomster in till fonderna och utgifter⁵ varierat vilket illustreras i Diagram 2.6.

Avgiftsnettot var från 1960 positivt under de första tjugo åren eftersom avgiftsinkomsterna till fonderna var något högre än utgifterna vilket gjorde att buffertkapitalet kunde byggas upp. Under 1980-talet och framförallt på 1990-talet var avgiftsnettot negativt då avgiftsinkomsterna var lägre än utgifterna de flesta åren. Under andra halvan av åttiotalet och början av nittiotalet höjdes nivån på avgifterna vilket dock inte var tillräckligt för de ökade utgifterna (Pensionsmyndigheten, 2012).

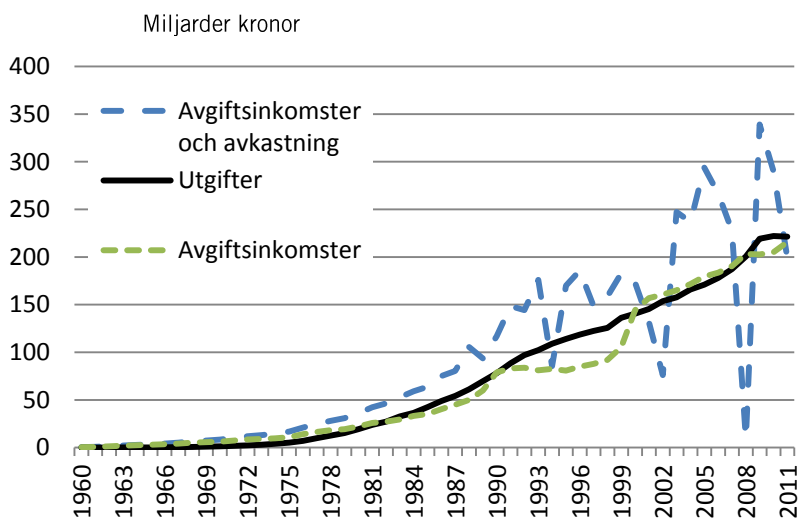
Lågkonjunkturen gjorde dessutom att avgiftsinkomsterna nästan var oförändrade under första halvan av 1990-talet. Utgifterna fortsatte dock att öka kraftigt. Under dessa två decennier användes således AP-fonderna som buffert. År 2000 höjdes avgifterna till nuvarande nivåer (18,5 procent av pensionsgrundad inkomst) vilket medförde ett positivt avgiftsnetto under några år. Avgiftsnettot blev negativt år 2009 vilket även kommer att inträffa

⁵ Pensionsutbetalningar och administrationsutgifter.

under ett antal år framöver. Det beror på att 40-talets stora årskullar börjat gå i pension.

I Diagram 2.6 redovisas avgiftsinkomsterna där AP-fondernas avkastning har adderats för att illustrera hur de har bidragit till avgiftsnettot. Sedan AP-fondernas etablering har AP-fondernas avkastning bidragit positivt till avgiftsinkomsterna. Under 1990-talet var avgifterna låga men kompenseras av AP-fondernas positiva avkastning. Vissa år med kraftiga börsnedgångar har avkastningen i stället påverkat negativt, till exempel åren 2002, 2008 och 2011.

Diagram 2.6 Avgiftsinkomster, utgifter och buffertkapitalets avkastning



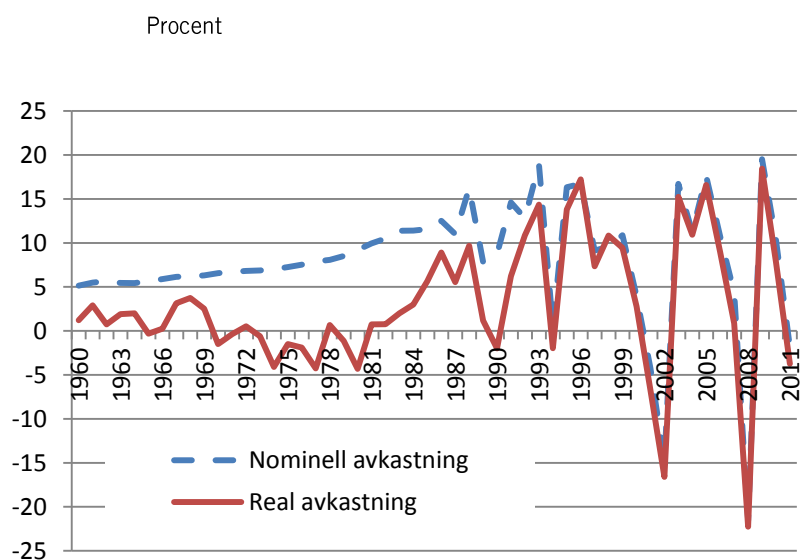
Källa: AP-fonderna och ålderspensionsavgifter 1960-2011, Pensionsmyndigheten (2012).

Den historiska avkastningen för buffertkapitalet speglar utvecklingen av fondernas investeringsinriktning. Nominellt steg avkastningen nästan kontinuerligt fram till slutet av 1980-talet men den höga inflationen under 1970-talet gjorde att den reala avkastningen ofta var negativ vilket illustreras i Diagram 2.7 och Tabell 2.1. Fram till år 1973 skedde investeringar endast i räntebärande tillgångar vilket gav en dryg procent per år i real avkastning. År 1974 etablerades Fjärde fondstyrelsen som placerade i aktier. Aktiedelen utgjorde dock endast en försumbar del av buffertkapitalet som helhet. Fortfarande dominerades investeringarna av räntor vars

nominella avkastning inte kompensterade för den tidens höga inflation. Det medförde att buffertkapitalet urholkades mellan åren 1974 och 1983 (se Tabell 2.1).

Under perioden 1984–1991 växte aktieinnehavet efter att löntagarfonderna och den Femte fondstyrelsen kom till. Deras huvudsakliga investeringar var i aktier och avkastningen för buffertkapitalet steg kraftigt under perioden med i genomsnitt 4,7 procent per år realt (Pensionsmyndigheten, 2012). Ännu högre var den reala avkastningen under perioden 1992–2001. Löntagarfonderna var nedlagda men den Fjärde och Femte AP-fonden växte kraftigt i linje med kursuppgångar på svenska och internationella börser.

Diagram 2.7 Buffertkapitalets avkastning



Källa: AP-fonderna och ålderspensionsavgifter 1960-2011, Pensionsmyndigheten (2012).

Tabell 2.1 Genomsnittlig real avkastning per år

Procent

Period	1960–1973	1974–1983	1984–1991	1992–2001	2002–2011
Real avkastning	1,14	-1,33	4,70	7,53	2,70

Källa: AP-fondernas inkomster, utgifter, fondkapital och avkastning, Pensionsmyndigheten (2012).

I och med att en större andel av buffertkapitalet investeras i aktier pendlar avkastningen alltmer. Särskilt tydligt blir från år 2001 då nuvarande AP-fonder etableras. Den ökade variationen i avkastningen är en kombination av de nya placeringsreglerna med ökad aktieexponering och den turbulenta marknad som varit med två stora börsnedgångar kring åren 2001 och 2008.

För pensionssystemet har dock det ökade risktagandet för förvaltningen av buffertkapitalet varit gynnsamt då den genomsnittliga reala avkastningen varit högre än under 1960- och 1970-talen. Den låga inflationen på senare tid gör att det inte är så stor skillnad mellan nominell och real avkastning.

2.3.2 AP-fonderna roll som buffert i det reformerade pensionssystemet

I det reformerade inkomstpensionssystemet har AP-fonderna en roll utöver uppdraget som buffertfond. De ingår också som en del av balanstalet vilket förklaras närmare i avsnitt 2.2.1.

Balanstalet beräknas som kvoten mellan inkomstpensionssystemets tillgångar och skulder. Skulderna utgörs i princip av intjänade pensionsrätter för nuvarande pensionärer och pensionsrätter för blivande pensionärer som fortfarande är yrkesverksamma.

AP-fondernas avkastning och inkomstindex

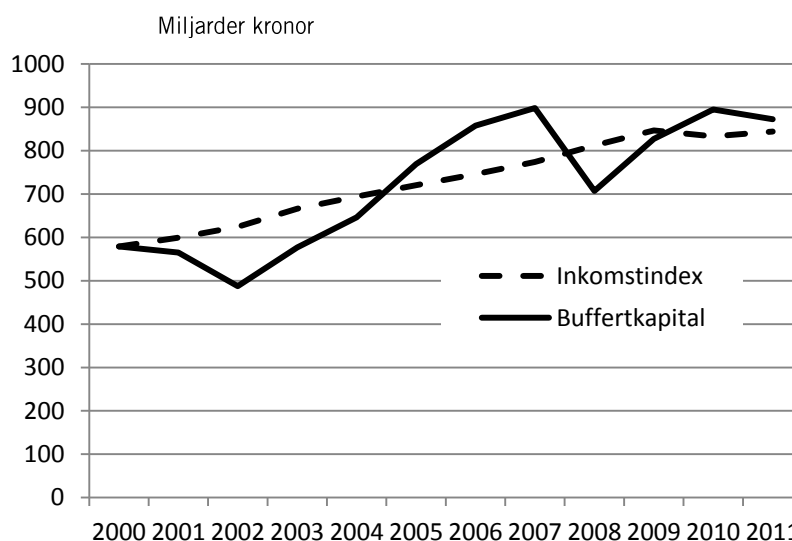
För att förvaltningen av buffertkapitalet ska bidra positivt till pensionssystemets finansiering bör avkastningen överstiga utvecklingen av inkomstindex.

I regeringens senaste skrivelse (Skr 2011/12:130) jämförs avkastningen för förvaltningen av buffertkapitalet med utvecklingen av inkomstindex. Regeringen konstaterar att buffertkapitalets

genomsnittliga avkastning på 3,4⁶ procent per år överstiger utvecklingen av inkomstindex på 3,1 procent per år under perioden 2001–2011 men med betydande variation vilket illustreras i Diagram 2.8.

Etableringen av AP-fonderna inföll samtidigt med att it-bubblan brast och den kraftiga börsnedgången i början av 2000-talet medförde negativa resultat för AP-fonderna under de två första åren (2001 och 2002). Det tog fram till år 2005 innan AP-fondernas ackumulerade avkastning översteg den ackumulerade ökningen av inkomstindex.

Diagram 2.8 AP-fondernas avkastning (fondkapitalets förändring) i förhållande till inkomstindex



Källa: Skr 2011/2012:130.

Den ackumulerade avkastningen för buffertkapitalet var högre än motsvarande utveckling av inkomstindex t.o.m. år 2007. Efter en avkastning på -21,6 i samband med finanskrisen år 2008 sjönk dock den ackumulerade avkastningen och blev lägre jämfört med inkomstindex. En betydande del av förlusterna återhämtades år 2009 och

⁶ Beräknad från 1 januari 2001 tom 31 december 2011. I McKinseys utvärdering (2012) redovisas en avkastning på 3,3 procent vilket avser perioden from 1 juli 2001 tom 31 december 2011.

buffertkapitalets ackumulerade avkastning var då nästan i nivå med inkomstindex. Från och med år 2010 överstiger återigen buffertfondernas ackumulerade avkastning inkomstindex.

Regeringen analyserar också hur AP-fonderna har bidragit till pensionssystemets finansiella ställning genom att simulera hur resultatet hade varit om AP-fondernas avkastning varit i linje med inkomstindex. Enligt beräkningarna skulle pensionssystemet varit i balans de första 4 åren eftersom avgiftsnettot var positivt. År 2005 var dock överskottet i pensionssystemet endast 28 miljarder kronor, dvs. mindre än det ackumulerade överskottet från buffertkapitalet i förhållande till inkomstindex (48 miljarder kronor). Det betyder att buffertkapitalets ackumulerade avkastning bidrog till att den automatiska balanseringen inte aktiverades år 2005. Även de följande två åren (2006 och 2007) bidrog buffertkapitalets avkastning till att balanseringen i systemet inte aktiverades.

År 2008 sattes systemet på prov då avgiftstillgångarna ökade med 365 miljarder kronor samtidigt som pensionsskulden växte med 431 miljarder kronor. Till detta kom den kraftigt negativa avkastningen för buffertkapitalet på -21,6 procent som ökade omfattningen av underskottet. Nettoresultatet blev ett underskott på 243 miljarder kronor och balanseringen aktiverades⁷. Som framgår av den negativa balansen mellan avgiftstillgången och pensionskulden skulle det ha krävts en betydande avkastning för balanseringen skulle ha undvikits. Pensionssystemets finansiella ställning var fortsatt svag under år 2009 med ett negativt avgiftsnetto vilket inte kunde kompenseras av en positiv avkastning för förvaltningen av buffertkapitalet.

År 2010 uppvisade pensionssystemet ett överskott⁸ till följd av nedskrivningen av pensionsskulden genom balanseringen och värde-tillväxt i buffertfonderna. Trots att AP-fonderna tappade 1,9 procent i avkastning år 2011 var resultatet för pensionssystemet positivt⁹ och förklaras av att avgiftstillgången ökade mer än pensionsskulden. Sammantaget innebär det att den ackumulerade differensen från starten år 2001 mellan buffertkapitalets utveckling och en alternativ uppräknings enligt inkomstindex är positivt. Det betyder att ur det perspektivet har förvaltningen av buffertkapitalet bidragit positivt till pensionssystemet.

⁷ Det fanns ett ingående överskott på 18 miljarder kronor.

⁸ Resultat 2010: 425 miljarder kronor.

⁹ Resultat 2011: 54 miljarder kronor.

I genomsnitt har avkastningen bidragit med 0,3 procentenheter per år utöver utvecklingen av inkomstindex. Detta kan relateras till antagandet om 1,45 procentenheters avkastning utöver inkomstindex som antas i Pensionsmyndighetens framskrivningar av pensionssystemets finansiella ställning.¹⁰ Med tanke på att man i förarbetena argumenterade för att ett avkastningsmål relaterat till inkomstindex skulle resultera i ett för lågt risktagande och en för låg förväntad avkastning förefaller det positiva bidraget på 0,3 procentenheter tämligen lågt vilket berörs närmare i kapitel 6.

Buffertkapitalets påverkan på balanstalet

I den offentliga debatten är det lätt att få intrycket av att våra pensioner står och faller med AP-fonderna. Ett exempel på detta är balanseringen som aktiverades 2008, vilket var det första året sedan starten som pensionssystemet hamnade på minus. Beräkningarna i Tabell 2.2 ger perspektiv på buffertkapitalets betydelse för balanstalet. Om avgiftsunderlaget minskar med en procent krävs mer än 10 procentenheters ökad avkastning för buffertkapitalet för att kompensera för detta.

Tabell 2.2 Hur påverkas balanstalet av förändringar i underlagen?

Typ av underlag	Förändring i underlag	Förändring av balanstal
Avgiftsunderlag	+1 procent	+0,6 procent
Fondavkastning	+10 procentenheter	+0,4 procent
Pensionsålder	+1 år	+2 procent

Källa: Orange Rapport, pensionssystemets årsredovisning 2011, Pensionsmyndigheten (2012).

Som illustrerats tidigare är det balansen mellan avgiftstillgångarna och pensionsskulden som i huvudsak styr balanstalet. Om dessa två poster ökar i ungefär samma takt samtidigt som balanstalet ligger nära ett, då är det små marginaler som avgör resultatet vilket ökar betydelsen av buffertkapitalets avkastning. Trots att buffertkapitalet de senaste åren endast utgjort drygt tio procent av inkomstpensionssystemets tillgångar har de kraftiga variationerna på börsen medfört att balanstalets svängningar till ganska stor del har berott på buffertkapitalets avkastning.

¹⁰ Antagandena i basscenariot.

Pensionsmyndigheten analyserar graden av påverkan som avkastningen har på balanstalet genom att jämföra det faktiska balanstalet med ett balanstal som utgår från ett oförändrat värde av buffertkapitalet¹¹ (Pensionsmyndigheten, 2012). Analysen visar att buffertkapitalets förändring haft en ganska kraftig påverkan på balanstalets förändring vissa år trots att den bara utgör 10–13 procent av tillgångarna.

2.3.3 Buffertkapitalets framtida roll i pensionssystemet

De närmaste 30 åren förväntas pensionsskulden att öka då pensionssystemet ska försörja den stora 40-talistgenerationen. Samtidigt förväntas avgiftstillgångarna att minska då antalet förvärvsarbetande inte förväntas att öka i motsvarande grad. Det innebär en högre påfrestning på pensionssystemets finansiella ställning och därmed att buffertkapitalet kommer få en större betydelse för balanstalet framöver.

Samtidigt medför ett negativt avgiftsnetto att buffertkapitalet urholkas. Pensionsmyndigheten belyser varje år pensionssystemet under antaganden om tre olika scenarier, ett basscenario samt ett optimistiskt och pessimistiskt. I basscenariot spås kapitalet att minska betydligt fram till och med 2040 då avgiftsnettot är negativt beroende på den stora kull fyrtiotalister som går i pension och ökar pensionsutbetalningarna. I det pessimistiska scenariot urholkas buffertkapitalet helt medan det optimistiska scenariot spår att buffertkapitalet klarar av att balansera pensionsutbetalningarna väl.

Dessa scenarion pekar på möjliga framtida utfall och aktualiserar frågeställningar kring buffertkapitalets framtida förvaltning. Frågan hur förvaltningen kan utformas för att bäst uppfylla rollen som demografisk buffert behandlas framförallt i kapitel 6.

¹¹ Orsaken till att beräkningen har gjorts med antagande om oförändrad buffertfond är att det är enkelt och tydligt. Alternativ hade varit att räkna med en fond som förändrats från året innan med nettoflödet eller att låta buffertfondens procentuella förändring mellan två år vara densamma som förändringen av inkomstindex. Det har dock inte så stor betydelse för resultatet vilket av de tre alternativen som väljs.

3 Förändrade förutsättningar för en effektiv institutionell kapitalförvaltning

3.1 Inledning

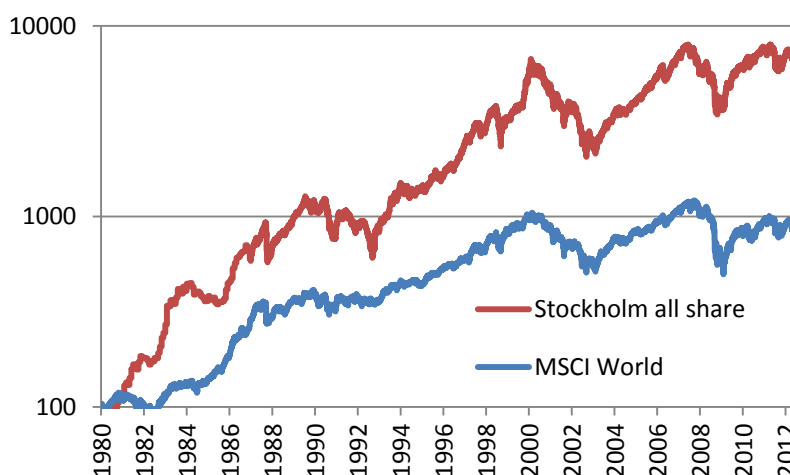
Strukturen på ett pensionssystem kan vara komplicerad, men baseras i princip alltid på en enkel och grundläggande princip. Avgifter eller premier betalas in till en fond eller försäkringssystem, som sedan på olika sätt investeras för att slutligen betalas ut i form av pensionsförmåner. Det är utformning på åtagandet – pensionslöftet – som är grunden för och dikterar investeringsstrategin och risktoleransen för investeringsverksamheten i ett pensionssystem. Investeringsverksamheten i sig har inget egenvärde, utan ska bidra till pensionssystemets finansiella styrka och stabilitet. De underliggande variablerna i denna process är dock alltid mer eller mindre osäkra. All pensionsverksamhet är oundvikligen förknippad med risker. Avkastning är osäker, och detta gäller även för mortalitets- och livslängdsantaganden och framtida löneutveckling. Pensionsfonder är ofrånkomligen aktiva risktagare. De viktigaste riskkategorier som pensionsfonder exponerar sig mot är investeringsrisk, livslängdsrisk och demografiska förändringar. För en pensionsfond gäller det att löpande fördela, anta och behålla risker. Pensionsfonder är därmed av naturen komplicerade risktagarinstitutioner. De risker som pensionsförvaltare tar måste hanteras och förvaltas. Att hantera risker är dock inte det samma som att undvika risk. Det är utredningens grundsyn risktagandet är en central del av pensionsfonders verksamhet.

3.2 Ett årtionde med förändringar och kriser

Det senaste årtiondet började med en IT-bubbla och slutade med en kreditbubbla som sprack. I det längre perspektivet kan man dock konstatera att både de svenska och globala aktiemarknaderna hade en period från 1960-talet fram till IT-bubblan i början på 2000-talet, som präglades av stabil uppgång och värdetillväxt, som byttes mot en period fram till i dag med kraftigt ökade marknadssvängningar (se Diagram 3.1).

Diagram 3.1 Svensk och internationell börsutveckling

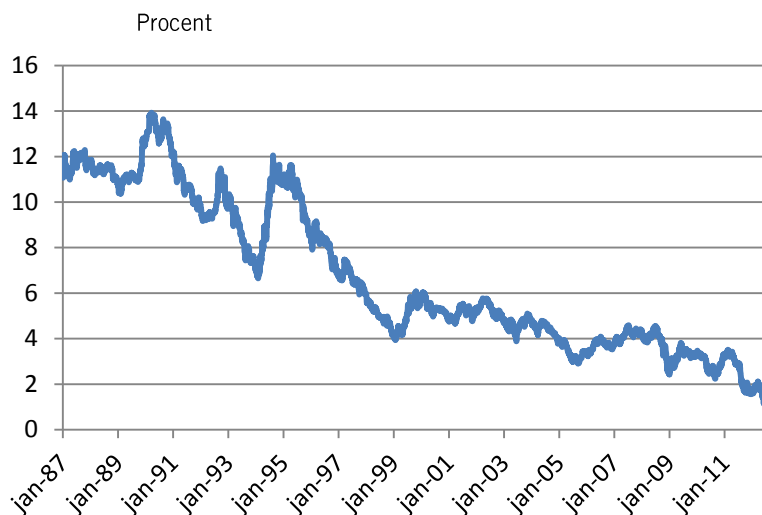
Index logaritmerat 1980=100



Källa: Bloomberg Not: Avser total avkastning inklusive utdelning.

På den svenska obligationsmarknaden har räntorna varit fallande sedan mitten på 1990-talet (se Diagram 3.2), vilket har påverkat avkastningen på räntebärande instrument positivt, men också skapat en utmanande situation för investerare, då räntenivåerna nu befinner sig på historiskt låga nivåer.

Diagram 3.2 Svensk 10-årsränta



Källa: Ecowin.

I mitten av det senaste årtiondet fanns en period under vilket institutionell kapitalförvaltning genomgick snabb modernisering i på flera områden.

Den finansiella krisen 2000–2003 (orsakat av den s.k. IT-bubblan) skiftade uppmärksamheten till pensionsfondernas riskhantering. Den plötsliga vändningen i många pensionsfonder från överskott till underskott fungerade som katalysator för bättre riskhantering hos institutionella investerare. Det inleddes en bred internationell analys av pensionsfondernas riskhantering. Internationella valutafonden (IMF) uppmuntrade i en rapport 2004 till bättre metoder för riskhantering (Global Financial Stability Report). OECD gjorde en första bedömning av pensionsfonders riskhantering 2005 och drog slutsatsen att

efter flera gyllene årtionden av investeringar i aktier som levererat tillräckligt bra avkastning har frågan om riskhantering åter kommit tillbaka i förgrunden för pensionsbranschen på grund av den utmanande fonderingsnivån, demografiska förändringar och investeringsmiljön

Riskhantering har sedan dess varit i förgrunden inom alla delar av pensionsförvaltning. ”Den perfekta pensionsstormen” lade grunden för en riskhanteringsrevolution för de flesta pensionsfonder.

Moderna riskhanteringsverktyg som liknar de som används i andra sektorer av den finansiella industrin, såsom värdepappersföretag och banker tillämpas i allt högre grad även av pensionsfonder.

Hos många institutionella investerare skedde en kraftig utveckling och uppgradering inom både förvaltningen – ”front office” – och analys och riskfunktioner ”middle office” för att skaffa sig en bättre förmåga att tillvara ta de nya förvaltningsmodellerna som växte fram.

För pensionsförvaltare är vikten av pensionsåtagandet – skulden – och den långsiktiga placeringshorisonten avgörande. Pensionsfonder brukar beskrivas som långsiktiga investerare. Detta har varit grunden för argumentet för att investera i en högre andel av portföljen i tillgångslag med högre volatilitet på kort sikt, men som också belönas med högre avkastning på lång sikt. Eftersom behovet av likviditet på kort sikt inte är ett stort problem generellt sett för pensionsfonder, kan de ta mer marknadsrisk än kortsiktiga investerare.

Paradigmen för den långsiktiga investeraren har dock förändras. Den senaste tidens förändrade regleringar för pensionsfonder och pensionssystem världen runt, har lett till en större riskmedvetenhet med stabilitet och trygghet i fokus. Underskottsrisk (bristande solvens) uppfattas allt mer som den centrala riskfaktorn för stabiliteten i pensionsförmånerna. Många länder har infört pensionsreformer under de senaste åren för att uppmuntra högre fonderings- och solvensnivåer. Eftersom fonderingsnivåer allt oftare analyseras över kortare tidsperioder, har placeringshorisonterna blivit allt kortare.

3.3 Utvecklingen av det institutionella kapitalet

Det samlade förvaltade kapitalet i världen största pensionsfonder uppgick till 12 500 Miljarder USD vid utgången av 2010¹. Det genomsnittliga kapitalet bland dessa fonder växte med 10,9 procent och nådde vid utgången av 2010 den högsta siffran någonsin. De 20 största fonderna växte med 11,9 procent. Den största regionen är Nordamerika, som sedan följs av Asien och Europa på tredje plats. Under perioden 2005–2010 växte de största pensionsfonderna med cirka 34 procent. Under perioden 2005–2010 växte de svenska pensionsfonderna med 4,9 procent per år (i lokal valuta). De länder

¹ Towers Watson top 300 Pension Funds.

som växt snabbast under motsvarande period är Kina, Norge, Malaysia, Singapore och Danmark. 68 procent av kapitalet representeras av offentliga och statliga fonder. Av de största pensionsfonderna, svarar svenska fonder för cirka 2 procent. De största länderna är USA, Japan, Storbritannien och Nederländerna.

Av världen 300 största fonder, är respektive AP-fond rankade på 86, 94, 95 och 100 plats. En fond som skulle motsvara det samlade buffertkapitalet i AP-fonderna, skulle hamna på en 14:e plats på listan.

Bland dessa 300 är de största nationella och statliga pensionsreserv- och socialförsäkringsfonderna² 2010:

Tabell 3.1 De största nationella och statliga pensionsreserv- och socialförsäkringsfonderna

Ranking	Fond	Land	Total storlek i mdr USD(2010)
1	Government Pension Investment Fund	Japan	1 432 122
2	Governement Pension Fund – global	Norway	550 858
3	National Pensions Corporation	Korea	289 418
4	Canada Pension Plan	Canada	149 142
5	Employees Provident Fund	Malaysia	145 570
6	Central Provident Fund	Singapore	144 844
7	Nationa Social Security Fund	China	129 789
8	GEPF	South Africa	128 232
9	National Wealth Fund	Russia	88 278
10	Fondo de Reserva de la Seguridad Social	Spain	86 042
11	The Future Fund	Australia	73 420
12	Employees Provident Fund	India	60 078
13	FRR	Frankrike	49 454
14	Public Institute for Social Security	Kuwait	46 851
15	Labor Pension Fund	Taiwan	41 475
16	AP Fund 3	Sweden	34 573
17	AP Fund 2	Sweden	32 448
18	AP Fund 1	Sweden	32 409
19	Ap Fund 4	Sweden	31 316

² Fonder med huvudsakligt ändamål att helt eller delvis finansiera nationella pensionssystem. Vissa nationer har valt fullt fonderade eller separata pensionstrukturer, varför de inte representeras i denna förteckning (Towers Watson 2010).

Ranking	Fond	Land	Total storlek i mdr USD(2010)
20	National Pensions Reserve Fund	Ireland	31009
21	Zilverfond	Belgium	23 561
22	The State Pension Fund	Finland	18 628
23	AP Fund 7	Sweden	15 031
24	FEFSS	Portugal	12 882
25	Fonds de Comp de la Securite Sociale	Luxemburg	11 613
26	The New Zealand Superannuation fund	New Zealand	10 553

Källa: Towers Watson top 300 Pension Funds 2011.

Den globala konkurrensen om att få tillgång till de mest attraktiva investeringsmöjligheterna har ökat. De huvudsakliga drivkrafterna bakom denna tillväxt är framförallt den fortsatta starka uppbyggnaden av både äldre och nystartade pensionsfonder i flera länder och fortsatt tillväxt av statliga investeringsfonder s.k. Sovereign Wealth Funds. De stora institutionella investerarna är i dag globalt aktiva investerare och de ska jämföras och relateras i det perspektivet. Vid utgången av år 2009 representerade det totala institutionella kapitalet mer än 65 000 miljarder USD, vilket är en tredubbling³ sedan mitten av 1990-talet.

I spåren av denna utveckling har industrialisering och flockbeteenden lett till en brist på kapitalförvaltningsorganisationer som har förutsättningar att upprätthålla ett holistiskt perspektiv på sin portfölj och förhålla sig till begrepp som riskpremier, korrelationer och taktiska beslut. Några av de steg som investerare tar för att komma till rätta med detta är⁴:

- Utveckla den interna kompetensen och förutsättningarna att analysera och tolka konsekvenserna av marknadsvolatilitet och etablera rimliga förväntningar på framtida avkastning. Framgång kommer att uppnås genom breddad kapacitet i flera olika tillgångsklasser.
- Förstärka intressegemenskapen och förtydliga rollerna mellan kapitalägare och kapitalförvaltare, och utveckla strukturer och incitament som motverkar långsiktighet.

³ OECD Institutional Investors Database.

⁴ CREATE Asset Management Survey 2012 (Baserad på intervjuer med 289 pensionsfonder i 19 länder, motsvarande ett kapital på cirka 25 200 miljarder USD).

- Säkerställa innovation och kompetensförsörjning, genom tydlig investeringskultur.

Historisk har gruppen institutionella investerare (framför allt pensionsfonder, försäkringsbolag och fondbolag) betraktats som investerare i framförallt aktier och obligationer.

Tillväxten av denna typ av investerare har bidragit till att utveckla kapitalmarknaderna. Globalt har de institutionella investerarna fortsatt att diversifiera sina portföljer och ökat sin allokering till illikvida tillgångar så som riskkapital (private equity), infrastruktur, fastigheter mm. Investeringsmodeller som syftar till att separera marknadsrisk från alfa(överavkastning), dynamiska riskaokeringsmodeller och moderna analysmetoder har blivit allt mer etablerade tekniker för portföljkonstruktion, som bättre svarar mot de nya krav som en mer globaliserad och komplex kapital- och finansmarknad kräver.

Nya regelverk, solvenskrav, mognande pensionsfonder och redovisningsregler har lett till större krav på riskkontroll och matching av åtaganden, vilket gradvis har introducerat nya typer av förvaltningstekniker som på olika sätt syftar till att implementera ALM-arbetet direkt i förvaltningen.

Fiduciary Management (FM) har blivit en allt mer etablerad modell för att separera kapitalägarrollen från kapitalförvaltningsrollen. Modellen har implementerats på olika sätt och till olika grad i olika länder, FM är en metod för kapitalförvaltning som innebär att kapitalägaren utser en tredje part för att hantera det totala kapitalet på en integrerad nivå genom en kombination av kompetens- och delegerade kapitalförvaltningsstjänster i syfte att uppnå tillgångsägarens totala investeringsmål. I många fall är det i form av en klassisk outsourcingtjänst. I princip kan modellen tillämpas på investeringar för alla typer av kapitalägare. Modellen används för närvarande mest i samband med förvaltningen av institutionella tillgångar. De primära drivkrafter för framväxten av FM som en kapitalförvaltningsmodell är det ökande kravet på kompetens och resurser som nya regler och en mer komplex kapitalmarknad kräver.

Denna komplexitet yttrar sig främst på tre olika sätt:

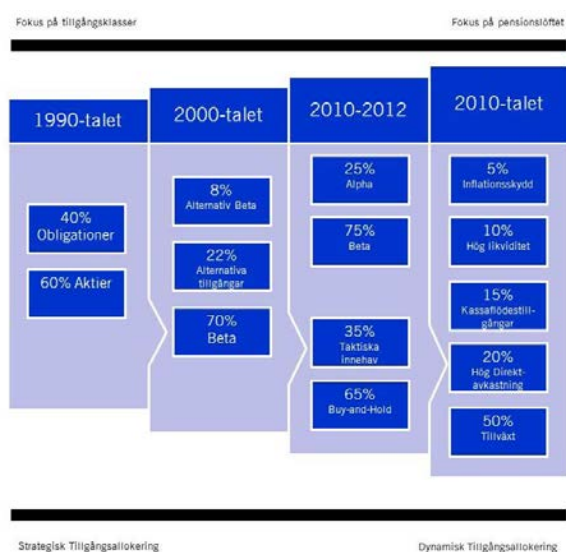
- Ett ökat utbud av investeringsalternativ och riskhanteringsinstrument och nya instrument såsom swapar och andra finansiella derivatinstrument.
- Ökat antal regleringar.

- Den ökande (verkliga eller upplevda) instabilitet och eller volatilitet på finansmarknaderna vilket kräver en mer dynamisk syn på kapitalförvaltning. Detta har lett till krav på ökad specialisering (en direkt följd av den ökande komplexiteten själv) och tillgång till allt kraftfullare IT, som har bidragit till en ytterligare höja den lägsta nivån på vad som är tillräcklig omfattning(storskalighet) för att effektivt hantera institutionella tillgångar.

Liability Driven Investment (LDI) kan beskrivas som ett ramverk för en investeringsstrategi, där syftet är att helt utgå från pensionsplanens åtagande och helt fokuserar på de drivkrafter och effekter som finns och hur de påverkar avkastning och risk i relation till pensionsfondens totala solvens och stabilitet. LDI har utvecklats från enkel säkring(hedge) av inflations- och ränterisker till en mer holistisk investeringsprocess, för att uppnå den mest effektiva användningen av ett pensionssystem tillgångar för att täcka dess åtagande, och samtidigt minimera oönskad riskexponering.

Utveckling av metoderna för strategisk allokering och portföljimplementering har baserats på temat att ingenting är en investeringsmöjlighet förrän man känner till dess risk. Därmed har de nya teknikerna mer inriktat sig mot att bibehålla kapitalvärden, säkerställa betalningsåtaganden och framförallt inte betrakta tillgångsklasser som isolerade företeelser, utan snarare se sambanden och kopplingarna mellan olika investeringsområden. Ett holistiska investeringsperspektiv är en naturlig utveckling, som ersätter den historiskt dominerande modellen att relatera till risk, resultat och investeringsbeslut till ett index. Utvecklingen går allt mer mot portföljer som delas upp i tillväxttillgångar, inkomstavkastande tillgångar, utbetalningsgenererande tillgångar, likvida tillgångar och inflationskyddande tillgångar. I ett historiskt perspektiv kan detta illustreras med följande bild:

Figur 3.1 Utveckling av portföljkonstruktionstekniker



Not: 2010–2012 illustrerar en övergång, där det sker en separation mellan kapitalallokering och risk-exponering.

3.4 Kris igen

Krisen år 2008-2009 förändrade förutsättningarna dramatiskt för institutionella investerare. I ett globalt perspektiv förlorade de institutionella investerarna mer än 3 500 miljarder kronor. Många institutionella investerare kunde konstatera att vald investeringsstrategi inte var optimalt utformad för att hantera de mest grundläggande kraven på verksamheten och var ej heller anpassad till den egna verksamhetens förutsättningar att hantera så pass extrema marknadsförutsättningar. I många fall saknades det disciplin och kompetens för att på ett bra sätt hantera nya och komplexa instrument, t.ex. olika former av derivat, vilket skapade likviditetsproblem, som ledde till tvångsförsäljningar och ytterligare förluster. Flera aktörer hade svårt att uppdatera kompetens och risksystem för att på ett bra sätt möta kraven med de mer sofistikerade investeringsstrategierna. De interna analysfunktionerna klarade t ex inte att ge stöd i hur kreditkrisen skulle påverka andra delar av marknaden och vilka följd effekterna skulle bli.

Många institutionella investerare hade inte skapat eller utvecklat sin styrmodell för att på ett adekvat sätt skapa en nödvändig flexibilitet, snabbhet och tydlighet i relationen mellan den exekutiva ledningen, investeringskommitté, styrelse och ägaren/huvudmannen.

Detta förväntas leda till att användandet av metoder som LDI och FM fortsätter att öka, tillsammans med bättre utvecklade riskanalysmetoder. Detta för att på ett bättre säkerställa framtida pensionsutbetalningar. Vad det avser investeringstrategier, får absolut-avkastningsstrategier, koncentrerade portföljer, aktiva tradingstrategier och derivatstrategier ökad relevans och betydelse för att bättre uppnå de avkastnings- och riskmål som pensionsfonder har.

3.5 Långsiktiga institutionella investerare

De flesta institutioner är i grunden långsiktiga investerare, med ett långsiktigt ändamål. Grunden för dem skiljer sig åt på flera olika sätt. Detta har framförallt blivit tydligt avseende fonderade pensionsfonder, i och med de nya solvensregler och EU-direktiv som på ett tydligt sätt reglerar och fastställer ramverket för dess verksamhet.

Oavsett vilken utformning ett pensionssystem har och till vilken grad fonderingen är direkt kopplad till ett åtagande eller mer som en generell buffert, så är det syftet med fonderingen att till olika grad säkerställa en serie av framtida pensionsbetalningar. Därmed så är det i teorin möjligt att matcha denna förväntade betalningsström med en matchande tillgångsportfölj. Detta gäller i allt väsentligt för fullfonderade pensionssystem.

För de flesta SWFs och för många pensionsreservfonder gäller dock att de i grunden är långsiktiga investerare, med en betydligt svagare eller ingen direkt koppling till de enskilda underliggande pensionärernas slutliga pensionsförmåner. Rollen för pensionsreservfonder (av typen AP-fonderna) är att i första hand vara en finansiell stabiliseringsfond – buffert – för systemet i sin helhet.

En grundförutsättning för långsiktiga investerare är att de är verkligt långsiktiga. Då har de en unik konkurrensfördel. De kan klara kortsiktiga svängningar i riskpremier, dra nytta av perioder med höjd riskaversion i marknaden och kortsiktiga felprissättningar, samt dra nytta av illikvida investeringsmöjligheter. De senaste årens skakiga marknader har till och med ökat fördelarna för de verkligt långsiktiga investerarna.

Man kan notera ett ökat inslag av pro-cykliska investeringsstrategier (köper dyrt och säljer billigt) och intressekonflikter mellan kapitalägare och kapitalförvaltare, vilket har minskat de fördelar som finns med att vara en långsiktig investerare. Det är de institutionella investerare som etablerat en styrmodell som skapat en intressegemenskap mellan kapitalägaren (huvudmannen) och kapitalförvaltningen (utföraren) som har lyckats bättre med att hantera osäkerheter, förluster och volatilitet.

Att vara en långsiktig investerare, innebär att man inte har betydande kortsiktiga åtaganden eller likviditetskrav, eller att de senare är en mindre del av hela portföljen. En långsiktig investerare kan sägas ha ett "inlåst" kapital som inte kommer att utnyttjas i en nära framtid. Förenklat kan man säga att definitionen på en långsiktig investerare är att man inte är *tvungad* att sälja på grund av rådande marknadsförutsättningar.

För att vara en framgångsrik långsiktig institutionell investerare, bör det finnas ett antal förutsättningar på plats:

1. En robust och genomtänkt investeringsfilosofi

Det grundläggande kriteriet är att verksamheten och styrningen i grunden erbjuder en stabilitet och medger verklig långsiktighet, på armlängds avstånd från andra intressen än de rent förvaltningsmässiga.

2. Tåla volatilitet

Om den långsiktiga målsättningen är tydligt uttryckt och väl etablerat och förankrad hos huvudman och i styrelsen, så är tåligheten för volatilitet en viktig komponent. Det innebär bland annat att man inte ska skapa onödiga restriktioner eller ramar som tvingar fram förändringar i portföljen (rebalanseringar och omallokeringar) vid felaktiga tidpunkter, annat än om det är drivet av aktsamhet eller rent solvensmässiga skäl.

3. Rigorös portföljkonstruktion

4. Ändamålsenlig styrmodell

Erfarenheter visar att entydigt att oavsett förvaltningsmodell, så kommer styrmodellen att misslyckas med att utnyttja de fördelar som finns att vara en verkligt långsiktig kapitalförvaltare om styrmodellen har kortsiktiga vinst- och avkastningsintressen, rädsla för att avvika i jämförelser, ovilja att ta till sig principer för långsiktiga

värderings- och riskprinciper samt korta mandatperioder för styrelse och ledning.

Redan Myners Report (se 3.8.3) och erfarenheter visar hur en styrmodell som utgår från att jämföra avkastnings- och förvaltningsresultat (s.k. Peer Grouping) mellan olika fonder med olika uppdrag, mål eller åtagande leder till fel incitament och drivkrafter, eftersom en grundförutsättning är att de kortsiktiga resultaten ska vara olika. Om man inte är bekväm med det faktum att de kortsiktiga resultaten avviker från andra aktörer, så riskerar de få en central roll och därmed har mycket av de fördelar som det innebär att vara verkligt långsiktigt, gått förlorade.

För att vara en väl fungerande och effektivt verkligt långsiktig investerare, krävs att styrelsen har en väl förankrad strategi som man tydligt kan beskriva för sina intressenter och försvara offentligt, speciellt när kortsiktiga marknadsrörelser påverkar resultatet negativt. Realpolitiska förutsättningar verkar i de flesta fall emot ett verkligt långsiktigt perspektiv. Den som ansvarar för pensionsystemet måste vara bekväm med marknadsvolatilitet och ta rollen att kommunicera investeringsstrategins betydelse för pensionsystemet eller samhället som helhet.

3.6 Styrmodeller under utveckling

Under de senaste *årtiondena* har de s.k. governancefrågorna – styrning, ledning och processer för pensionsfonder kommit i fokus. Nationella pensionsfonder har inte sällan till viss del varit verktyg för andra ambitioner än de rent pensionsmässiga målen. Kapitalet har använts till annat, som t.ex. intressepositioner för huvudmannen, kontrollinnehav, maktambitioner etc.

Styrmodellerna och pensionsinstitutens struktur och organisation var fram till 1990-talet mer konsekvenser av historiska nationella tillfälligheter än medvetna val⁵, där huvudteman var otydligt ansvar och undvikande av kritik.

Lord Myners genomförde 2001 en genomgripande analys av den ledande brittiska pensionsmarknaden och presenterade en rapport⁶ som blev en viktig milstolpe för pensionsförvaltning. I rapporten betonades framförallt betydelsen av en väl fungerande styrmodell, där beslut fattas av personer med rätt kunskap och med rätt roll.

⁵ O'Barr and Conley, 1992.

⁶ Myners Report 2001.

Rapporten betonade även vikten av professionellt driven struktur, som fokuserade på de strategiskt viktiga frågorna.

I *Ensuring Pension Fund Governance is Fit for Purpose* (Brian Holden, 2008) görs en genomgång av styrmodellerna historia, utveckling och möjliga vägar framåt. I rapporten fastslås:

Governance” är pensionsbranschen nya ledord. Governance har blivit en betydande för hela näringslivet. Förvaltningen av pensionsmedel beror på specifika förutsättningar i varje enskilt land och, trots förändringar i Europa, så är pensioner fortfarande väldigt mycket en nationell angelägenhet, inklusive rollerna för de nationella reglerings- och tillsynsorganen. Men vad innebär styrning av pensionsfonder? Kort och enkelt: Är verksamheten väl fungerande och anpassad för sitt syfte. Den första principen om god förvaltning är att ge öppenhet gentemot pensionförvaltningens intressenter - dvs fondens ultimata huvudmän och förmånstagare. Det är systemet för styrning och reglering som är grunden för allmänhetens uppfattning om pensionssystemet. Systemet måste ha förtroende och legitimitet hos dess intressenter.

Styrning och kapitalförvaltning är separata verksamheter, vilket är en princip som blivit allt mer erkänd av många sofistikerade pensionsfonder runt om i världen. Kapitalförvaltning är en dag-till-dag aktivitet som först och främst innebär att utveckla, implementera och följa upp vald investeringsstrategi. En av de viktigaste orsakerna till brister i förvaltningsresultat är gränsen för ledningens möjlighet och förmåga att agera utan godkännande från styrelsen. Detta är hinder som inte existerar hos de pensionsfonder som erfarenhetsmässigt fungerar bäst avseende portföljstrategi och implementering av riskmandat. I dessa fonder är det ledningen som har befogenhet att driva strategier enligt egen professionell bedömning och har mandat att fatta beslut med kort varsel. Huvudmannens styrningsarbete handlar om att övervaka den totala förvaltningen av pensionsfonden i relation till utfästelser och pensionssskuld, och säkerställa att verksamheten genomförs i enlighet med tydliga mål och policies, som fastställs genom samverkan mellan förvaltning och övriga delar. I många pensionsfonder har frågan blivit allt mer otydlig och förväxlas eftersom ansvaret för styrningen av pensionsfonden också är tätt sammankopplad med den dagliga förvaltningsverksamheten på ett antal olika sätt. Några av dessa kan skapa betydande intressekonflikter. Många pensionsfonder behöver inta en mer rigorös inställning till intressekonflikter.

I rapporten presenteras en modell som delar upp styrningen i två nivåer; en *Fiduciary Body*, bestående av kvalificerade personer eller

institutioner som utses och övervakas av en styrelse - *Executive Body* - bestående av valda och utsedda personer som är representant för fondens medlemmar och anställda. Rapporten frågar sig:

Som företrädare för förmånstagarna i en pensionsfond och huvudman, hur kan ointresserade och avlägsna individer fortsätta att ha en roll att spela i och tillsyn över sina egna pensionsfonder? Governance har många olika former och tiden har nu kommit då vi måste överväga nya modeller som gör att representanterna [för förmånstagarna] har en möjlighet att hålla de professionella, från aktuarie till kapitalförvaltaren, ansvariga. Förmånstagarna och pensionsplanens medlemmar och deras huvudmän måste fortsätta att vara representerade, men på en övervakande nivå som är ansvarig för att utse styrelse och ledning samt övervakning av policies av en verkställande organ vars roll är förvalta kapitalet. Denna metod kan skapa en struktur av förtroende och förbindelse mellan de försäkrade och den professionella förvaltningsorganisationens ansvar för fortsatt drift av fonden.

I ett working paper från år 2007 sammanfattar Kieth Ambachteer de lärdomar och huvudteman som forskning och erfarenheter visat dominerar framgångsrika pensionsförvaltningsstrukturer. Dessa kan sammanfattas i fyra huvudpunkter:

1. Armlängds avstånd och oberoende ställning.
2. Professionell styrelsetillsättning.
3. Professionell ledningsstruktur och en etablerad högprestationskultur.
4. Utnyttja skalfördelar.

Clark och Urwin (2008) sammanfattar i *Best Practice in Investment Governance for Pension Funds* resultat från de senaste årens forskning, där de sex viktigaste egenskaperna som skiljer ut de ledande pensionsförvaltningsorganisationerna från övriga. Dessa är:

Styrstruktur

Att dela upp styrning i en styrande funktion, som anger ramar, övervakar och kontrollerar, och en verkställande funktion som fattar beslut inom givna ramar och implementerar förbättrar effektiviteten och ansvarstagandet. Det skapar dessutom en fokusering och koncentration på investeringsexpertis inom den verkställande kapitalförvaltningsfunktionen. En tydlig uppdelning mellan den styrande och den verkställande funktionen, skapar förutsättningar

för en kultur av ansvarstagande. Dessutom kan den verkställande kapitalförvaltningsfunktionen inrikta sig på att säkerställa investeringskompetens, för att genomföra och utvärdera komplexa investeringsstrategier.

Styrelsens tillsättning och dess kompetens

De mest framgångsrika pensionsfonderna utmärks av att de har kvalificerad investeringskompetens också på styrelsenivå. Detta är en nödvändighet för att stärka sin position som en långsiktig investerare.

Stödjande ersättningsmodell

Ledande pensionsfonder har identifierat frågan om stödjande ersättningsmodell, för både styrelse och verkställande ledningsnivå, som viktig för att attrahera och säkerställa rätt kompetens. Bland de flesta andra fonder, verkar det vara mer accepterat att större ersättningar betalas till externa uppdragsgivare.

Konkurrensfördelar

Institutionell kapitalförvaltning är en mycket konkurrensutsatt verksamhet och för att lyckas, måste man vara medveten om sina konkurrensfördelar och nackdelar och anpassa sin struktur och ambition efter det. Mycket av konkurrensfördelarna bygger på en sund och relevant struktur, men också genom att maximera sina egna speciella kompetensområden. Det är lika viktigt att man är medveten om de områden där de inte har någon expertis och därmed begränsar sina strategier.

Levande beslutsprocess

De flesta förvaltningsorganisationer har sin planering inriktad på ett beslutsfattande baserat på kalenderåret. De mer framgångsrika pensionsfonderna har snarare etablerat processer som gör det möjligt att fatta beslut löpande och vid behov, baserat på investeringsstrategin och marknadsmässiga förutsättningar. Att förflytta beslutsformen från en kalender- och projektbaserad struktur till en löpande och levande modell innebär mer delegering och en tydlig definition av ansvaret.

Lärande organisation

De framgångsrika pensionsfonderna tenderar att vara mer innovativa och fokuserade på egen framåtblickande research. För att bli framgångsrik krävs en kultur som lär sig av erfarenheter och beredd att utmana konventionell kunskap och leva med förändringar.

3.7 Risk i centrum

3.7.1 Inledning

Riskhantering är snarare en resa än en engångsinsats. Förvaltningskoncept och instrument har blivit allt mer sofistikerade som drivs av förbättringar i teknik och en ökad riskmedvetenhet hos institutionella investerare. Inom ramen för pensionsfonders riskhantering definierades riskhantering traditionellt som ett tillgångsallokeringsproblem, men med början på större pensionsfonder har de moderna portföljteoribegreppen allt mer kommit att användas vid framtagandet av den strategiska tillgångsfördelningen (SAA) och hantera investeringsrisken. Pensionsfonder har under årtionden gjort s.k. effektiva frontanalyser som baserades på Markowitz mean-variance-modell för att förbättra effektiviteten i sina investeringar. Bristerna i denna analys är att den fokuserar enbart på tillgångar och har kortsiktigt perspektiv. Tracking error⁷ som är ett traditionellt riskmått på kapitalförvaltare används i stor utsträckning av pensionsfonder för analysen av sina externa förvaltare. Tracking error förekommer också i vissa riskbudgeteringskoncept. Pensionsfonder allokerar en

⁷ Tracking error graden av avvikelse från valt jämförelseindex.

strategiskt definierad riskbudget i ett första steg bland tillgångsslag och därefter bland de enskilda kapitalförvaltare jämfört med valda jämförelseindex. Pensionsfonden följer upp förvaltare i form av både prestation och risktagande. På senare tid har pensionsfonder också börjat använda sig av VaR-analyser⁸ som härrör från banksektorn. Riskbudgetering som begrepp har under de senaste åren utvecklats för pensionsfonder och har implementeras hos de flesta större institutionella investerare.

3.8 Kapitalförvaltningsprocessen

Institutionella investerare baserar i de flesta fall sin kapitalförvaltningsprocess på någon form av strategisk tillgångs- eller riskaokeringsmodell. Ur ett risk- och avkastningsperspektiv är detta, oavsett modell eller metod, det enskilt viktigaste beslutet för en styrelse att ta ställning till. För de flesta institutionella investerare tar detta arbete sin utgångspunkt i det åtagande eller pensionslöfte som pensionsfonden har i uppdrag att trygga eller säkerställa. Detta sker vanligtvis med hjälp av t.ex. olika ALM-analyser. Utifrån den definierade strategiska portföljen/riksbudgeten medges sedan taktiska och medelfristiga avvikelser.

Portföljförvaltning kan beskrivas övergripande i sex (6) generella steg, som var och en implementeras på olika sätt, beroende på förvaltningsmodell, åtagande och styrmodell.

1. *Specifikation av investeringsmål och begränsningar*

En investeringsverksamhet måste vägledas av en uppsättning mål. Den viktigaste aspekten som påverkar målen är risk. Vissa investerare är risktagare, medan andra försöker minska risken till lägsta möjliga nivå. Identifiering av begränsningar till följd av likviditet, tidshorisont, och speciella situationer måste fastställas.

2. *Tillgångsallokering och riskbudget*

I kapitalförvaltning är det viktigaste beslutet det som avser beslutet om riskbudget eller tillgångsmix. Det har att göra med andelen av olika tillgångsslag eller allokering till olika risk-

⁸ Value at Risk (VaR) är ett riskbegrepp inom ekonomi och finans. VaR anger i sin vanligaste form storleken på det riskerade beloppet hos en investering med en viss sannolikhet och över en viss tidsperiod. Detta kvantifierade mått används av investerare för att mäta risken hos en specifik tillgång eller hos en portfölj av tillgångar.

faktorer. Detta steg innebär också ett val av vilka typer av placeringar som kommer att investeras i och avgör också vilka värdepapper som bör innehas i portföljen. För en stor institutionell investerare är det viktigt att kunna exponera sig mot faktorer och teman som långsiktigt genererar real ekonomisk tillväxt.

3. *Formulering av portföljstrategi*

Efter allokering till tillgångsslag och riskfaktorer, är det viktigt att formulera en lämplig portföljstrategi. Det finns två huvudsakliga typer av portfölj strategier. Den första är en aktiv portföljstrategi som syftar till att tjäna större riskjusterad avkastning beroende på market timing, sektor rotation, värdepappersval, taktisk allokering, dynamisk riskaokering eller en kombination av dessa. Den andra strategin är den passiva strategi som innebär att hålla en väl diversifierad portfölj och dessutom upprätthålla en på förhand fastställd nivå risk.

4. *Val av värdepapper*

Investerare väljer oftast aktier efter en fundamental eller teknisk analys av det värdepapper de är intresserade av att köpa. Vid obligationer och räntebärande värdepappersval är det kreditbetyg, likviditet, löptiden och avkastning fram till förfallodagen som är faktorer som bedöms. Detta baseras på olika investeringsfilosofier, teman eller investeringsprocesser som kapitalförvaltningsmodellen bygger på. Det finns fundamentalt kvalitativa metoder såväl som mer kvantitativa modell för detta.

5. *Portföljimplementering*

Detta steg innebär att genomföra den valda portföljstrategin genom att köpa eller sälja vissa värdepapper i bestämda kvantiteter.

Portföljrevision och rebalansering: Fluktuationer i priserna på värdepapperna leder till förändringar i värdet på portföljen och detta kräver en omfördelning i portföljen från tid till annan. Det finns många olika metoder för denna typ av löpande portföljövervakning och hur och om man väljer att systematiskt rebalansera till portföljens långsiktiga strategiska allokering eller riskbudget.

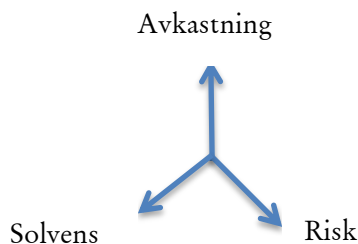
6. *Resultatutvärdering och uppföljning*

Bedömningen av hur portföljen har utvecklats i förhållande till uppsatta mål bör ske löpande. Det hjälper investeraren/huvud-

mannen att förstå om portföljens avkastning står i proportion till och är relevant i relation till dess beslutade och verkliga riskexponering.

3.9 Målkonflikter att hantera i långsiktig institutionell kapitalförvaltning

Pensionsförvaltning innebär i allt väsentligt avvägning och prioritering mellan tre kategorier av mål, avkastning, risk och solvens, som man sedan kan dela upp i många olika underliggande delmål, som till olika grad drar åt ett enskilt håll. Alla dessa kan i sin egen rätt anses vara önskvärda mål att uppnå, men ofta står målen i direkt konflikt med varandra. En hög avkastning begränsas oftast av oviljan att ta risken att inte förlora för mycket av kapitalet, eller ett solvenskrav begränsar möjligheten att uppnå avkastning. Att välja mål är att prioritera avvägningarna mellan solvens, avkastning och risk. Detta har en avgörande betydelse när det kommer till implementering av en investeringsstrategi som ska uppfylla målet bäst, och är därmed grunden för ett av de viktigaste ställningstaganden för en institutionell investerare.



3.9.1 ALM

Sedan 1990-talet har s.k. Asset-Liability-Management (ALM) verktyg alltmer använts av pensionsfonder som integrerade riskhanteringssystem. I dag är användningen av ALM etablerad praxis på marknaden, även om förståelse och syftet med ALM skiljer sig åt. ALM är ett strategiskt riskhanteringsverktyg för långsiktiga investerare som bedriver förvaltningen utifrån tydliga mål och måste uppfylla åtaganden. Den optimala placeringspolicy härleds i

ett komplext system som simulerar alla relevanta faktorer och begränsningar. Från sitt ursprung som en försäkringsteknisk och kassaflödesmatchande teknik har ALM vuxit till en konceptuell ram för finansiell förvaltning – och är numera en professionell verksamhet i sin egen rätt. Begrepp och mål för ALM har förändrats avsevärt. I början av tidigt 1970-tal genomfördes ALM som en enkel modell för att analysera inflöden och utflöden och obalanser mellan dem. Senare utvecklades riskmätning och hantering av begrepp som utvecklats av finansiell ekonomisk teori genomfördes i ALM-modeller.

Den traditionella metoden för ALM, som skulle kunna kallas den aktuariella ALM var deterministisk i sitt val av marknadens variabler. Medan fokus i tidigare ALM modeller var på säkring av ränterisk så har ytterligare marknadsriskfaktorer efter hand integreras i modellerna inklusive nya säkrings- och derivatprodukter. ALM flyttade från statiska, deterministisk till dynamisk, stokastisk analys. Scenarioanalys infördes. I dag används sofistikerade ALM modeller med ekonomiska kaskadmodeller för att simulera marknadsvariabler.

På senare tid har utvecklingen gått mot mer verkligt värdeprinciper som har utmanat de traditionellt tillämpade verktygen för riskhantering.

Samtidigt ändrades fokus för ALM studier. ALM modeller användes för att härleda den strategiska tillgångsfördelning ur en konsekvent ram skapad utifrån åtagandet, ibland på ett mycket detaljerat sätt. Alltmer har ALM används som en strategisk ledningsverktyg för pensionsfonder och försäkringsbolag.

3.10 Styrning och förvaltning av pensionsfonder

Kapital är rörligt mellan nationsgränser och pensions- och pensionsreservfonder samt statliga investeringsfonder investerar i dag på global basis. Ett ökat fokus på governance, dvs. styrning, ledning och processer har resulterat i ett antal riktlinjer för privat och statligt pensionskapital samt statliga investeringsfonder som har blivit allmänt vedertagna.

Flera av riktlinjerna riktar sig till privata pensionsfonder men gäller även i stort för kapitalförvaltning i offentlig regi. Det som främst skiljer offentliga pensionsreservfonder från privata pensionsfonder är att de slutliga mottagarna av pensionerna (den all-

männa befolkningen) varken har juridisk eller verkligt ägande av tillgångarna i reservfonden. Snarare kan ägaren sägas vara staten eller den institution som administrerar pensionssystemet. Offentliga pensionsreservfonder utsätts för ett större politiskt inflytande än privata pensionsfonder vilket medför större krav på tydlighet i organisation och styrning. Nedanstående principer kan därför betraktas som minimikrav för förvaltningen av pensionsreservfonder.

3.10.1 OECD's riktlinjer

OECD har riktlinjer för flera områden, däribland finanssektorn och pensionsförvaltning. Riktlinjerna verifieras av att de godkänns av samtliga medlemsländer, däribland Sverige.

3.10.1.1 OECD Guidelines for Pension Fund Governance

I OECD's riktlinjer för styrning av pensionsfonder anges ett antal punkter att beakta för privata pensionsfonder i ett led att skapa en effektiv styrnings- och organisationsstruktur. OECD betonar dock i andra rapporter⁹ att statliga och nationella pensionsfonder i regel kan behöva ytterligare åtgärder för att uppnå balans mellan politiskt oberoende och ansvarsskyldighet:

- | | |
|---|--|
| 5. Identifiering och fördelning av ansvar | 11. Aktuarie |
| 6. Styrorgan | 12. Ansvar och förvaring av tillgångar |
| 7. Ansvarsskyldighet | 13. Riskbaserad intern kontroll |
| 8. Lämplighet | 14. Rapportering |
| 9. Delegering och expertis | 15. Öppenhet |
| 10. Revisorer | |

⁹ Se exempelvis Yermo 2008.

3.10.1.2 OECD Recommendation on Core Principles of Occupational Pension Regulation / OECD Guidelines on Pension Fund Asset Management

OECD har i många år identifierat tjänstepensionsområdet som en viktig del av länders totala sociala trygghetssystem. OECD Recommendation on Core Principles of Occupational Pension Regulation och OECD Guidelines on Pension Fund Asset Management avser att fungera som en övergripande vägledning för hur olika tjänstepensionssystem bör utformas. Dokumenten avser i första hand pensionsfonder och försäkringsbolag för privata fonderade system, men det är värt att notera att dessa principer betonar vikten av en adekvat styrmodell och tydliga mandat. Vidare betonas att styrningen och inriktningen på kapitalförvaltningen enbart ska grundas på mål utifrån kraven för den utgående pensionsförmånen:

The regulation of pension fund asset management should be based on the basic retirement income objective of a pension fund and assure that the investment management function is undertaken in accordance with the prudential principles of security, profitability, and liquidity using risk management concepts such as diversification and asset-liability matching.

The investment policy should establish clear investment objectives for the pension fund that are consistent with the retirement income objective of the pension fund and, therefore, with the characteristics of the liabilities of the pension fund and with the acceptable degree of risk for the pension fund, the plan sponsor and the plan members and beneficiaries. The approach for achieving those objectives should satisfy the prudent person standard taking into account the need for proper diversification and risk management, the maturity of the obligations and the liquidity needs of the pension fund, and any specific legal limitations on portfolio allocation.

Andra områden som principerna behandlar avser värderingsprinciper, fonderingsnivåer, kapitalkrav och pensionsplaners utformning.

OECD konstatera även att investeringsregler som sätter maxgränser för olika tillgångsklasser bör undvikas:

The legal provisions may include maximum levels of investment by category (ceilings) to the extent that they are consistent with and promote the prudential principles of security, profitability, and liquidity pursuant to which assets should be invested. Legal provisions could also similarly include a list of admitted or recommended assets. Within this framework, certain categories of investments may be strictly limited. The legal provisions should not prescribe a minimum level of in-

vestment (floors) for any given category of investment, except on an exceptional and temporary basis and for compelling prudential reasons.

Portfolio limits that inhibit adequate diversification or impede the use of asset-liability matching or other widely-accepted risk management techniques and methodologies should be avoided. The matching of the characteristics of assets and liabilities (like maturity, duration, currencies, etc) is highly beneficial and should not be impeded.

OECD fastslår även behovet av en *Governing Body* med ansvar för policys, mål och uppföljning.

3.10.2 Santiagoprinciperna

Tillväxten av antalet och storleken av statliga investeringsfonder, *Sovereign Wealth Funds* (SWF) har mötts av en del misstro från andra aktörer på marknader och från länder de investerar i. En del av misstänksamheten härrör från förväxlingen med statliga investeringar generellt, State Owned Enterprise, (SOE) (Murray, 2011). Medan enskilda stater kan ha politiska investeringsmotiv är principen att de statliga investeringsfonderna ska investera på enbart ekonomisk och finansiella grunder. Något som ytterligare bidrar till misstänksamheten mot SWF's är svårigheten att kategorisera dessa i homogena grupper då de skiljer sig sinsemellan i flera avseenden, dels med avseende på hur de finansieras, dels med avseende på mål och mandat.

I ett led att motverka misstänksamhet och missförstånd kring dessa SWF's etablerades en internationell arbetsgrupp, vid ett möte mellan fonderna 2008 i Washington *The International Working Group of the Sovereign Wealth Funds* (IWG). Man kom överens om att inleda en process under samordning av Internationella valuta-fonden (IMF). IWG anser att Statliga Investeringsfonder (SWF) har en positiv och betydelsefull roll för de internationella kapitalmarknaderna. Därför är det viktigt att säkerställa och kommunicera deras funktionssätt till mottagarländer och internationella finansiella marknader.

Den 11 oktober 2008 presenterade IWG sina 24 frivilliga principer (Generally Accepted Principles and Practices (GAPP), som syftar till framförallt tydliga principer för öppenhet, styrning, politisk påverkan och finansiell rapportering. Principerna underbyggs av följande vägledande mål för SWF:

- Att bidra till att upprätthålla ett stabilt globalt finansiellt system och fritt flöde av kapital och investeringar,
- Att uppfylla alla tillämpliga regler och krav på offentlighet i de länder där de investerar;
- Att investera på grund av ekonomiska och finansiella risk och avkastning i samband överväganden, och
- Att ha på plats en öppen och sund förvaltning struktur som ger tillräckliga operativa kontroll, riskhantering och ansvar.

3.10.3 Myners principer

År 2000 fick dåvarande ordföranden i Gartmore Investment Management, Paul Myners i uppdrag att undersöka hur styrning och beslutsprocesser inom den institutionella pensionsförvaltningssektorn i Storbritannien fungerade. Paul Myners publicerade sin rapport den 6 mars 2001. I sin sammanfattning konstaterar Paul Myners:

Vi har ofta helt orealistiska krav på styrelsemedlemmar i pensionsfonder. Våra juridiska strukturer sätter dem i centrum. De ombeds att ta avgörande strategiska investeringsbeslut - men många saknar antingen resurser eller kompetens. De är ofta beroende av in-house personal och har dålig ekonomisk ersättning;

Som ett resultat placerar vi en tung börda på de rådgivare som ger råd om förvaltningen. Denna grupp av leverantörer, främst försäkringstekniska företag, dominerar denna lilla marknad. Resultatet, är en snävt grupp av expertis med litet utrymme för specialisering. Dessa rådgivningsföretags prestation bedöms eller mäts sällan.

En särskild konsekvens av den nuvarande strukturen är att tillgångsfördelning är ett viktigt område som har dåligt med resurser. Detta är särskilt olyckligt med tanke på vikten av akademiska belägg för att dessa beslut är kritiskt för det slutliga resultatet.

Utredningen slås av oklarhet om mål och uppdrag på ett antal nivåer. Fondförvaltare har mål som sammanvägt verkar ha lite sammanhängande samband med det slutliga målet för pensionsfonden, nämligen att uppfylla sina pensionsåtaganden. Många mål sätts som ger förvaltare onödiga och konstgjorda incitament. Så kallade "peer-grupp" riktmärken, som direkt uppmuntrar att kopiera andra fonder är ett fortsatt stor gemensamt problem. Riskkontrollen för aktiva förvaltare är i allt högre grad inriktade på metoder som inte ger dem något annat val än att hålla fast nära börsindex, vilket gör meningsfulla aktiv förvaltning nästan omöjligt

Det finns vanligtvis extremt vaga angivelser om tidshorisonter för mål, utvärdering och uppföljning. Detta är tydliga – och helt onödiga -

orsaker till kortsiktighet i kapitalförvaltningens ansatser och implementering av investeringsbeslut.

Paul Myners rapport ledde till en omfattande debatt i Storbritannien och övriga världen om hur pensionsfonder ska styras och organiseras. Rapporten presenterar ett antal principer – *Myners Principles*:

- Beslut bör fattas endast av personer eller organisationer med rätt kompetens, information och resurser som behövs för att ta dem på ett effektivt sätt.
- Styrelser ska fatta beslut om övergripande investeringsmål för fonden i fråga som är direkt kopplat till fondens uppdrag och åtagande och inte någon annan målsättning, såsom prestationen för andra pensionsfonder.
- Uppmärksamheten åt strategiska allokeringsbeslut bör fullt ut återspeglas i bidraget kan få för slutresultatet.
- Styrelserna bör överväga ett komplett utbud av investeringsmöjligheter inom alla större tillgångsslag, inklusive private equity och andra alternativa investeringsklasser.
- Fonden bör vara beredd att betala tillräckligt avgifter för relevant och professionell rådgivning.
- Styrelserna bör ge kapitalförvaltare ett uttryckligt skriftligt mandat, med en överenskommelse dem emellan om frågor som investeringens mål och en tydlig tidshorisont för mätning och utvärdering.
- I samråd med sin kapitalförvaltare, bör man överväga om valda benchmarkindex är lämpliga. När de tror att aktiv förvaltning har potential att uppnå högre avkastning, bör både målen och riskkontroll återspegla detta, så att dessa ger tillräckligt med frihet för förvaltningen att vara verkligt aktiv.
- Kapitalförvaltaren ska mäta prestationen för fonden och effektiviteten i sitt eget beslutsfattande, för att bedöma resultaten av att beslutsfattande delegeras till rådgivare och externa förvaltare.

3.11 Svenska Livförsäkringsbolag

Buffertkapitalets ställning och dess förvaltning kan jämföras med pensionskapital som de ömsesidiga livbolagen förvaltar. Det är inte till alla delar en perfekt parallell, då ömsesidiga livbolag har en helt

annan relation till de individuella spararna än AP-fonderna. De ömsesidiga livbolagen bolag "ägs" av sina sparare och det är pensions-spararna som är förmånstagare. Det finns ingen annan ägare. Styrmodellen för dessa har utvecklats olika på sätt beroende på historik, sammanslagningar och regeländringar.

De strukturer för styrning som skapats ska ses i ljuset av att livbolags verksamhet regleras genom Försäkringsavtalslagen (2005:104) och Försäkringsrörelselagen (2010:2043), som bland annat genomför tjänstepensionsdirektivet och andra EU-rättsakter. Livbolagen står vidare under tillsyn av Finansinspektionen. Regelverket ger dock inte några specifika ramar för hur investeringsverksamheten ska organiseras.

I huvudsak så har flera av de ömsesidiga livbolagen skapat en styrmodell som baseras på ett tvådelat system som skiljer på ansvaret för övergripande princip- och målformuleringar samt den exekutiva styrelsenivån. Roller mellan dessa två nivåer är olika. Även om man kan hävda att relationen mellan den enskilde pensions-spararen och ett livbolag är starkare, då denne har en mer definierad individuell rätt till viss garanterad pensionsutbetalning, pensionskapital eller pensionsförmån, har flertalet större svenska ömsesidiga livbolag valt att skapa och konstruera en styrningsmodell som möjliggör att spararkollektivet, som tillika är slutlig ägare till kapitalet, får ett mer adekvat inflytande och möjlighet att få sina intressen tillgodosedda.

3.11.1.1 Gamla Livförsäkringsaktiebolaget SEB Trygg Liv

Gamla Livförsäkringsaktiebolaget SEB Trygg Liv är ett traditionellt livförsäkringsbolag, som drivs enligt ömsesidiga principer.

Trygg-Stiftelsen

Det är Trygg-Stiftelsen som har till uppgift att bevaka försäkrings-tagarnas intressen. Stiftelsens styrelse nominerar två av fem styrelseledamöter i Gamla Livförsäkringsaktiebolaget SEB och majoriteten av ledamöterna i dess finansdelegation som arbetar med kapitalförvaltningsfrågor. Tryggstiftelsen har rätten att utse majoriteten av ledamöterna och ordföranden i Finansdelegationen.

Finansdelegationen

Finansdelegationen, där försäkringstagarna via Trygg-Stiftelsen alltså är i majoritet, ansvarar för beslut som rör bolagets kapitalförvaltning. Exempel på beslutsområden är placeringsportföljens risknivå, det vill säga fördelningen mellan aktier, räntebärande värdepapper, fastigheter och andra tillgångar, samt upphandling av kapitalförvaltningsavtalet.

3.1.1.2 Skandia Liv

Skandia är en ömsesidigt ägd koncern.

Styrelse

Skandia Livs styrelse ska se till att det finns en tillfredsställande kontroll över bokföringen och kapitalförvaltningen. Styrelsen följer löpande Skandia Livs verksamhet och ekonomiska resultat samt hur förvaltningen och försäljningen utvecklas. Styrelsen består för närvarande av åtta ledamöter. För Skandia Liv gäller en särskild regel i försäkringsrörelselagen för jäv vid styrelsesammanträden. Regeln innebär att när avtal och tvister mellan Skandia Liv och dess moderbolag behandlas i styrelsen, får en styrelseledamot med koppling till moderbolaget inte delta. Vd i Skandia Liv är adjungerad till styrelsens sammanträden.

Placeringsutskottet

Styrelsens placeringsutskott beslutar om investeringar av väsentlig betydelse och förbereder styrelsebeslut i placeringsfrågor. Placeringsutskottet följer dessutom utvecklingen och förvaltningen av Skandia Livs placeringstillgångar och granskar att förvaltningen sker enligt styrelsens placeringsinstruktion. Instruktionen anger hur Skandia Liv ska

- placera tillgångarna
- besluta om placeringar och förvaltning
- mäta, begränsa och kontrollera riskerna inom placeringen
- rapportera resultatet i förvaltningen

3.11.1.2 LF Liv

Länsförsäkringar Liv är ett helägt dotterbolag till Länsförsäkringar AB som i sin tur ägs av 23 kundägda länsförsäkringsbolag och 14 socken- och häradsbolag.

2003 bildades Försäkringstagarföreningen för att ge alla försäkringstagare möjlighet att påverka och få insyn i vad som händer i Länsförsäkringar Liv. Föreningen har 56 medlemmar och en styrelse på fem personer. Föreningsstämma hålls en gång per år. Försäkringstagarföreningen arbetar oberoende från Länsförsäkringar Liv med egen ekonomi.

Föreningens arbete

Föreningens uppgift är att ta tillvara försäkringstagarnas intressen, bland annat genom att påverka via de två ledamöter som föreningen väljer till Länsförsäkringar Livs styrelse. Genom ledamöterna kan föreningen bevaka att Länsförsäkringar Livs verksamhet bedrivs efter bästa standard. Föreningen får också information om nya regelverk och utredningar som påverkar såväl livförsäkringsbranschen som dess försäkringstagare. Fokus för föreningen ligger alltid på att försäkringstagarna ska få bästa möjliga värdeutveckling på sitt sparande.

Utdrag ur stadgarna:

Föreningen har till ändamål att tillvarata försäkringstagarnas (nedan Försäkringstagare), i Länsförsäkringar Liv Försäkringsaktiebolag (nedan Bolaget), långsiktiga intressen, samt att verka för att Bolagets verksamhet bedrivs efter bästa försäkringsstandard till främjande för alla försäkringstagare och ersättningsberättigade.

För att säkerställa uppfyllandet av ändamålet, samt för att tillförsäkra Föreningen insyn och inflytande i Bolagets verksamhet, har Föreningen som sin uppgift att utse två styrelseledamöter till Bolagets styrelse. Föreningens ledamöter i Bolagets styrelse ska väljas för en period på två år. En styrelseledamot per år ska väljas.

Föreningen ska från Bolaget, i angelägenhet av särskild betydelse för Bolaget, få särskild information härom samt på förfrågan från Bolaget kunna avge yttrande till Bolaget i sådan angelägenhet.

För de kostnader för administration mm som uppkommer i samband med uppfyllandet av Föreningens ändamål, ska Föreningen ha rätt till skälig ersättning från Bolaget enligt särskilt avtal.

3.11.1.3 Alecta

Alecta är ett tjänstepensionsföretag som. Alecta är förvaltare av tjänstepension sedan 1917. Alecta förvaltar cirka 490 miljarder kronor för sina, ägare som är 1,9 miljoner privatkunder och 32 000 kundföretag. Alecta är ett ömsesidigt livförsäkringsbolag. Det innebär att man ägs av försäkringstagarna (företagen) och de försäkrade (företagens anställda).

Överstyrelse

Alectas högsta beslutande instans är överstyrelsen. Den har i allt väsentligt samma funktioner som bolagsstämman i ett aktiebolag. Överstyrelsens ledamöter och suppleanter utses av Unionen, Ledarna, Sveriges Ingenjörer och Förhandlings- och samverkansrådet PTK.

Styrelsen

Alecta tillämpar, som ett led i styrningen av bolaget, såväl arbetsordning för styrelsen som instruktion för VD, anpassade till kodens regler samt Finansinspektionens föreskrift (FFFS 2005:1) om styrning och kontroll av finansiella bolag. Arbetsordningen föreskriver bland annat:

- Antal styrelsesammanträden och när dessa ska hållas.
- Frågor som normalt ska ingå i styrelsens dagordning.
- Att styrelseledamöterna ska erhålla dagordning och skriftligt underlag för de frågor som ska behandlas på styrelsesammanträden normalt en vecka före styrelsesammanträdet.
- Att revisorerna ska inbjudas att vid minst ett styrelsesammanträde rapportera om revisionsarbetet utan närvaro av VD eller annan person från bolagsledningen, utöver styrelsens sekreterare.

Alectas styrelse utvärderar fortlöpande VDs arbete. En gång per år görs en formell utvärdering. Likaså utvärderas i normalfallet årligen det egna arbetet inom styrelsen genom en systematisk och strukturerad process. Resultatet av gjord styrelseutvärdering redovisas för överstyrelsens beredningsnämnd. Vid sidan av arbetet i styrelsen bedrivs arbete i tre utskott (styrelsepresidiet – som även fungerar som ersättningsutskott – finansutskottet och revisionsut-

skottet). Uppdrag och övriga bestämmelser för dessa utskott finns reglerade i styrelsens arbetsordning. Utskotten protokollför sina möten och protokollen delges styrelsen.

Finansutskottet

Finansutskottets huvudsakliga uppgift är att fastställa närmare riktlinjer för och följa upp den löpande placeringsverksamheten, att bereda de ärenden inom finansförvaltningen som ska behandlas av styrelsen samt att besluta i de placeringsärenden som inte rymms inom de ramar som styrelsen angivit för VD:s befogenhet.

4 Bakgrund och erfarenheter

Sedan fondernas etablering har de utvärderats av regering och riksdag samt externa aktörer. Utvärderingarna har varit frekventa och omfattande. Syftet med detta kapitel är att kort sammanfatta ett urval av de senaste årens utvärderingar och rapporter för att ge en bakgrund till vissa av de frågeställningar som behandlas i detta betänkande.

4.1.1 Regeringens skrivelser

Regeringen ska enligt lag årligen överlämna en sammanställning av AP-fondernas årsredovisningar och en utvärdering av fondernas förvaltning till riksdagen.

I regeringens skrivelse 2005/06:210 Redovisning av AP-fondernas verksamhet 2001–2005 presenterar regeringen en policy för styrning och utvärdering av fonderna. Policyn behandlar AP-fondernas uppdrag, styrelsernas roll, tillsättning av styrelser och regeringens utvärdering. Regeringen betonar vikten av att fonderna har en tydlig ansvarsfördelning mellan styrelsen och den operativa ledningen och det anges att utvärderingen ska bli mer inriktad på det långsiktiga resultatet. Regeringen uttalar bland annat att man ska bevaka fondernas förvaltningskostnader.

I skrivelsen 2006/07:130 Redovisning av AP-fondernas verksamhet 2002–2006 framgår att regeringen utvärderar fondernas operativa förvaltning i femårsperioder men att längre perioder ska användas för styrelsernas strategiska placeringsbeslut, som också ska få större plats i utvärderingen. Fondernas strategiska beslut utvärderas från start, vilket bedömts vara den 1 juni 2001 för Första–Fjärde AP-fonderna och 1997 respektive 2003 för Sjätte AP-fonden. Utöver utvärderingen av strategiska beslut och operativ förvaltning analyserar regeringen buffertfondernas bidrag i inkomstpensions-systemet baserat på en jämförelse av buffertfondernas avkastning

med uppräkningsfrågorna i inkomstpensionssystemet (inkomstindex). Därtill ingår övriga förvaltningsfrågor inriktat mot frågor som påverkar förtroendet för AP-fonderna, under senare år med fokus på fondernas riktlinjer för miljö och etik och ersättningsfrågor.

I utvärderingen av AP-fondernas verksamhet t.o.m. 2007 (skr. 2007/08:130) tar regeringen upp att kostnaderna för att administrera ålderspensionen har ökat markant sedan systemet gjordes om och att regeringskansliet därför ska inleda ett arbete för att precisera behovet av effektivisering och rationalisering av AP-fonderna inklusive översyn av placeringsreglerna. Översynen är tänkt att ligga till grund för diskussion i Pensionsgruppen som ska överväga om det, bland annat mot bakgrund av de ökade kostnaderna, finns skäl att se över nuvarande regler för AP-fonderna. Under detta år analyserade regeringen särskilt Sjätte AP-fondens innehav i onoterade bolag och den långsiktiga avkastningen bedömdes sammantaget vara tillfredsställande.

2008 var ett svårt år för aktieinvestorer och regeringen konstaterar i skrivelsen 2009 (skr. 2008/09:130) att buffertfonderna, genom förlusterna 2008, inte längre har bidragit till pensionsystemets finansiering utan tvärtom medverkat till underskottet detta år och behovet att aktivera den automatiska balanseringen. Samtidigt konstaterar regeringen att utan buffertfondernas medverkan hade den automatiska balanseringen redan inträffat vid flera tidigare tillfällen. I utvärderingen t.o.m. 2008 kritiserar regeringen framför allt den operativa förvaltningen i Första till Fjärde AP-fonderna. Resultatet bedöms vara otillfredsställande, vilket regeringen menar motiverar en genomgripande översyn från fondernas sida. En nyhet i utvärderingen detta år är utvärderingen av Första–Fjärde och Sjunde AP-fondernas riktlinjer för miljö och etik, med utgångspunkt i Etik- och miljöutredningen (SOU 2008:107). Regeringen menar att fonderna genomfört riktlinjerna på ett bra sätt. I detta års utvärdering inför regeringen särskilda riktlinjer för AP-fondernas styrelser i frågor som rör anställningsvillkor med hänvisning till att ersättningsvillkor har viktiga förtroendedimensioner.

Regeringen är i utvärderingen av AP-fondernas verksamhet t.o.m. 2009 (skr. 2009/10:130) positiv till förändringar i fondernas nya förvaltningsmodeller som bland annat innebär en förskjutning från aktiv förvaltning till strategiska beslut. Regeringen bedömde att fonderna bör utveckla sin värdegrund för arbetet med miljö och etik, och att Första–Fjärde AP-fonderna så snart som möjligt bör

redovisa resultatet av det samarbete fonderna har inlett för att sänka de administrativa kostnaderna. I utvärderingen framgår att AP-fonderna i stort har följt regeringens riktlinjer för anställningsvillkor för ledande befattningshavare för ersättningar till den egna personalen, men att de inte har följt riktlinjerna när de som ägare i börsbolag medverkat till ersättningsvillkor för bolagens personal.

I utvärderingen av AP-fondernas verksamhet t.o.m. 2010 (skr. 2010/11:130) återkommer regeringen till att skillnaderna mellan förvaltningsmodellerna för Första–Fjärde AP-fonderna ökar. Regeringen är positiv till förändringarna men vill ha en tydlig genomlysning och redovisning av resultaten. Regeringen meddelar att man i samråd med Pensionsgruppen avser att se över fondernas regelverk och kostnadsstruktur. Sjätte AP-fonden ska inkluderas i översynen. Regeringen kritiserar vidare AP-fonderna för att det saknas underlag för att granska styrelsernas övergripande bedömning av om ersättningarna till de anställda överensstämmer med regeringens riktlinjer samt konstaterar att fonderna i rollen som ägare av börsbolag medverkat till ersättningar som inte är fullt förenliga med regeringens riktlinjer.

4.1.2 Riksdagen

Regeringen överlämnar skrivelsen till riksdagen. Finansutskottet behandlar skrivelsen, tillsammans med följdmotioner och motioner från den allmänna motionstiden, och lämnar förslag till riksdagsbeslut.

Betänkandet 2003/04:FiU6 behandlar alltså regeringens skrivelse 2002/03:130 om AP-fondernas verksamhet 2002. Här konstaterar utskottet att fondernas kapital har minskat under året. I betänkandet 2003/04 motionerar C och FP om att regeringen inte ska lägga sig i detaljer i fondernas verksamhet och C menar att styrningen kan ha lett till det dåliga resultatet. Fonderna ska få tydliga mål som är lätta att utvärdera och sedan välja risknivå själva utifrån målet. Regeringen ska bara påverka genom att utse kompetenta styrelseledamöter. Vänsterpartiet motionerade om att fondkapitalet ska användas mer för att öka sysselsättningen men utskottet menade att fonderna bara ska ge största möjliga nytta för pensionsystemet. Den här motionen återkommer sedan varje år fram till 2009/10. Moderaterna motionerar om att AP-fondernas personal inte ska få bonus när fonderna förlorar pengar, utskottet håller med

men nöjer sig med att regeringen har ändrat reglerna om bonus 2003. Folkpartiet vill att Sjätte AP-fonden inordnas i buffertsystemet i högre genom att samma regler ska gälla för dem som för Första–Fjärde AP-fonderna. De anser att staten inte ska kunna driva näringspolitik på det sätt som Sjätte AP-fondens nuvarande riktlinjer ger möjlighet till.

När pensionssystemet bildades tog staten på sig kostnader för bl.a. förtids- och efterlevandepension vilket motiverade en överföring på cirka 250 miljarder kronor från AP-fonderna till statsbudgeten. I förarbetena (Överföringspromemorian Ds 1998:7) uppskattades den totala kostnaden för kompensationen till 300–350 miljarder vilket skulle innebära ytterligare överföringar. Beslut om behovet av ytterligare överföringar bestämdes till 1 januari 2005 (bet 1999/00: FiU19). Utskottet föreslår att regeringen våren 2005 lämnar en tidsplan för hur det ska gå till. AP-fondernas förvaltningskostnader ökar och utskottet anser att det är viktigt att bevaka dem för att upprätthålla allmänhetens förtroende. Vänsterpartiet motionerar om att inga pengar ska föras över från fonderna, blir det överskott ska pensionerna höjas i stället. Motionen återkommer sedan varje år fram till 2009/2010. Utskottet avslår och vill vänta på regeringens beredning. Vänsterpartiets motion om satsning på att skapa sysselsättning återkommer och MP motionerar om att fonderna ska satsa på växande företag utanför storstäderna. Miljöpartiets motion återkommer också senare år. Utskottet avslår och menar att fonderna inte ska ta politiska hänsyn. Miljöpartiet motionerar om att fonderna ska hänsyn till etik och miljö i sina placeringar. Här håller utskottet med och räknar med att regeringen utarbetar riktlinjer för fonderna och kontrollerar hur de följer dem. Folkpartiet upprepar sin motion om att Sjätte AP-fonden ska bli som Första till Fjärde AP-fonderna, utskottet vill dock avvakta.

Betänkandet 2005/06 behandlar konsultbyrån KPMG:s förslag för att minska fondernas kostnader (samarbete mellan fonderna, lägga ut fler uppgifter). Enligt KPMG kan man också spara genom att

- slå ihop fondernas administration
- sätta en budgetgräns för deras kostnader
- minska antalet fonder.

Finansutskottet menar att regeringen ska diskutera besparingar med fonderna men det är inte aktuellt att ändra lagstiftningen och

slå ihop fonderna. Utskottet vill också att kostnaderna ska minska men tycker att fempartigruppen ska bestämma om hur det ska gå till. Vänsterpartiet motionerar om överföringen av pengar till statsbudgeten men utskottet ställer sig bakom fempartigruppens bedömningar och avstyrker. Folkpartiet motionerar om att regeringen ska utvärdera fondernas avkastning i relation till pensionsåtagandena, inte i relation till marknadernas utveckling. Dessutom vill partiet avveckla Sjätte AP-fonden, men utskottet avvaktar regeringens beredning (läs mer om det här längre fram under rubriken Sjätte AP-fonden i det reformerade pensionssystemet). Vänsterpartiet och Miljöpartiet vill satsa fondernas pengar på att skapa arbete i regionerna.

I betänkandet 2006/07 noterar utskottet att fondernas avkastning hittills är helt beroende av de långsiktiga placeringsbesluten medan den aktiva förvaltningen gett liten eller ingen avkastning. Den aktiva förvaltningen kostar däremot mycket och det är därför osäkert om den ger någon nettoavkastning. Utskottet noterar också att regeringen förbereder en utredning om fondernas riktlinjer för miljö och etik. Vänsterpartiet lämnar sin motion om att pengarna ska stanna kvar i fonderna i stället för att föras över till statsbudgeten och Miljöpartiet motionerar om att fonderna ska satsa på att skapa arbete runt om i landet. Vänsterpartiet vill att frågan om överföring av pengar från fonderna ska behandlas i riksdagen och inte avgöras av partierna i fempartigruppen.

I betänkandet konstaterar utskottet att Fjärde AP-fonden går betydligt sämre än de andra – det beror på dåligt resultat av både en omläggning av de långsiktiga placeringarna och den interna aktiva förvaltningen. Utskottet vill att regeringen ökar trycket på fonden och i nästa skrivelse rapporterar om hur fondens arbete har förbättrats, en ny ledning för fonden tillträdde 2007. Socialdemokraterna motionerar om att regeringen ska arbeta för att sänka fondernas kostnader och fortsätta förra (socialdemokratiska) regeringens arbete med att utveckla metoder för att utvärdera fondernas förvaltning. Utskottet menar att regeringen redan arbetar med det här. Socialdemokraterna motionerar också om att fonderna ska rösta mot kravlösa bonusavtal på stämmorna i de bolag man äger, utskottet tycker att nuvarande riktlinjer räcker. Centerpartiet motionerar om att fonderna ska få satsa mer på onoterade bolag i Sverige för att det skulle ge fler arbetstillfällen och öka tillväxten. Utskottet menar att fondernas buffertfunktion gör att de måste vara likvida och därför inte kan ta dessa risker. Över-

vägandena bakom fempartiuppgörelsen om de nuvarande reglerna gäller fortfarande och reglerna ska därför inte ändras. Vänsterpartiet motionerar om att fonderna inte ska få placera kapital i vapenindustrin. Utskottet tycker att de nuvarande riktlinjerna är bra och välkomnar fondernas nybildade etikråd som ska utvärdera placeringar. Vänsterpartiet skrev detta år också ett särskilt yttrande om att riva upp de fem partiernas pensionsreform och införa ett nytt system. Partiet vill inte att pensionärernas försörjning ska hänga på om fondförvaltarna lyckas bra eller inte. Fonderna ska i stället satsa på företag som är viktiga för samhällsekonomin och i dessa ta stor del i styrningen, det skulle kunna ge högre sysselsättning och regional utveckling.

Utskottet tar i betänkandet 2008/09 åter upp att Fjärde AP-fonden har sämre resultat än de andra. Man noterar att fonden har fått en ny ledning och kommer att följa fondens resultat extra noga framöver. Vänsterpartiet och Miljöpartiet upprepar sina motioner om att pengar inte ska föras från fonderna till statsbudgeten, att fonderna inte ska få satsa i vapenindustrin och att fonderna ska fungera som regionala utvecklingsfonder. Partierna föreslår att regeringen startar en regional fond på prov och sedan utreder hur man kan skapa fler.

Utskottet är i betänkandet 2009/10 mycket missnöjt med resultatet av fondernas operativa förvaltning och uppmanar regeringen att noga följa fondernas arbete för bättre placeringar och lägre kostnader. Dessutom ska regeringen försöka ta fram metoder för att årligen kunna utvärdera hur fonderna efterlever riktlinjerna för etik och miljö. Utskottet noterar att regeringen gett fonderna nya riktlinjer för anställningsvillkoren med syftet att minska bonusar och andra rörliga ersättningar. De här riktlinjerna ska fonderna också försöka införa i de bolag man äger. Socialdemokraterna motionerade om att fonderna måste sänka sina kostnader, genom exempelvis samordning av administration och att en av fonderna helt övergår till passiv förvaltning. Utskottet menar att motionens förslag redan är genomförda. Vänsterpartiets och Miljöpartiets motioner återkom om överföringar av pengar från fonderna, om fondpengar i vapenindustrin och fossila bränslen, samt om regionala utvecklingsfonder. Utskottet vill avvakta regeringens beredning i de två första frågorna och meddelar i den tredje att fonderna inte ska ta politiska hänsyn utan i stället maximera intäkterna. Man ansluter sig till Etik- och miljöutredningens ståndpunkt att det är ett etiskt mål i

sig att skapa underlag för höga pensioner genom hög avkastning på kapitalet.

I betänkandet 2010/11 konstaterar utskottet att fondernas förvaltningskostnader fortsätter att stiga och uppmanar regeringen att följa upp vad fonderna gör för att minska sina kostnader. Utskottet följer regeringens arbete med hålla nere ersättningarna till fondernas ledningar och i de bolag som fonderna äger delar av. Enligt regeringen följer fonderna riktlinjerna bättre för både egen del och i bolagen man äger, men kritiserar att de inte beskriver riktlinjerna och redovisar ersättningarna i sina årsredovisningar. Motionen från V och MP om nya riktlinjer för miljö och etik i fondernas investeringar återkom. Dessutom motionerade Moderaterna om att det måste bli tydligare hur långt regeringen får gå med att införa riktlinjer som inskränker fondernas självständighet. Som exempel tar motionärerna de nya riktlinjerna för etik- och miljöhänsyn. Konstitutionsutskottet har granskat frågan om regeringens riktlinjer för fondernas ersättningar och fann att fonderna inte ska ta politiska hänsyn men att de ändå ska ta hänsyn till etik och miljö utan att det minskar avkastningen. Regeringens riktlinjer har därför varit bra. Finansutskottet har samma uppfattning som Konstitutionsutskottet och avstyrker därför motionen.

Utskottet välkomnar i betänkandet 2011/12 en utredning om fondernas placeringsregler, kostnader och effektivitet, samt om Sjätte AP-fonden. Utskottet noterar att fondernas avkastning blir alltmer lika medan deras förvaltningsmodeller blir med olika. De satsar på ungefär samma företag men har olika angreppssätt. Utskottet uppmärksammar regeringens bekymmer med att det inte går att bedöma om fonderna följer riktlinjerna för ersättningar till de anställda och noterar att fonderna har röstat i strid med riktlinjerna för ersättningar på bolagens stämmor. Under 2010 bildade fonderna ett forum för samverkan som skulle sänka deras kostnader men det har hittills inte fått något större resultat. Även detta år motionerar V och MP om att fonderna inte ska satsa på vapen och fossila bränslen. Man vill också att en utredning ska undersöka hur en av fonderna kan göras om till grön investeringsfond med huvuduppgift att ställa om energisystemet. Utskottet avstyrker utifrån att nuvarande riktlinjer är bra och att man vill avvakta regeringens beredning. Vänsterpartiet motionerar om ett förbud för fonderna att betala rörliga ersättningar till anställda. Utskottet vill inte ändra riktlinjerna.

4.1.3 Tidigare utredningar

KPMG

Konsultföretaget KPMG anlätades av Finansdepartementet år 2005 för att utvärdera av AP-fondernas kostnader. Uppdragets omfattning var att utvärdera AP-fondernas kostnader och relatera dessa till andra jämförbara aktörer. Utvärderingen och dess förslag berörs närmare i kapitlet om kostnadsanalys (kap 12).

McKinsey & Company

Konsultföretaget McKinsey har åren 2009, 2010 och 2011 utvärderat AP-fondernas verksamhet på Finansdepartementets uppdrag. McKinsey går igenom fondernas verksamhet och resultat sedan starten. För varje år riktas även granskningen in på ett speciellt område och frågeställningar som anses viktiga för fondernas utveckling tas upp.

Utvärderingen år 2009 undersöker den långsiktiga allokeringen för Första–Fjärde AP-fonderna och deras ALM-process. De långsiktiga placeringarna står bakom fondernas hela avkastning för 2001–2008. Utvärderarna nämner viktiga förutsättningar för framgångsrik kapitalförvaltning: tydligt uppdrag, välanpassade placeringsregler, kompetent ledning, välorganiserat arbete och stor kunskap om marknaderna.

I förhållande till dessa förutsättningar är fondernas uppdrag otydligt och de tolkar därför kravet på låg risk olika. Placeringsreglerna begränsar fondernas verksamhet, de kunde vara inriktade på risknivå i stället för tillgångsslag och ägarandelar. Fonderna kunde satsa mer på långa och medellånga placeringar och bygga upp bättre kunskaper genom samarbeten mellan fonderna och med externa konsulter.

Utvärderingen 2010 visar att fonderna satsar mer på medellånga investeringar för att kunna utnyttja svängningar på marknaderna och styrelserna delegerar fler beslut till förvaltningen för att förflyttningarna ska bli snabbare. Samtidigt har fonderna slutat rapportera resultatet av olika typer av placeringar separat och rapporterar bara det sammanlagda resultatet. Utvärderarna påpekar att fonderna behöver bygga upp kompetens för att klara kraven från sina mer dynamiska förvaltningsmodeller.

Utvärderingen var år 2010 inriktad på den styrning som Första–Fjärde AP-fonderna utövar i de bolag där man är delägare, genom att delta i utnämningar av styrelseledamöter, rösta i bolagsstyrningsfrågor och försöka påverka direkt genom dialog. Bedömningen är att fondernas ägarstyrning fungerar bra. Samtidigt har fondernas placeringsregler lett till att de äger små andelar av många bolag vilket minskar deras möjligheter till styrning. Fonderna samarbetar för att kunna rösta och utöva inflytande i fler utländska bolag.

För Sjätte AP-fonden antyder utvärderingen att den skulle vinna på en mindre bred investeringsinriktning. Exempelvis kan den sluta investera i expansionsbolag, det har inte gett avkastning hittills.

År 2011 var utvärderingen inriktad på hur Första–Fjärde AP-fondernas nya förvaltningsmodeller fungerade. Modellerna har blivit mer lika de som utländska pensionsfonder använder: de låter VD och förvaltningen bestämma om snabba förflyttningar, de analyserar sin exponering mot riskklasser i stället för tillgångsslag, och de satsar mer på alternativa tillgångar. Men det finns också skillnader: de utländska fonderna har ett avkastningsmål för VD och förvaltningen för att följa upp resultatet, de bygger upp större intern kompetens och satsar hårdare på alternativa tillgångar, de ökar sina kostnader, och de har inga placeringsregler för tillgångsslag.

Utvärderingen år 2011 intresserade sig också för Sjätte AP-fondens strategi och mål. Man ifrågasätter om fondens uppdrag att tillhandahålla kapital för svenska företag, små och medelstora, fortfarande är relevant eftersom det finns gott om annat kapital i Sverige. Utvärderingen antyder att fonden kunde ha en mer fokuserad investeringsstrategi med färre typer av investeringar, och koppla sitt avkastningsmål tydligare till strategin.

Etiken, miljön och pensionerna (SOU 2008:107)

Kommittén om AP-fondernas etik- och miljöansvar utvärderade hur fonderna hade tagit hänsyn till miljö och etik i sin placeringsverksamhet, och fann att de hade skött det på ett bra sätt. Men fonderna kan bli bättre på att beskriva sprida kännedom om sin värdegrund, det skulle öka förtroendet för dem. Kommittén föreslår att fonderna satsar mer på att följa upp sin ägarstyrning, och vill att nomineringen av kandidater till styrelserna bara ska grundas

på kandidaternas kompetens. Fonderna ska också satsa på att öka sin egen kompetens att analysera och följa upp målen om miljö och etik.

Fonderna ska integrera etik och miljöhänsyn i sin normala analysverksamhet och dessa riktlinjer bör föras in i lagen om AP-fonderna. Kommittén anser att ägandet är grunden för inflytande i företagen och därför ska regler som minskar fondernas inflytande tas bort, exempelvis begränsningen i Sjunde AP-fondens rösträtt för aktieinnehavet.

Den konflikt som finns mellan höga vinster för företagen och deras hänsyn till miljö och etik undviker kommittén genom att definiera fondernas mål att bidra med pengar till pensionssystemet som etiskt i sig. Fonderna kan därmed ha hög avkastning som det primära målet och använda kommunikationen om sin värdegrund om etik och miljö som ett sätt att skapa förtroende.

Sjätte AP-fonden i det reformerade pensionssystemet (Ds 2004:25)

Promemorian föreslår att Sjätte AP-fondens mål att bidra till pensionssystemet överordnas målet att placera pengar i onoterade svenska bolag eftersom behovet av riskkapital inte längre är lika stort som när fonden skapades. Dessutom ska fonden få placera i utländska bolag. Och för att fonden fullt ut ska kunna bidra till pensionssystemet föreslår promemorian en mekanism för betalningar mellan Sjätte AP-fonden och Första–Fjärde AP-fonderna. Det är upp till Sjätte AP-fondens styrelse att avgöra när fonden ska betala till pensionssystemet.

Dessutom bör reglerna för Sjätte AP-fonden så mycket som möjligt anpassas till reglerna för Första–Fjärde AP-fonderna.

Rapport från Expertgruppen för studier i offentlig ekonomi 2009:4 – Fyra dyra fonder?

Rapporten innehåller förslag utifrån syftet att förvaltningen av buffertkapitalet ska ge så stor avkastning som möjligt och tar inte hänsyn till andra samhällsekonomiska konsekvenser.

Första–Fjärde AP-fonderna och Sjätte AP-fonden bör slås ihop till en fond för att ge lägre kostnader och högre avkastning. Den sammanslagna fonden ska bygga upp expertkompetens inom för-

valtning och styrelseledamöterna ska utses endast utifrån vilken kompetens de har. Styrelsen ska krympas till sju ledamöter och dessa ska få högre arvoden än nu, men deras arbete ska också utvärderas individuellt. Ett buffertfondfullmäktige under riksdagen ska skydda fonden från kortsiktiga politiska beslut. Placeringsreglerna ska bli friare, styrelsen ska få besluta om var fonden ska placera, men dessa begränsningar ska ändå gälla:

- högst tio procent av fondkapitalet hos en emittent
- inga direktägda svenska aktier med rösträtt (förutom i riskkapitalbolag)
- högst 30 procent av rösterna i onoterade svenska riskkapitalbolag.

Omstruktureringen ska påbörjas så fort som möjligt eftersom fonderna ständigt läcker pengar med nuvarande struktur.

5 Identifiering av problem och utvecklingsbehov

Utredningens bedömning: En effektiv styrning av kapitalförvaltning har avgörande betydelse för avkastningen. Det finns strukturella brister och potentiella problem med nuvarande struktur vilket påverkar fondernas förutsättningar att uppnå en hög avkastning efter kostnader. Utredningens förslag syftar till att förbättra förutsättningarna för att uppnå en bättre avkastning till nytta för pensionssystemet genom att:

- klargöra buffertkapitalets uppdrag och mål och kopplingen till pensionssystemet.
- klargöra ansvarsfördelningen mellan kapitalägare och kapitalförvaltare.
- reformera rutinerna för tillsättning av styrelserna och klargöra styrelseledamotens ansvar och befogenheter.
- se över hur kapitalförvaltningskompetensen i nuvarande styrelser kan höjas
- se över hur placeringsrestriktionerna kan bli mer flexibla
- granska argumenten för en uppdelning av buffertkapitalet mellan flera fonder med identiska förvaltningsuppdrag och undersöka alternativa lösningar
- se över Sjätte AP-fondens roll i pensionssystemet.

5.1 Identifiering av strukturella brister

AP-fondernas regelverk har varit oförändrat under en tioårsperiod eller längre. Första–Fjärde AP-fonderna har verkat under samma regler sedan 2001 och Sjätte AP-fonden sedan 1996 med ett par tillägg.

I föregående kapitel ges en bakgrund till nuvarande regelverk och gjorda erfarenheter som ska ställas i relation till de omvärldsförändringar som skett under de senaste tio åren. Mot den bakgrunden söker detta kapitel att identifiera brister i nuvarande struktur som kan utvecklas för att ge buffertkapitalet bättre förutsättningar att uppfylla sitt uppdrag; att bidra till pensionssystemets bästa.

Kapitlet inleds med att sammanfatta resultatet av två rapporter från två expertgrupper som genomförts för utredningens räkning för att ge ett internationellt perspektiv, erfarenheter och relevant jämförelse. Rapporterna finns i sin helhet i bilaga 4 och 5.

Clara Severinson och Fiona Stewart har på utredningens initiativ genomfört en oberoende översyn med utgångspunkt i OECD's riktlinjer. Gordon Clark och Ashby Monk har definierat egna principer som bygger på forskning och erfarenheter från internationell praxis. Expertgruppernas olika ansatser har givit utredningen en allsidig belysning av potentiella problem och har varit goda referenspunkter i utredningens arbete.

5.2 OECD

I bilaga 4 finns Severinson & Stewarts rapport till utredningen i sin helhet på engelska som även är publicerad som ett OECD Working paper.¹ Deras analys baseras bland annat på ett detaljerat frågeunderlag som besvarats av samtliga AP-fonder. Därtill har kompletterande intervjuer genomförts med ett urval av personer från styrelse och ledning från AP-fonderna.

Severinson & Stewarts ansats har varit att jämföra AP-fondstrukturen med OECD's riktlinjer för styrning och förvaltning av pensionsfonder.² Dessa riktlinjer har utfärdats av kommittén för försäkring och privata pensioner (Insurance and Private Pensions

¹ Review of the Swedish national pension funds, OECD Working paper no 17.

² OECD Guidelines on Pension Fund Governance (2009), OECD Guidelines on Pension Fund Asset Management (2009), OECD Recommendations on Core Principles for Occupational Pension Regulation (2009).

Committee) och har godkänts av regeringarna i de 34 medlemsländerna, däribland Sverige.

Deras uppdrag från utredningen var att genomföra en analys av såväl bredare som ett par mer specifika frågeställningar. Som exempel kan nämnas övergripande strategiska mål för förvaltningen, nuvarande placeringsrestriktioner, effektiviteten i den nuvarande AP-fondstruktur, styrelsens tillsättning och kompetensprofil.

Iakttagelser av nuvarande struktur

Severinson & Stewart konstaterar att buffertkapitalet som helhet är stort jämfört med flera statliga pensions- och pensionsreservfonder i andra länder men att det finns ett antal som är betydligt större i bland annat USA, Japan, Norge, Saudiarabien och Sydkorea.

Sveriges struktur med flera fonder är unik bland globala pensionsreservfonder och väcker frågan om dess effektivitet. Argumenten för att ha fyra oberoende förvaltningar ska ställas mot de stordriftsfördelar som finns inom kapitalförvaltning. OECD har ingen stark uppfattning i antalet fonder men konstaterar att övriga liknande aktörer valt att förvalta kapitalet som en helhet.

Vad gäller driftskostnader så verkar Första till Fjärde AP-fonderna vara i linje med andra pensionsreservfonder och låga jämfört med privata traditionella pensionsfonder i OECD-länderna. Verksamheten för privata pensionsbolag är kundbaserad vilket ökar de administrativa kostnaderna jämfört med statliga pensionsreservfonder som endast har till uppgiften att förvalta kapital.

Risken för politisk inblandning i förvaltningen av statliga medel generellt är överhängande, särskilt i tider av ekonomisk kris. Att ha en multi-fondstruktur för buffertkapitalet kan å ena sidan bidra till ökat oberoende. Å andra sidan kan en sammanhållen buffertfond skyddas av både storlek och att vara en enad front. Det kan därmed upplevas som ett större steg att använda den enda stora fonden än exempelvis en av de små. Risken för politisk inblandning kan därför inte knytas till antalet fonder. En stark styrning och struktur är kraftfulla åtgärder för att minimera politisk risk, men kan dock inte helt eliminera den.

Severinson & Stewart ser problem i att tolkningen av lagens målformulering är upp till var och en av fonderna att översätta till förvaltningsmandat och att fondernas avkastningsmål är olika och inkonsekventa. Bristen på tydliga mål har bland annat inneburit att

fondernas resultat inte har haft något samlat och gemensamt riktmärke att utvärderas emot. De anser att ett tydligare mål för AP-fonderna som verifierats parlamentariskt skulle bidra till att utvärderingen av fondernas resultat skulle bli lättare och mer transparent.

Målet skulle exempelvis kunna uttryckas i termer av andel av pensionsskulden, utbetalningsflöde och ett långsiktigt avkastningsmål. På så sätt kan fonderna utkrävas ansvar från intressenter på en objektiv grund vilket både kan motivera strukturella förändringar och skydda mot otillbörliga politiska påtryckningar.

Rekommendationer

- Inrätta en oberoende enhet som ansvarar för frågor med anknytning till AP-fonderna.
 - Denna oberoende enhet bör vara ansvarig inför parlamentet och skulle exempelvis kunna vara en del av eller en förlängning av Pensionsgruppen. Enhetens roll skulle vara att "äga" frågor med anknytning till AP-fonderna, såsom att fastställa mål och kriterier för hur förvaltningens prestation ska utvärderas samt nominera styrelseledamöter. Enheten skulle också kunna bidra till att främja allmänhetens medvetenhet om AP-fondernas roll i det svenska pensionssystemet.
- Upprätta ett tydligt och mätbart långsiktigt mål för samtliga AP-fonder.
 - Målet bör fastställas för alla AP-fonderna mot vilka de långsiktiga resultaten kan mätas. Detta övergripande och långsiktiga mål bör ha parlamentariskt godkännande. Målet bör ta hänsyn till pensionssystemets finansiella ställning:
 - Förväntade nettoutflöden och tidshorizonten för dessa
 - Demografiska förändringar och dess påverkan på pensionssystemet,
 - Buffertkapitalets storlek i relation till pensionsskulden och förväntad avkastning ska relateras till risken för att balanseringen ska aktiveras.
- Fondernas prestation ska utvärderas mot detta mål

- För närvarande verkar fonderna främst utvärderas mot varandra och till stor del fokusera på dess kostnader. Orsaken kan delvis vara avsaknaden av tydliga beskrivningar av uppdrag, mål och mandat som skulle gälla konsekvent för samtliga AP-fonderna. Fondernas prestation bör i första hand mätas mot ett tydligt mål.
- Implementera aktsamhetsprincipen³ för buffertkapitalets förvaltning
 - Som en allmän princip stöder OECD implementeringen av aktsamhetsprincipen⁴. Att reducera risker i förvaltningen kan uppnås genom målformulering och styrningen av fonden snarare än genom specifika placeringsbegränsningar. Sådana restriktioner kan i själva verket leda till suboptimala portföljer och överexponering i vissa typer av tillgångar. För AP-fondernas del lämnar restriktiva placeringsregler mindre utrymme för att vidta olika investeringsstrategier, och tar därmed bort en del av de potentiella fördelarna med konkurrens och diversifiering från att ha flera olika fonder.
 - Genomförandet av en mindre restriktiv investeringsram bör stödjas genom att varje fond upprättar en skriftlig investeringsstrategi som beskriver hur de avser att uppfylla mål och mandat via sin strategiska tillgångsallokering.
- Klargör uppdrag och mål för Sjätte AP-fonden och anpassa styrningen av fonden efter detta.
 - Fondens uppdrag är att investera sina tillgångar i den svenska riskkapitalmarknaden inom ramen för pensionssystemets bästa. Onoterade tillgångar och andra alternativa investeringar kan vara en viktig tillgångsklass, det är dock oklart i vilken utsträckning och i vilken form sådana investeringar skapar nytta för pensionssystemet.
 - Om Sjätte AP-fonden ska upprätthållas behöver dess uppdrag och roll inom pensionssystemet förtydligas. Med dess kompetens och erfarenhet från investeringar i onoterade tillgångsslag kan en potentiell möjlighet vara att integrera Sjätte

³ Aktsamhetsprincipen innebär att placeringsreglerna inte stipuleras i en lag utan blir ett ansvar för huvudman eller styrelse. Mer om detta i Placeringsregler, kapitel 10.

⁴ Som diskuteras närmare i kapitel 10 riktade Juan Yermo kritik mot nuvarande lagstadgade placeringsregler i OECD rapporten "Governance and Investments of Public Pension Funds (2008)".

AP-fonden bland övriga fonder. Alla investeringar som görs av Sjätte AP-fonden fonden skulle då i likhet med övriga fonder motiveras inom ramen för akksamhetsprincipen.

- Stärka urvalsprocessen för styrelserna
 - Urvalsprocessen av AP-fondernas styrelser verkar för närvarande ske ad hoc-mässigt och är inte transparent. OECD stöder inrättandet av kriterier för lämplighetskrav för styrelsen. Dessa ska vara en avvägning av kompetenser mellan ledamöter som ska tillsättas genom ett öppet och noggrant urvalsförfarande.
 - Det tycks inte finnas något övertygande skäl för att begränsa styrelsens medlemmar till svenska medborgare. Oavsett nationalitet ska kandidater som aspirerar på en styrelseplats utvärderas i en transparent nomineringsprocess där urvalet baseras på fördefinierade kriterier.

5.3 Gordon Clark och Ashby Monk

I bilaga 5 finns rapporten från Gordon Clark och Ashby Monk i sin helhet på engelska. Förutom skriftligt material har Clark & Monk tillsammans med utredningen genomfört cirka 90 intervjuer med personer som har eller har haft anknytning till pensionssystemet och AP-fonderna. Bland dessa återfinns personer som utformat dagens pensionssystem, tjänstemän på Pensionsmyndigheten och regeringskansliet och styrelse och ledningspersonal inom varje AP-fond.

Clark & Monk's huvudsakliga forskningsområde kan beskrivas som styrning och organisation för pensionsfonder och statliga investeringsfonder. Deras konkreta uppgift bestod av att identifiera och bistå utredningen med:

- Principer och riktlinjer för en effektiv styrning av en pensionsreservsfond
- Generella och vanligt förekommande problem som förekommer bland pensionsreservsfonder och en allmänt hållen diskussion kring hur dessa problem kan stävjas
- Kostnader och nytta av en effektiv styrning med hänvisning till tidigare forskning och praktisk erfarenhet.

- En ”gap”-analys där AP-fondstrukturen jämförs med den ”bästa praxis” som de utvecklats genom egen och gemensam forskning.

Slutsatser och rekommendationer

Clark & Monk påpekar att det svenska pensionssystemet är allmänt erkänt i hela världen som mer "ändamålsenligt" än många andra system på grund av de reformer som vidtagits i slutet av 1990-talet och den institutionella ramen, inklusive buffertfonderna, som inrättades under 2000/2001. Samtidigt har den senaste ekonomiska utvecklingen aktualiserat frågor och överväganden som motiverar en större granskning för att säkerställa goda förutsättningar för en framtida förvaltning.

Clark och Monk betonar att en lärdom som kan dras från forskningen är att ingen institution någonsin perfekt. Samtidigt finns det stora potentiella vinster att hämta för de institutioner som ständigt utvecklas för att kunna dra nytta av förändrade omständigheter.

De slutsatser som sammanfattas nedan ska inte betraktas som en komplett analys av identifierade brister i systemet utan pekar på de prioriterade områden där de bedömer att det finns förutsättningar för att genomföra konstruktiva förändringar:

- Det finns en oklarhet när det gäller AP-fondernas uppdrag. Är det att:
 - Säkerställa långsiktiga pensionsåtaganden?
 - Maximera kortsiktig avkastning till minsta möjliga kostnad?
 - Förhindra att balanseringen inträffar som påverkar uppräkning av pensioner och utbetalningar?
- Det finns en oklarhet om vem som är sponsor (huvudman) för AP-fonderna:
 - Att hänvisa huvudmannskapet till ”framtida pensionärer” eller liknande bidrar inte till klargörandet.
 - Intresset från finansdepartementet verkar fokusera mer på kort sikt snarare än på lång sikt.
 - Få aktörer verkar vara kunniga av verksamheten i AP-fonderna.
- Det råder stor oklarhet om fondernas verkliga avkastningsmål.

- Varje fond har gjort en egen bedömning av sin andel av skulden i pensionssystemet och utifrån denna analys fastställt sina egna långsiktiga mål för avkastning och risk.
- Ingen huvudman har tagit på sig ansvaret för att utvärdera rimligheten i dessa risker och riskerna för buffertkapitalet gemensamt.
- Det finns tvivel om kompetensen i AP-fondernas styrelser:
 - Den delvis representativa rollen som styrelseledamöterna ska uppfylla kan begränsa tillgänglig kompetens.
 - Nominering och tillsättning av styrelseledamöter tenderar att inte ta hänsyn till behoven av kompetens för fonderna.
 - Låga ersättningsnivåer påverkar graden av engagemang, trots en ansvarsfylld uppgift.
- Sammansättningen av AP-fondernas styrelser tenderar att begränsa effektivt beslutsfattande:
 - Det finns brister i kunskap om och förståelse för olika investeringsstrategier som är särskilt betydelsefulla vid överväganden av alternativa investeringar.
 - Sammansättningen uppmuntrar konventionella ansatser och bidrar till flockbeteende genom att titta på hur andra styrelser agerar.
- Det råder oklarheter kring vilka befogenheter fondens ledning har och formella delegeringar av ansvar saknas ofta. Detta kan förstärka problemen för förvaltningen i situationer av hög marknadsvolatilitet som ”styrelsen förväntar sig” att fondens personal ska hantera.
- Det finns också en oro över kompetensen för fondens ledning och portföljförvaltare.
 - Signaler om kostnadsfokus kan försämra rekryteringen av talangfulla individer.
 - Detta gäller särskilt för dem som har kompetens och erfarenhet utanför konventionella tillgångsslag vars kompetens är särskilt viktigt med tanke på de risker som är förknippade med dessa tillgångsslag.
- AP-fonderna har en utmanande uppgift:

- Deras teoretiska andel av pensionsskulden resulterar i ambitiösa avkastningskrav mål och den potentiella ambitionen att använda sig av effektiva investeringsstrategier begränsas av placeringsregler.
- En konsekvens av detta är beroendet av vissa tillgångsslag och antagandet av höga nivåer av risk.
- Informationshanteringssystem är avgörande för ett effektivt beslutsfattande.
 - En missriktad fokus på kostnader står i konflikt mot storskaliga investeringar. Detta skapar ett slags lapptäcke av olika nätverk med fondspecifika informationssystem.
 - Att kombinera skraddarsydda system med flera olika externa leverantörer är inte idealiskt.

De frågeställningar som enligt Clark och Monk bör prioriteras i utredningens betänkande är:

1. Att klargöra vem som är huvudman eller ”sponsor” för AP-fonderna och relationen däremellan. Nuvarande ordning tycks medföra fokus på kortsiktiga frågor på bekostnad av ett verkligt långsiktigt perspektiv på AP-fondernas uppdrag och mål.
2. Att identifiera eller konstruera en i dag frånvarande ”sammanhållande institution” för AP-fonderna samt reda ut förhållandet sinsemellan AP-fonderna. En struktur med en sammanhållande institution skulle vara till nytta för AP-fonderna genom att ta strategiskt ansvar för hela systemet och fördela mandaten till enskilda fonder samt att ta det representativa huvudmannskapet för buffertfonden som en svenskt social institution,
3. Samexistensen av fem separata fonder. Nuvarande struktur verkar inte ha resulterat i en positiv konkurrens mellan fonderna, snarare verkar det ha bidragit till att de konvergerat stället för att konkurrera. Detta kan delvis bero på upprepat politiskt tryck om att samordna olika aktiviteter för att på så sätt minska kostnader.

5.4 Utredningens sammanfattning och bedömning av identifierade problem

Buffertfondernas uppdrag är att utjämna svängningar i flödet av pensionsmedlens in- och utbetalningar och bidra till pensionssystemets finansiella stabilitet. Regeringen utser fondernas styrelser, styrelseordförande och vice ordförande. Styrelsen utser verkställande direktör och ansvarar för fondens organisation och förvaltningen av fondens medel. Regeringen ansvarar för en årlig utvärdering av fondernas verksamhet till riksdagen.

Enligt lagen ska AP-fonderna förvaltas "till största möjliga nytta" för pensionssystemet och dess åtagande. Målet är att långsiktigt maximera avkastningen i förhållande till risken i placeringarna. AP-fonderna styrs genom ett allmänt formulerat uppdrag kombinerat med dessa kvantitativa placeringsregler. Det är AP-fondernas styrelser som fastställer mål för verksamheten, baserat på analys av pensionssystemets åtagande. Målen för Första–Fjärde AP-fonderna varierar i dag och under perioden från etableringen av fonderna har den genomsnittliga avkastningen inte nått upp till satta mål.

Avsaknad av tydligt mål och ansvarsfördelning mellan kapitalägare och kapitalförvaltare

En förutsättning för en effektivt fungerande kapitalförvaltning är ett väldefinierat uppdrag och mål samt en effektiv styrning för att uppnå målet. Mål bör vara tydliga och mätbara och realistiska att uppnå samt uppföljningsbara. Utredningen anser att ett grundläggande problem i dagens struktur är avsaknaden av ett tydligt mål som är sammankopplat med buffertkapitalets uppdrag i pensionssystemet. I direktivet anges att det ska övervägas om det är lämpligt att var och en av fonderna på samma gång fungerar som kapitalägare och kapitalförvaltare eller om rollerna bör separeras. Utredningen tolkar det som behovet av att skilja på rollerna som kapitalägare och uttolkare av uppdraget för förvaltningen och kapitalförvaltaren som utför uppdraget. I dag saknas en tydlig huvudman som har ansvar för att sätta målet, delegera förvaltningsmandat och utvärdera förvaltningen mot målet.

Utredningen anser också att bristen på huvudmannaskap har påverkat legitimiteten för pensionssystemet i allmänhet och för-

valtningen av buffertkapitalet i synnerhet. Allmänheten generellt verkar sakna kunskaper om fondernas relation till pensions-systemet vilket innebär att allmänhetens förväntningar inte alltid står i proportion till buffertkapitalets verkliga möjligheter att påverka pensionsutbetalningarna. AP-fondernas förvaltning har genom åren kritiserats av både media och politiker av olika skäl. Det kan ha handlat om deras avkastning, deras agerande som ägare av börsbolag, eller etiska förhållningssätt vid investeringar. Gemensamt har dock varit avsaknaden av en gemensam huvudman för att föra dess talan i debatten.

Styrelsens tillsättning och kompetensprofil ifrågasatt

AP-fondernas styrelser har i dag dubbla roller att både representera pensionärernas intressen genom att sätta mål för förvaltningen och samtidigt representera kapitalförvaltningen. Urvalsprocess och tillsättning av styrelseledamöter är inte transparent och det finns heller ingen offentligt uttalad kravprofil på styrelsen som helhet. Styrelsens kompetens, framförallt inom kapitalförvaltningsfrågor är därtill ifrågasatt. Ett bidragande problem är det stora antalet kvalificerade ledamöter som ska tillsättas (41 stycken totalt) och som inte får vara i en jävssituation.

Styrelsearvodet framstår som lågt relativt liknande institutioner. Detta påverkar både urvalet vid styrelsetillsättning och graden av engagemang från ledamöterna. Vid hög arbetsbelastning kan ledamöter behöva prioritera mellan olika åtaganden. Risker finns då att åtaganden med bättre ersättning och högre status prioriteras. Det stora antalet styrelseledamöter riskerar också att ansvaret för buffertkapitalet som helhet undervärderas då den egna rollen kan uppfattas som mindre betydelsefull.

Förändrad omvärld ställer krav på flexibilitet förvaltningen och anpassade placeringsregler

Lagens kvantitativa placeringsrestriktioner tillkom vid tiden för fondernas etablering som en riskbegränsning för att skydda kapitalet. Ekonomin och de finansiella marknaderna är dock i ständig förändring; det som varit bra de senaste tio åren behöver inte alls förbli så. Det är därför olämpligt att sätta kvantitativa restriktioner

som inte följer med den ekonomiska utvecklingen. I dagens placeringsmiljö begränsar restriktionerna en effektiv förvaltning vilket riskerar att leda till suboptimala portföljer som kostar i termer av en lägre riskjusterad avkastning för pensionssystemet. En viktig fråga för utredningen är därför att se över placeringsreglerna för att förvaltningen ska kunna anpassas bättre till rådande marknadsförutsättningar.

Uppdelningen av flera fonder och dess nytta för pensionssystemet granskas mot alternativet med en sammanhållen enhet

Uppdelningen av buffertkapitalet i flera fonder motiverades av behovet av att minska risken för påverkan på svenska marknaden, att konkurrensen dem emellan skulle gynna deras prestation, att sprida riskerna samt att minska risken för maktkoncentration i svenska företag. Dessa argument kan ställas emot de skalfördelar som finns av att förvalta ett större kapital, som exempelvis bättre förhandlingsförmåga gentemot externa leverantörer, tillgång till investeringsmöjligheter som kräver en viss kritisk massa av kapital, bättre kompetensförsörjning samt lägre administrativa kostnader. Denna frågeställning stöds även i direktivet som anger att alternativ mot dagens uppdelning av fyra identiska förvaltningsuppdrag ska prövas.

Sjätte AP-fondens roll i pensionssystemet ska ses över

Sjätte AP-fonden stod utanför pensionsöverenskommelsen och det har därför inte skett någon större översyn av fondens mål och placeringsregler sedan fondens bildande 1996. Fondens uppdrag har genom åren tolkats på olika sätt av sittande styrelser vilket medfört en del strategiomläggningar och därmed skapat en oklar bild hos allmänheten vad dess uppdrag egentligen är.

Därtill är fonden stängd vilket betyder att det inte förekommer in eller utflöden mellan Sjätte AP-fonden och pensionssystemet. Fondens placeringsregler skiljer sig från de övriga fonderna genom att de ska placera huvuddelen av kapitalet på den svenska riskkapitalmarknaden (onoterade aktier).

5.4.1 Utredningens syfte och ambition med föreslagna åtgärder

Betydelsen av en effektiv styrning för förvaltningen av kapitalet har fått ökad uppmärksamhet under 2000-talet vilket diskuteras i kapitel 3 (se exempelvis Myners report 2001, Stewart och Yermo 2008, Clark and Urwin, 2008). Många akademiska studier ägnar sig därför åt att beskriva *hur* en effektiv styrning ska uppnås genom en ändamålsenlig organisation och kompensation till anställda (se bland annat Ambachtsheer, 2007, Clark och Urwin 2008, Clark och Monk 2011, Bertram and Zvan, 2009). Det har också tillkommit ett flertal koder och riktlinjer för just detta syfte (exempelvis Santiago-principerna, OECD's riktlinjer). Det finns dock enbart ett fåtal studier som försöker att kvantifiera betydelsen av styrning.

Ambachtsheer et al. (2006) intervjuar företrädare för pensionsfonder i ett antal OECD-länder. Analysen baseras på dessa företrädares egna bedömningar av hur stor betydelse styrningen har för fondens avkastning relativt ett passivt jämförelseindex. Författarnas slutsatser är att en effektiv styrning kan betyda 1–2 procentenheter per år i avkastning.

Clark och Urwin (2007) kopplar samman effektiv styrning och med god avkastning i en studie av stora pensionsfonder från ett antal länder, dock utan att ge en konkret siffra.

I praktiken är det givetvis svårt att exakt definiera en effektiv styrning och att uppskatta kostnaden av strukturella brister i AP-fondssystemet. För att illustrera betydelsen av en förbättrad styrning och ändamålsenlig organisation antar vi att det kan skapa en extra avkastning på 0,5 procentenheter per år. För ett buffertkapital på 850 miljarder kronor motsvarar det 4,25 miljarder kronor extra per år till pensionssystemet. Detta kan jämföras med nuvarande kostnader för AP-fonderna på cirka 1,6 miljarder kronor och betonar vikten av att identifiera potentiella förbättringar i nuvarande struktur.

Utredningen ska föreslå åtgärder för de strukturella brister och problem som identifierats i syfte förbättra förutsättningarna för att uppnå en hög avkastning till nytta för pensionssystemet. De åtgärder utredningen har identifierat handlar om att:

- Klargöra buffertkapitalets uppdrag och mål och kopplingen till pensionssystemet.

- Klargöra ansvarsfördelningen mellan huvudman och kapitalförvaltare, dvs. vem "äger" målet, hur operationaliseras dessa mål och hur utvärderas de.
- Reformera rutinerna för nominering och tillsättning av styrelserna och klargöra styrelseledamotens ansvar och befogenheter.
- Se över hur kapitalförvaltningskompetensen i nuvarande styrelser kan höjas. Problemen med kompetensförsörjningen i dag är en kombination av låga arvoden och det höga antalet ledamöter som ska rekryteras från en begränsad marknad.
- Se över hur placeringsrestriktionerna kan implementeras på ett mer flexibelt sätt än i lag.
- Granska argumenten för en uppdelning av buffertkapitalet mellan flera fonder med identiska förvaltningsuppdrag och undersöka alternativa lösningar.
- Se över Sjätte AP-fondens roll i pensionssystemet

Termen kostnadseffektivitet genomsyrar direktivet. Utredningens ansats är att kostnaderna ska ses i relation till avkastningen. Vår tolkning av termen kostnadseffektivitet är att uppnå högsta möjliga *netto*-avkastning och därigenom vara till största möjliga nytta för pensionssystemet. Att förvaltningen sker på ett kostnadseffektivt sätt är en förtroendefråga och bidrar till förvaltningens legitimitet. Detta är centralt för våra överväganden och förslag och kommer utgöra en del av analysen.

I resten av betänkandet kommer olika problemområdena att behandlas var för sig för att sedan vägas samman till utredningens överväganden och förslag i kapitel 13.

6 Buffertkapitalets roll och mål för kapitalets förvaltning

Utredningens bedömning: Buffertkapitalets huvudsakliga roll är att fungera som en buffert i inkomstpensionssystemet. I tider när pensionsutgifterna är större än pensionsavgifterna kommer medel tas ur buffertkapitalet. Omvänt ökar kapitalet om avgifterna överstiger utgifterna. Därmed kan pensionerna hållas på en långsiktigt hållbar nivå under år med påfrestningar på systemet.

Lagens mål för placeringsverksamheten ger inte tillräcklig vägledning för att avgöra vad som är lämplig risktolerans och förväntad avkastning för förvaltningen av buffertkapitalet. Det är nödvändigt att ett gemensamt mål fastställs för förvaltningen av buffertkapitalet baserat på pensionssystemets finansiella ställning och rådande marknadsförutsättningar. Detta är en central fråga i styrningen av förvaltningen av buffertkapitalet.

Pensionsmyndigheten har viktiga kunskaper om pensionssystemet och borde därmed i högre grad medverka i analysen av lämplig risktolerans och förväntad avkastning för förvaltningen av buffertkapitalet inom definierade tidshorisonter.

Målet ska vara tydligt och ligga till grund för utvärderingen av förvaltningen. Beroende på demografiska och samhälls-ekonomiska faktorer, som påverkar pensionssystemets finansiella ställning, kommer målet för förvaltningen att variera över tid.

Ett väl förankrat mål för förvaltningen av buffertkapitalet medför att utvärderingen kan särskilja pensionssystemets funktionssätt (balanseringen) från förvaltningens prestation. Detta medger i sin tur en förvaltning som kan utnyttja komparativa fördelar med att vara långsiktig. En nödvändig förutsättning är dock ett tydligt huvudmannaskap för förvaltningen, något som

saknas i dag. Bristen på en huvudman med helhetsperspektiv påverkar systemets legitimitet

För att motivera en uppbyggnad av ett buffertkapital måste avkastningen på buffertkapitalet överträffa uppräknings av skulderna i pensionssystemet (inkomstindex). Detta kan vara en utgångspunkt för analysen av förvaltningsmandatets utformning med avseende på avkastning och risk.

I utredningens direktiv ingår inte att ompröva buffertkapitalets övergripande roll men däremot om möjligt, föreslå ett mer utvecklat och tydligt mål för AP-fondernas förvaltning under förutsättning att detta kan förväntas bidra till en mer effektiv styrning av fonderna. Utredningen anser att det finns behov av att *förtydliga* vad rollen innebär i förhållande till förvaltningen av kapitalet för att nyansera målbilden för förvaltningen. Förväntade nettoutflöden de kommande 30 åren medför en belastning på pensionssystemets stabilitet och ökar vikten av en väl avvägd bedömning mellan risktolerans och avkastningsmål.

I detta kapitel identifierar vi behov av förtydliganden i nuvarande struktur vad gäller fondernas roll och mål. Därefter analyseras alternativ till nuvarande ordning vilka kan bidra till att tydliggöra buffertkapitalets roll och fastställa tydligt mål för förvaltningen. Ett tydligt mål har till syfte att vägleda förvaltningen och ligga till grund för utvärdering av förvaltningen.

6.1 Grundläggande utgångspunkter

Målet för förvaltningen av buffertkapitalet ska relateras till dess roll och avgöra risktolerans och förväntad avkastning för förvaltningen. En traditionell pensionsfond har en väl definierad skuld i form av ett pensionsåtagande. Förvaltningen av tillgångarna går ut på att täcka det åtagandet i form av garantier och pensionsutbetalningar. Målet för förvaltningen av tillgångarna är därmed väl definierat och direkt kopplat till skulden.

Buffertkapitalet är en pensionsreservsfond och utgör endast en del av de tillgångar som ska täcka pensionsåtagandet. Det gör det svårare att definiera ett mål för förvaltningen eftersom det *tillsammans med* avgiftstillgången ska täcka framtida pensionsutbetalningar. Bedömningen av risktolerans och förväntad avkastning för buffertkapitalet kommer därmed påverkas av demografiska och

samhällsekonomiska faktorer, som påverkar pensionssystemets finansiella ställning. Som identifierats i kapitel 5 är en av utredningens viktigaste frågeställningar att klargöra buffertkapitalets uppdrag och mål och kopplingen till pensionssystemet.

6.2 Buffertkapitalets roll

I betänkandet från 1957 års pensionskommitté motiverades etableringen av en buffertfond av två skäl. Ett skäl var att kompensera det bortfall av privat sparande som förväntades i samband med införandet av ett offentligt sparande i form av ATP (se även kap 2).¹ Ett annat skäl var att det ansågs nödvändigt att fondera medel för att täcka långsiktiga pensionsutfästelserna inom det nu etablerade pensionssystemet. Fonden skulle dels kunna användas för att tidsmässigt jämna ut finansieringen av de förmånsbestämda ATP-pensionerna, dels täcka upp för tillfälliga underskott inom ATP-systemet.

I regeringens proposition ”AP-fonden i det reformerade pensionssystemet” (1999/2000:46) tonas uppdraget att ”kompensera för privat sparande” ned och renodlas till att utgöra ett buffertkapital:

AP-fondernas huvuduppgift i det reformerade pensionssystemet är att utgöra den buffert för den inkomstrelaterade ålderspensionens fördelning som skall utjämna under- och överskott i nettot mellan avgiftsintäkter och pensionsutgifter (prop. 1999/2000:46 s. 56).

Även efter reformeringen kommer ATP-systemet att utgöra en betydande del av det totala pensionssystemet och därmed påverka dess finansiella ställning innan det har fasats ut kring år 2050. Pensionsutbetalningarna till ATP pensionärerna (fyrtioalstgenerationen) är orsaken till utflödet från fonden som förväntas att minska kapitalet betydligt de närmaste tjugo åren.

I scenarion med ofördelaktig demografisk utveckling och låg fondavkastning finns det risk att buffertkapitalet töms. Balanseringsmekanismen och rätten för fonderna att låna av Riksgälden säkerställer dock pensionssystemets funktion.

Att buffertkapitalet delvis förbrukas är alltså en förväntad situation och i linje med dess roll, att utjämna demografiska och

¹ Enligt teorin om Ricardiansk ekvivalens så anpassar sig individen till förändrad finanspolitik. Om det offentliga sparandet ökar kommer individen att minska sitt eget sparande och tvärtom.

samhällsekonomiska svängningar. Buffertkapitalets storlek kommer att variera över tid genom att det fylls på under perioder med ett stort antal yrkesverksamma i förhållande till pensionärer och förbrukas när förhållandet är det omvända.

6.3 Uttolkning av uppdrag till mål

De nuvarande AP-fonderna styrs genom ett allmänt formulerat mål för placeringsverksamheten och kvantitativa placeringsregler i lagen. Utifrån detta är det styrelserna i respektive AP-fond som fastställer mål för förvaltningen. Av 4 kap. 1 § lagen framgår att

Första–Fjärde AP-fonderna ska förvalta fondmedlen på sådant sätt att de blir till största möjliga nytta för försäkringen för inkomstgrundad ålderspension.

Den totala risknivån i fondernas placeringar skall vara låg. Fondmedlen ska, vid vald risknivå, placeras så att långsiktigt hög avkastning uppnås. Fonderna ska i sin placeringsverksamhet ha nödvändig beredskap för att kunna överföra medel till Pensionsmyndigheten enligt 2 kap. 2 §.

Internationell utblick

Lagens vaga formulering är inte unik för Sverige utan liknade skrivningar förekommer i de flesta andra länder med pensionsreservsfonder. Bland annat beskrivs i Kanada att uppdraget för dess fond är:

To invest in the best interest of Canada Pension Plan Contributors and beneficiaries and to maximize investment returns without undue risk of loss. (www.cppib.com)

I Nya Zeeland formuleras en uppdragsbeskrivning (*Mission Statement*) till fondens styrelse (Guardians) vilken beskriver syftet med fonden:

Maximise the Fund's return over the long term, without undue risk, so as to reduce future New Zealanders' tax burden (www.nzsuperfund.co.nz).

Flertalet länder beskriver liknande formuleringar som fondens *uppdrag* eller *syfte* som uttolkas och förtydligas till ett mål av en huvudman eller ett styrorgan som delegerats huvudmannskapet. Målet syftar till att vägleda betydelsen av exempelvis "låg risk" genom att

definiera en accepterad risktolerans för förvaltningen av kapitalet. Termen ”hög avkastning” kan t.ex. definieras som ett avkastningskrav i absoluta tal eller krav på avkastning utöver ett jämförelseindex, inflation eller löneutveckling. I målet definieras också en tidshorisont för uppdraget som helhet och/eller perioden mot vilken förvaltningen utvärderas. Förvaltningsmandatets ramar kommer att utgöras av den risktolerans och avkastningskrav som målet innefattar. Förvaltningen är i regel skild från den huvudman som fastställer målet.

Severinson & Stewart redovisar i bilaga 4 hur uppdraget formuleras och hur detta förtydligas i ett mål för förvaltningen för pensionsreservsfonderna i ett urval av OECD-länder. Detaljgraden i målen varierar men ger vägledning för förvaltningsmandatets ramar med avseende på risk och avkastning vilket därmed påverkar förvaltningens investeringsstrategi.

I Kanadas fall sköts administrationen av pensionsplanen (CPP) av representanter från den federala regeringen och delstatsregeringarna. De ger landets chefsaktuarie uppdraget att var tredje år genomföra en omfattande analys av pensionssystemets framtida uthållighet och behov. Ambitionen för förvaltningen är att fonden ska täcka ungefär 20–25 procent av pensionsåtagandena vilket baserat på den senaste översynen ger ett mål om 4 procent reall över en 75-årshorisont (CPP Investment Board, 2011). Utifrån detta mål arbetas det fram en referensportfölj som fastställs av styrelsen och består av en mix av passivt förvaltade tillgångar. Mandatet till förvaltningsorganisationen, CPPIB formuleras i termer av att överträffa referensportföljen inom ramen för en riskbudget² som ses över årligen. Utvärderingen av fonden sker på basis av mandatet.

I Nya Zeeland's ”Superannuation fund” ligger ansvaret på att kvantifiera ett kvalitativt beskrivet uppdrag på styrelsen (The Guardians) som är legalt skild från fonden. Uppdraget för styrelsen regleras i lag.³ Enligt lag ska styrelsen i början av vare år publicera en avsiktsbeskrivning där avkastningsmålet och mandat för fonden specificeras. Målet som kommunicerades i 2011 års plan var dels att överträffa avkastningen på Nya Zeeländska statsskuldväxlar över en rullande tjuugoårsperiod, dels överträffa föreslagen referensportfölj. Referensportföljen består av en mix av passivt förvaltade tillgångs-

² I 2011 års rapport definierades riskbudgeten i termer av value at risk (VaR), tillåten avvikelse i förhållande till referensportföljen.

³ Superannuation Retirement Income Act 2001.

slag i noterade aktier och räntor samt fastigheter. Förvaltningsmandatet för fonden är att addera värde utöver referensportföljen och begränsar inte investeringar i tillgångsslag utanför referensportföljen.

I Japan är det socialförsäkringsministerns uppdrag att uttolka fondens uppdrag ”att investera tillgångarna för att bidra till den långsiktiga finansieringen av offentliga pensioner” till ett mål och förvaltningsmandat. För närvarande är målet en avkastning på 1,1 procent per år över nominell lönetillväxt.

I Sydkorea kvantifieras målet av styrelsen (Management Committé) som i realiteten är en samling ministrar (ordförande är socialministern) samt VD'n för motsvarande pensionsmyndigheten. Målet är kvantifierat till real BNP plus inflation med ett riskmandat att ackumulerad avkastning över 5 år inte får understiga inflationen under motsvarande period.

Ett exempel som skiljer sig från de flesta andra är norska Statens Pensionsfond Utland (SPU). Där uttolkar finansministern uppdraget direkt genom att bestämma portföljens risktolerans och allokering. Den operativa förvaltningen sköts av en enhet inom Norges centralbank. Förvaltningens uppgift är att givet fastställt tillgångsallokering, hantera balansering av portföljen och att fördela interna och externa förvaltningsmandat.

AP-fonderna

I Sverige har ansvaret för att fastställa mål och risktolerans delegerats till AP-fondernas styrelser. AP-fondernas styrelser saknar dock tydlig vägledning för hur lagens formulering ”hög avkastning till låg risk” ska tolkas. Förarbetena till lagen ger ingen entydig vägledningen vilket har gett fondernas styrelser stort tolkningsutrymme. I stället ges vägledning indirekt genom de placeringsrestriktioner (kvantitativa gränser) som finns i lagen. Restriktioner som bland annat sätter en lägsta nivå för portföljens andel i räntor med låg risk. Om marknadsförutsättningarna förändras genom t.ex. stigande eller fallande marknadsräntor påverkar en sådan begränsning förutsättningarna att nå ett givet mål. Att maximera förväntad avkastning givet vald risknivå kan vara en rimlig målformulering men då måste det tydliggöras vilken risknivå som avses.

Relaterat till otydligheten kring uppdrag och mål är *vems ansvar* det är att tydliggöra detta. Att ansvaret delegerats till AP-fondernas

styrelser har resulterat i skilda uppfattningar om hur uppdraget ska uppfyllas och därmed olika avkastningsmål.

Bristen på ett enhetligt mål för förvaltningen av kapitalet från riksdag och regering påverkar också regeringens utvärdering av förvaltningen. Ett gemensamt riktmärke för förvaltningen är inkomstindex som ligger till grund för uppräkningsindex av skulderna i inkomstpensionssystemet. Över tid bör förvaltningen därför minst överträffa inkomstindex vilket ger en naturlig referenspunkt att jämföra med. Att utvärdera fondernas prestation i förhållande till inkomstindex talar dock emot förarbetenas ståndpunkt att inkomstindex inte var en lämplig måttstock. Man ansåg att det skulle leda till för låg risk och förväntad avkastning för förvaltningen. I linje med denna vägledning har AP-fonderna satt egna mål som innebär ett högre risktagande och högre förväntad avkastning än vad inkomstindex som mål skulle ge. För att en utvärdering av AP-fondernas prestation ska vara relevant bör utvärderingen ske mot ett mål eller index som avspeglar fondernas risk och avkastningsprofil. Då återstår för regeringen att utvärdera fondernas resultat mot deras egna mål.

I rapporteringen tenderar intresset att riktas mot jämförelse mellan fondernas avkastning, i synnerhet Första–Fjärde AP-fonderna med identiska uppdrag. En konsekvens av att ansvaret för att fastställa mål för placeringsverksamheten har överlämnats till AP-fonderna – och på flera styrelser – är att det saknas en representant eller ”huvudman” för systemet som helhet. Varken regering eller styrelser har tagit denna roll och fört diskussionen kring fondernas prestation och roll i pensionssystemet.

Buffertkapitalets roll som en del av balanstalet kan få negativa konsekvenser för förvaltningens förutsättningar att agera långsiktigt. Ett exempel på detta, som berörs i kapitel 2, är när balanseringen aktiverades efter ett negativt börs år 2008 och AP-fonderna fick negativ kritik från både politiker och allmänhet. Det var ingen som tog på sig rollen att i den offentliga debatten förklara att även om AP-fonderna hade avkastat plus minus noll det året skulle balanseringen ha aktiverats till följd av att systemets avgiftstillgång ökat i långsammare takt än pensionsskulden. Regeringen behandlade detta i utvärderingen av AP-fondernas verksamhet t.o.m. 2008 (skr. 2008/09:130 s. 46, 48) men kommunikationen från regeringen fokuserade detta år på Första–Fjärde AP-fondernas svaga resultat för aktiv förvaltning och kritik mot kostnaderna för denna verksamhet. Därmed var det ingen part (regering, AP-fonderna eller Pensionssmyndigheten) som i debatten förklarade buffertkapitalets

roll i pensionssystemet i samband med finanskrisen. Då AP-fonderna endast utgör cirka 12 procent av pensionssystemets tillgångar kan AP-fondernas avkastning endast på marginalen påverka balansen mellan systemets tillgångar och skulder.

En pedagogisk utmaning för pensionssystemets och buffertfondernas intressenter är att förmedla den bild som återspeglar balansen mellan avgiftstillgångarna och pensionsskulden och buffertkapitalets roll i den helheten. Denna utmaning kommer att bli än viktigare de kommande tjugo åren då nettoutbetalningar förväntas att minska buffertkapitalets storlek.

Ett tydligt mål ger också ett viktigt riktmärke för att kunna utvärdera kapitalförvaltningens prestation. För en relevant utvärdering är det viktigt att målet är relaterat till pensionssystemet för att också kunna *särskilja* pensionssystemets finansiella ställning och förvaltningens prestation. Förvaltningen av buffertkapitalet kan ha uppfyllt målet trots att balanseringen inträffat, eller likaledes misslyckats trots att balanseringen inte inträffat.

6.4 AP-fondernas mål

I detta avsnitt beskrivs hur målen för fondernas förvaltning fastställs i dag och vi analyserar de faktorer som framförallt bedöms påverka målet.

6.4.1 Pensionsmyndighetens framskrivning av pensionssystemets finansiella ställning

Buffertkapitalet utgör en del av pensionssystemets balansräkning. Pensionsmyndigheten ansvarar för pensionssystemets helhet och har viktiga kunskaper om hur dess finansiella stabilitet påverkas av avkastningen för buffertkapitalet.

I pensionssystemets årsredovisning ”Orange Rapport” beskrivs systemets nuvarande finansiella ställning och det gångna årets utveckling. Därtill görs en långsiktig framskrivning av pensionssystemets förväntade finansiella ställning och pensionsutbetalningar för 75 år framåt. Framskrivningen baseras på tre olika scenarier med olika underliggande antaganden som påverkar värdena på avgiftsnettot, fondstyrkan och balanstalet.

I huvudscenariot är antagandet för AP-fondernas bidrag en genomsnittlig årlig real avkastning på 3,25 procent, att jämföra med antagandet om en real årlig tillväxt i snittinkomsten (inkomst-index) på 1,8 procent. I det positiva scenariot är antagandet för buffertkapitalet en real avkastning på 5,5 procent, medan inkomsterna antas öka med 2,0 procent realt. I det pessimistiska scenariot antas samma reala avkastning för buffertkapitalet som för inkomst-index på 1 procent realt. I det fallet så bidrar inte buffertfondernas avkastning till den långsiktiga finansieringen av pensionerna utan blir en neutral förvaring av pensionskapital.

Enligt Pensionsmyndighetens regleringsbrev ska myndigheten fem gånger per år redovisa femåriga utgiftsprognoser för pensions-systemet till regeringen. Det inkluderar prognoser för inkomst-index och balanstalet med underliggande variabler, däribland alternativa beräkningsantaganden om avkastningen för buffertkapitalet⁴. I prognosen som publicerades i januari 2012 (Pensionsmyndigheten, 2012) anges i huvudalternativet ett antagande om genomsnittlig nominell avkastning på 5–6 procent för hela buffertkapitalet som framförallt bygger på antaganden om framtida börsavkastning.

Mot bakgrund av det historiska resultatet för utvecklingen av buffertkapitalet som helhet på 2,7 procent realt och 4,3 procent nominellt för perioden 2001–2011 framstår pensionsmyndighetens antaganden som relativt optimistiska.⁵ Jämförelseperioden kan invändas vara något orättvis då marknaden de senaste åren varit turbulent och påverkat den faktiska avkastningen negativt. Dock kvarstår det faktum att såväl Pensionsmyndighetens antagande om den långsiktiga avkastningen som den kortsiktiga anslagsprognosen, skiljer sig märkbart från faktiska utfall.

Prognoser innehåller alltid ett visst mått av osäkerhet. Det förstärker vikten av att bland de antaganden som används för beräkningar av pensionssystemets finansiella ställning redovisas alternativ som är förenliga med antaganden och mål som är relaterade till förvaltningen av buffertkapitalet.

⁴ För buffertkapitalet avser antagandet ett treårigt genomsnitt.

⁵ Avkastningen avser det sammantagna resultatet för Första till Fjärde och Sjätte AP-fonderna enligt Pensionsmyndighetens beräkningar.

6.4.2 Fyra analyser, fyra olika mål

I förarbetena anges att AP-fonderna i sin förvaltning ska ta sin utgångspunkt i pensionssystemets pensionsskuld. Tillgångsallokeringen ska bestämmas efter en analys av skuldsidan, t.ex. genom en Asset Liability Management (ALM)-analys baserad på data från Pensionsmyndigheten (dåvarande Riksförsäkringsverket). Trots att den sammanlagda tillgången av AP-fonderna utgör en mindre del av den totala avgiftsbasen ska varje AP-fond anta sig representera en fjärdedel av det totala pensionssystemet:

Varje buffertfonds åtagande skall definieras såsom en fjärdedel av hela systemets åtagande (prop. 1999/2000:46 s. 77).

En förutsättning för en framgångsrik ALM-analys är att det sker som en helhetsanalys för hela pensionssystemets balansräkning, där buffertkapitalet är en komponent. Annars riskerar analysen att leda till slutsatser som inte tar in alla viktiga faktorer och leda till en suboptimerad portfölj⁶.

ALM-analysen ger ett ramverk för att hantera relationen mellan tillgångar och skulder vilket ger balanstalet och balanseringsmekanismen en central roll. Pensionssystemets balanstal kan liknas vid de ömsesidiga livförsäkringsbolagens mått på solvens, värdet på dess tillgångar i relation till de pensionsåtaganden som garanterats och villkorats i försäkringsavtalen (livbolagens pensionsskuld).⁷ Vid en solvensgrad under 100 är värdet på tillgångarna mindre än värdet på pensionsskulden och livbolaget är underfonderat. Livförsäkringsbolaget är ytterst ansvarig för att säkerställa att tillgångarna täcker de garanterade pensionsåtagandena. Vid en underfondering kan livförsäkringsbolaget reducera den garanterade räntan, återta utlovad återbäring och i slutändan reducera pensionskapitalet för att återställa solvensen.

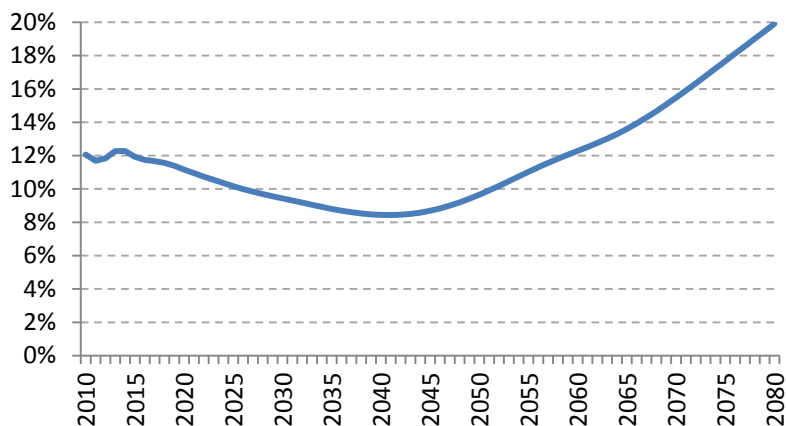
I det reformerade pensionssystemet kommer ett underskott i värdet på tillgångarna relativt värdet på pensionsskulden att hanteras av balanseringsmekanismen som justerar ned pensionsskulden och därmed pensionsutbetalningarna till dess att balanstalet (solvensgraden) är i jämvikt. En avgörande skillnad för buffertkapitalet

⁶ En uppdelning av pensionsåtagandet i olika delmängder skulle vara relevant om man delade upp pensionssystemet i olika delar. Exempelvis skulle portföljerna kunna ta olika tidsperspektiv med olika fokus. En portfölj skulle kunna vara väldigt långsiktig och placeras för att utnyttja likviditetspremier, en annan portfölj skulle kunna vara väldigt kortsiktig och säkra betalningsflöden.

⁷ För en närmare beskrivning av livbolagen se kapitel 3.

jämfört med ett livförsäkringsbolag är dess möjlighet att påverka balanstalet då det endast utgör en mindre del av tillgångarna. Andelen kommer också att variera över tid beroende på den demografiska utvecklingen. I dagsläget utgör buffertkapitalet cirka 12 procent av pensionsskulden, om dryga 20 år förväntas andelen att vara lägre för att återigen öka (se Diagram 6.1).

Diagram 6.1 Buffertkapitalets andel av total pensionsskuld



Källa: Pensionsmyndigheten.

6.4.3 Svårigheter att relatera och definiera risk för förvaltningen av buffertkapitalet.

ALM-analysen påverkar den risktolerans och förväntade avkastning som sedan styr förvaltningen av kapitalet. I lagen uttrycks att totala risken i förvaltningen ska vara låg vilket osökt leder till vedertagna finansiella mått på risk baserade på variationen i tillgångarnas värden (volatilitet).

I förarbetena (prop. 1999/2000:46 s. 78) uttrycks dock tydligt att risken ska definieras i termer av utgående pensioner då en hög variation i buffertkapitalet kan vara förenligt med låg variation i pensionsutbetalningar. Regeringen konstaterar behovet av en precisering av synen på risk och nämner att en möjlig utgångspunkt för riskbegreppet kan vara avvikelser från inkomstindex. I nästa stycke anges dock att en aktivering av balanseringen bör undvikas och att förvaltningens mål inte bör vara riskminimering utan

fokusera på pensionernas utveckling. Att relatera målet till inkomst-index riskerar att risktagandet och den förväntade avkastningen skulle bli alltför låg:

En portföljstrategi som endast har som syfte att minimera risken för ett i tiden näraliggande avsteg från den indexering som följer genomsnittsinkomsternas utveckling skulle innebära ett alltför lågt risktagande i portföljen (prop 1999/2000:46 s. 79).

När balanstalet ligger nära ett ökar känsligheten för pensions-systemets finansiella ställning. Om marginalerna är små kan även mindre förändringar i avgiftsnettot och/eller buffertkapitalets avkastning påverka om balanseringen aktiveras eller inte.⁸ I förarbetena argumenterades att en lägre risk och mindre variation i avkastningen skulle allt annat lika gynna dagens pensionärer då den näraliggande balanseringsrisken minskar. Samtidigt betyder det en lägre förväntad avkastning vilket missgynnar framtida pensionärer. Frågan om neutralitet mellan generationer är komplex och nedanstående citat illustrerar den balansgång AP-fonderna måste göra i sin analys av mål för förvaltningen:

Stor vikt bör läggas vid att undvika att den automatiska balanseringen aktiveras (prop. 1999/2000:146 s. 79)

Buffertfonderna bör i sin placeringspolitik sträva efter att vara neutrala mellan olika pensionärgenerationer. (prop. 1999/2000:146 s. 79.)

Bland remissinstanserna framkom önskemål från första till tredje fondstyrelsen om ytterligare vägledning kring hanteringen av generationsneutraliteten. Regeringens respons var dock att preciseringen av riskbegreppet i förarbetena utgjorde en tillräcklig vägledning.

Balanseringens roll för AP-fondernas mål

AP-fonderna är eniga om sin uppdragsbeskrivning att bidra till den finansiella stabiliteten i pensionssystemet, det som skiljer dem åt är deras syn på hur uppdraget ska fullföljas. Bör *antalet* balanseringar minimeras eller bör istället fokus vara att minimera *summan av effekterna* från balanseringen?

Hur AP-fonderna väljer att förhålla sig till balanseringen påverkar också hur man hanterar neutraliteten mellan olika pensio-

⁸ Systemets känslighet för tillfälliga förändringar i avgiftsnettot och avkastningen på buffertkapitalet minskar vid en stark finansiell ställning och större marginaler.

närsgenerationer. Därtill kommer definitionen av tidshorisont som inte är ett självklart val. Bör avvägningen mellan balansering och generationsneutraliteten ta hänsyn till alla framtida generationer eller de närmaste tjugo, femtio eller sjuttiofem åren?

Som beskrivs närmare i kapitel 2 styrs pensionssystemets balanstal av kvoten mellan avgiftstillgången och pensionsskulden. Om balanstalet ligger nära ett är systemet känsligt för avgiftsnettot, förhållandet mellan årets avgiftsinkomster och pensionsutbetalningar. Då ökar också betydelsen av buffertkapitalets avkastning. Om avgiftsnettot är kraftigt negativt är möjligheten för buffertkapitalet att motverka en balansering begränsad. Om avgiftsnettot är svagt negativt ökar dock betydelsen av buffertkapitalets avkastning för om balanseringen ska aktiveras eller inte. En ambition om att bidra till att förhindra balansering genom högre förväntad avkastning innebär emellertid ökad risk, även i termer av utgående pensioner.

För att buffertkapitalet ska bidra positivt till balanstalet krävs att avkastningen överträffar inkomstindex. I regeringens senaste utvärdering (skr. 2011/12:130) jämförs den ackumulerade avkastningen för förvaltningen av buffertkapitalet med den ackumulerade utvecklingen av inkomstindex.

Avkastningen för AP-fonderna negativ de första åren i samband med kraftiga börsfall som orsakades av att it-bubblan brast. Först år 2005 var AP-fondernas ackumulerade avkastning högre än motsvarande utveckling av inkomstindex. AP-fondernas utveckling fortsatte att överträffa inkomstindex fram till finanskrisen år 2008. Det året var AP-fondernas avkastning -21,6 procent vilket bidrog till att förstärka omfattningen av balanseringen som trädde ikraft. Efter detta ändrades reglerna så att AP-fondernas avkastning i balanstalet beräknas som ett treårigt medelvärde. En positiv avkastning för buffertkapitalet efterföljande år har medfört att buffertkapitalets ackumulerade avkastning från och med 2010 överstiger inkomstindex.

Sedan januari 2001 tom. 2011 har buffertkapitalets genomsnittliga avkastning varit 3,4⁹ procent per år samtidigt som inkomstindex har ökat med 3,1 procent per år (skr. 2011/12:130). Detta kan relateras till de antaganden som ligger till grund för framskrivningen av pensionssystemets finansiella ställning i basscenariot där avkastningen

⁹ Avkastningen avser perioden 1 januari 2001 tom 31 december 2011.

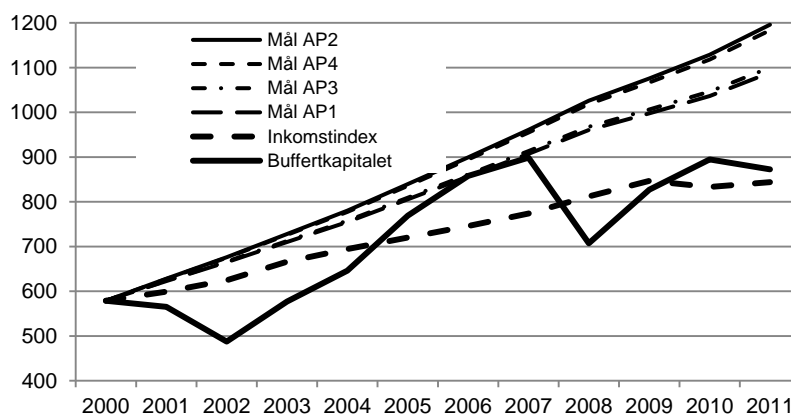
på buffertkapitalet antas överstiga inkomstindex med 1,45 procentenheter.¹⁰

Enligt argumenten i förarbetena skulle ett avkastningsmål knutet till inkomstindex att innebära en förvaltning med för lågt risktagande. Fondernas egna mål är betydligt högre än den förväntade utvecklingen för inkomstindex och även högre än de antaganden som används i basscenarot för pensionssystemets finansiella ställning. AP-fondernas avkastningsmål varierar mellan 4–5 procent realt per år över en längre period vilket motsvarar cirka 5–6 procent nominellt beroende på inflationsantagande (se Tabell 6.1).

Den nominella utvecklingen för inkomstindex och buffertkapitalet illustreras tillsammans med Första-Fjärde AP-fondernas nominella avkastningsmål i Diagram 6.2. Den faktiska utvecklingen ligger markant lägre än fondernas mål.

Diagram 6.2 Utvecklingen för buffertkapitalet och inkomstindex jämfört med Första-Fjärde AP-fondernas avkastningsmål

Miljarder kronor



Källa: Regeringen.

För att fondernas avkastning ska kunna förhindra en balansering som annars skulle ha inträffat krävs ambitiösa avkastningsmål och därmed ett högt risktagande. Det kan diskuteras om balanseringsmekanismen har fått för stor roll i ALM-analysen och tvingat fonderna till ett alltför högt risktagande för att kunna uppnå för-

¹⁰Avkastning på buffertkapital på 3,25 procent minus 1,8 procent för inkomstindex.

väntad avkastning. Med undantag för något enstaka år har ingen av fonderna lyckats uppnå sina mål. Målen i sig har heller inte ifrågasatts eller utvärderas av riksdag eller regering.

Utredningen anser att det är anmärkningsvärt att avkastningsmålet som bestämmer fondens strategiska portfölj *inte* har utvärderats eller ställts i relation till pensionssystemets utveckling av sedan nuvarande AP-fondsstruktur etablerades.

Tabell 6.1 AP-fondernas mål och realiserad avkastning

	Avkastningsmål	Realiserad avkastning juli 2001-dec2011
AP1	Genomsnittlig nominell avkastning efter kostnader på 5,5 procent per år mätt över en rullande femårsperiod på den totala portföljen.	Nominellt 3,9 procent
AP2	Långsiktig reall avkastningsantagande med 5,0 procent per år motsvarande 6,4 procent nominellt.	Nominellt 4,1 procent
AP3	Långsiktig real avkastning om minst 4% per år motsvarande 5,6 procent nominellt per år	Nominellt 3,9 procent
AP4	Fondens reala, det vill säga inflationsjusterade totala avkastning, ska uppgå till i genomsnitt 4,5% per år sett över en tioårsperiod motsvarande 6,3 procent nominellt per år.	Nominellt 3,7 procent

Källa: Årsredovisning 2011 för respektive fond och McKinsey 2011 och 2012.

6.4.4 Investeringshorisontens betydelse för målet

I remissvaren till AP-fondspromemorian (Ds 1999:38) framkom önskemål om tydligare precisering av placeringshorisonten för buffertkapitalet då målet för förvaltningen är långsiktigt hög avkastning. Regeringen betonade att buffertkapitalets främsta uppgift, att utjämna demografiskt styrda svängningar i avgiftsnettot som sträcker sig över decennier, talar för en lång placeringshorisont:

Belastningen på pensionssystemet och därför på pensionskapitalet är till följd av demografiska faktorer störst under perioden 2010–2050. Enligt Regeringens uppfattning är det därför nödvändigt för buffertfonderna att ha en horisont som minst sträcker sig 40–50 år framåt i tiden när tillgångsallokeringen bestäms (prop 1999/2000:46 s. 78).

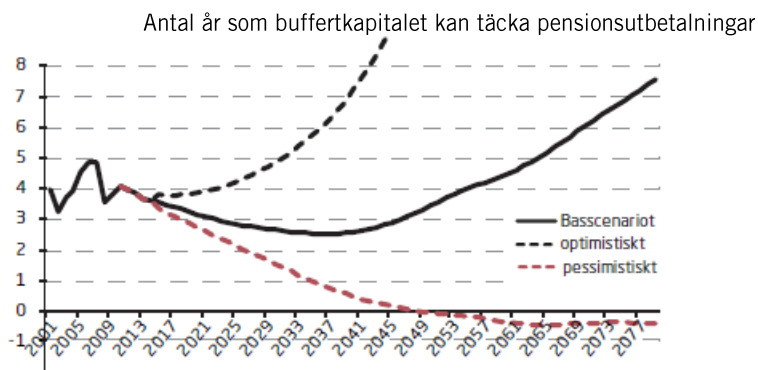
Regeringen garderar sig även med att placeringshorisonten kan vara längre än så och tar sig också rätten att precisera sin syn på detta i den årliga utvärderingen.

I teoretiska resonemang och ekonomiska modeller används ofta långa placeringshorisonter för att illustrera ekonomiska och finansiella samband. I verkligheten består den långa horisonten av flera kortare perioder som kan skilja sig åt i flera avseenden, t.ex. demografisk och samhällsekonomisk utveckling och förhållandet mellan risk och avkastning för investeringar.

En investerare med lång placeringshorisont kan dra fördel av dessa variationer och har möjligheten att vara uthållig, kontrycklig och tåla volatilitet. Detta bör vara i linje med AP-fondernas uppdrag som pensionsreservfond i ett pensionssystem men förutsätter en flexibilitet i förvaltningen som inte skapas i nuvarande styrmodell.

I Pensionsmyndighetens Orange Rapport analyseras pensionsystemets finansiella stabilitet på 75 års sikt vilket kan anses som lång sikt i sammanhanget. I Diagram 6.3 illustreras fondstyrkan, det vill säga fondkapitalet vid årets slut dividerat med samma års pensionsutbetalningar. Fondstyrkan visar hur många års pensionsutbetalningar som buffertkapitalet kan finansiera. Sedan 1990 har fondstyrkan i genomsnitt legat kring 4-5 år. Ett ökande antal ATP-pensionärer ger ett negativt avgiftsnetto som minskar fondstyrkan framöver.

Diagram 6.3 Fondstyrka



Källa: Orange Rapport 2012.

I basscenariot med en real avkastning på 3,25 procent för buffertkapitalet (dvs. väsentligt högre än buffertfondernas avkastning sedan år 2001) medför det negativa avgiftsnettot att fondstyrkan

minskar till som lägst 2,5 års utbetalningar kring år 2040.¹¹ I det optimistiska scenariot antas en real avkastning på 5,5 procent per år vilket innebär att systemet kan klara av ett större avgiftsunderskott. År 2035 motsvarar fondens storlek cirka 6 års pensionsutbetalningar och ökar upp till 18 år 2060. I det pessimistiska scenariot antas en real avkastning på 1 procent för buffertkapitalet vilket får konsekvensen att kapitalet tar slut cirka år 2050. Lånerätten från Riksgälden säkerställer dock pensionssystemets funktion.

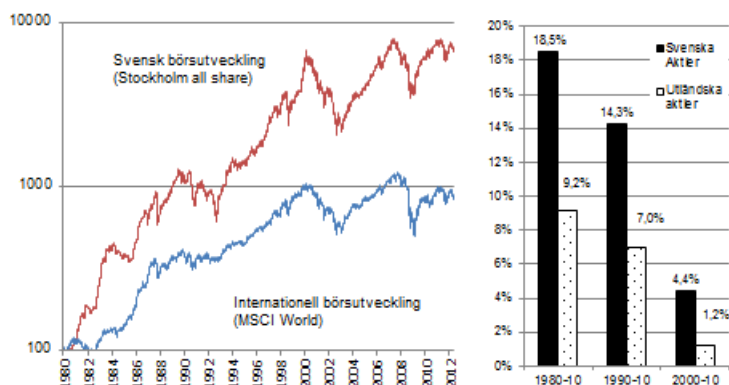
Oavsett vilket scenario man tror på skulle en placeringshorisont på 30 år respektive 70 år sannolikt medföra olika risktolerans för förvaltningen av buffertkapitalet vilket betonar vikten av ett mål som relateras till en definierad tidshorisont. En långsiktig placeringshorisont är nödvändig och en pensionsreservfonds största komparativa fördel. För att till fullo kunna dra nytta av denna fördel och därmed vara till största nytta för pensionssystemet krävs en väl definierad tidshorisont för buffertkapitalets mål och förvaltningens mandat som sedan tydligt backas upp av huvudman, styrelse och ledning.

6.4.5 Marknadsförutsättningar

Marknadsförutsättningarna för att uppnå en hög avkastning varierar också. En historisk tillbakablick vittnar om genomsnittliga avkastningar som skiljer sig märkbart beroende på vilken placeringshorisont som avses. Som diskuteras närmare i kapitel 3 utmärker sig 2000-talet genom att dels visa upp en relativt låg genomsnittlig aktieavkastning, dels en kraftigt ökad volatilitet. I Diagram 6.4 fördelas avkastningen på olika tidsperioder där avkastningen på 2000-talet framstår som blygsam jämfört med tidigare perioder. Vad som skulle framgå av en ytterligare uppdelning perioden 2000–2010 är att den genomsnittliga avkastningen på 4,4 procent innehåller kortsiktiga variationer mellan plus 40 procent och minus 40 procent.

¹¹ Detta kan jämföras med basscenariot i förra årets orange rapport där fondstyrkan minskade till 1,15 år som lägst vilket beror på förändrade antaganden om högre sysselsättning bland invandrare och äldre. I SCB:s senaste befolkningsprognos minskar dödligheten vilket allt annat lika skulle påverka avgiftsnettot och fondstyrkan i negativ riktning. Detta illustrerar känsligheten av hur ingående variabler påverkar framskrivningar.

Diagram 6.4 Historisk avkastning på internationella och svenska börsen beror på definierad tidshorisont



Källa: Bloomberg, McKinsey.

6.4.6 Behov av förtydliganden

Lagens formulering och propositionens vägledning har av AP-fonderna tolkats som en portfölj med hög förväntad avkastning. Det innebär att fonderna i praktiken har strävat efter en så hög aktieandel som lagens placeringsrestriktioner tillåter.¹² Den i lagen stipulerade gränsen på minst 30 procent i räntor med hög likviditet och lång kreditrisk har av fonderna betraktats som lagstiftarens definition av risktolerans för placeringsverksamheten.

I linje med placeringsreglerna och fondernas tolkning av risk och avkastning har den höga aktieandelen till stora delar upprätthållits under 2000-talet, även under finanskrisen 2008 vilket bidrog till att buffertkapitalet som helhet uppvisade en negativ avkastning på -21,6 procent.

Denna negativa avkastning var endast en av flera bidragande faktorer bakom behovet av balansering i systemet. Fonderna fick dock utså en hel del kritik för balanseringen inträffade och den politiska toleransen för kraftiga (negativa) variationer i avkastning sattes på prov.

Tanken bakom att låta fonderna tolka den vaga formuleringen om hög avkastning och låg risk var dels att säkerställa politisk

¹² Lagens placeringsriktlinjer har dock hindrat fonderna från att diversifiera portföljen i den utsträckning som de har önskat (se vidare i kapitel 10).

oberoende, dels att uppnå riskdiversifiering med fyra olika strategiska analyser och förvaltningar.

Efter tio års erfarenhet kan konstateras att den nuvarande ordningen har bidragit till att ett helhetsperspektiv för buffertkapitalet och dess roll i pensionssystemet helt saknas. Med Pensionsmyndighetens kunskaper om pensionssystemets funktionssätt kan det tyckas anmärkningsvärt att samarbetet mellan AP-fonderna och Pensionsmyndigheten inte är mer integrerat. En bra analys förutsätter ett bra analysunderlag vilket bör vara ett gemensamt intresse för Pensionsmyndigheten och AP-fonderna och en naturlig utgångspunkt borde därför vara att tidshorisonter och olika antaganden är relaterade till varandra. För pensionsbolagen och de ömsesidiga livförsäkringsbolagen, är det en självklarhet att det finns ett intimt och löpande samarbete mellan aktuarien och dennes bedömningar om pensionsskuldens utveckling och investeringschefens syn på förutsättningarna avseende avkastning och risk.

Utredningen bedömer också att bristen på helhetsperspektiv påverkar systemets legitimitet. Det yttersta ansvaret för att kommunicera ett mål som innefattar avkastningsmål, risktolerans och tidshorisont för buffertkapitalet bör ligga hos en huvudman med förmågan och befogenheten att besluta om målet, kommunicera målet till allmänheten och även försvara målet vid behov.

Om det mål som fastställs för fonderna baseras på en bedömning av att hög förväntad avkastning och hög risk gynnar pensionssystemet, då ska detta också försvaras utåt vid tillfällen av negativ avkastning för buffertkapitalet. Om däremot målformuleringen tar fasta på en lägre risknivå och därmed en lägre förväntad avkastning ska detta försvaras när fonderna uppnår en lägre avkastning än utvecklingen på till exempel aktiemarknaden under goda år. Likaledes ska förvaltningens prestation kunna särskiljas från en aktivering av balanseringen om denna beror på att avgiftstillgången ökat i långsammare takt än pensionsskulden.

Att överlåta ansvaret på fyra fonder, som enligt lag ska vara oberoende från varandra, har försvårat möjligheten att formulera ett sammanhållet budskap i den offentliga debatten och möta kritik från media och samhälle. Det finns också en viss förvirring i samhällsdebatten kring förväntningarna på vad AP-fonderna *ska* uppnå och *har möjlighet* att uppnå. Otydligheten har öppnat för att jämförelse mellan fonderna. Fokus på inbördes jämförelse kan också ha ökat betydelsen av sk Peer Grouping och bidragit till fondernas

ovilja att avvika från de övriga genom att exempelvis en mer aktiv allokering eller ett omprövande av avkastningsmål till följd av ändrade marknadsförutsättningar.

6.5 Sammanfattning och kommentarer

Den demografiska strukturen kommer att variera över tid och därmed förändra pensionssystemets finansiella ställning. Under perioder när pensionssystemet är finansiellt stabilt kan bedömningen av risktoleransen för förvaltningen av kapitalet vara en annan än i perioder när pensionssystemets finansiella ställning är svagare.

Marknadsförutsättningarna för buffertkapitalet kommer också att variera över tid vilket påverkar målet. Vissa perioder kommer det löna sig bättre att ta högre risk än andra perioder där buffertkapitalet ska dra nytta av sin komparativa fördel av att vara långsiktig. Det innebär t.ex. att kunna köpa aktier i en nedgång på aktiemarknaden och sälja när aktier är högt värderade.

Målet för buffertkapitalet måste därför vara ett resultat av avvägningen mellan bedömningen av pensionssystemets behov och marknadsförutsättningarna för att uppnå målet. På det sättet kan målet för buffertkapitalet relateras till pensionssystemets behov men också särskiljas från systemets funktionssätt (balanseringsmekanismen).

En flexibilitet i målet är fundamental för att säkerställa att buffertkapitalets legitimitet upprätthålls på bästa sätt och kräver ett huvudmannaskap som kan kommunicera och stå upp för detta. Det förutsätter också en analys som integrerar buffertkapitalet i pensionssystemet i högre utsträckning vilket kräver ett ökat samarbete mellan Pensionsmyndigheten och buffertkapitalet.

För att motivera en separerad förvaltning av buffertkapitalet måste dock inkomstindex överträffas över en definierad tidsperiod. Detta kan vara en utgångspunkt för analysen av förvaltningsmandatets utformning med avseende på avkastning och risk.

7 Styrningsmodeller

En förutsättning för en effektivt fungerande kapitalförvaltning är ett väldefinierat uppdrag och mål samt en effektiv styrning för att uppnå målet. I föregående kapitel diskuterades behov och förslag för att tydliggöra buffertkapitalets uppdrag och mål. Effektiv kapitalförvaltning kräver en tydlig ansvarsfördelning mellan ett antal roller.

- Uppdragsgivare (kapitalägare)
- Uttolkare
- Utförare (kapitalförvaltare)
- Utvärderare.

Uppdragsgivaren är den som äger kapitalet och den som fattar det grundläggande beslutet att kapitalet ska riskeras/förvaltas för att generera avkastning och intäkter. Ägaren är även normalt den som bestämmer målsättningen för förvaltningen av kapitalet, dvs. ikläder sig rollen som uttolkare. Av praktiska skäl finns det särskilt när det gäller förvaltningen av pensionskapital anledning att separera dessa båda roller. Kapitalet ägs ofta av ett stort antal pensionssparare och det är inte möjligt för varje enskild ägare att vara med och formulera mål för förvaltningen. I stället skapas ofta en enhet som ges i uppdrag att representera kapitalägarna och vara uttolkare i deras ställe. Uttolkarens ansvar är exempelvis att kvantifiera uppdraget till ett mål som utgår från kapitalägarens behov och att ge mandat till förvaltningen.

Utförarens uppgift är att inom givet mandatet uppnå målet genom vald investeringsstrategi. Utvärderaren följer upp hur väl utföraren har uppfyllt målet.

Att organisera förvaltningen av kapitalet så att en effektiv styrning uppkommer är av största vikt. Akademiska studier pekar på att en bra styrning kan innebära en skillnad på mellan 1–2 procentenheter per år i avkastning vilket betonar vikten av en bra uppbyggnad av styrningen av förvaltningen av fondmedlen där en tyd-

lig åtskillnad på rollerna som uppdragsgivare/uttolkare och utförare är en del (se exempelvis Ambachtsheer, 2006; Clark & Urwin, 2008). Om vi antar att en förbättrad styrning kan generera 0,5 procentenheter extra i avkastning på kapitalet innebär det ökad årlig avkastning med 4,25 miljarder kronor för ett kapital på 850 miljarder kronor. Detta ska t.ex. sättas i relation till kostnaderna för AP-fonderna som uppgår till cirka 1,6 miljarder enligt senaste årsredovisningen för pensionsystemet, Orange Rapport (Pensionsmyndigheten, 2012).

Detta kapitel inleder med en beskrivning av generella problem med styrning som kan uppstå i en pensionsreservsfond och vad forskning och praxis anser kännetecknar en effektiv styrning. Därefter beskrivs nuvarande AP-fondsstruktur som också jämförs med relevanta svenska myndigheter och internationella pensionsreservsfonder. Mot bakgrund av identifierade behov av förbättringar diskuteras alternativa förslag på styrning och organisation.

7.1 Agentproblem och dess konsekvenser för styrning i en pensionsreservsfond

En vanlig utgångspunkt för diskussion och analyser av styrning är den s.k. principal-agentteorin där principalen är ägaren/huvudman/uppdragsgivaren och agenten är utföraren. Vid förvaltningen av det svenska buffertkapitalet kommer en mängd intressenter att engageras i olika positioner och roller för olika uppgifter. Det är framför allt de anställda vid fonden och fondens styrelse men också riksdagsledamöter, statsråd och tjänstemän i regeringskansliet samt externt anlitate förvaltare och rådgivare. Utmaningen vid utformningen av en styrstruktur är just att få dessa agenter att konsekvent agera för huvudmannens (principalens) bästa.

Motsvarande utmaning finns även i styrningen av privata bolag och pensionsfonder men för statliga pensionsfonder finns det två komplicerande omständigheter:

- Att definiera/identifiera den grupp vars intressen ska tillvaratas (huvudman/uppdragsgivare).
- Vem ska representera uppdragsgivaren.

Att definiera huvudmannen/uppdragsgivaren som nuvarande och framtida pensionärer leder inte framåt eftersom det är en så stor och diffus grupp att den inte kan utöva en effektiv styrning och

kontroll över förvaltningen. Istället måste man söka efter någon som kan representera nuvarande och framtida pensionärer. Det är naturligt att riksdag, regering eller motsvarande träder in i och tar rollen som uppdragsgivare ("huvudagent"). Vilket i sig inte är helt oproblematiskt då – beroende på pensionssystemets konstruktion – nuvarande och framtida pensionärer kan ha direkt motstridiga intressen när målet för förvaltningen ska beslutas.

I ett aktiebolag sker styrningen i princip i tre steg. Ägarna har möjlighet att komma till tals på bolagsstämman, som lägger fast bolagsordningen, utser styrelse och beslutar eventuella stämmodirektiv. Mellan stämmorna sköts den övergripande förvaltningen av bolaget, frågor rörande organisation, affärsverksamhetens inriktning osv, av styrelsen utifrån bolagsordning och stämmodirektiv. Den dagliga driften av bolaget sköts av VD som utsetts av styrelsen.

Jämfört med ett aktiebolag innebär en statlig verksamhet att ytterligare en dimension tillkommer som inte gör sig lika starkt påmind i ett aktiebolag nämligen relationen mellan väljare och politiker. Vilket i sig förstärker agentproblematiken.

Agentproblemen i statlig verksamhet kan dels hänföras till detta politiska perspektiv vilket innebär att det finns olika mål som är mer eller mindre tydligt uttalade och där inblandade politiker exempelvis kan drivas av politiska hänsyn. Ett annat är ledningsperspektivet som tar fasta på svårigheterna att skapa rätt incitament jämfört med möjligheterna i privata alternativ. I privat sektor är ägarrollen tydligare och det finns ofta en tydligare koppling mellan belöning och prestation. För statliga pensionsfonder ställs det därför extra krav på styrningsstrukturen för att reducera så mycket som möjligt av de olika agentproblemen med syfte att förvaltningen ändå kan ske på ett effektivt sätt utifrån vad som är bäst för huvudmännen.

Agentproblemen innebär en risk för att det som utförs i pensionsfonden inte ligger i linje med pensionärernas intressen. Ett betydande potentiellt problem är att de som fattar besluten inte själva står risken.

Ett annat problem är att de som utför arbetet har personliga värden att maximera som inte sammanfaller med huvudmannens. Dessa problem är dock inte enbart ett fenomen för statlig verksamhet utan ett generellt problem vid förvaltning av stora kapital.

Privata pensionsfonder övervakas i de flesta länder av en finansinspektion som innebär en formell kontrollfunktion. Därtill utövas en naturlig kontrollfunktion i form av konkurrensutsättning vilket

tillsammans verkar för att minska agentproblematiken. Det går alltid att diskutera hur effektivt dessa kontrollmekanismer fungerar men för statliga pensionsfonder saknas både finansinspektion och konkurrens vilket betyder att en lämplig styrning måste konstrueras.

7.2 Oberoende och ansvar

7.2.1 Oberoende

Vid en diskussion om den övergripande styrningen av AP-fonderna är oberoende ett viktigt begrepp att hålla ordning på. "Oberoende" kan användas i förhållande till tre olika dimensioner som är viktiga att särskilja. I första hand används begreppet oberoende när AP-fondernas ställning i förhållande till varandra beskrivs, i andra hand används begreppet när AP-fondernas i förhållande till regering och riksdag diskuteras och i tredje hand används oberoende när man diskuterar förhållandet mellan uttolkare och utförare samt hur dessa roller organiseras.

I lagen anges att fonderna är från varandra oberoende statliga myndigheter. Fonderna är således inbördes oberoende och ska konkurrera med varandra när det gäller placeringsverksamheten.

Vidare har fonderna en fri och oberoende ställning gentemot riksdagen och regering. Nedan kommer detta att utvecklas närmare.

När det gäller förhållandet mellan uttolkare och utförare avses med oberoende i detta sammanhang i första hand strävan att organisatoriskt separera dessa roller åt.

7.2.2 Balansgång mellan oberoende och delegering av ansvar

Ett grundläggande problem för varje pensionsreservsfond är bristen på tydligt huvudmannaskap då nuvarande och framtida pensionärer äger kapitalet. Rollen som uppdragsgivare har i stället – vilket faller sig naturligt när det är ett offentligt socialförsäkringssystem – antagits av riksdag eller regering eller motsvarande.

Den stora utmaningen för huvudmannen är sedan att organisera förvaltningen av kapitalet så att bra förutsättningar för en effektiv kapitalförvaltning föreligger samtidigt som förvaltningen av kapitalet skyddas från otillbörliga politiska intressen som att använda

kapitalet för andra syften eller att påverka investeringar för att gynna sociala eller näringspolitiska syften.

Samtidigt kan det hävdas att förvaltningens oberoende aldrig får drivas så långt att oberoendet kommer till priset av bristande allmänt förtroende och legitimitet för fonden och dess förvaltning. Detta kan vara en risk om det politiska ansvaret blir alltför frikopplat från styrning och uppföljning av kapitalförvaltningen.

Hur dessa frågor har löst varierar internationellt. I vissa länder accepterar/önskar man att riksdag eller regeringen tar stort ansvar och tydligt tar sig rollen som både uppdragsgivare och uttolkare medan utföraren är mer självständig. I andra länder har man vid utformningen av pensionsfonder betonat självständighet och således har parlament och regering avsagt sig rollen som uttolkare och överlämnat den till ett oberoende organ. Nedan redogörs mer i detalj för hur man löst dessa frågor beträffande AP-fonderna.

7.3 AP-fonderna kännetecknas av en hög grad av oberoende sinsemellan och gentemot riksdag och regering

Utredningens bedömning: Fonderna är formellt att betrakta som från varandra oberoende statliga myndigheter i vilka regeringens möjlighet att påverka har inskränkts. Av lagen framgår att regeringen bara utövar inflytande genom att: utse styrelser, inklusive ordförande och vice ordförande, bestämma arvode och andra ersättningar till ledamöter i styrelserna, utse revisorer, fastställa fondernas resultat- och balansräkningar och att årligen utvärdera förvaltningen av fondmedlen i efterhand.

I prop. 1999/2000:46 s. 122 anges att de nya fonderna ska vara fristående från varandra och oberoende i sin löpande förvaltning gentemot regering och riksdag.

Vad som avses med fondernas *inbördes oberoende* utvecklas i förarbetena (prop. 1999/2000:46 s. 124). Där anges att fonderna "konkurrerar" med varandra när det gäller placeringsverksamheten, dvs. strategisk och taktisk tillgångsallokering samt värdepappersval. Detta hindrar dock inte att fonderna samarbetar om administrativa tjänster. Fondernas inbördes oberoende kommer också direkt till uttryck i lagen.

Att fonderna är ”oberoende i den löpande förvaltningen” gentemot riksdag och regering anges däremot inte direkt i lagen. I 1957 års Pensionskommittés promemoria med förslag om fondförvaltning m.m. i samband med en utbyggd pensionering (SOU 1958:4) anfördes att fonden bör ha en fri och självständig ställning. Motivet för detta var att förslagsställarna till den författningsreglerade tilläggs pensioneringen har förutsatt att pensionsfonden inte ska utgöra någon del av statens eller företagens förmögenhet. 1957 års pensionskommitté förordade därför att pensionsfonden blir en fristående institution, som i alla avseenden förvaltas självständigt av sin styrelse. Vidare anförde kommittén att uppbyggandet av pensionsfonden främst motiveras av samhällsekonomiska skäl, och att en integration av fonden med statsfinanserna därför kan vara naturlig. Kommittén avvisade dock detta tankesätt eftersom de psykologiska förutsättningarna för att nå det samhällsekonomiskt motiverade målet – en hög kapitalbildningstakt – inte bara reduceras utan tvärtom ökas, om myndigheter, företag och löntagare betraktar de till fonden avsatta medlen som fristående tillgångar. (SOU 1958:4 s. 33) I efterföljande lagstiftningsarbete skedde i detta hänseende inte någon avvikelse i förhållande till kommittéens förslag (prop. 1959:100 s. 75).

I samband översynen av AP-fondens roll i det reformerade pensionssystemet anförde regeringen att de enskilda fonderna även fortsättningsvis bör ha en fri och oberoende ställning i sin löpande förvaltning gentemot regering och riksdag. (prop. 1999/2000:46 s. 122).

Lagen ger de således de enskilda AP-fonderna i den löpande verksamheten en självständig ställning i förhållande till regeringen. Regleringen avviker således från vad som i allmänhet gäller för statliga myndigheter (se 12 kap. 1 § regeringsformen samt nedan). Förfarandet har stöd i 8 kap. 8 § regeringsformen. Genom lagformen kommer bestämmelserna enligt 8 kap. 18 § regeringsformen att även omfattas av den s.k. formella lagkraftens princip. Det innebär att beslutanderätten inte kan tas tillbaka utan beslut av riksdagen i lag.

Fonderna är således formellt att betrakta som statliga myndigheter även om regeringens möjlighet att påverka har till stor del inskränkts.

Av lagen framgår att regeringen utövar inflytande genom att:

- utse styrelser, inklusive ordförande och vice ordförande (3 kap. 2–3 §§),

- bestämma arvode och andra ersättningar till ledamöter i styrelserna (3 kap 11 §),
- utse revisorer (6 kap. 5 §),
- fastställa fondernas resultat- och balansräkningar(7 kap. 1 §), och
- årligen utvärdera förvaltningen av fondmedlen i efterhand (7 kap. 1 §).

Lagens nuvarande utformning innebär således att fonderna alltjämt i princip kan sägas vara fristående institutioner, som i alla avseenden förvaltas självständigt av sin styrelse.

Fondernas oberoende och självständiga ställning har betonats i samband med Konstitutionsutskottets (KU) granskning av regeringens riktlinjer för anställningsvillkor för ledande befattningshavare i AP-fonderna (2009/10:KU20). I riktlinjerna angavs att AP-fonderna bör verka för att ersättningsprinciperna i riktlinjerna så långt som möjligt även tillämpas i företag där fonderna direkt eller genom ett företag är delägare. Anmälaren ville att KU skulle granska huruvida regeringens riktlinjebeslut var förenligt med gällande lagstiftning och om beredningen av ärendet skett i enlighet med gällande beredningskrav.

I sitt ställningstagande skriver KU att AP-fonderna i sin förvaltning inte får ta närings- eller ekonomisk-politiska hänsyn, men att de ska bidra till samhällsintresset genom att ta hänsyn till miljö och etik utan att göra avkall på målet om hög avkastning. Ägarrollen ska också utövas med särskilt beaktande av den starka statliga prägel.

KU konstaterar vidare att regeringen enligt förarbetena till lagen om AP-fonderna har möjlighet att förtydliga sin syn på pensionsystemets åtagandesida och förvaltningsuppdraget i övrigt. Av förarbetena framgår vidare att ansvaret för fondernas profil när det gäller hur etik- och miljöhänsyn ska tas i fondernas förvaltning åvilar de enskilda fondstyrelserna, men att regeringen har möjlighet att precisera sin syn i detta avseende.

KU gör sedan följande bedömning:

AP-fondernas oberoende ställning slås fast i lag. Vid beslut om att utfärda riktlinjer och vid utformningen av riktlinjer måste en noggrann avvägning göras, så att AP-fondernas oberoende ställning upprätthålls. Riktlinjer som regeringen utfärdat kan inte anses formellt bindande för

fonderna. Det är först genom beslut av styrelsen som riktlinjerna kan omsättas i verksamheten.

Finansutskottet har berört frågan om fondernas legala ställning i samband med Redovisningen av AP-fondernas verksamhet 2009 (2010/11:FiU6). Utskottet föreslog att Riksdagen skulle avslå en motion om att det bör genomföras en översyn av regeringens möjligheter att ge direktiv till AP-fonderna i frågor som rör miljö och etik belyst frågan om fondernas legala ställning.

Efter att ha redogjort för konstitutionsutskottets bedömning. Anförde finansutskottet att KU:s ställningstagande är noggrant övervägt och väl formulerat. Ställningstagandet är också generellt till sin karaktär och täcker därmed även andra frågeställningar än det specifika fallet. Detta innebär enligt finansutskottets mening att det i dagsläget inte finns något behov av att ytterligare belysa riktlinjernas legala ställning.

Efter att regeringens riktlinjer för anställningsvillkor för ledande befattningshavare i fonderna, som i dess nuvarande form beslutades i april 2009, har fonderna reviderat sina riktlinjer för bolagsstyrning, enligt vilka kraven på ersättningsvillkor delvis har stärkts. Första–Fjärde AP-fonderna understryker dock i de egna riktlinjerna att det är styrelsernas ansvar att föreslå ersättningsvillkor utifrån bolagets specifika förutsättningar. I några uppmärksammade fall har fondernas riktlinjer lett till att fonderna har röstat emot förslag som regeringen uttalat stöd för vid bolagsstämma. Regeringen konstaterade i anledning härav i regeringens årliga utvärdering (Skr. 2010/11:130 s. 92) att styrelserna har ansvaret för fondernas agerande, både i rollen som ägare av bolag och för ersättningsvillkor i fonderna. Regeringen kan konstatera att fonderna i rollen som ägare av börsbolag har agerat för andra ersättningsvillkor än de som finns uttalade i regeringens riktlinjer.

7.4 Oberoendets konsekvenser för styrning

7.4.1 Vad är fonderna?

Utredningens bedömning: Buffertkapitalets roll är att utgöra en buffert för pensionssystemet så att avgifterna kan hållas konstanta över tiden. Det är en roll som inte bör sammanblandas med myndighetens roll som är att förvalta buffertkapitalet utifrån lagens bestämmelser.

Det är relativt oklart vad som faktiskt avses med benämningen AP-fonder i lagen och annars. Är det myndigheten, kapitalet eller både och? Frågan uppmärksammades av Kammarkollegiet i remissvaret till AP-fondsprogrammet (Ds 1999:38). Kammarkollegiet ifrågasatte lämpligheten att använda beteckningen fond i namnet på en myndighet eftersom det kan leda till oklarheter om det är det förvaltade kapitalet eller myndigheten som när ordet fond som användas. Regeringen anförde att risken för missförstånd inte skulle överdrivas. Vidare hade beteckningen AP-fond använts under lång tid utan några praktiska problem (prop. 1999/2000:46 s. 142).

Av formuleringen i 1 kap. 1 § ligger det nära till hands att dra slutsatsen att det är myndigheterna som avses. Detta stärks av att AP-fonderna inte upprättar någon särskild årsberättelse för fondkapitalet utan AP-fondernas redovisning påminner mer om sättet ett investmentbolag redovisar på. Begreppet AP-fond troligen ska uppfattas som både kapitalet och myndigheten som förvaltar det. Ordningen innebär att fonderna är både kapitalägare och kapitalförvaltare. Samtidigt har buffertkapitalet getts en relativt otydliga roll i förhållande till myndigheten. Detta får till följd att buffertkapitalets roll hamnar i skymundan på myndighetens bekostnad. Det kan lätt uppfattas som att det är fyra myndigheter (AP-fonderna) som har en roll att fylla i pensionssystemet inte kapitalet i sig. Något som i sig inte verkar för en effektiv styrning av förvaltningen av buffertkapitalet.

Buffertkapitalets roll är att utgöra en buffert för pensionssystemet så att avgifterna kan hållas konstanta över tiden. Det är en roll som inte bör sammanblandas med myndighetens roll som är att förvalta buffertkapitalet utifrån lagens bestämmelser.

7.4.2 AP-fondernas självständiga ställning innebär att de kommit att vara både uttolkare och utförare

Utredningens bedömning: AP-fonderna har i dag att själva tolka lagens övergripande bestämmelse om mål med placeringsverksamheten till ett mer konkret och mätbart mål. (Fonderna är sina egna huvudmän.)

Regeringen, som inledningsvis efter reformen utvärderade och uttryckte sig positivt rörande de mål som fonderna satt, har inte vid de senaste årliga utvärderingarna närmare förtydligat sin syn på pensionssystemets åtagandesida eller de olika mål som AP-fonderna satt.

Det är anmärkningsvärt att regeringen inte har utvärderat de mål som fonderna satt för sin verksamhet under den senaste tioårsperioden med tanke på den turbulenta tid som varit på finansmarknaden med förändrade marknadsförutsättningar.

AP-fondernas nuvarande struktur gör att det inom fonderna är svårt att organisatoriskt separera på beslutet om målet och de övergripande operativa besluten om kapitalförvaltningen. AP-fonderna har inte att uppnått den grundläggande organisatoriska åtskillnaden av den som beslutar mål för förvaltningen och den som utför den.

När AP-fondernas roll i det reformerade pensionssystemet fastställdes och den nuvarande ordningen skapades diskuterades förutsättningarna för en effektiv förvaltning (prop. 1999/2000:46 s. 70 f). Regeringen konstaterade det är viktigt att ett så entydigt och väl definierat mål som möjligt sätts upp för förvaltningen. Vidare konstateras att särskilda uppgifter som påverkar fonderna kan innebära målkonflikter, förhindra en effektiv förvaltning och försvåra utvärderingen. Till exempel bör inte fonderna ges näringspolitiska uppgifter. Inte heller arbetsmarknadspolitiska, regionalpolitiska eller andra ekonomiska politiska uppgifter bör finnas.

Målet för förvaltningen diskuterades ingående i förarbetena och utmynnade i att det övergripande mål som funnits sedan fondsystemets införande behölls med viss språklig justering. I 4 kap. 1 § lagen anges att:

Första–Fjärde AP-fonderna ska förvalta fondmedlen på sådant sätt att de blir till största möjliga nytta för försäkringen för inkomstgrundad ålderspension.

Den totala risknivån i fondernas placeringar ska vara låg. Fondmedlen ska, vid vald risknivå, placeras så att långsiktigt hög avkastning uppnås.

Fonderna ska i sin placeringsverksamhet ha nödvändig beredskap för att kunna överföra medel till Pensionsmyndigheten.

De närmare målen för förvaltningen ankommer det på styrelsen i de enskilda fonderna att lägga fast i de årliga verksamhetsplanerna (4 kap. 2 §). Verksamhetsplanen ska bland annat innehålla en placeringspolicy. I placeringspolicyn ska det övergripande målet om långsiktig hög avkastning vid vald risknivå operationaliseras. Verksamhetsplanen ska även innehålla en ägarpolicy och riskhanteringsplan.

Regeringen anförde i förarbetena att tillgångsallokeringen bör bestämmas efter en analys av pensionssystemets skuldsida, t.ex. genom en s.k. ALM-analys (Asset Liability Management). Nödvändigt underlag för analysen av åtagandesidan ges av Pensionsmyndigheten (tidigare Riksförsäkringsverket) efter beslut av regeringen. (prop. 1999/2000: 46 s. 77).

Det är således fonderna själva som har att fastställa de riktmärken eller mål som man arbetar för att uppnå i kapitalförvaltningen.

I AP-fondsprogrammet (Ds 1999:38 s. 114) föreslogs att regeringen skulle ges möjlighet att ange ett gemensamt riktmärke för fonderna som ett instrument att använda vid behov av samordning av placeringar och matchning mot åtagandesidan. Remissinstanserna var delade i frågan. Riksgäldskontoret anförde bland annat att regeringen borde ta ett mer uttalat ansvar för placeringsverksamheten. Riksgälden ansåg att fonderna skulle lägga fram placeringspolicyn för godkännande av regeringen. Första–tredje fondstyrelsen anförde att ett gemensamt riktmärke riskerar att medföra en likriktning av fondförvaltningen.

Regeringen anförde att det är viktigt att markera att pensionssystemet är autonomt och ska ha en hög grad av självständighet gentemot regeringen. Fondstyrelserna ska ha det fulla ansvaret för placeringsverksamheten. Verksamheten bör endast regleras i lag. På detta sätt kan ett förtroende upprätthållas för att AP-fondernas medel endast används till nytta för pensionssystemet och de försäkrade och inte utnyttjas i andra syften (prop. 1999/2000:46 s. 122 f). Regeringen avvisade således tanken att regeringen skulle sätta mål eller riktmärken för förvaltningen

Dock bör tilläggas mål och riktmärke även fortsättningsvis delvis styrs av den i lagen detaljerade beskrivningen av tillåtna till-

gångsslag och lägsta tillåtna andel av räntor med låg likviditets- och kreditrisk.

Regeringen har också möjlighet att vid utvärderingstillfällena förtydliga sin syn på pensionssystemets åtagandesida och förvaltningsuppdraget i övrigt. Regeringen, som inledningsvis efter reformen utvärderade och uttryckte sig övervägande positivt rörande de mål som fonderna satt (skr. 2002/03:130 s. 37 f), har inte därefter vid de årliga utvärderingarna närmare förtydligat sin syn på pensionssystemets åtagandesida eller de olika mål som AP-fonderna satt.

Regeringen har inledningsvis genom att uttala sig om de mål som fonderna satte upp för sin förvaltning delvis påtagit sig rollen som uttolkare i systemet, även om rollen varit mer reaktiv än proaktiv. Regeringens utvärderingar har dock allt mindre kommit att avse de mål som fonderna satt upp för sin förvaltning. Genom att inte kontinuerligt följa upp fondernas mål har regeringen kommit att helt överlåta rollen som uttolkare till fonderna. Naturligtvis kan man hävda att utebliven kritik mot fondernas olika mål i sig innebär att regeringen accepterar målen. Dock har tystnaden inte uppfattats så av företrädare för fonderna utan det finns en utbredd oklarhet om vad som är rätt mål för förvaltningen av kapitalet (Clark & Monk, bilaga 5).

Att målen för fondernas verksamhet inte har utvärderats i större utsträckning av regeringen är än mer anmärkningsvärt med tanke på den turbulenta tid som varit på finansmarknaden med förändrade marknadsförutsättningar under AP-fondernas levnad.

När det nuvarande systemet genomfördes och uppgiften att närmare tolka den vaga formuleringen i lagen delegerades till de fyra fondernas betonades dels AP-fondernas självständighet från politiken, dels att delegeringen innebar en riskdiversifiering i form av fyra olika analyser och uttolkningar och därmed diversifierade förvaltningar. Samtidigt betonades behovet av att i den verksamhetsplan som årligen ska fastställas ange närmare mål för förvaltningen som är mätbara och tidsbestämda.

OECD har som utgångspunkt i sina riktlinjer för förvaltning av pensionsmedel att det ska finnas en klar organisatorisk uppdelning mellan det som vi valt att kalla uttolkare och utförare. Samma grundläggande utgångspunkt har intagits i mycket av den litteratur som finns i ämnet (se exempelvis Clark & Urwin, 2008; Clark & Monk, 2011).

En följd av det långtgående oberoende för fondförvaltningen som alltid eftersträvats i Sverige är att dessa två roller – uttolkare

och utförare – numera båda ligger på de enskilda fonderna. Den uppbyggnad som AP-fonderna i dag har gör att det inom fonderna är svårt att organisatoriskt separera på beslutet om målet och de övergripande operativa besluten om kapitalförvaltningen. Fonderna leds av en styrelse som har det fulla ansvaret för fondens organisation och förvaltningen av fondens medel. Styrelsen ska årligen fastställa verksamhetsplan som bland annat ska innehålla en placeringspolicy. I placeringspolicyn ska det övergripande målet operationaliseras genom att en strategisk portfölj definieras. (prop. 1999/2000:46 s. 82).

Det ankommer således alltid på fondens styrelse att fatta beslut om målet och besluta om strategisk portfölj som förväntas uppnå målet. Detta var visserligen något lagstiftaren eftersträvade – stor riskspridning genom att fonderna själva beslutade målet för förvaltningen – samtidigt uppmärksammades inte de följder som bristande styrning får för förvaltningen av kapitalet.

Historiskt har styrningen av fondernas förvaltning varit av mindre vikt eftersom fonderna när de inrättades för fyrtio år sedan bara fick placera fondmedlen i räntebärande papper, huvudsakligen obligationer. Det var först år 1974 som en fjärde fondstyrelse inrättades som fick placera i aktier. Fram till pensionsreformen och översynen av AP-fonden så skulle första till tredje fondstyrelserna huvudsakligen placera fondmedlen i skuldförbindelser med låg kreditrisk. De mycket strikta placeringsbestämmelserna utgjorde i sig en tydlig styrning av fondernas placeringsverksamhet och indirekt innebar placeringsbestämmelserna att lagstiftaren satt ett mål för förvaltningsverksamheten.

7.4.3 Vem tar ansvar?

Utredningens bedömning: Fondernas inbördes oberoende gör att det saknas förutsättningar för ett sammanhållet och tydligt ansvarstagande för buffertkapitalets roll i pensionssystemet.

AP-fondernas unika ställning bland statliga myndigheter har lett till att varken regering eller riksdag tar huvudansvaret för AP-fondernas verksamhet i stort.

Fondernas inbördes oberoende gör att det saknas förutsättningar för ett sammanhållet, tydligt och gemensamt ansvarstagande för

buffertkapitalets roll som en del i pensionssystemet. Systemets uppbyggnad med fyra självständiga och oberoende fonder har lett till att den enskilda fondens roll i pensionssystemet är otydlig för allmänheten. Det läggs stor vikt i massmedia på fondernas betydelse för om balansering inträffar eller inte och mycket mindre vikt på fondernas uppgift att utjämna obalanser i nettobetalingarna och därmed bidra till att avgifterna till pensionssystemet kan hållas konstanta över tid, även om en enskild fond har mycket begränsade möjligheter att påverka om så sker. Det uttalade kravet på oberoende har också försvårat för fonderna att enas för att ta debatt och möta kritik.

Fyra oberoende fonder har också bidragit till att den allmänna debatten har fokuserat på fondernas kortsiktiga prestationer och jämförelse dem emellan av avkastning och kostnader. Fonderna har mer sällan jämförts med de egna målsättningarna eller hur de uppfyllt sitt uppdrag i pensionssystemet på lång sikt. Vilket i sig kanske är förståeligt eftersom uppdraget i lagen är uttryckt mer abstrakt. De egna målen framstår kanske också som mindre relevanta eftersom de är just egna mål, samtidigt har ju de tre andra fonderna tagit fram egna mål som också är "rätt".

AP-fondernas unika ställning bland statliga myndigheter har vidare lett till att varken regering eller riksdag tar huvudansvaret för AP-fondernas verksamhet i stort.

När regeringen under 2007 och 2008 väsentligt skärpte kraven på intern styrning och kontroll hos myndigheter under regeringen genom ändringar i flera olika författningar, bland annat myndighetsförordningen (2007:515) genomförde även riksdagen (2009/10 RS:6) motsvarande förändringar i de lagar som reglerar myndigheternas under riksdagen verksamhet. AP-fonderna däremot har inte träffats av den skärpning som inträtt för övrig statlig förvaltning i detta hänseende. Varken regering eller riksdag har ens redogjort för om de i dessa sammanhang övervägt om även AP-fondernas regelverk borde skärpas. Ett äldre exempel är frågan om rätt till kompensation för ingående mervärdesskatt. Myndigheter under regeringen som ingår i den statliga redovisningsorganisationen har om inte Ekonomistyrningsverket beslutar annat rätt till kompensation för ingående mervärdesskatt. Detsamma gäller myndigheter under riksdagen som sedan 2007 har rätten till kompensation reglerad i lag. På samma sätt som när det gäller frågan kraven på intern styrning och kontroll har AP-fonderna fallit mellan stolarna i denna fråga. (se avsnitt 13.12)

7.4.4 Oberoende i den "löpande förvaltningen"

Utredningens bedömning: Fonderna är fristående från varandra och oberoende gentemot regering och riksdag i beslut om strategisk och taktisk allokering.

Fondernas inbördes oberoende utesluter inte att de samarbetar inom andra områden, om detta upplevs som kostnadseffektivt t.ex. värdepappersadministration, IT, ekonomi- och personaltjänster.

Fonderna samarbetar dock inte i någon nämnvärd utsträckning trots att regeringen efterlyst detta i de årliga utvärderingarna.

I förarbetena till lagen om allmänna pensionsfonder uttalas att fonderna ska vara fristående från varandra och oberoende i sin löpande förvaltning gentemot regering och riksdag (prop. 1999/2000:46 s. 122 f). Med den löpande förvaltningen avses både uppgiften att besluta de närmare målen för förvaltningen samt ansvara för placeringsverksamheten, dvs. beslut om strategisk och taktisk allokering.

Oberoende innebär dock inte att fonderna måste sköta alla delar förvaltning själv. Fonderna är skyldiga att uppdra åt ett värdepappersinstitut eller någon annan kapitalförvaltare förvalta minst tio procent av fondens tillgångar. Det kan ske genom köp av fondandelar eller genom skräddarsydda förvaltningsuppdrag. Visserligen har fondens styrelse fortfarande ansvaret för sådana förvaltningsuppdrag. Skyldigheten att använda sig av extern förvaltning är dock en indikation på att vikten av självständighet avtar ju närmare utförandet av placeringsbesluten man kommer.

Av förarbetena till lagen framgår vidare att fondernas inbördes oberoende i placeringsverksamheten inte utesluter att de samarbetar inom andra områden, om detta upplevs som kostnadseffektivt (prop. 1999/2000:46 s. 124). Som uttryckliga exempel på områden där samarbete bör vara möjligt anges rent administrativa tjänster, t.ex. värdepappersadministration, IT, ekonomi- och personaltjänster. (skr. 2008/09:130 s. 80). Fonderna samarbetar dock inte i någon nämnvärd utsträckning när det gäller dessa områden.

Fonderna driver dock det gemensamma Etikrådet, som ett organ för samverkan inom miljö- och etikområdet när det gäller utländska bolag. Samarbetet inom Etikrådet avser inte de svenska

innehaven. Syftet med rådet är att fonderna gemensamt ska driva en positiv förändring i utländska bolag som kopplas till kränkningar av internationella konventioner för miljö och mänskliga rättigheter. Regeringen har uttalat att Etikrådet är ett utmärkt exempel på samarbete. Regeringen har vidare i de årliga utvärderingarna efterlyst ett mer omfattande samarbete mellan fonderna.

7.5 Styrning av statliga myndigheter

7.5.1 Myndigheter under regeringen

Allmänt

Myndigheter lyder under regeringen, och det är regeringen som lämnar uppdragen till de statliga myndigheter, med undantag för de myndigheter som lyder under riksdagen. Det är regeringen som ytterst är ansvarig för allt som myndigheterna gör, utom på det område där förvaltningens lydnadsplikt mot regeringen inte gäller, dvs. i fråga om beslut som rör myndighetsutövning mot en enskild eller mot en kommun eller som rör tillämpningen av lag (se 12 kap. 2 § RF). Statsförvaltningen lyder under regeringen som kollektiv, inte under ett enskilt statsråd.

Myndigheter är fristående i förhållande regeringen, men varken oberoende eller självständiga. Statsförvaltningen har lydnadsplikt gentemot regeringen. Trots att alla myndigheter formellt sett är likställda, ges dock olika myndigheter olika frihetsgrader av regeringen. Förvaltningen ska alltså förverkliga regeringens politik, den har en lydnadsrelation till regeringen men inte till riksdagen eller medborgarna och inte heller till ett enskilt statsråd. Det är också regeringen som lämnar uppdragen till förvaltningen. I Styrtredningen (SOU 2007:75 s. 39–40) förklarades uppdragsförhållandet på följande sätt. ”Annorlunda uttryckt kan man säga att regeringen delegerar en del av sitt ansvar till myndigheterna.” Det är således regeringen som inför riksdagen är ytterst ansvarig för allt som myndigheterna gör, förutom på det område där förvaltningens lydnadsplikt mot regeringen inte gäller.

En myndighet styrs av regeringen på en rad olika sätt. Själva verksamheten, t.ex. när det gäller olika former av ärendehandläggning, kan vara reglerad i lag eller förordning vilket därmed avgör vad en myndighet ska göra och hur den ska utföra sitt uppdrag. En

rad författningar, det ekonomiadministrativa regelverket, ställer också mera generella krav på myndigheterna.

Myndighetens instruktion

Förvaltningsmyndigheter under regeringen lyder under myndighetsförordningen (2007:515). I princip alla myndigheter styrs även av en myndighetsspecifik instruktion i form av en förordning. För den årliga styrningen är det primära verktyget myndighetens regleringsbrev där regeringen bland annat ger de ekonomiska ramarna och ger uppdrag åt myndigheten.

Regleringsbrev

Formellt får myndigheterna information om vilka resurser som står till deras förfogande och vilken verksamhet dessa resurser ska användas till genom årliga regleringsbrev. Det är ett av de viktigaste instrumenten för regeringens styrning av myndigheterna. I regleringsbrev till myndigheterna anges mål för verksamheten, finansiella villkor och återrapporteringskrav.

Årsredovisningen och budgetunderlag m.m.

I årsredovisningen ska myndigheterna enligt förordningen om årsredovisning och budgetunderlag redovisa och kommentera verksamhetens resultat i förhållande till de mål och i enlighet med de krav på återrapportering som regeringen angett i regleringsbrev eller i något annat beslut.

Vissa uppgifter har delegerats

Myndigheterna beslutar i normala fall själva om sin inre organisation och tillsätter chefer inom myndigheten.

Myndigheterna har också frihet att fördela sina medel mellan olika verksamheter. Regeringen har dock när den tilldelar en myndighet anslag möjlighet att besluta om begränsningar i rätten att utnyttja anslaget.

Myndighetens ledning

Myndigheterna leds av antingen myndighetens chef (enrådighetsverk), styrelse med fullt ansvar (styrelsemyndighet) eller nämnd (nämndmyndighet). Ledningen ansvarar inför regeringen för verksamheten och ska se till att den bedrivs effektivt och enligt gällande rätt.

Utnämning och rekrytering

Regeringen styr även genom utnämningar av chefer. Myndighetsförordningen anger att myndighetens chef anställs genom beslut av regeringen (23 §). Regeringen utser också ledamöter i styrelser och insynsråd (22 §). Det är normalt det departement som ansvarar för berörd myndighet som handlägger frågan om dels utnämning av chefer och att tillsätta ledamöter i styrelser och insynsråd.

Informell styrning

I praktiken styr regeringen även sina myndigheter genom informella kontakter. Löpande kontakter mellan ansvarigt departement och de myndigheter som lyder under departementet är viktiga för en väl fungerande förvaltning. Genom informella kontakter utbyts information. Samtidigt har myndigheten respektive regeringen möjlighet att ge sin syn på uppkomna frågor. Hur omfattande dessa kontakter är varierar mycket mellan och inom olika departement och myndigheter.

7.5.1.2 Riksgälden och förvaltningen av statsskulden

Riksgäldskontoret är sedan 1989 en myndighet under regeringen, från att tidigare ha varit en myndighet under riksdagen. Riksgäldskontorets uppgifter regleras i förordningen (2007:1447) med instruktion för Riksgäldskontoret. Riksgälden leds av en styrelse som ska bestå av högst nio ledamöter. Myndighetschef är riksgäldsdirektören. Regeringen utser styrelse och riksgäldsdirektör. I årliga regleringsbrev beslutar regeringen om vissa mål, återrapporteringskrav, om vissa särskilda uppdrag samt om anslag och finansiella bemyndiganden.

Riksgäldskontorets verksamhet finansieras i huvudsak av anslagsmedel.

När det gäller statsskuldförvaltningen finns grundläggande bestämmelser reglerade i lag. Tidigare fanns en särskild lag om statens upplåning och skuldförvaltning men sedan 2011 är bestämmelserna införda i ett särskilt kapitel i budgetlagen (2011:203). Budgetlagen anger bland annat övergripande mål för statsskuldförvaltningen och ger regeringen bemyndigande att delegera förvaltningen till Riksgäldskontoret. I lagen anges vidare att regeringen ska besluta om årliga riktlinjer för förvaltningen av statsskulden. I riktlinjebeslutet styr regeringen på en övergripande nivå den förväntade kostnaden och risken i statsskulden. Riksgäldskontoret ansvarar sedan för att strategiska beslut fattas inom ramen för riktlinjerna och att dessa omsätts i den operativa förvaltningen av statsskulden. Processens att ta fram riktlinjer för förvaltningen av statsskulden kräver att Riksgälden senast den 1 oktober varje år till regeringen lämnar förslag till riktlinjer för förvaltningen av statens skuld. Budgetlagen kräver att regeringen låter Riksbanken yttra sig över Riksgäldens förslag. Regeringen ska därefter senast den 15 november varje år besluta om riktlinjer för Riksgäldskontorets förvaltning av statsskulden. I regeringens beslut anges relativt noggrant skälen till riktlinjerna. Särskilt motiveras om det skett några avsteg från Riksgäldens förslag.

Av Riktlinjer för statsskuldens förvaltning 2012 Beslut vid regeringsammansammanträde den 10 november 2011 framgår dels riktlinjer för förvaltningen av statsskulden 2012, dels preliminära riktlinjer för förvaltningen av statsskulden 2013 och 2014.

Regeringen ska vartannat år lämna en utvärdering av statsskuld-förvaltningen till riksdagen. En genomgång görs av förvaltningen under en femårsperiod, med bedömning av mål, myndighetens strategiska och operativa agerande, förvaltningens kostnader m.m. Den senaste utvärderingen redovisades i skrivelse 2009/10:104 till riksdagen och baserades på en utvärdering som gjorts av en oberoende expert (externutredare).

7.5.1.3 Kammarkollegiets fondförvaltning

Kammarkollegiet är en statlig myndighet under finansdepartementet.¹ Kammarkollegiet har enligt förordningen (2007:824) med instruktion för Kammarkollegiet till uppgift att tillhandahålla service inom det statliga området, främst avseende ekonomi, juridik, kapitalförvaltning, riskhantering och administration.

Kammarkollegiet leds av en myndighetschef (generaldirektör) som utses av regeringen. Vid myndigheten finns ett insynsråd som består av högst åtta ledamöter som utses av regeringen.

Kammarkollegiet kan efter överenskommelse tillhandahålla kapitalförvaltning till myndigheter, stiftelser eller fonder inom det statliga eller kyrkliga området.

Inom myndigheten finns ett särskilt beslutsorgan för kapitalförvaltningen, kallad fonddelegationen. Delegationen har till uppgift att besluta om:

- långsiktig placeringsinriktning,
- ramar och riktlinjer för hantering av risker i kapitalförvaltningen,
- andra strategiska frågor.

Fonddelegationen består av högst sju ledamöter som utses av regeringen. Kammarkollegiets chef och generaldirektör leder delegationen. Kammarkollegiets kapitalförvaltning uppges vara en av landets största förmögenhetsförvaltare. Den förvaltade volymen uppgick år 2010 till 130 mdkr. Fond och kapitalförvaltning regleras i förordning (1987:778) om placering av fondmedel under Kammarkollegiets förvaltning.

Kammarkollegiet redovisar sin verksamhet i årsredovisningen till regeringen. I samband med årsredovisningen lämnas en särskild verksamhetsberättelse som rör kapitalförvaltningen och fonddelegationens verksamhet. Särskilda återrapporteringskrav kan också finnas angivna i regleringsbrevet.

¹ För detaljerad information hänvisas till www.kammarkollegiet.se

7.5.2 Riksbanken

Det finns ett antal myndigheter och nämnder som lyder under riksdagen. Riksrevisionen, Riksdagens ombudsmän (JO) och Riksbanken är alla myndigheter som lyder under riksdagen.² Nedan beskrivs bara hur styrningen av riksbanken är ordnad.

Riksbanken är Sveriges centralbank och en myndighet under riksdagen. Riksbanken ansvarar för penningpolitiken med målet att upprätthålla ett fast penningvärde. Banken har också i uppdrag att främja ett säkert och effektivt betalningsväsende. Bankens ansvar för penningpolitiken och rätten att ge ut sedlar och mynt läggs fast i Regeringsformen, en av Sveriges grundlagar. Mer detaljerade ramar för Riksbankens uppgifter har riksdagen beslutat om i riksbankslagen. Regeringen har inte några uppgifter i förhållande till Riksbanken.

Riksdagens roll

Enligt 9 kap. 13 § regeringsformen har Riksbanken elva fullmäktige, som väljs av riksdagen. Riksbanken leds av en direktion, som utses av fullmäktige.

Riksdagen prövar om ledamöterna i fullmäktige och direktionen ska beviljas ansvarsfrihet. Om riksdagen vägrar en fullmäktig ansvarsfrihet är han därmed skild från sitt uppdrag. Fullmäktige får skilja en ledamot av direktionen från hans anställning endast om han inte längre uppfyller de krav som ställs för att han ska kunna utföra sina uppgifter eller om han gjort sig skyldig till allvarlig försummelse.

Fullmäktige

Följande ärenden ska enligt riksbankslagen beslutas av fullmäktige:

- val av direktionsledamöter, riksbankschef och vice riksbankschefer, (rekryteringsprocessen sköter fullmäktiges ledamöter själv utan hjälp från kansliet)
- lön och övriga anställningsvillkor för direktionsledamöterna,
- medgivande om kortare karenstid än ett år för att påbörja en befattning efter avslutad tjänstgöring i banken,

² För mer detaljerad information hänvisas till www.riksbank.se

- avskiljande av direktionsledamot,
- fastställande av arbetsordning för Riksbanken,
- förslag till riksdagen om disposition av Riksbankens vinst,
- utformningen av sedlar och mynt som banken ger ut,
- ledning av verksamheten vid revisionsenheten,
- skrivelser till regering och riksdag inom sitt verksamhetsområde, samt
- remissyttranden inom sitt verksamhetsområde.

Direktionen

Direktionen beslutar enligt 1 kap. 5 § riksbankslagen kollektivt i ärenden som inte enligt riksbankslagen ska avgöras av fullmäktige. Direktionen kan dock besluta att ärenden får avgöras av riksbankschefen eller någon annan tjänsteman i Riksbanken.

Ledamöter av direktionen får inte söka eller ta emot instruktioner när de fullgör penningpolitiska uppgifter.

Ordföranden och vice ordföranden i fullmäktige har rätt att närvara vid direktionens sammanträden med yttranderätt men utan förslags- och rösträtt.

Redovisning och revision m.m.

Av 5 kap. 4 § riksbankslagen framgår att riksbanken minst två gånger om året ska lämna en skriftlig redogörelse till riksdagens finansutskott om penningpolitiken.

Riksbankens resultaträkning och balansräkning fastställs av riksdagen, som också beslutar hur bankens vinst ska disponeras.

Riksdagen beslutar om ansvarsfrihet för fullmäktige för dess verksamhet och för direktionen för förvaltningen av Riksbanken.

7.5.3 Sjunde AP-fonden

Sjunde AP-fonden har som enda uppgift att förvalta premiepensionsmedel för svenska folket bland annat så ansvar Sjunde AP-fonden för det enda förvalda alternativet i premiepensionssystemet.

Myndigheten förvaltar pengarna för de pensionssparare i premiepensionssystemet som inte själv gjort något aktivt val.

Sjunde AP-fondens verksamhet regleras även den i lag om allmänna pensionsfonder. Fondens ställning är därmed densamma som övriga AP-fonder. För sjunde AP-fonden gäller i princip lagens regler om fondernas ledning, krav på intern struktur och redovisning och revision.

Till skillnad från övriga fonder förvaltar Sjunde AP-fonden inte en fond utan två fonder som används till att bygga andra fondportföljer. Myndighet och fondkapital är klart separerat. Förvaltningen ska enligt 5 kap. 1 § första stycket lagen ske uteslutande i pensionsspararnas intresse. Målet för placeringsverksamheten i 4 kap. 1 § lagen gäller även för Sjunde AP-fonden med avvikelsen att det för fondförvaltningen inte krävs att den totala risknivån ska vara låg.

Beträffande förvaltningen av fonderna ska Sjunde AP-fonden tillämpa delar av lagen (2004:46) om investeringsfonder. Detta innebär att Sjunde AP-fonden företräder andelsägarna i frågor som rör fonderna. Sjunde AP-fonden handlar vid förvaltningen av fonden i eget namn anger alltid fondens beteckning.

7.6 Internationell utblick

Nedan ges en övergripande bild av hur ett urval av andra länder har valt att strukturera styrningen sina pensionsreservsfonder. För att illustrera spännvidden mellan olika grader av politiskt oberoende beskrivs Kanada och Norge mer detaljerat.

Styrning av förvaltningen och balansen mellan politiskt oberoende och ansvar

Graden av förvaltningens politiska oberoende varierar mellan länder och pensionssystem och hanteras på olika sätt. En ansats är att hålla en viss politisk kontroll och därmed ett ansvar över förvaltningen. Vissa länder väljer en direkt politisk styrning, exempelvis Norge där finansministern direkt påverkar portföljens konstruktion. Andra länder som exempelvis Japan, Korea och Sverige väljer att styra politiskt genom att i lagen eller via parlamentariska beslut utesluta eller begränsa möjligheten att investera i vissa tillgångar

eller att bestämma att tillgångslag ska utgöra en viss andel av investeringsportföljen.³ Andra sätt att påverka är genom att utse förvaltningens styrelse vilket kan ses som ett sätt att balansera styrelsens expertis med ett politiskt perspektiv och innefattar ofta fackliga representanter och tidigare aktiva politiker.

En annan ansats är att försäkra sig om *oberoendet* av politisk kontroll för att på så sätt undvika intressekonflikter som också potentiellt påverkar styrning och till sist avkastningen på kapitalet. Länder som valt den ansatsen har exempelvis ordnat att styrelsen tillsätts genom en nomineringskommitté med krav på öppna processer med uttalade kravprofiler för att säkerställa kompetens snarare än politiska relationer.

I Nya Zeeland krävs tidigare erfarenheter av kapitalförvaltning för att sitta i styrelsen och i Kanada utses styrelsen på basis av finansiell kompetens och näringslivserfarenhet.

I Kanada var det politiska oberoendet centralt vid etableringen av fonden. Det krävs två tredjedels majoritet i parlamentet för att ändra styrdokumentet där det dessutom står inskrivet att anställda i förvaltningen är skyldig att meddela eventuella politiska kontakter.

I franska FRR utser motsvarande parlamentet en överstyrelse (supervisory board) med tjugo ledamöterna som representerar ett bestämt antal för vardera; parlament, senat, ministrar samt arbetstagar- respektive arbetsgivarorganisationer. Överstyrelsen utser i sin tur den betydligt mindre kapitalförvaltningsstyrelsen (executive board) på tre personer med tydligt ansvar att sköta förvaltningen av fonden för att på så sätt säkerställa ett politiskt oberoende.

CPPIB

Canada Pension Plan Investment Board (CPPIB) förvaltar tillgångarna av Canada Pension plan (CPP) som är Kanadas officiella pensionssystem. Systemet är avgiftsbaserat och obligatoriskt för alla. CPPIB etablerades 1997 och är organiserad som ett statligt bolag (federal crown corporation) med en egen styrelse. Deras modell för styrning och organisation framhålls ofta som en förebild för pensionsfonder och har ett uttalat ”armlängds avstånd” mellan stat och fond.

³ Graden av styrning via lagen är unikt för de svenska AP-fonderna och lyfts bland annat fram som ett avskräckande exempel i samband med en diskussion av kvantitativa respektive kvalitativa placeringsregler (Yermo, 2008).

Det har dock inte alltid varit så historiskt. CPP etablerades redan 1966 som en kompletterande obligatorisk pension till den allmänna grundpensionen Old Age Security (OAS) och den frivilligbaserade Quebec Pension Plan. Inledningsvis placerade fonden i kanadensiska räntepapper och regionala projekt såsom vägbyggen, skolor och husbyggen vilket medförde en fondavkastning som inte var i paritet med dess förväntade uppgift. I början av 1990-talet insåg man att valet stod mellan en drastisk minskning av pensionerna eller motsvarande ökning av avgifterna. Den federala regeringen lyckades enas med de provinsiella regeringarna om en alternativ strategi där etableringen av CPPIB var central.

Styrelsen för CPPIB utses gemensamt av den federala och de provinsiella regeringarna. Generellt så består styrelsen av väldigt framstående aktörer inom kanadensiskt näringsliv. Detta återspeglar nomineringsprocessen som utformades för att enbart baseras på näringslivskompetens och inte politiska relationer. Stadgarna anger att styrelsens ledamöter bör ha erforderlig expertis inom finans och kapitalförvaltning och formellt undantas regeringsanställda och politiker från styrelsen. Nomineringen av styrelseledamöter sker via förslag från en valberedning sammansatt av representanter från den federala och de provinsiella regeringarna och en del extern expertis. Man får även en del assistans av CPPIB att identifiera lämpliga individer. Valberedningen föreslår kandidater till den federala finansministern som fattar beslut under samråd med provinserna. Den formella styrelseutnämningen görs av den federala Guvernören.

Chefsaktuarien, vars uppdrag är att var tredje år värdera pensionsystemets (CPP) åtagande och därmed fastställa långsiktiga mål för förvaltningen tillhör en del av motsvarande Finansinspektionen (the Office of the Superintendent of Financial Institutions).⁴ Detta för att säkerställa oberoendet mot såväl politiska intressen och förvaltningen.

För att förstärka andan av ”armlängds avstånd” från staten så infördes också att förändringar i lagen kräver en 2/3 majoritet av de nio provinserna och staten. Det finns även en paragraf om ”Whistleblowers” vilket betyder att medarbetare i CPPIB är skyldiga att meddela eventuella kontakter från staten.

Styrelsen utser VD utan möjlighet till politisk påverkan. Organisationen CPPIB är också undantagen från statliga riktlinjer som rör

⁴ Se hemsidan http://www.osfi-bsif.gc.ca/osfi/index_e.aspx?ArticleID=3

anställning och lönevillkor. Investeringsorganisationens uppdrag är att investera enbart till förmån för Kanadas pensionärer CPP. Detta genom att sträva efter bästa långsiktiga riskvägda avkastning för förmånstagarna oberoende av regeringens mål

Norges Pensionsfond Utland (SPU)

Norges Pensionsfond Utland (SPU) är i praktiken en statlig investeringsfond (SWF) finansierad med överskottet av Norges petroleum intäkter. Att den benämns som buffertfond eller pensionsfond beror på att syftet med fonden är att garantera framtida statliga pensionsåtaganden och fördela Norges oljeförmögenhet till framtida generationer. Fonden etablerades 2006 och med sitt förvaltade kapital på drygt 3 000 miljarder norska kronor tillhör fonden de absolut största bland globala pensions- och pensionsreservsfonder (se bland annat tabell 3.1 i kapitel 3).

Till skillnad från flera av andra pensionsreservsfonder är fonden politiskt styrd från finansdepartementet. Finansministern har det yttersta ansvaret för förvaltningen av medlen, inklusive dess investeringsstrategi, reglering av investeringar, och dess etiska riktlinjer. Förvaltningen sköts av en avdelning under norska centralbanken. Finansdepartementet sätter den strategiska portföljen med strikta ramar för förvaltningen. Förvaltningsmandatet är i princip att rebalansera portföljen för att upprätthålla de strategiska vikterna och att implementera portföljen på ett effektivt sätt.

Fonden kan därmed betraktas som direkt politiskt styrd. Problemet med politiskt inflytande i norska bolag har dock lösts genom att SPU inte tillåts att investera på den norska aktiemarknaden. Som en global aktör håller man dock en hög profil i frågor som rör etik och miljö och utesluter ett flertal företag inom tobaks-, försvars- och gruvindustrin. SPU har kritiserats för att därigenom kompromissa med målet om hög avkastning och effektiv styrning av bland annat Clark och Monk (2011). Författarna resonerar dock att denna inställning kan vara motiverad just i detta fall då denna kompromiss ligger bakom den starka legitimitet som fonden har i samhället. Fonden kritiserades dock även i media i samband med en utvärdering av Norska centralbanken som pekade på de förluster som fonden har gjort på grund av sin starka etiska hållning.

Test av politiskt oberoende i praktiken

Graden av politiskt oberoende för förvaltningen och pensions-systemens övergripande robusthet har prövats i praktiken i några länder. Det finns anledning att särskilja på i huvudsak två scenarier. I första hand kan politiker på ett öppet sätt genom att ändra lagstiftningen förändra förutsättningar för förvaltningen av fonderade medel. I andra hand kan politiker genom påtryckningar i det öppna eller dolda försöka påverka förvaltningens investeringar. Det finns internationella exempel på både och.

Efter ett parlamentariskt beslut använde Irland stora delar av sin fond för att hantera statens krisande finanser och för att kapitalisera det irländska banksystemet i spåren av finanskrisen 2008.

I slutet av 2010 beslutade Frankrikes parlament att en del av pensionsreservsfonden (FRR), drygt 320 miljarder SEK, skulle användas för att hantera statens kortsiktiga skulder. Samtidigt beslutades också via en pensionsreform att tidigarelägga utflödet från fonden med start från år 2010 i stället för år 2020 som tidigare sagts 2020.

Ett exempel på när förvaltningen har markerat sitt politiska oberoende är Nya Zeeland. Finansdepartementet efterfrågade där en fördubblad allokering (från cirka 20 procent till 40 procent) till Nya Zeeländska tillgångar för att ”gynna infrastrukturinvesteringar och bidra till utvecklingen av deras kapitalmarknad” (Ministry of Finance, 2009). Svaret från fondens styrelse (The Guardians) var dock tydligt avvisande till departementets framställning (New Zealand Superannuation Fund, 2009).

7.7 Möjliga styrmodeller

Nedan redogörs kortfattat för ett antal olika styrmodeller som samtliga organisatoriskt skiljer på rollen som uttolkare och utförare, något som vi menar är grundläggande för att uppnå en effektiv förvaltning av kapitalet. Förslagen förutsätter vidare att den löpande förvaltningen ska vara oberoende gentemot regering och riksdag, eftersom vi uppfattar det som en grundläggande utgångspunkt att det inte får ifrågasättas att pengarna kan används till annat än nytta för pensionssystemet och de försäkrade. Hur starkt oberoendet som skapas skiftar naturligtvis mellan de olika modellerna. Framför allt varierar regeringens möjligheter att påverka under vilka förutsättningar den löpande förvaltningen arbetar. Nedan presenterade alternativ är på en mycket övergripande nivå med fokus

på hur uttolkare och utförare hålls åtskilda. Att tydliggöra rollen som uttolkare kräver dock oavsett modell en tydlig beskrivning av uttolkarens befogenheter och ansvar gentemot, dels regering och riksdag (uppdragsgivaren) dels kapitalförvaltningsorganisationen (utföraren) bland annat för att klarlägga hur långt oberoendet i alla dess delar sträcker sig.

7.7.1 Traditionell myndighetsstyrning av kapitalförvaltningen

AP-fonderna är i dag en något udda företeelse inom den statliga förvaltningen. De är statliga myndigheter men deras verksamhet styrs bara genom lag som tydligt anger regeringens uppgifter i förhållande till fonderna. Om kapitalförvaltningen inordnas i den sedvanliga styrmodellen som en/flera myndigheter eller delar av en myndighet under regeringen kan regeringen ges en mycket mer aktiv roll och får ta ett tydligare ansvar för verksamheten. Samtidigt innebär styrmodeller som innefattar en mer traditionell myndighetsstyrning att förvaltningens oberoende i förhållande till regeringen minskar.

Kapitalförvaltningen som myndigheter under regeringen

Om kapitalförvaltningen ska vara myndigheter under regeringen är det naturligt att regeringen ges i uppgift att bestämma målet för förvaltningen av kapitalet, dvs. ges rollen av uttolkare. Vidare får regeringen – om inte annat anges i lagen – möjlighet att styra kapitalförvaltningen på ett mer direkt sätt. Det kan röra sig om anvisningar i ägarfrågor, kostnader för verksamheten och organisation. För att tydligt säkerställa fondernas oberoende i den löpande förvaltningen bör denna fråga särskilt regleras i lagen. En traditionell styrmodell innebär att regeringen, utöver styrelse, även utser VD (generaldirektör) för kapitalförvaltningen.

Regeringens roll skulle därmed komma att likna den som regeringen intar i förhållande till Riksgäldskontoret och förvaltningen av statsskulden. Modellen leder dock till – som påpekats ovan – att förvaltningens oberoende blir väsentligt mindre än i dag.

Kapitalförvaltningen som en del av Pensionsmyndigheten

Pensionsmyndighetens uppdrag är att administrera och betala ut den allmänna pensionen, men också att ge såväl generell som individuell information om pensionen. Myndigheten har bäst kunskap om pensionssystemets funktion samt nuvarande och framtida ställning. Det faller sig därför relativt naturligt att försöka inordna kapitalförvaltningen under myndigheten. Alla delar av pensionsystemet skulle därigenom i princip komma att förvaltas av en myndighet. Vilket är en fördel.

Även här bör rollen som uttolkare och utförare särskiljas. Det kan ske genom att regeringen beslutar mål för förvaltningen av kapitalet och fonderna placeras inom Pensionsmyndigheten som en/flera avdelningar inom myndigheten. Pensionsmyndighetens styrelse skulle därigenom ha det fulla ansvaret för kapitalförvaltningen i alla dessa delar.

Regeringens möjlighet att styra Pensionsmyndighetens organisation är oinskränkt, om inte annat anges i lag. Inordnas förvaltningen av fondmedlen under Pensionsmyndigheten kan det upplevas som om förvaltningens oberoende minskar i förhållande till nuvarande ordning. Vidare kan det finnas farhågor att Pensionsmyndigheten är mer mottaglig för informell styrning från regeringen än AP-fonderna.

Kapitalförvaltningen en avgränsad del Pensionsmyndigheten

Ett annat sätt att skilja på rollen som uttolkare och utförare är att organisera förvaltningen inom Pensionsmyndigheten med Kammarkollegiets fondförvaltning som förebild. Pensionsmyndighetens styrelse kan betros med uppgiften att vara ansvarig för att besluta om målen för förvaltningen (uttolkare). Samtidigt inrättas en eller flera särskilda fondelegationer (utförare) inom myndigheten med ansvar för placeringsinriktning, ramar och riktlinjer för hantering av risker i kapitalförvaltningen samt andra strategiska frågor.

Regeringen eller Pensionsmyndighetens styrelse utser medlemmarna i fondelegationen och det kan diskuteras om den även ska utse en särskild chef för kapitalförvaltningen.

Även här kommer regeringens möjligheter att utöva inflytande öka jämfört med nuvarande ordning. Samtidigt innebär denna modell

att det skapas en förhållandevis komplex struktur som kräver att rollerna är tydliga för att undvika styrningsproblem.

7.7.2 Verksamhet som bara regleras i lag

Ett alternativ är att kapitalförvaltningen behålls som i dag dvs. i en myndighet vars verksamhet bara regleras i lag med den skillnaden att uppgiften att besluta om mål för förvaltningen (uttolkare) flyttas från kapitalförvaltningen. Denna lösning innebär att fondernas roll renodlas till att vara kapitalförvaltare (utförare).

Regeringen beslutar mål – självständiga myndigheter sköter förvaltningen

Om någon annan än kapitalförvaltningen själv ska fastställa målet med förvaltningen av buffertkapitalet är det naturligt att överväga om uppgiften kan överlåtas till regeringen. Regeringen utvärderar i dag fondernas förvaltning. Regeringen står därför väl rustad med den kompetens och kunskap som behövs för att sätta ett mål för förvaltningen av kapitalet, och i de fall kompetensen saknas har regeringen hittills inte tvekat införskaffa den, t.ex. McKinseys granskning av AP-fondernas strategiska beslut och operativ förvaltning m.m.

I vilken utsträckning kapitalförvaltningen ska involveras i arbetet med att besluta mål för förvaltningen av fonderna kan diskuteras.

Vid lagens tillkomst ställde sig regeringen avvisande till tanken att den skulle ta ansvar för placeringsverksamheten eller att den på något sätt skulle styra vilka mål som fonderna skulle förvalta kapitalet efter. Däremot förbehöll sig regeringen rätten att i de årliga utvärderingarna förtydliga sin syn på pensionssystemets åtagandehöjd och förvaltningsuppdraget i övrigt.

De skäl som anfördes för att regeringen inte skulle ges möjlighet att ange riktmärken för förvaltningen har nu satts på prov under drygt ett decennium.

Ett motiv som framfördes mot att regeringen skulle ha möjlighet att ange riktmärken för förvaltningen var att det riskerade att förta fördelarna med fyra olika förvaltningsorganisationer genom en alltför stor likriktning av tillgångsförvaltningen. Fondernas till-

gångsförvaltning är i dag relativt likriktad och det beror snarare på andra faktorer som exempelvis placeringsbestämmelserna än något annat. Det är svårt att se att en gemensam målsättning för förvaltningen av kapitalet aktivt skulle bidra till ännu större likriktningen än i dag oavsett om placeringsbestämmelserna tas bort. Risken för likriktning av tillgångsförvaltningen är därför inte längre ett bärande skäl till varför regeringen inte ska ange en målsättning för förvaltningen av kapitalet.

Det viktigaste motivet till att regeringen inte har möjlighet att ange mål eller riktmärken för förvaltningen av kapitalet är att markera pensionssystemet att är autonomt och att kapitalet bara används till nytta för systemet (prop. 1999/2000:46 s. 123). När fondbildningen inrättades i samband med ATP-reformen betonade 1957 års pensionskommitté t.o.m. att de psykologiska förutsättningarna för att nå det samhällsekonomiskt motiverade målet – en hög kapitalbildningstakt – inte bara reduceras utan tvärtom ökas om de till fonden avsatta medlen betraktades som från staten fristående tillgångar (SOU 1958:4 s. 33). Detta skäl har inte förlorat i styrka på samma sätt som skälet att undvika likriktning.

Regeringen förvaltar dock de-facto pensionssystemet. Förutom de uppgifter som utförs i förhållande till fonderna – tillsättande av styrelse, revisorer och utvärdering – har Pensionsmyndigheten – som är en myndighet under regeringen – i uppdrag att administrera och betala ut den allmänna pensionen. Systemets autonomi kan här uppfattas på så sätt att systemet bör konstrueras så att regeringen förhindras att ta ovidkommande hänsyn vid beslut rörande förvaltningen och administrationen av systemet, inte att regeringen helt utesluts från uppgiften att fastställa mål för förvaltningen.

Om det går det att säkerställa att regeringen när den konkretiserar målen för förvaltningen inte tar ovidkommande hänsyn så minskas risken för att systemets autonomi hotas. Om regeringens uppgift enbart är att ange mål i form av avkastning, riskaptit och tidshorisont så är det svårt att samtidigt påverka fonderna att ta ovidkommande hänsyn. Det framstår därför som meningslöst att vid utformandet av målen ta exempelvis näringspolitisk hänsyn eftersom regeringen inte har någon möjlighet att påverka hur kapitalets sedan placeras. Frågan är dock om detta är tillräckligt. Man kan alltid hävda att oavsett vad som är den ”rätta” uppfattningen rörande kapitalets roll så finns det en reell risk att regeringen har en benägenhet att prioritera dagens pensionärer i förhållande till kom-

mande pensionärer när den ska sätta målen för förvaltningen. Det är emellertid svårt att bedöma hur stor den risken är.

Pensionsmyndigheten beslutar mål – självständiga myndigheter sköter förvaltningen

Pensionsmyndigheten är, som påpekats ovan, den myndighet som har bäst kunskap om pensionssystemets funktion, nuvarande ställning och framtid. Myndigheten står därför på en stabil grund när det gäller möjligheterna att besluta mål för förvaltningen av buffertkapitalet. Myndigheten saknar visserligen i dagsläget tillräcklig kompetens inom kapitalförvaltning, men det går att lösa.

Den övergripande frågan är istället om denna lösning är tillräckligt oberoende från regering och riksdag, eller om de farhågor som beskrivs ovan om regeringen skulle besluta mål även gör sig gällande beträffande Pensionsmyndigheten som är en myndighet under regeringen.

En myndighet beslutar mål – flera myndigheter sköter den löpande förvaltningen En möjlig struktur är en från regeringen helt självständig uttolkare som i likhet med fonderna bara styrs genom lag. Uttolkaren skulle även kunna överta en del av regerings uppgifter i förhållande till fonderna. Det finns därvidlag två möjligheter.

Antingen skapas en egen myndighet som är helt skild från kapitalförvaltningen med egna resurser som ansvarar för att besluta mål för förvaltningen. Eller så skapas en uttolkare inom fonderna som ansvarsmässigt är skild från kapitalförvaltningen dvs. en struktur som till viss del påminner om Riksbanken med fullmäktige, som har en kontrollerande funktion, och direktionen, som är utföraren.

Vi förespråkar att kapitalet förvaltas mot ett gemensamt mål (se kapitel 6) således kan det bara finnas en uttolkare. Behålls flera fonder, som självständiga myndigheter faller det sig naturligt att uttolkaren är placerad i en egen självständig myndighet. För att upprätthålla myndighetens oberoende ska den – som fonderna i dag – bara styras genom lag. Regeringen ska utse styrelseledamöter i myndigheten som beslutar mål. Om denna myndighet ska tilldelas ytterligare uppgifter förutom att formulera målet kan här hållas öppet. Tilldelas myndigheten alla eller delar av de uppgifter regeringen har i förhållande till fonderna i dag kommer oberoendet att stärkas.

I ESO-rapporten *Fyra dyra fonder?* (2009:4) föreslås att det ska upprättas ett Buffertfondsfullmäktige under riksdagen som ska överta regeringens uppgifter och därutöver fastställa konkreta mål för förvaltningen kapitalet. Under utredningsarbetet har även denna lösning resonemangsvis förespråkats av vissa företrädare för AP-fonderna. Severinson & Stewart (bilaga 4) föreslår i linje med OECDs riktlinjer att det bör övervägas att inrätta en oberoende kommitté som är ansvarig för frågor rörande AP-fonderna såsom att ta fram ett övergripande mål för förvaltningen.

Riksbanksmodell

Om antalet AP-fonder reduceras till en går det att skapa en organisation som är lik Riksbankens, även om den inte nödvändigtvis måste ligga under riksdagen. Ansvar för mål (uttolkare) kan läggas på en representativ överstyrelse⁵ som utses av regeringen. Överstyrelsen beslutar om mål för förvaltningen (uttolkare) vidare övertar den regeringens uppgifter i förhållande till fonden. Denna lösning skulle förstärka oberoendet gentemot riksdag och regering i mycket hög grad.

En myndighet med oberoende förvaltningsorganisationer

Det går också att laborera med olika modeller som innebär att kapitalförvaltningen samlas i en myndighet. Det är inte unikt att en kapitalförvaltande organisation förvaltar ett stort antal fonder oberoende av varandra, det är snarast norm. Myndighetens ledning, som ansvarar för myndighetens verksamhet, beslutar mål för förvaltningen av fondkapitalet. Ansvar för den strategiska och taktiska allokeringen kan sedan i lagen överlåtas till inom myndigheten oberoende kapitalförvaltningsorganisationer (fondstyrelser). En lyckad organisation förutsätter dock att frågor om ansvarsfördelningen inom myndigheten kan lösas så att det finns en tydlighet internt och externt. Detta kan uppnås om buffertkapitalet betraktas mer som fonder som ska förvaltas och inte sammanblandas med

⁵ Vi väljer att kalla den representativa enheten för överstyrelse och inte fullmäktige. Det är i första hand för att uttrycket överstyrelse inom försäkringsbranschen ett är mer inarbetat begrepp. Överstyrelser som har att sätta mål för förvaltningen och representera kundintresse finns i ett antal bolag i dag. Även internationellt är supervisory board respektive executive board etablerade begrepp.

den kapitalförvaltande myndigheten. Varje fond skulle inom myndigheten förvaltas av en oberoende fondstyrelse som när den fullgör sitt uppdrag handlar i myndighetens namn men även anger fondens beteckning.

8 Struktur på kapitalförvaltningen

Enligt direktivet ska utredningen granska argumenten för en uppdelning av buffertkapitalet i flera fonder med identiska förvaltningsuppdrag och jämföra dessa med alternativa lösningar mot bakgrund av gjorda erfarenheter och förändrade marknadsförutsättningar.

I förarbetena till lagen om AP-fonder (prop.1999/200:46) konstaterades att kapitalförvaltning är förknippad med klara stordriftsfördelar. Bland annat påpekades att det finns fasta kostnader i förvaltningen och att stora förvaltare kan få tillgång till bättre analyser på de internationella marknaderna. Fördelarna med nuvarande uppdelade struktur bedömdes dock överväga dessa stordriftsfördelar. Fördelarna var bland annat att förvaltningsriskerna skulle diversifieras, konkurrensen skulle bidra till effektivare förvaltning samt att risken för marknadsstörningar och politiskt inflytande skulle minska.

Buffertkapitalets främsta komparativa fördel är dess likviditetsstruktur vilken medger en verkligt långsiktig förvaltning. Utredningens utgångspunkt är därför en strävan att skapa en förvaltningsstruktur som ger bästa förutsättningar för detta.

Kapitalförvaltning kan bedrivas på flera sätt utifrån olika förutsättningar och är ett område som ständigt utvecklas. Att belysa alla tänkbara alternativ ligger utanför utredningens uppdrag. Kapitlet inleds därför med att belysa aktiv och passiv förvaltning respektive intern och extern förvaltning som debatterats i samband med etableringen av AP-fonderna och senare i regeringens löpande utvärderingar. Därefter följer en sammanfattning av teoretisk och empirisk forskning kring storlek och avkastningsmöjligheter respektive diversifiering av risker.

Med utgångspunkt i denna analysöversikt granskas förarbetenas skäl för att dela upp förvaltningen i fyra fonder. Enligt utred-

ningens direktiv beskrivs sedan ett antal alternativa förvaltningsstrukturer och en jämförelse mellan dem.

Kapitlet avslutas med att belysa styrelsens och ledningens roll för en effektiv kapitalförvaltning.

8.1 Aktiv eller passiv (index) förvaltning

Utredningens bedömning: Kapitalförvaltning handlar om att fatta aktiva investeringsbeslut om portföljkonstruktion och marknadsexponering utifrån acceptabel risk. Det absolut viktigaste beslutet för förvaltningsresultaten är den totala risknivån för förvaltningen som bestämmer fördelningen mellan olika tillgångar i portföljen.

AP-fonderna har fördelar som god likviditet och möjlighet till långsiktighet vilket skiljer dem från en ”typisk” investerare. Risknivån och sammansättningen av olika risker i portföljen behöver sannolikt ändras över tid beroende på pensionsystemets finansiella ställning vilket talar för att inte låsa upp kapitalet i strikt indexering - eller någon annan strategi. Utredningen anser att beslut om aktiv eller passiv marknadsexponering ska grunda sig på en professionell bedömning av kapitalförvaltaren och baseras på förväntad riskjusterad *netto*-avkastning.

Begreppet *Den Effektiva Marknadshypotesen (Efficient Market Hypothesis, EMH)* etablerades i slutet av 1960-talet av Eugene Fama (1965) och Paul Samuelson, (1965). Hypotesen antar att finansiella marknader är effektiva, vilket innebär att priset på en tillgång återspeglar all tillgänglig information. Detta implicerar att marknadspriset därmed är riktigt i den meningen att det återspeglar den kollektiva analysen hos alla investerare. Hypotesen säger därmed att det inte är möjligt att konsekvent vinna över marknaden genom att använda någon information som marknaden redan känner till, förutom möjligen genom insiderinformation.

Om denna hypotes stämmer ska det inte gå att slå index över tid. Den genomsnittliga avkastningen för en aktiv förvaltare med en bred portfölj bör bli lika med index minus förvaltningsavgift och transaktionskostnader.

En mängd ekonomiska modeller *antar* att marknaden är effektiv, alltså att effektiva marknadshypotesen är sann men åsikterna glider och forskningen är oense. Det finns en rad akademiker som hävdar att hypotesen inte stämmer, däribland (Lo & MacKinlay, 2001; Malkiel, 2003),

Grossman & Stiglitz (1980) menar att förekomsten av kostnader för information och courtage innebär att marknaden inte kan vara perfekt. Det måste finnas en viss grad av ineffektivitet för att det ska löna sig att samla information och att handla med tillgångar. Trots att marknaden inte är helt effektiv kan dock dessa kostnader innebära att den mest pragmatiska hållningen för den genomsnittlige investeraren är att anta att marknaden är effektiv och agera därefter.

Möjligheten att investera i ett marknadsindex, och därmed anta att marknadspriset är det riktiga, förutsätter dock att det finns aktörer på marknaden som inte tror på den effektiva marknadshypotesen utan strävar efter att skaffa sig ett informationsövertag för att överträffa marknaden. Att marknaden är informations-effektiv bygger på att analytiker och investerare aktivt tar ställning till och offentliggör deras bedömning av ”rätt” pris.¹

Ju fler aktiva analytiker och investerare som agerar på en marknad, desto mer genomlyst kommer den att vara och desto svårare är det att finna egen unik information som möjliggör att överträffa index. Generellt anses därför att indexförvaltning har bäst förutsättningar att slå aktiv förvaltning på effektiva marknader som är väl genomlysta. I marknader med färre investerare som är sämre genomlysta och analyserade innebär det bättre möjligheter för aktiva förvaltare att dra nytta av informationsövertag och därmed uppnå bättre avkastning än den genomsnittlige indexförvaltaren, exempelvis i tillväxtmarknader eller i olika segment av marknader.

Många tillämpade studier av den effektiva marknadshypotesen baserar sina studier på investeringsfonder.² Flera av dessa visar att indexfonder över tiden ger högre avkastning än aktivt förvaltade fonder med motsvarande inriktning. se exempelvis (Malkiel, 2003; Ilmanen, 2011; Fama & French, 2009).

¹ Att investera i index kan (förenklat) liknas vid att sitta i baksätet och låta någon annan köra bilen, men detta kräver att någon tar på sig rollen att vara chaufför.

² En investeringsfond är en fond öppen för allmänhet och/eller institutionella som oftast har ett begränsat mandat, exempelvis svenska aktier.

De huvudsakliga skälen till indexfondernas fördel är lägre avgifter, kostnadseffektivare förvaltning samt att dess metodik eliminerar misstag från förvaltarnas sida.

AP-fonderna och liknande aktörer som investerar i flera typer av tillgångar och olika marknader kommer dock alltid att tillämpa varierande grad av aktiv förvaltning. Första aktiva beslutet är att ta ställning till portföljens långsiktiga riskprofil (ofta benämnd som strategisk allokering) och därmed fördelningen av olika tillgångar, marknader och riskklasser. Därefter kommer beslut om aktiva avvikelser från den långsiktiga portföljen på kort och medellång sikt (taktisk och dynamisk allokering). Inom respektive tillgång ska sedan beslut fattas om en aktiv eller passiv marknadsportfölj, eller en kombination av dessa.

Forskningen är relativt enig om att de beslut som har störst konsekvenser för portföljens avkastning är den strategiska allokeringen. Beslut om aktiv eller passiv marknads exponering påverkar portföljens totala avkastning i mindre utsträckning.

I McKinseys senaste utvärdering av AP-fonderna för regeringens räkning bröts bidragen till den totala avkastningen ned på strategisk allokering och aktiv avkastning för var och en av fonderna. Fonderna definierar aktiv avkastning något olika men helt klart är att det strategiska beslutet har störst betydelse för den totala portfölj avkastningen och att valet mellan aktiv eller passiv marknads exponering bidrar med mindre än en tiondel till avkastningen (McKinsey, 2012). Med detta inte sagt att bidraget ska underskattas i betydelse. Vissa år kan en positiv aktiv avkastning vara en mycket viktig komponent för den totala avkastningen.

AP-fonderna bör dra nytta av sina fördelar av likviditet och möjligheten att kunna agera verkligt långsiktigt vilket skiljer dem från den ”typiske” investeraren. Den totala risken och sammansättningen av olika risker i portföljen kommer också att behöva förändras med pensionssystemets finansiella ställning. Detta talar mot att låsa upp förvaltningen i en strikt indexeringsstrategi.

Aktiv och passiv marknads exponering i praktiken

Vid diskussionen kring aktiv och passiv (index)-förvaltning avses oftast förvaltningen av traditionella investeringsfonder som investerar i en specifik marknad, exempelvis Sverige. En aktivt förvaltd fond försöker att överträffa ett visst marknadsindex medan en

passiv fond, vanligen benämnd som indexfond, strävar efter att följa ett visst marknadsindex med så liten avvikelse som möjligt.

Strategierna för en aktivt förvaltd fond varierar, men gemensamt är att de ska överträffa ett förutbestämt jämförelseindex, exempelvis ett svenskt börsindex. Ett jämförelseindex kan också vara en kombination av flera underliggande marknadsindex, exempelvis ett aktieindex och ett ränteindex för en blandfond. Som ett mått på den aktiva avkastningen används ofta termen "Tracking Error" som beskriver graden av fondens avvikelse från sitt jämförelseindex. Ju högre värdet är på fondens tracking error, desto större är avvikelsen och den risk fonden tar relativt sitt jämförelseindex. Det finns inget bestämt mått på tracking error som avgör om fonden är aktiv eller passiv utan det är en bedömningsfråga.

En aktiebaserad indexfond bygger på principen att köpa en motsvarande andel av de aktier som ingår i det indexet som fonden har valt att följa.

Varianter på aktiv och passiv förvaltning

Aktiv och passiv kan betraktas som gränsvärdena på en skala som innehåller olika grader av aktiva och passiva strategier. Några vanligt förekommande nämns kortfattat nedan.

Semipassiv förvaltning är en förvaltningsstil, oftast mycket kvantitativt orienterad, som med små avvikelser från index (liten aktiv risk) försöker överträffa index-avkastning. Kallas även enhanced indexförvaltning.

Smart beta kan beskrivas som indexförvaltning med en annan indexviktning än ett traditionellt viktat där bolagets/värdepapperets andel i index utgår från marknadsvärdet. Som exempel kan nämnas fundamentalt viktade index där bolagen inkluderas efter fundamentala faktorer, exempelvis bokfört värde, storlek på aktieutdelning och liknande.

Aktiv alpha kan beskrivas som strävan efter att uppnå en överavkastning, alpha, relativt jämförelseindex. Alpha genereras genom att över- och undervikta tillgångar i portföljen relativt portföljens jämförelseindex.

Alpha-Beta separering kan förenklat beskrivas som en medveten strategi att separera marknadsexponering, beta och den aktiva förvaltningen som ska generera en överavkastning, alpha.

Absolutavkastande förvaltning strävar efter att uppnå en avkastning uttryckt i kronor eller i procent av ursprungligt belopp och relateras inte till ett jämförelseindex.

8.2 Intern eller extern förvaltning

Utredningens bedömning: Intern förvaltning är ur kostnads- perspektiv ofta billigare än extern förvaltning vilket dock inte per automatik innebär en högre nettoavkastning. Det krävs att tillräcklig förvaltarkompetens kan rekryteras för att nettoavkastningen ska vara lika bra eller bättre för intern än extern förvaltning. Möjligheten att bygga upp en egen intern kompetens beror på organisationens attraktionskraft. Fördelar med en intern förvaltning är att minska beroendet av externa leverantörer av förvaltningstjänster och analys. Nackdelar kan vara minskad flexibilitet till förändringar av strategier och organisation. Utredningen anser att det är ett beslut som ska fattas av ledningen för förvaltningsorganisationen utifrån dess mandat och förutsättningar.

Flera av världens stora pensions- och pensionsreservsfonderna har de senaste åren ökat andelen intern förvaltning på bekostnad av den externa.³ En viktig anledning är att pressa kostnader då en stor del av dessa orsakas av olika typer av mellanhänder och rådgivare.

Som diskuteras vidare i avsnitt 8.3 varierar kostnadsskillnaden mellan intern och extern förvaltning med tillgångsslag, förvaltningsstil och storleken på förvaltad kapital. Akademiska resultat är entydigt positiv till intern förvaltning före extern förvaltning ur ett rent *kostnadsperspektiv*. Resultaten är dock inte entydiga ur ett *nettoavkastningsperspektiv*.

I Tabell 8.1 illustreras kostnadsrelationen för intern och extern förvaltning för aktier, räntor och alternativa tillgångar (mestadels private equity) från en studie av Dyck & Pomorski (2011). Ur tabellen framgår att relationen varierar mellan tillgångsslag, men också med storleken på förvaltad kapital vilket har att göra med de stordriftsfördelar som finns i kapitalförvaltning. I tabellen särskiljs

³ Exempelvis kanadensiska Alaska Permanent Fund och Canada Pension Plan, amerikanska AIMCO och CalPERS, danska ATP.

dock inte mellan aktiv och passiv förvaltning vilket också är en påverkande faktor då aktiv förvaltning generellt är dyrare än passiv.

Tabell 8.1 Relationen mellan kostnader för intern och extern förvaltning för olika storlekar av pensionsfonder*

	Kvintil 1 2,4 miljarder kronor	Kvintil 2 7,0 miljarder kronor	Kvintil 3 14,7 miljarder kronor	Kvintil 4 37,1 miljarder kronor	Kvintil 5 268,7 miljarder kronor
Aktier	2,8	2,6	3,4	3,5	3,2
Räntor	1,7	2,5	3,0	3,9	5,1
Alternativa**	3,0	5,7	4,5	5,0	6,9

*En siffra på 2,8 betyder att extern förvaltning är 2,8 gånger dyrare än motsvarande intern förvaltning. Källa: (Dyck & Pomorski, 2011) **Domineras av private equity, fastigheter och infrastruktur.

En studie av Bauer et al (2010) ger stöd för att extern förvaltning generellt är dyrare än intern. I sin beskrivande statistik av data-underlaget är genomsnittskostnaden för extern förvaltning cirka fem gånger dyrare än intern förvaltning, 31 baspunkter⁴ jämfört med 6 baspunkter. Studien särskiljer dock inte mellan olika tillgångsslag vilket gör att detta endast ger en grov uppskattning.

Att extern förvaltning är dyrare än intern förvaltning får också stöd i kostnadsanalysen som utredningen genomfört tillsammans med Ernst & Young (bilaga 6). I analysen särskiljs dels kostnaden mellan intern passiv och extern aktiv förvaltning, dels intern förvaltning kategoriserad på tillgångsslag.

Ur ett kostnadsperspektiv talar forskningsresultaten entydigt för intern förvaltning. Dock är kostnaden i sig inte intressant utan ska relateras till genererad nettoavkastning. Valet mellan intern och extern förvaltning måste utgå från bedömningen av den högsta potentiella nettoavkastningen. Högre kostnader är väl motiverade om dessa genererar en högre nettoavkastning till fonden och framtida pensionsutbetalningar. Givet samma bruttoavkastning genererar dock lägre kostnader en högre nettoavkastning. Naturligt är det svårare att bedöma förväntad avkastning som beror på så många oförutsägbara faktorer varför det är vanligt att kostnaderna i sig får stort fokus.

Kostnadernas betydelse för nettoavkastningen illustreras med en analys av Miller & Flynn (2010) som finner att lägre kostnader

⁴ En baspunkt motsvarar en hundraedels procentenhet.

för intern förvaltning generellt är förklaringen till varför intern förvaltning överträffar extern i termer av nettoavkastning. Analysen utgår från databasen CEM Benchmarking⁵ och baseras på perioden 1991 och 2009. Resultaten visar att skillnaden i *brutto*-avkastning är låg mellan intern och extern förvaltning men internt förvaltade EAFE⁶ aktier och tillväxtmarknadsaktier överträffar den externt förvaltade motsvarigheten med 0,96 respektive 0,28 procentenheter i termer av *netto*avkastning. För räntor och amerikanska aktier är det dock ingen skillnad mellan intern och extern nettoavkastning. Resultaten påverkades inte av fondens nationella hemvist eller storlek.

För att intern förvaltning ska vara ett bättre alternativ krävs att relevant förvaltarkompetens kan rekryteras för att uppnå en nettoavkastning som är lika bra eller helst bättre än vad som skulle uppnås med extern förvaltning. Möjligheten att bygga upp en egen intern kompetens beror på organisationens attraktionskraft.

Ett argument för en högre grad av intern förvaltning är att bli mindre beroende av externa leverantörer av förvaltningstjänster och analys. Rollen för externa rådgivare och förvaltare ifrågasattes under finanskrisen då många institutioner hävdade att deras rådgivare och förvaltare inte upplyst dem tillräckligt om riskerna förknippade med vissa finansiella instrument och investeringar. Rådgivarna och förvaltarna å sin sida har försvarat sig med att det är investerarens fulla ansvar att själv bilda sig en uppfattning om råd och investeringserbjudanden. Detta betyder implicit att deras råd inom ramen för deras roll som externa förvaltare och finansiella rådgivare inte kan betraktas som tillräckligt underlag för ett investeringsbeslut.⁷

En nackdel med en intern förvaltningsorganisation är svårigheten att ändra förvaltningsinriktning och göra organisationsförändringar. Varje person och enhet kommer typiskt sett att försöka att deras speciella förvaltningsområde bör prioriteras. Det

⁵ CEM är ett kanadensiskt företag vars specialitet är att analysera pensionsfonders kostnader och som byggt upp en stor och unik databas över faktiska kostnadsdata från sina kunder. Kunderna är pensionsfonder som frivilligt rapporterar in sina egna kostnader enligt instruktioner och mallar från CEM. Det är dock upp till fonderna själva att tillämpa dessa instruktioner.

⁶ Aktiemarknader i Europa, Australien och Sydostasien.

⁷ I boken "Chasing Goldman Sachs" av Suzanne McGee ges flera exempel på och referenser till uttalanden i finanspress och senatsförhör av ansvariga representanter för flera stora externa leverantörer av rådgivning och förvaltning. De frånsäger sig det egna ansvaret för råd och förslag och anser att det till syvende och sist är upp till investeraren att göra en egen analys innan investering.

ställer krav på styrelse och den exekutiva ledningen att de har kunskap och integritet för att hantera dessa frågor.

En fördel med att arbeta med externa förvaltare är att det ger en större flexibilitet. En extern förvaltare som inte presterar enligt förväntan kan bytas mot någon annan. Det är också lättare att byta förvaltningsstrategi exempelvis från en aktiv förvaltningsmodell till en passiv, om man inte har byggt upp en egen organisation för aktiv förvaltning. Att vara en kvalificerad beställare av externa förvaltningstjänster ställer dock stora krav på kompetens som inte ska underskattas.

Samtidigt som det senaste årtiondet varit en utmanande tid för kapitalförvaltning har konkurrensen om avkastningen ökat med en stark tillväxt av statliga investeringsfonder och pensionskapital. För att lyckas framöver ställer detta högre krav på kompetens oavsett intern eller extern förvaltning.

8.3 Storlek och avkastning

Utredningens bedömning: Studier och erfarenheter pekar entydigt på att det finns klara stordriftsfördelar vad gäller kostnader för förvaltning och administration. Resultaten är inte lika entydiga för påståendet att det finns stordriftsfördelar för nettoavkastning generellt, det beror på förvaltningsstil och tillgångsslag.

En nackdel med att förvalta ett större kapital är svårigheten att anamma strategier som bygger på investeringar inom mindre nischer av marknader (framförallt den inhemska) eller på förmågan att snabbt ändra om portföljen. För ett större kapital talar studier tydligt för en klart bättre avkastning inom alternativa tillgångsslag.

Tillgängliga studier talar också för att intern förvaltning är billigare än extern vilket indirekt skulle tala för att det finns en viss skalfördel i att bygga upp en intern förvaltningsorganisation.

En större fond har också bättre förmåga att attrahera kompetens vilket är avgörande för att lyckas i den allt ökande globala konkurrensen.

För buffertkapitalet vars komparativa fördel är långsiktighet bedöms fördelarna med att förvalta ett större kapital överväga nackdelarna.

Stordriftsfördelar inom kapitalförvaltning

Inom kapitalförvaltning finns det naturliga stordriftsfördelar då flera kostnadsposter inte är direkt relaterade till storleken på kapitalet. Oavsett storlek behövs personer som sköter strategisk analys, förvaltning, riskhantering, regelefterlevnad (compliance), rapportering och administration. Dessa personer kan lika gärna hantera ett större kapital som ett mindre (dock upp till en viss gräns). Likaså krävs grundläggande system för hantering av portföljen som IT och administration oavsett kapitalet storlek. Dessa stordriftsfördelar kan betraktas som okontroversiella men också begränsade.

Andra stordriftsfördelar kan relateras till kapitalet och därmed potentiellt få stora effekter på resultatet. Dessa fördelar är dock till viss del mer kontroversiella och svårare att identifiera och kvantifiera empiriskt.

Större förvaltare har i regel bättre förhandlingsstyrka vilket ger bättre villkor när exempelvis förvaltningsuppdrag eller andra uppdrag läggs ut externt. För vissa tillgångsslag kan det också krävas en viss kritisk massa av kapital för att kunna bli en effektiv investerare. Det gäller exempelvis investeringar i infrastruktur och onoterade aktier (riskkapital).

Det finns ett antal studier som studerat stordriftsfördelar inom förvaltning av pensionskapital. Kostnader är ofta svåra att jämföra mellan olika fonder och beror dels på hur dessa redovisas och också på fondernas förvaltningsuppdrag. Med beaktande av dessa svårigheter tyder dock flertalet studier på att pensionsfondens storlek är en betydande förklaring till kostnaderna som andel av kapitalet, se exempelvis (Lum, 2007; Bauer, Cremers, & Frehen, 2010; Andonov, Bauer, & Cremers, 2011; Dyck & Pomorski, 2011)

Flertalet av studierna utgår dock från en enda källa, databasen CEM Benchmarking. Databasen bygger på frivillig rapportering vilket medför en del urvalsproblematik. Källan är dock unik i sin karaktär då det inte finns något motsvarande alternativ. Resultaten ger därför en viktig vägledning även om de bör tolkas med viss försiktighet.

Storlek och nettoavkastning

Den viktigaste uppgiften för en förvaltning är att skapa högsta möjliga nettoavkastning inom ramarna för givna riskmandat. Kostnaderna i sig är därför inte så intressanta utan ska ställas i relation till avkastningen i fonden.

En aktuell studie baserad på CEM Benchmarking data är Dyck & Pomorski (2011). Studien är en av de mest omfattande avseende antalet och baseras på 842 publika pensionsfonder under perioden 1990–2009. Författarna undersöker faktorer bakom nettoavkastning över jämförbara index per tillgångsklass och summerar sedan dessa till en totalavkastning för portföljen. De drar slutsatsen att större är bättre i dessa sammanhang.

De delar upp fonderna efter storlek i *kvintiler*.⁸ Den högsta kvintilen innehåller fonder med ett genomsnittligt fondkapital på motsvarande 268 miljarder kronor och den lägsta kvintilen innehåller fonder med ett genomsnittligt värde på motsvarande 2,4 miljarder kronor. Efter att ha justerat för olika tillgångsmix i fondernas portföljer visar deras resultat att fonderna i den högsta kvintilen har i genomsnitt 0,45 procentenheter⁹ högre nettoavkastning per år än fonderna i den lägsta kvintilen.

Mellan en tredjedel till hälften av resultatet förklaras med lägre förvaltningskostnader som beror på relationen mellan intern och extern förvaltning. I genomsnitt beräknas extern aktiv förvaltning vara cirka 3 gånger dyrare än motsvarande intern för noterade tillgångar och 5 gånger dyrare för onoterade tillgångar (illustreras även i Tabell 8.1). De största pensionsfonderna förvaltar i genomsnitt 35 procent internt medan motsvarande siffra för de minsta är 2,7 procent.

Upp till två tredjedelar av resultatet härrör från avkastningen från alternativa investeringar. Från den beskrivande statistiken av dataunderlaget framgår att fonderna i den högsta kvintilen i genomsnitt har 1,4 till 2,4 procentenheter bättre avkastning inom alternativa tillgångar än fonderna i de två lägsta kvintilerna. Av total överavkastning så står riskkapital och fastigheter för den största andelen. Resultaten från analysen visar att en förflyttning från den lägsta kvintilen till den högsta skulle ge 6 procent högre avkastning

⁸ En kvintil motsvarar en femtedel av totalen. Det totala antalet fonder delas upp i fem andelar efter storlek. Den översta femtedelen innehåller fonder med både större och mindre kapital än motsvarande 268 miljarder kronor SEK och den lägsta femtedelen innehåller fonder med större och mindre kapital än 2,4 miljarder kronor.

⁹ Utan justering för olika tillgångssammansättning är skillnaden 0,78 procent per år.

för private equity och 3,7 procent högre avkastning för fastigheter. Skillnaderna förklaras med att större fonder har ett större kapital och en kritisk massa som krävs för att få investera med topprankade riskkapital- och fastighetsaktörer. Därtill ger storleken bättre förutsättningar för att bygga en intern investeringsorganisation med hög kompetens och kontinuitet.

Större pensionsfonder tenderar att öka sin allokering mot den typ av tillgångar där de kan dra mest nytta av sina stordriftsfördelar och har därmed en högre andel onoterade alternativa tillgångar i portföljen (10 procent för de större relativt 3 procent för de mindre).

Författarna anser också att deras resultat indikerar att större fonder generellt har en bättre styrning vilket i sig påverkar avkastningen positivt och väl kompenserar för de nackdelar som ett stort kapital kan föra med sig såsom mindre rörlighet än en mindre fond.

Praktiska konsekvenser av deras resultat anser de själva vara vikten av att utnyttja sin storlek för att förhandla förvaltningskostnader med externa förvaltare eller än bättre, att ersätta en del av de externa förvaltarna med en intern organisation. Variationen av stordriftsfördelar mellan olika tillgångsklasser pekar också på den potential som finns för pensionsförvaltare genom att utöka portföljandelen mot tillgångar där storlek ger en komparativ fördel.

Stordriftsfördelar för pensionsfonder får delvis stöd av andra rapporter baserade på samma databas. Bauer et al. (2010) studerar 463 förmånsbaserade och 248 avgiftsbaserade amerikanska pensionsfonder under åren 1990–2006 respektive 1997–2006.

De konstaterar att kostnadsnivåerna är betydligt lägre för större fonder än för mindre vilket de förklarar med fördelar förknippade med storlek såsom bättre förhandlingsförmåga och/eller mer effektiv implementering. Vad gäller investeringar på den inhemska amerikanska aktiemarknaden finner de ett negativt samband mellan aktiv avkastning, alpha, och storleken på mandatet. Småbolagsmandaten på uppdrag av pensionsfonderna har överträffat sina index med i genomsnitt 3 procentenheter per år.

Författarna drar slutsatsen att även om det finns stordriftsfördelar på kostnadssidan för större fonder så talar den aktiva avkastningen för att mindre fonder är att föredra. Ett visst stöd finns dock också för att internt förvaltade fonder skulle prestera bättre vilket indikerar att det finns vissa stordriftsfördelar som kan gynna nettoavkastningen i utvecklingen av den interna förvaltningen.

En ytterligare studie baserad på databasen CEM är Andonov et al. (2011). Den utgår från 774 amerikanska och kanadensiska förmånsbaserade pensionsfonder under perioden 1990–2008 och investeringsresultaten på deras respektive inhemska marknader. Studiens ansats är att fördela den totala överavkastningen på tre källor; allokering, ”market-timing”¹⁰ och ”stock-picking”.¹¹

Resultaten visar att pensionsfonderna generellt har överträffat sina jämförelseindex både före och efter att avkastningen riskjusterats. Författarna konstaterar förekomsten av home-bias, och klara tendenser till flockbeteende då flertalet portföljer liknar varandra i allokeringen. Deras generella slutsatser är att relationen mellan storlek och avkastning inte är entydig utan beror på tillgångsklass och investeringsstil och strategi. Större fonder drar nytta av stordriftsfördelar främst inom alternativa tillgångsklasser som riskkapital och fastigheter medan storleken är en begränsning i noterade aktier och räntor. De finner också att fonder som förvaltar sina tillgångar internt har en bättre avkastning än motsvarande jämförelsegrupp som utnyttjar externa förvaltare vilket de förklarar med lägre kostnader och mindre agentproblem.

Sammanfattningsvis tyder resultaten på att stordriftsfördelarna främst finns inom alternativa tillgångsklasser där möjligheten att utnyttja storleken i pris och villkorsförhandlingar är bättre. För vissa tillgångsslag krävs också en viss kritisk massa i kapital för att ens få tillgång till investeringsmöjligheter vilket inte är möjligt för en mindre fond. En större fond ger också möjlighet att bygga upp en större intern förvaltning.

Nackdelar med ett större kapital är mindre flexibilitet att anpassa portföljen vid snabba marknadsförändringar. Det ger också sämre möjligheter att placera kapitalet på mindre marknader eller segment inom marknader där en sämre genomlysning kan ge en potentiellt hög avkastning för skickliga förvaltare. Detta problem kan dock lösas genom att dela upp ett större kapital i flera mindre mandat eller delportföljer om sådan exponering önskas. För buffertkapitalet vars komparativa fördel är möjligheten att vara långsiktig investerare framstår begränsad rörlighet dock som ett mindre problem.

¹⁰ Förmågan att gå in och ut ur marknaden vid rätt tidpunkt, dvs. köpa på botten, sälja på toppen.

¹¹ Valet av enskilda värdepapper.

Storlek och kompetensförsörjning

Kapitalförvaltning är i hög grad en personberoende bransch där förmågan att attrahera rätt kompetens är avgörande för resultatet. Det finns oerhört skickliga förvaltare som föredrar ett mindre kapital för att det bättre passar personens förvaltarkompetens. Som exempel kan nämnas ett stort antal hedgefonder som ofta är specialiserade inom en strategi och/eller område.

Förvaltningen av ett pensionskapital kräver dock investeringar i flera typer av tillgångar och regioner. I en mindre fond kommer det vara svårare att kunna locka specialistkompetens inom alla dessa områden dels för att det kostar för mycket, dels för att kapitalet är för litet för att ge utrymme för utveckling och innovationer. En större fond kan anställa flera personer eftersom kostnaderna fördelas på ett större kapital vilket också ger utrymme för en del specialistkompetens och förbättrade arbetsmetoder.

Vissa bedömare anser att nyckeln bakom den lyckosamma förvaltningen i Kanadas CPPIB är deras uttalade ambition att locka till sig kompetens. Dels genom ett ersättningsystem som anses vara konkurrenskraftigt, men också genom att vara en organisation med en hög innovationsgrad och strävan att ligga steget före sina konkurrenter (Ambachtsheer, 2011). En hög grad av utveckling och innovation kräver dock resurser för att undersöka, ifrågasätta och utveckla gängse normer vilket förutsätter att personalen löpande ges utrymme till kompetensutveckling (Clark & Urwin, 2008).

Ett geografiskt närmare exempel är danska ATP som också har ambitionen att ersätta sin personal konkurrenskraftigt utan att vara löneledande (ATP, 2012). De lyckas väl med att attrahera kompetens och har ett gott rykte vad gäller innovativa ansatser i sin förvaltning.

En annan parallell kan dras till förvaltningen i norska Statens Pensionsfond Utland, SPU som har blivit en prestigefylld arbetsplats till följd av sin storlek. Trots en relativt okomplicerad portfölj som främst investeras i räntor och noterade aktier globalt anses det vara en attraktiv plats att arbeta på.

För samtliga av de ovan nämnda innebär deras storlek och goda rykte att de internationellt sett är intressanta aktörer att diskutera med vad gäller saminvesteringar eller kompetens- och erfarenhetsutbyte. De får därmed tillgång till forum och investeringsmöjligheter som är stängda för mindre fonder vilket i sig är en faktor som attraherar kompetens till organisationen.

Ytterligare likheter kan dras till svenska Riksbanken och Riksgälden som trots ersättningsnivåer som ligger lägre än den privata marknaden har hög status och är attraktiva arbetsplatser för välutbildade individer med hög kompetens. Dessa arbetsplatser präglas av en hög grad av forskning och kompetensutveckling. Myndigheterna deltar löpande i dialog och utbyte med motsvarande internationella organisationer men också med olika universitet. Detta gör att det attraherar välutbildade nyutexaminerade personer och får dem också att stanna kvar då miljön uppmuntrar till vidareutveckling.

Ett större kapital ger fördelen att det ger utrymme för senior specialistkompetens inom valda delar av totalportföljen. Därtill skulle fonden globalt sett bli en viktigare potentiell partner för saminvesteringar med andra liknande aktörer i alternativa investeringar. Det skulle därmed öppna sig möjligheter som externa bedömare anser inte finns i dag.¹² Detta i sin tur bidrar till att attrahera kompetens.

Var går gränsen för en stor och liten fond?

Refererade studier pekar på att det finns varierande grad av stordriftsfördelar inom kapitalförvaltning. Som framgått baseras dock flertalet kvantitativa studier på samma databas, CEM Benchmarkings där urvalet domineras av mindre fonder vilket bland annat illustreras av kategoriseringen av fonder i Tabell 8.1.

Uppenbart är att det finns klara stordriftsfördelar från att gå från en fond på 2,4 miljarder kronor till en fond på 268,7 miljarder kronor. Det kan dock ifrågasättas hur relevant den jämförelsen är för AP-fonderna som redan befinner sig i den högsta klassen sett till storlek om än i det nedre spannet.

CEM databasen bygger på att fonderna själva väljer att betala för att gå med och att aktivt redovisa sina kostnader vilket innebär att den inte representerar allt pensionskapital. Av AP-fonderna har två valt att vara med och två står utanför.

Ur ett jämförelseperspektiv till AP-fonderna finns ett femtontal pensionsreservsfonder, ur ett konkurrensperspektiv tillkommer dock traditionella statliga och privata pensionsfonder samt statliga

¹² I samtal med bland annat företrädare för danska ATP, kanadensiska CPPIB och Australia Future Fund framgår att ett "tröskelvärde" för att vara intressant som global samarbetspartner ligger omkring 500 miljarder kronor.

investeringsfonder. Det finns en klar möjlighet att databasen inte representerar de senaste årens kraftiga tillväxt av statliga investeringsfonder.

En alldeles ny studie från CEM studerar hur de största fonderna i databasen strukturerat sin förvaltning. I urvalet ingår 19 fonder med en genomsnittlig förmögenhet på 90 miljarder USD, motsvarande knappt 700 miljarder kronor (Top 1000 Funds).

Detta innebär att storlekskategoriseringen i CEM-studierna inte behöver vara representativ för den investeringsmiljö där AP-fonderna verkar i just nu eller de kommande åren.

Statliga investeringsfonder är en kategori under tillväxt och har de senaste åren ökat från cirka 3 000 miljarder USD 2008 till 4 650 miljarder (Prequin, 2012). I dagsläget finns cirka 10 statliga investeringsfonder med ett större kapital än 100 miljarder USD och 21 stycken med ett kapital större än 30 miljarder USD, motsvarande ungefär en AP-fond (Sovereign Wealth Funds news, 2011).

Som framgår i Severinson & Stewarts rapport är det sammanlagda buffertkapitalet bland de större för ett urval av pensionsreservfonder i OECD (se bilaga 4, Tabell 1 och Figur 1). Dock är det inte anmärkningsvärt stort och det finns flera länder med ett större kapital både absolut och i termer av andel av BNP och totala börsvärdet.

Gränsdragningen mellan pensions- och statlig investeringsfond är inte helt tydlig och kan variera i olika studier beroende på definition. I kapitel 3 redovisas resultat från en studie som rankar världens 300 största fonder där Första till Fjärde AP-fonderna hamnar på 86, 94, 95 och 100 plats. Det gemensamma kapitalet för fonderna skulle motsvara en fond på en 14:e plats

Var gränsen går för stor och liten fond är därför inte konstant utan kommer att variera. Trenden av ett växande antal aktörer och ett större förvaltad kapital globalt kan relateras till att buffertkapitalets kapital förväntas minska under kommande trettio år. Den konkurrensfördel som AP-fonderna anser sig ha i dag av att vara en relativt stor investerare kanske inte finns framöver.

8.4 Diversifiering av risk

Ett grundbegrepp inom portföljteori är riskdiversifiering för att maximera den avkastning som erhålls för den risk som tas eller tvärtom, att minimera risken givet den avkastning som krävs.¹³ För att riskdiversifiera krävs att definiera och identifiera möjliga riskfaktorer för kapitalets utveckling. För att kunna bedöma de olika riskfaktorerna och dess påverkan på förvaltningen krävs en helhets-syn för den totala portföljen som ska diversifieras.

Grundläggande portföljteori

Risken för investeringar påverkas av olika faktorer som kan delas upp i systematiska och osystematiska risker. Systematisk risk är den risk som inte kan kontrolleras och definieras som marknadsrisk. Den osystematiska risken anges ofta som specifik företags- eller branschrisk men kan även helt enkelt definieras som en risk som går att diversifiera mot och som gör grund för portföljteorin.

Teorin bygger på att en kombination av flera investeringar, i relation till risk och avkastning minskar risken för den totala portföljen. Ur ett helhetsperspektiv är det inte den enskilda investeringen som är av betydelse utan dess bidrag till portföljen.

Ett enkelt typexempel är valet mellan att investera hela portföljkapitalet i ett glassföretag eller paraplyföretag. En solig sommar kommer investeringen i glassföretaget gå bra men investeringen i paraplyföretaget sannolikt uselt, en regnig sommar är förhållandet tvärtom. En solig eller regnig sommar inträffar med samma sannolikhet. Att investera hälften av kapitalet i glassföretaget och hälften i paraplyföretaget minskar i och för sig den potentiella avkastningen av att träffa rätt med glassföretagsinvesteringen en solig sommar men det minskar också risken för att sitta med samma företag en regnig sommar. Portföljens totala risk har därmed reducerats genom diversifiering.

En utgångspunkt för att uppnå diversifiering är att de olika investeringarna inte samvarierar (korrelerar) med varandra vilket i exemplet glass och paraplyer är uppenbart. Diversifiering bygger på

¹³ Harry Markowitz grundlade begreppen riskdiversifiering och portföljteori i sin artikel *Portfolio Selection*, (1952) och bok *Portfolio Selection: efficient diversification of investments*, (1959) Teorin bygger på att investerare är rationella och försöker minimera risken genom diversifiering. Med en kombination av flera investeringar, i relation till risk och avkastning blir risken lägre för det sammantagna värdet av portföljen.

enskilda investeringars bidrag av risk och avkastning till totalportföljen vilket kräver en helhetssyn för kapitalet som helhet.

I praktiken innebär det att portföljens innehav placeras i tillgångar som förväntas ha en inbördes låg korrelation. En investeringsfond med mandatet att placera i svenska aktier kommer att diversifiera genom att välja företag inom olika branscher. Att investera i 20 stycken företag kan tyckas vara en bra diversifiering men visa sig vara en dålig strategi om alla företag är inom samma bransch. En pensionsreservsfond kan tänkas ha hela världens börser som utgångspunkt för sin diversifiering och bör därmed se till att analysera hur tillgångar och geografiska områden samvarierar för att finna en lämplig fördelning.

En ytterligare aspekt på diversifiering av risk är rollen av en buffert i pensionssystemet. De tillfällen som behovet av en god avkastning för AP-fonderna är som störst är då avgiftsinbetalningarna understiger utbetalningarna. Avgiftsinbetalningarna är beroende av sysselsättningen vilket i sin tur är beroende av den allmänna samhällsekonomiska tillväxten. Ur diversifieringssynpunkt skulle det kunna argumenteras att förvaltningen av buffertkapitalet skulle undvika exponering mot svensk tillväxt vilket betyder en mindre exponering mot den svenska noterade och onoterade aktie marknaden.

De flesta är överens om att diversifiering är ett effektivt sätt att minska risken i sin portfölj.¹⁴ Dock är nyttan av diversifiering avtagande. Antalet tillgångar som krävs för att diversifiera kommer att bero på korrelationen mellan tillgångarna som kan variera över tid. En överdriven diversifiering kan snarare invagga i falsk säkerhet och framförallt vara onödigt kostsam.

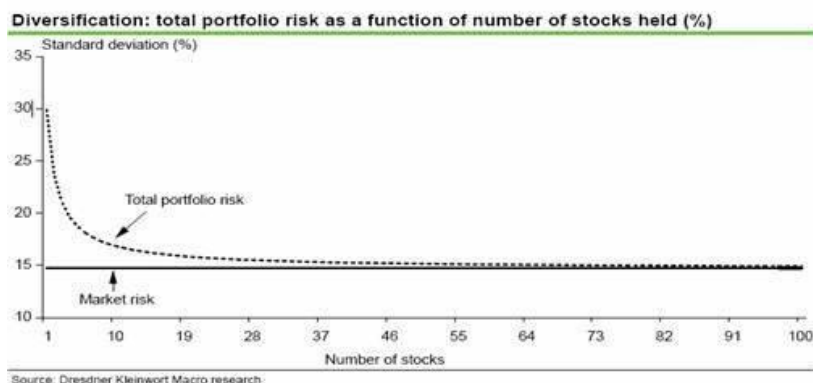
Om diversifiering sker mot ett marknadsindex kan flera aktiva strategier medföra att investeringarna till slut motsvarar just detta marknadsindex. Motsvarande indexexponering hade i stället kunnat uppnås genom en mer kostnadseffektiv indexförvaltning.

Detta kan illustreras av Elton och Gruber (1995) som analyserade diversifieringens avtagande effekt genom att studera standardavvikelsen för en aktieportfölj där de gradvis adderade aktier. De första 20 aktierna som adderades till portföljen reducerade risken, dvs. avvikelsen mot index, betydligt. Därefter för-

¹⁴ Enligt lag (2004:46) om investeringsfonder (LIF) får värdepappersfonder (förvaltas enligt det så kallade UCITS-direktivet) som huvudregel inte placera mer än 5 procent av fondvärdet i ett enskilt papper för att begränsa risken. Fonden får dock ha upp till fyra innehav där varje innehav uppgår till 10 procent av fondens samlade tillgångar. Detta innebär att en fond minst måste ha 16 olika värdepapper.

ändrades dock risken för portföljen endast marginellt vilket illustreras i Diagram 9.1.

Diagram 8.1 Avtagande marginalnytta av diversifiering



Källa: Elton & Gruber (1995).

8.5 AP-fondernas nuvarande förvaltningsstrategi

AP-fonderna har under de senaste åren genomfört stora förändringar i sina förvaltningsmodeller och investeringsstrategier. Det innebär att fonderna i dag arbetar med förvaltningen på olika sätt och att skillnaderna mellan deras förvaltningsstil har ökat.

En generell förändring som skett för att bättre kunna anpassa portföljens risknivå mot förändringar i marknadsförutsättningar är att fonderna har ökat sitt fokus på dynamisk eller medelfristig allokering och ökar allokeringen mot alternativa tillgångar.

Under förra året införde Första AP-fonden en ny förvaltningsorganisation för att förtydliga ansvar och förbättra processen för investeringsbeslut. Aktieförvaltningens ambition är att investera i färre bolag genom egna investeringsbeslut, oberoende om dessa bolag ingår i ett index. Samtidigt har fonden ökat vikten av alternativa tillgångar i sin långsiktiga strategiska inriktning och genomfört upphandlingar för nya investeringar i alternativa tillgångar 2012.

Andra AP-fonden har under 2011 gjort en av fondens mest omfattande omallokeringar i den långsiktiga strategiska portföljen sedan 2001 genom att öka allokeringen till tillväxtmarknader. Samtidigt har de ökat sitt engagemang i reala tillgångar (skog, jordbruk och internationella fastigheter), delat upp CFO-rollen i en roll för

riskhantering och en administration och infört en ny struktur för styrelserapportering för att öka fokus på riskhantering.

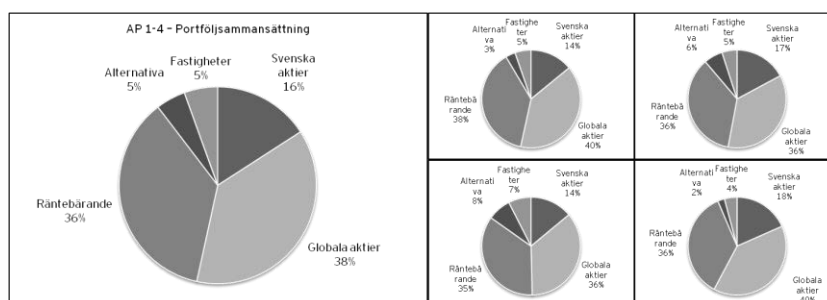
Tredje AP-fonden har under 2011 bland annat tagit flera dynamiska allokeringsbeslut genom att styrelsen beslutade att ändra riktvärdena för portföljens riskexponering och utvecklat en ny integrerad utvärderingsmodell för fondens dynamiska förvaltning som ska tas i bruk 2012.

Fjärde AP-fondens styrelse beslutade under 2011 bland annat att ge VD ett riskmandat för strategiska positioner för att göra förvaltningen mer dynamisk och fonden har fortsatt att öka fokus på fastighetsinvesteringar i portföljen genom flera nyinvesteringar.

Den gemensamma tillgångsallokeringen för Första till Fjärde AP-fonden har varit relativt stabil över tid. De största förändringarna som skett är en ökad andel aktier i tillväxtmarknader från 1 procent 2001 till 7 procent 2011 och en ökad andel alternativa tillgångar från 3 procent till 11 procent under motsvarande tidsperiod (McKinsey, 2012). Av alternativa tillgångar utgör fastigheter en betydande del då placeringsbegränsningarna inte tillåter mer än 5 procent i onoterade tillgångar. Ökningen mot tillväxtmarknader och alternativa tillgångar har främst skett på bekostnad av utländska aktier i mogna utländska marknader och i viss mån svenska aktier.

Den genomsnittliga portföljallokeringen illustreras i Diagram 8.2 för fonderna sammanlagt och för respektive fond och visar inte på några större skillnader mellan fonderna.

Diagram 8.2 Portföljallokering Första till Fjärde AP-fonden



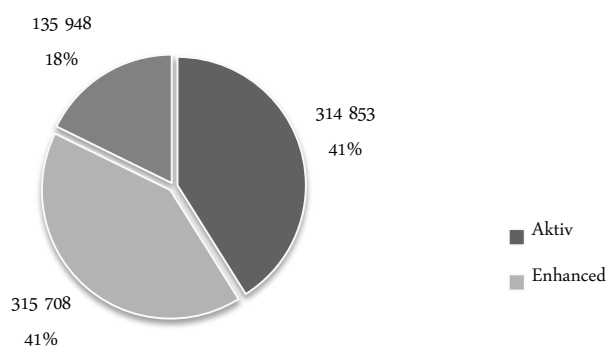
Källa: Ernst & Youngs rapport på uppdrag av Buffertkapitalsutredningen 2012.

Graden av aktiv förvaltning definieras i termer av tracking error.¹⁵ Var gränsen går för aktiv och passiv förvaltning är en bedömningsfråga. AP-fonderna själva enades under arbetet med utredningen om en definition av aktiv förvaltning som tracking error över 1 procent, passiv förvaltning under 0,25 procent och däremellan definieras förvaltningen som semi-passiv eller enhanced index.¹⁶

Som illustreras i Diagram 8.3 förvaltas den genomsnittliga noterade portföljen till 41 procent aktivt och 59 procent passivt eller semi passivt. Fördelat på tillgångslag så domineras den aktiva förvaltningen av svenska aktier och räntor medan utländska aktier förvaltas passivt eller enhanced, se Diagram 8.4.

Diagram 8.3 Förvaltningsstil noterad portfölj

Genomsnittligt kapital miljoner kronor respektive procent



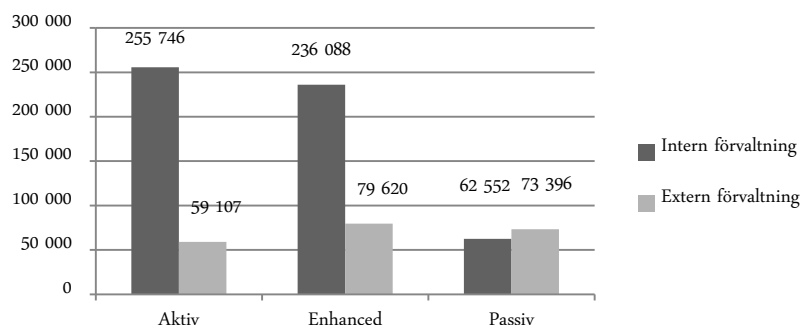
Källa: Ernst & Youngs rapport på uppdrag av Buffertkapitalsutredningen 2012.

¹⁵ Standardavvikelsen av skillnaden mellan faktisk avkastning i relation till avkastningen för jämförelseindex.

¹⁶ Semipassiv eller enhanced indexförvaltning är en förvaltningsstil, oftast mycket kvantitativt orienterad, som med små avvikelser från index (liten aktiv risk) försöker överträffa indexavkastning.

Diagram 8.4 Förvaltningsstil per tillgångslag

Miljoner kronor



Källa: Ernst & Youngs rapport på uppdrag av Buffertkapitalsutredningen 2012.

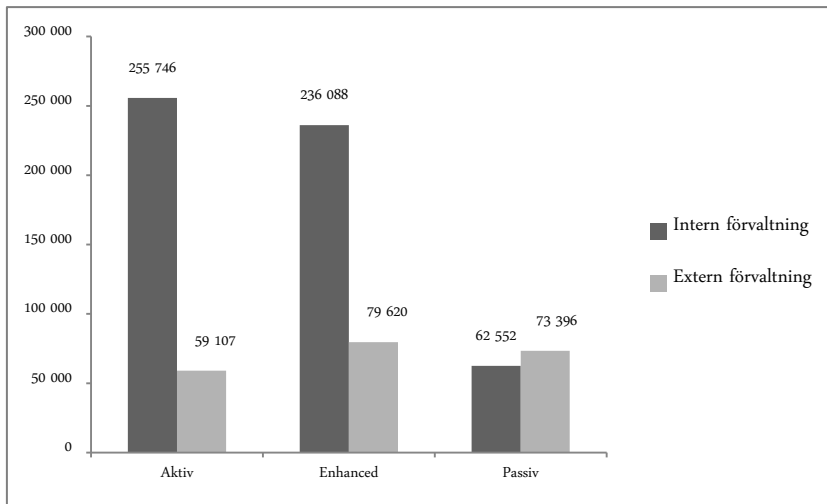
De främsta skälen till att välja extern förvaltning kan dels vara att stordriftsfördelar inte kan uppnås internt för att ge en kostnads-effektiv förvaltning, dels att den specifika kompetens som krävs inte finns eller kan byggas upp internt. Nuvarande regelverk stipulerar att minst 10 procent kapitalet skall förvaltas externt.

I dagsläget är cirka 30 procent av det samlade fondkapitalet externt förvaltad. Av de noterade tillgångarna förvaltas totalt sett cirka 72 procent internt och 28 procent externt.¹⁷ En jämförelse mellan den interna och den externa portföljen visar att fonderna internt förvaltar en större andel aktivt och enhanced medan den externa portföljen är ungefär jämnt fördelad mellan förvaltningsstilar (se Diagram 8.5).

¹⁷ Andelen externt förvaltad kapital skiljer sig mellan respektive fond. Från 18 procent till 38 procent.

Diagram 8.5 Intern och extern förvaltning per förvaltningsstil för noterad portfölj

Miljoner kronor



Källa: Ernst & Youngs rapport på uppdrag av Buffertkapitalsutredningen 2012.

För en utomstående betraktare kan Diagram 8.5 tolkas som att fonderna själva *i genomsnitt* bedömer att det i hälften av fallen genererar en högre nettoavkastning att lägga ut den passiva förvaltningen externt. Detta kan exempelvis vara fallet för mandat där det finns en stor global konkurrens och stora volymer under förvaltning och där stordriftsfördelar medför en kostnadseffektiv förvaltning.

För den rent aktiva förvaltningen väljer fonderna att förvalta tre fjärdedelar internt och för enhanced-mandaten cirka två tredjedelar internt. Detta skulle kunna tolkas som att fonderna själva *igenomsnitt* bedömer att den interna aktiva förvaltningen är bättre än motsvarande extern ur nettoavkastningsperspektiv.

8.6 Analys av skälen för nuvarande fondstruktur

Argumenten i förarbetena för en uppdelning kan sammanfattas som:

- Att begränsa marknadseffekter från förändringar i portföljen som stör marknaden och därmed begränsar förvaltningen.
- Att sprida förvaltningsriskerna på flera fonder genom att inte lägga alla ägg i samma korg.
- Att skapa inbördes konkurrens för att skapa kostnadspress och förbättra resultatet.
- Att begränsa riskerna för statligt inflytande i svenska börsbolag.

8.6.1 Argument: Begränsa marknadseffekter

Utredningens bedömning: Den oro för marknadspåverkan som fanns vid etableringen av nuvarande AP-fondssystem är mindre relevant i dag. Globaliseringen generellt och den svenska börsens utveckling har gjort att buffertkapitalet agerar i en annan miljö än vad som då var fallet. Ett gemensamt buffertkapital som är väl diversifierat med avseende på tillgångslag och geografi borde därmed inte utgöra några problem med marknadspåverkan på den svenska börsen.

Det kanske starkaste argumentet för flera fonder i propositionen var en oro för att en enda fond skulle bli alltför stor relativt andra aktörer på marknaden. En förändring i fondens innehav skulle få stor påverkan på marknaden vilket dels skulle få negativa effekter på prissättningen i allmänhet men också begränsa fondens möjligheter till en aktiv förvaltning.

De tidigare första-tredje fondstyrelserna, vars placeringsregler huvudsakligen tillät investeringar i svenska räntebärande papper, hade haft en kraftigt dominerande ställning på den svenska marknaden, möjligen med negativa effekter på såväl fondkapitalets avkastning som marknads funktionssätt. Även fjärde fondstyrelsen, som enbart placerade i svenska noterade aktier var en stor aktör på sin marknad.

Med den erfarenheten är det förstäeligt att ett samlat buffertkapital skulle te sig väl stort för den svenska marknaden relativt

andra aktörer. Första till Fjärde AP-fondernas tillgångar uppgick år 1999 till 747 miljarder kronor men beräknades vara 560 miljarder kronor januari per 2001 efter överföringar till statskassan (Skr 1999/2000:132 s. 116–119). Skulle allt kapital placeras på den svenska börsen skulle fonderna motsvarat cirka 15 procent. Om i stället allt kapital skulle placeras på den svenska räntemarknaden skulle fonderna utgjort cirka 28 procent (Sveriges Riksbank, 2011).

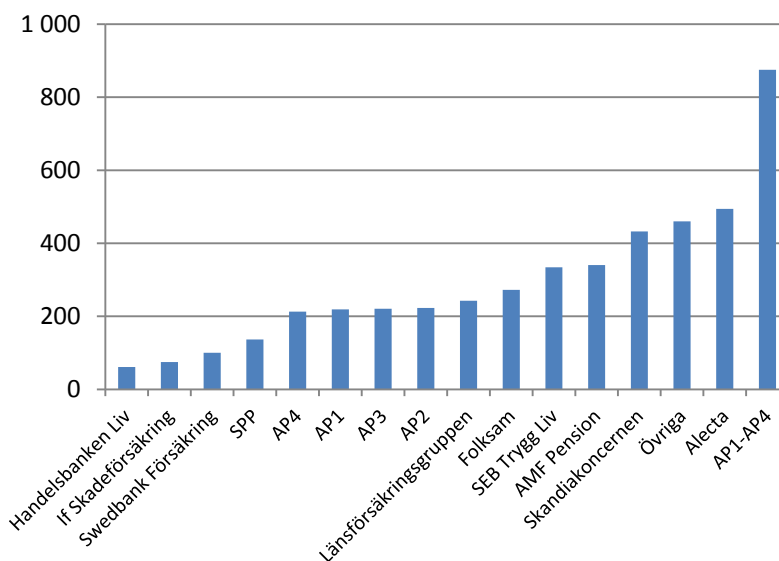
Måttstocken för en ”lämplig” storlek på AP-fonderna blev storleken på de största privata portföljerna av svenska obligationer respektive svenska aktier då det ansågs rimligt att marknaden och förvaltningen skulle tåla sådana portföljstorlekar. Följden blev en uppdelning av kapitalet i fyra fonder. Bakom detta låg ett antagande om att var och en av fonderna skulle vilja placera 40 procent i svenska obligationer och 25 procent i svenska aktier (prop. 1999/2000:46 s. 151).

I Diagram 8.6 illustreras de totala investeringstillgångarna för Första till Fjärde AP-fonderna år 2010 relaterat till de svenska försäkringsbolagen.¹⁸

¹⁸ En jämförelse av de totala placeringstillgångarnas andel av svenska börsen ger att fonderna AP1–AP4 skulle utgöra cirka 20 procent, AMF 8 procent, Alecta 12 procent och Skandia liv 10 procent (Sveriges Riksbank, 2011). En jämförelse av AP-fondernas tillgångar (exklusive Sjätte AP-fonden) som andel av räntemarknaden per sista december 2010 ger en andel på omkring 32 (Sveriges Riksbank, 2011).

Diagram 8.6 Investeringstillgångar för svenska försäkringsbolag samt Första till Fjärde AP-fonden 2010

Miljarder kronor



Källa: Sveriges Riksbank (2011), McKinsey (2011).

Jämfört med propositionens antagande om 40 procent i svenska obligationer har andelen obligationer i AP-fondernas portföljer legat något under. Därtill har en mindre del placeras i utländska räntor.

Andelen räntebärande investeringar under 2011 låg mellan 35 och 41 procent av portföljen för Första till Fjärde AP-fonden (McKinsey, 2012). Fondernas totala innehav på den svenska obligationsmarknaden uppgick vid slutet av år 2010 till cirka 168 miljarder kronor, vilket utgör 7 procent av den svenska obligationsmarknadens storlek på 2 616 miljarder kronor vid samma tidpunkt (Sveriges Riksbank, 2011). De svenska försäkringsbolagens innehav av obligationer uppgick vid samma tidpunkt till 1 087 miljarder eller motsvarande 43 procent av obligationsmarknaden.

Sett till värdet utgör penningmarknaden endast en tiondel av obligationsmarknadens storlek med 235 miljarder kronor. Penningmarknaden kan grovt betraktas som en kortsiktig likviditetsför-

varing¹⁹ där AP-fonderna är marginella placerare. På den svenska räntemarknaden totalt (obligationsmarknaden och penningmarknaden) utgör AP-fonderna cirka 6 procent. Detta kan relateras till motsvarande andelar för Alecta 6 procent, AMF 3 procent och Skandia Liv 4 procent.²⁰

Jämfört med propositionens antagande om AP-fondernas långsiktiga portföljssammansättningen om 25 procent svenska aktier har andelen svenska värdepapper i portföljerna blivit mindre. Enligt den genomsnittliga allokeringen 2011 är mellan 12 och 18 procent av portföljen placerad i svenska aktier vilket summerar till 57 miljarder kronor²¹ (McKinsey, 2012). Detta är en minskning jämfört med 2010 då svenska aktier utgjorde totalt 70 miljarder kronor. De gemensamma börsinvesteringarna motsvarade cirka 1,7 procent av börsvärdet vilket kan relateras till nuvarande placeringsrestriktion som begränsar *var och en av fondernas innehav* på den svenska börsen till 2 procent.²² Motsvarande aktieandel på den svenska börsen för Alectas innehav är cirka 2,5 procent, AMF cirka 1,0 procent och Skandia liv cirka 0,9 procent.²³

Utredningen bedömer att oron för marknadseffekter är mindre relevant i dag. Kapitalmarknaderna har utvecklats sedan tiden som föregick propositionen med en ökad omsättning och likviditet som illustreras i Diagram 8.7. Vidare har uppfattningen kring risk utvecklats och globaliseringen har ökat vilket har medfört att det för svenska institutioner blivit naturligt att öka exponeringen mot andra marknader på bekostnad av den svenska. Därtill har det utvecklats mer effektiva instrument för att skapa marknads-exponering. Fonderna själva vittnar om att en stor del av deras kortsiktiga portföljförändringar sker via olika typer av derivat-instrument.²⁴

I takt med globaliseringen rör sig kapitalet snabbare mellan olika tillgångar och geografiska marknader vilket gör att korrelationen ökar mellan dem, framförallt i perioder av stress. För en effektiv diversifiering ställs därför högre krav än tidigare. Jämfört med för tio år sedan har också investeringsmöjligheterna ökat med en växande marknad. För tio år sedan var det betydligt svårare att

¹⁹ Löptider på mindre än 1 år.

²⁰ Fondernas respektive årsredovisningar. Marknadsvärde 2010.

²¹ AP3 allokering efter riskklasser varför deras andel i olika tillgångar är indikativ

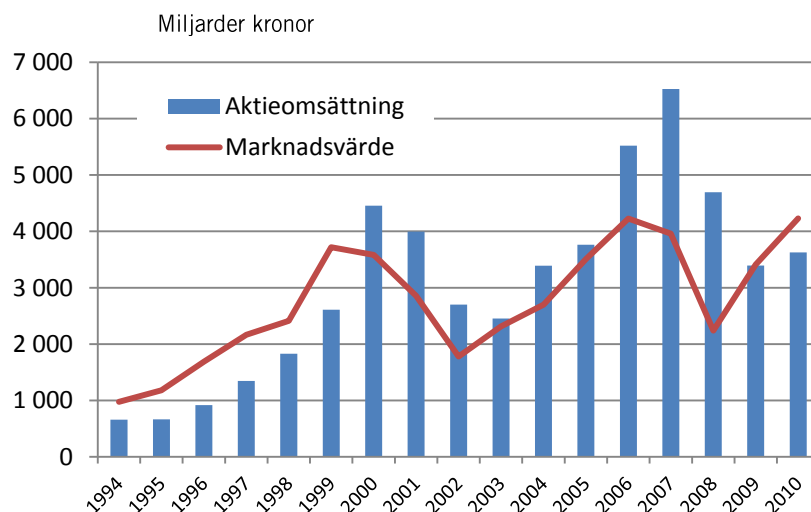
²² Se föregående not.

²³ Fondernas respektive årsredovisningar. Marknadsvärde 2010.

²⁴ De vanligaste derivaten är optioner, terminer, futurer, warranter och swappar. derivat rymmer optioner, swappar.

investera i tillväxtmarknader, i dag utgör de en självklar del av en institutionell portfölj. I relativa termer har därför den svenska marknaden blivit en mindre del av den globala portföljen. AP-fonderna har också gradvis minskat sin andel i svenska aktier sedan etableringen.

Diagram 8.7 Aktieomsättning och marknadsvärde på NASDAQ OMX Stockholm



Källa: Sveriges Riksbank (2011).

Den svenska aktieandelen förefaller dock fortfarande relativt hög jämfört med ett globalt aktieindex där Sverige utgör en knapp procent. En övervikt mot den inhemska aktiemarknaden, så kallad "home bias" är en vanlig företeelse bland institutioner, ofta motiverad med ett bättre kunnande om den egna marknaden²⁵. Ur ett riskperspektiv kan detta dock ifrågasättas, framförallt för en pensionsreservfond som redan har en stor risk i det egna landets ekonomi²⁶.

Ett annat argument i förarbetena för fler och mindre fonder var bättre möjligheter till en aktiv förvaltning. En mindre fond skulle

²⁵ Se även diskussionen tidigare i kapitlet om storlek och avkastning.

²⁶ En svag tillväxt i den svenska ekonomin är negativ för både utvecklingen av avgiftstillgången (sysselsättningen) och den allmänna börsutvecklingen. Samtidigt är det vid sådana situationer som en god avkastning för buffertkapitalet behövs mest. Att investera en mindre del på den inhemska marknaden kan därför motiveras med att diversifiera riskerna för pensionssystemet som helhet.

dra nytta av sin snabbhet och flexibilitet och därmed kunna agera snabbare än marknaden i genomsnitt och därigenom skapa en överavkastning vilket skulle vara i linje med resonemanget som förs i Bauer et al. (2010). Enligt fonderna själva upplever de med dagens storlek vissa likviditetsbegränsningar på den svenska marknaden generellt och i svenska småbolag i synnerhet. Eftersom småbolagsmarknaden är begränsad kommer den inte att kunna utgöra en betydande andel av en så pass stor portfölj. Sätt att delvis komma runt problemet kan vara att skapa marknadsexponering med olika typer av derivatinstrument och lägga ut mandat till externa förvaltare med specialitet inom mindre segment i marknaden. Dock kommer det krävas flera liknande mindre mandat för att ha någon betydelse för kapitalet som helhet.

Till syvende och sist handlar det om att anamma den investeringsstrategi som bäst stämmer överens med uppdraget. AP-fondernas största fördel är likviditet vilket ger förmågan att agera långsiktigt och därmed dra fördel av likviditetspremier samt att agera kontracykliskt vilket bör avspeglas i deras investeringsstrategier.

8.6.2 Argument: Att sprida förvaltningsriskerna

Utredningens bedömning: Att diversifiera kapitalet inom fyra fonder leder *inte* per automatik till att buffertkapitalet som helhet är väldiversifierat, snarare tvärtom. Dagens struktur är snarare kostsam för pensionssystemet utifrån ett riskjusterat avkastningsperspektiv. Utredningen anser att en diversifiering som tar hänsyn till den totala risken för buffertkapitalet som helhet bör utgå från en analys av hela buffertkapitalet.

Ett viktigt skäl för att ha flera fonder med samma mandat var att sprida både de strategiska besluten och portföljriskerna.

Det ansågs viktigt i förarbetena att respektive fond självständigt skulle få bestämma över tillgångsallokeringen eftersom ett gemensamt riktmärke fastställt av regeringen skulle minska de positiva diversifieringseffekterna av att ha fyra fonder.

I praktiken har placeringsreglerna styrt fondernas strategiska portföljer så att de har sett väldigt lika ut under hela perioden, vilket bland annat påpekas av McKinsey (2012). En så pass grov uppdelning på tillgångsklasser kan dock dölja att det funnits

verkliga diversifieringsvinster inom de olika kategorierna mellan fonderna. Exempelvis omfattar kategorin globala aktier en stor geografisk spridning och kategorin alternativa investeringar inrymmer bland annat fastigheter, onoterat och hedgefonder. Data på årsbasis kan också dölja stora variationer däremellan, exempelvis dynamiska allokeringsstrategier.

En seriös analys av hur det faktiskt har förhållit sig skulle därför kräva ett omfattande arbete och kräva detaljerade data från respektive fond som inte ryms tidsmässigt inom utredningens uppdrag. Vi nöjer oss därför med en enkel korrelationsanalys av fondernas månadsavkastningar i relation till en konceptuell diskussion kring konceptet diversifiering.

En analys av korrelationskoefficienterna mellan fondernas månadsavkastningar under perioden januari 2001 till och med juni 2011 ger värden på 0,97 till 0,99. Korrelationskoefficienten anger graden av samvariation mellan två tillgångar och kan anta värdet mellan -1 och +1. En korrelationskoefficient på -1 innebär perfekt negativ korrelation vilket betyder att om den ena tillgången stiger 10 procent minskar den andra med 10 procent. En koefficient på +1 innebär att de samvarierar perfekt de antingen ökar samtidigt med 10 procent eller minskar samtidigt. Koefficienten 0 innebär att de inte är korrelerade. Även om det i praktiken skulle kunna finnas diversifieringsvinster på innehavsnivå så tyder korrelationskoefficienterna på att diversifieringsvinsterna för buffertkapitalet som helhet varit små.

Detta stöds också av Björkmo (2009) som i sitt exempel slår samman AP-fondernas svenska aktieportföljer vid årets slut och beräknar den gemensamma avvikelsen från ett brett svenskt börsindex. Detta är en ögonblicksbild vilket innebär att portföljerna kan avvika under resten av åren men resultaten tyder på att fondernas positioner tar ut varandra och i hög grad liknar index.

Diversifiering kompliceras av att traditionella samvariationer mellan tillgångar kan förändras, exempelvis under perioder av ekonomiska kriser. Graden av diversifiering i en portfölj måste därmed ständigt övervakas och utgå från en samlad helhetssyn för kapitalet som helhet.

Att fördela kapitalet på fyra fonder leder sannolikt till diversifiering av kapitalet inom varje enskild fond men detta leder *inte* per automatik till att buffertkapitalet som helhet är väldiversifierat. Det innebär att dagens struktur inte är optimal för nuvarande och framtida pensionärer och att det finns en högre avkastning att nå för

den risk som tas eller att det går att sänka risken givet samma avkastning.

8.6.3 Argument: Inbördes konkurrens skapar kostnadspress och förbättrar resultatet.

Utredningens bedömning: Konkurrenten mellan de fyra AP-fonderna har snarare påverkat i negativ riktning och snarare likriktat förvaltningen. Den har också bidragit till fokus på kostnader och kortsiktiga förvaltningsresultat i stället för på viktigare strategiska frågor.

En tanke bakom fyra fonder var att konkurrensen mellan dem skulle leda till en mer effektiv förvaltning och påverka avkastningen positivt. En viss konkurrens är bra och bidrar till utveckling och effektiviseringar rent generellt. Vid fondernas etablering ansågs det finnas bristfälligt med jämförande institutioner varför en inbördes konstruerad konkurrens skulle vara positiv.

Mycket talar för att förvaltningen har påverkats av konkurrensen, dock tyder tecken på att den varit mer hämmande än konstruktiv.

Regeringen har som ansats i de årliga utvärderingarna att inte ägna sig åt kortsiktiga avkastningsjämförelser utan fokuserar på vikten av fondernas strategiska beslut. Dock har detta vägts upp av en återkommande kritik av fondernas kostnader där de jämförts sinsemellan.

Trots en långsiktig investeringshorisont är det ofrånkomligt att fondernas resultat utvärderas årligen och därmed jämförs sinsemellan. Det är en svår avvägning för fonderna hur mycket det går att avvika i förvaltningsresultat.

Regeringen konstaterar också i förra årets utvärdering att spridningen mellan fonderna minskat under de senaste tre åren trots att skillnaderna i förvaltningsmodellerna har ökat (Skr 2010/11:130). Regeringen är positiv till att fonderna utvecklar förvaltningsmodeller som skiljer sig åt vilket ligger i linje med beslutet att inrätta fyra fonder med identiska uppdrag. Regeringen kritiserar dock att dessa skillnader hittills inte fått genomslag i sammansättningen av fondernas portföljer eller i avkastningen. Den enda

konsekvensen hittills är att skillnaderna i förvaltningsmodellerna gör det svårare att jämföra fonderna.

Utredningens intryck är att den totala effekten av konkurrensen inte påverkat i positiv riktning utan snarare negativt då den har likriktat förvaltningen genom fokus på kortsiktiga förvaltningsresultat. Detta är i linje med det flockbeteende som är vanlig generellt inom kapitalförvaltning där det anses som säkrare att försöka hålla sig till genomsnittet i stället för att riskera att sticka ut som den sämsta (se exempelvis Myners Report 2001). Detta flockbeteende är ett vida känt begrepp inom finansiella kretsar och myntades redan av Keynes i hans välkända verk:

Wordly wisdom teaches that it is better for reputation to fail conventionally than to succeed unconventionally. (J.M Keynes, The general Theory of Employment, Interest and Money, 1936)

8.6.4 Argument: Begränsa risken för statligt inflytande i svenska börsbolag.

Utredningens bedömning: Oron för politiskt inflytande på förvaltningen av buffertkapitalet är av betydelse och delas med andra pensionsreservsfonder i världen. I andra länder har strävan efter en politiskt oberoende förvaltning åstadkommit genom tydliga modeller för styrning och gränser för befogenhet och ansvarsskyldighet.

Förutom uppdelningen i flera fonder begränsas AP-fondernas ägarinflytande genom att inte få äga mer än 2 procent av svenska börsen och 10 procent i ett enskilt bolag. Med enstaka undantag har de faktiska investeringarna legat långt ifrån dessa begränsningar under fondernas livsperiod. Utredningens uppfattning är att det tyder på att AP-fondernas ambition har varit att agera som finansiell investerare för pensionssystemets bästa.

En uppdelning på fyra oberoende fonder kan minska politiskt inflytande men kan också få motsatt effekt genom ett underskattat ansvar och svårighet att visa upp en enad kraft mot politisk påverkan.

Starka argument i förarbetena för fyra fonder var att begränsa risken för statligt inflytande i svenska börsbolag. Förutom flera fonder var en del av lösningen också att införa regler i lagen om att en fond högst får äga aktier motsvarande 10 procent av rösterna i ett noterat bolag och högst 2 procent av aktierna på en reglerad marknad i Sverige. Det anges också tydligt att:

fondernas ägaransvar ska utövas självständigt av deras styrelser och enligt föreslagna lagregler ske fritt från styrning av regeringen eller enligt enskilda statsråd (Prop 1999/2000:46 s. 99).

Det betonades också att regeringen inte skulle ges möjlighet att styra fonderna genom instruktioner, regleringsbrev eller tilldelning av anslagsmedel. Styrningen av fonderna skulle begränsas till rätten att utse fondernas styrelser. Därigenom ansåg regeringen att förtroendet för att AP-fondernas medel endast används till nytta för pensionsystemet och de försäkrade och inte utnyttjas i andra syften skulle uppfyllas.

Oron för politiskt inflytande på kapitalförvaltningen och därmed risken för politisk makt över enskilda investeringsbeslut och enskilda bolag (framför allt nationella) är inte unikt för Sverige. Hur en politiskt oberoende förvaltning av statligt pensionskapital ska uppnås är en fråga som tilldrar sig ett stort akademiskt och praktiskt intresse och behandlas även i utredningens expertrapporter (bilaga 4 och 5). Som diskuteras mer ingående i kapitel 7 är begreppet politiskt oberoende flerdimensionellt. Forskningslitteraturen fokuserar generellt på att säkerställa oberoendet av den operativa förvaltningen av kapitalet vilket kan lösas på flera sätt beroende på förvaltningstradition. I andra länder har dock strävan efter en politiskt oberoende förvaltning åstadkommit på andra sätt än att dela upp kapitalet på flera liknande fonder. Utgångspunkten har i stället varit att skapa tydliga modeller för styrning och att sätta tydliga gränser för befogenhet och ansvarsskyldighet.

Det politiska oberoendet genomsyrade exempelvis etableringen av styrmodellen för förvaltningsorganisationen CPPIB som förvaltar den kanadensiska pensionsreservsfonden (CPP). Bland annat krävs det två tredjedelars majoritet i parlamentet för att ändra styrdokumentet för förvaltningen och anställda i förvaltningen måste meddela eventuella kontakter från politiker. Parlamentet utser styrelsen via en nomineringskommitté vars profil är högst professionell. Styrelsen utser VD för CPPIB som är i statlig bolagsform och har frikopplats från statliga riktlinjer kring anställning och ersätt-

ning. En effektiv styrning och politiskt oberoende förvaltning har ansetts tillräckligt och de omfattas inte av ytterligare begränsningar. Investeringar på den inhemska börsen görs i linje med övriga, ur ett rent risk- och avkastningsperspektiv.

Ett annat exempel där en politiskt oberoende kapitalförvaltning var central vid etableringen år 2001 är Nya Zeelands Superannuation Fund. De har i praktiken bevisat sitt politiska oberoende genom att motsätta sig regeringens önskemål om att öka portföljens andel i nationella investeringar i syfte att stärka den inhemska tillväxten (Ministry of Finance, 2009; New Zealand Superannuation Fund, 2009).

Ett alternativt sätt att hantera frågan om maktkoncentration på kan vara att göra som i Norge där SPU enbart har mandat att investera på marknader utanför Norge och på så sätt undvika politiskt inflytande på den inhemska marknaden. Därtill finns en röstandelsbegränsning på max 10 procent ägarandel i ett enskilt bolag.

Röstandelsbegränsning finns också för franska pensionsreservfonden FRR som får äga max 3 procent i ett enskilt bolag.

Ytterligare alternativ skulle vara att införa en regel motsvarande den som gäller för Sjunde AP-fonden som får äga svenska aktier direkt men inte rösta vid bolagsstämmor. Enligt fondens ägarpolicy försöker de påverka bolagen med andra medel; genom att samarbeta med andra ägare som deltar i valberedningsarbete, genom att ha kontakter med ledande företrädare för bolagen, och delta i bolagsstämmor (utan att rösta) samt genom att delta i den allmänna offentliga debatten.

Björkmo (2009) föreslog i sin rapport att den svenska aktieexponeringen skulle kunna skapas genom indirekta aktieinnehav, i form av aktiefonder eller derivat. Rösträtten kan överlåtas till de fondbolag som upphandlats och genom valet av fondbolag finns möjligheten att utöva en viss ägarstyrning.

AP-fondernas roll som ägare och finansiell investerare

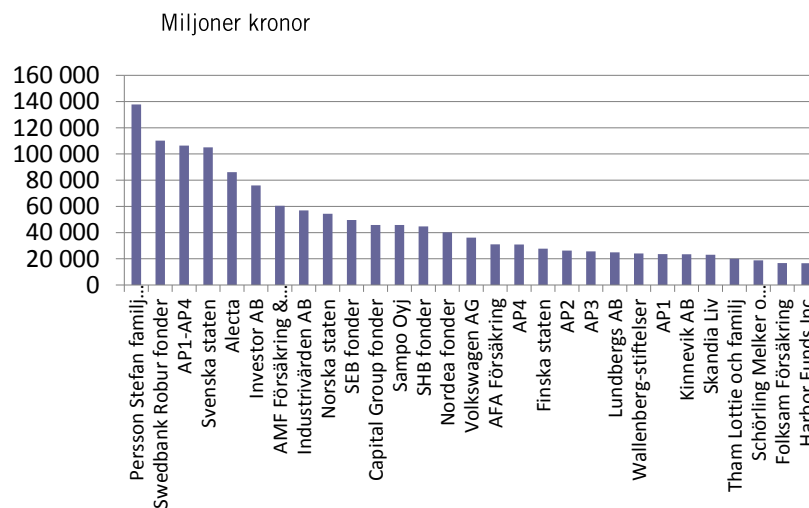
I förarbetena till nuvarande AP-fondslag anges att ägarrollen entydigt ska utövas i syfte att ta tillvara möjligheterna till högre avkastning och ska inte vara ett närings- eller ekonomiskpolitiskt instrument. Samtidigt betonar dock regeringen att det är angeläget att ägarrollen utövas med särskilt beaktande av den starka statliga prägel och

med hänsyn till fondernas mål att vara till nytta för pensions-systemet. (prop. 1999/2000:46 s. 84). Närmare vägledning kring hur detta ska skötas i praktiken ges inte. Som diskuteras närmare i kapitel 9, angående ansvarsfulla investeringar kan det dock finnas en poäng med att förvaltningen av buffertkapitalet sköts av en aktiv och medveten ägare. Att ta bort fondernas rätt att rösta tar bort möjligheten att påverka utvecklingen av enskilda bolag i en riktning som skulle vara till nytta för pensionssystemet.

Att döma av AP-fondernas faktiska agerande som ägare verkar deras ambition inte vara att ta en dominerande ägarroll. Det kan också konstateras att lagens begränsningar för att minska risken för maktkoncentration inte verkar ha varit ett problem.

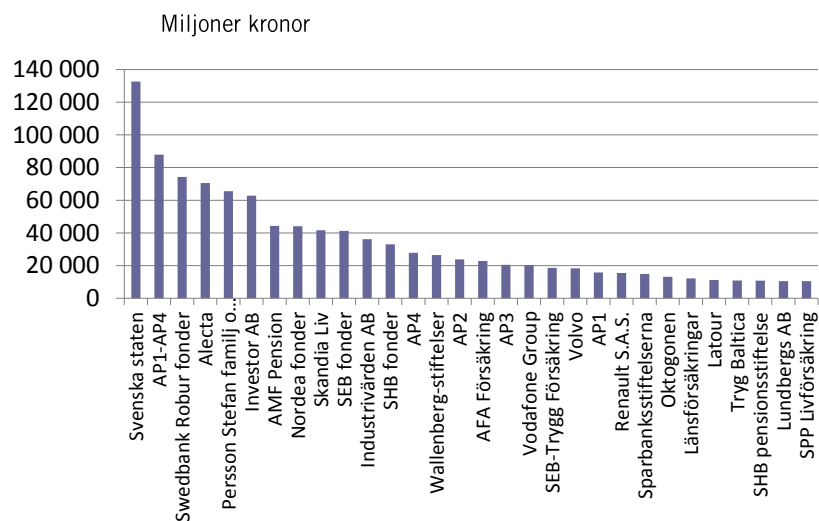
År 2010 utgjorde det samlade värdet av Första till Fjärde AP-fonderna cirka 1,7 procent av det svenska börsvärdet att jämföra med begränsningen om max 2 procent för var och en av fonderna (Sveriges Riksbank, 2011). Enligt statistik per sista december 2011 är Första till Fjärde AP-fonden stora ägare på börsen men fortfarande mindre än exempelvis Alecta och AMF (se Diagram 8.8). Som ett gemensamt kapital är fonderna den tredje största ägaren på börsen efter Familjen Persson och Robur fonder och större än svenska staten. Detta är en viss skillnad mot ställningen för tio år sedan då fonderna hamnade på en andra plats med endast svenska staten som större ägare (se Diagram 8.9).

Diagram 8.8 Ägare på Svenska börsen 2011



Källa: SIS ägardata.

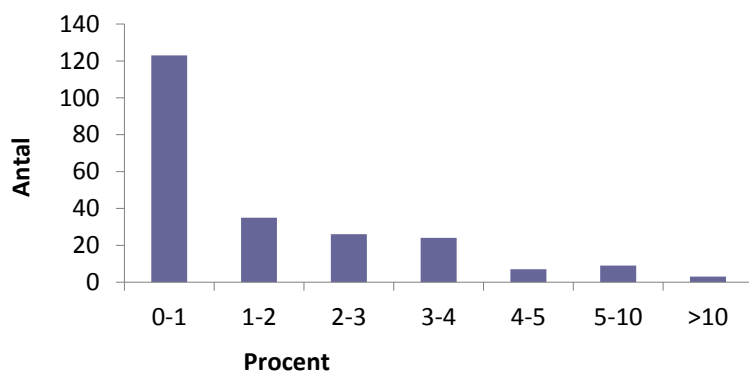
Diagram 8.9 Ägare på svenska börsen 2001



Källa: SIS ägardata.

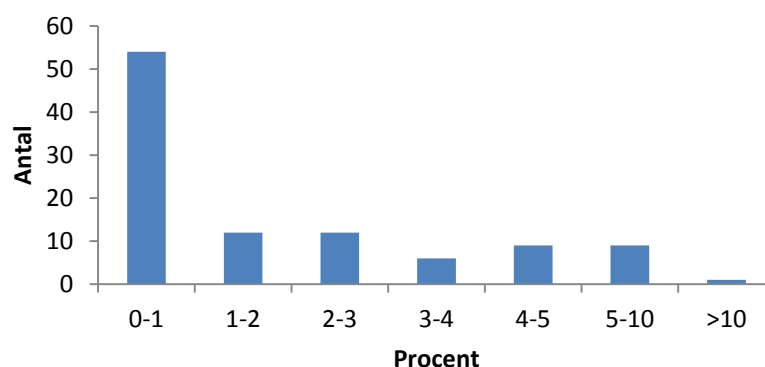
Som illustrerats är det potentiella ägarinflytandet betydande vilket motiverade röstandelsbegränsningen på 10 procent i förarbetena till nuvarande struktur. Investeringsstrategierna skiljer sig åt mellan fonderna från att investera större andelar i färre bolag till att investera små poster i samtliga bolag på stockholmsbörsen. Enligt statistik från SIS ägardata utgör ägarandelar på mindre än 1 procent av bolaget drygt hälften av det samlade ägandet. Situationen är densamma per årsskiftet 2011 som vid årsskiftet 2001 (se Diagram 8.8 och Diagram 8.9). Per årsskiftet 2011 bestod 95 procent av det samlade ägandet av bolag med ägarandelar som understiger 5 procent. Sett ur det perspektivet har ägarkoncentrationen snarare minskat något sedan 2001 då andelen bolag med en ägarandel som understeg 5 procent lägre utgjorde cirka 90 procent av det samlade ägandet.

Diagram 8.10 Total Röstandel Första-Fjärde AP-fonderna 2011



Källa: SIS ägardata.

Diagram 8.11 Total röstandel 2001 Första till Fjärde AP-fonderna



Källa: SIS ägardata.

Röstandelsbegränsningen gäller för var och en av fonderna och 2001 var ingen av fonderna i närheten av den gränsen även om det samlade kapitalet hade en gemensam ägarandel strax över 10 procent i 1 av 103 bolag. Vid årsskiftet 2011 var motsvarande siffra 3 av 227 bolag.

Den formella ägarstyrningen utövas främst genom att rösta vid bolagsstämman där en ytterligare möjlighet att påverka är att delta i bolagens valberedningar. Hur stor andel av rösterna som krävs för en plats i valberedningen beror dock på den övriga ägarstrukturen och det går också att tacka nej till valberedningsuppdrag.

Inför bolagsstämmorna våren 2012 hade Första–Fjärde AP-fonderna gemensamt 16 valberedningsuppdrag, att jämföra med Alecta och AMF som hade 22 respektive 18 valberedningsplatser. Swedbank Robur som är Stockholmsbörsens näst största ägare efter familjen Persson hade flest valberedningsuppdrag, 61 stycken. En illustration på val av graden av ägaraktivitet är Lannebo Fonder som rent ägarmässigt är mindre än varje enskild AP-fond men ändå hade näst flest valberedningsplatser, 29 stycken.

Utredningens bedömning är att en effektiv styrning och en politiskt oberoende förvaltning eliminerar risken för politiskt inflytande. Det finns dock goda argument för att upprätthålla nuvarande ägarbegränsningar. Dels kan det skapa en extra säkerhet som komplement till en effektiv styrning, dels verkar det inte ha

begränsat fondernas förvaltningsstrategi på ett negativt sätt för pensionssystemet.

Denna typ av restriktioner strider inte mot OECD's riktlinjer och är därför ett alternativ även för den framtida förvaltningen av buffertkapitalet (Yermo 2008, OECD 2009). Placeringsreglerna behandlas ytterligare i kapitel 11.

8.7 Alternativa kapitalförvaltningsstrukturer för förvaltningen av buffertkapitalet

Utredningens bedömning: En central aspekt för en effektiv styrning av en organisation är hur enhetlig eller likriktad organisationen är. Generellt underlättar en enhetlig struktur beslutsfattande och antas därmed ge en mer effektiv styrning. En heterogen struktur med flera specialiserade fonder med särintressen gör det svårare att nå konsensus kring beslut och ger därmed en mindre effektiv styrning. Andra aspekter är *antalet* enheter i organisationen och *graden av separation* mellan enheterna.

En struktur med kapitalet uppdelat på specialistfonder är teoretiskt tilltalande men innebär en del problem i praktiken. Behovet av en enhet med helhetsansvar för riskkontroll och allokering innebär att strukturen snarare kan betraktas som en fond med strukturella inlåsnings.

En enhetlig struktur kan bestå av en eller flera fonder med identiska mandat. Avgörande för det valet är värderingen av risken för maktkoncentration kontra stordriftsfördelar.

Det finns givetvis alternativ där en likriktad och specialiserad struktur kan kombineras. Sådana lösningar kan vara teoretiskt tilltalande men innebär i praktiken ett antal svårigheter som behöver lösas.

Enligt utredningens direktiv ska argumenten för en uppdelning av buffertkapitalet i flera fonder med identiska förvaltningsuppdrag granskas och jämföras med alternativa lösningar mot bakgrund av gjorda erfarenheter och förändrade marknadsförutsättningar. En given referenspunkt i granskningen är en struktur med en fond samtidigt som direktivet anger som riktmärke att fonderna inte ska reduceras till färre än tre.

Jämförelsen aktualiserar även frågan om vad som är definitionen av en fond; en legalt skild och oberoende enhet eller en enskild investeringsenhet som ingår i samma legala struktur men som kan vara funktionsmässigt och geografiskt åtskild?

Utgångspunkten för utredningens granskning är att skapa en organisationsstruktur som gynnar en effektiv styrning av förvaltningen och som kan anpassas till ändrade förutsättningar, krav och vara till nytta för pensionssystemet. Detta ger förutsättningar att kunna dra nytta av de komparativa fördelar som förvaltningen av buffertkapitalet har.

Förutsättningar för granskningen

Utredningen bedömer att det är absolut nödvändigt att etablera ett huvudmannaskap för förvaltningen av buffertkapitalet oavsett valet av struktur på förvaltningen.

Förutsättningen för granskningen är därför att det i systemet finns en kapitalägare i form av en huvudman som har det övergripande ansvaret av förvaltningens målsättning och utvärdering. Huvudmannen ska utifrån pensionssystemets förutsättningar formulera ett lämpligt mål för förvaltningen. Målet bör innefatta en precisering av risktolerans och avkastningsmål för förvaltningen inom en definierad tidshorisont. Huvudmannen har ingen egen kapitalförvaltningskompetens utan delegerar förvaltningsmandatet inom ramen för satta mål till en kapitalförvaltning.

8.7.1 Styrdimensioner för organisationen

En central aspekt för en effektiv styrning av en organisation är hur enhetlig eller likriktad organisationen är. Det säger sig intuitivt att det lättare att nå konsensus i en organisation som präglas av likheter än olikheter. Det innebär också att en enhetlig struktur generellt underlättar beslutsfattande och ger en mer effektiv styrning. Andra aspekter för en effektiv styrning är *antalet* enheter i organisationen och *graden av oberoende* mellan enheterna. Färre enheter och en mindre grad av oberoende är också förknippat med mindre friktion och en mer effektiv styrning.

Strukturen bakom dagens system med Första till Fjärde AP-fonderna kan betraktas som relativt enhetlig. De har identiska upp-

drag och samma ansvar för betalningsflöden till Pensionsmyndigheten. Däremot har fondernas frihet att själva tolka uppdraget skapat olikheter i strukturen genom att anta olika mål för förvaltningen. Räknar man därtill in Sjätte AP-fonden som har ett uttalat specialistmandat och inget in eller utflöde till pensions-systemet kan AP-fondssystemet som helhet knappast definieras som enhetligt. Det finns inga kända exempel på enhetliga lösningar med flera oberoende fonder. I jämförelsen nedan får därför nuvarande Första till Fjärde AP-fonderna representera de erfarenheter som dragits från en sådan struktur. Jämförelsen utgår från tre olika strukturer:

1. Flera fonder och specialiserade mandat
2. Flera fonder och identiska mandat
3. En fond.

8.7.2 Flera fonder med specialiserade mandat

Med specialiserade fonder antas att de individuella fonderna inte ges samma mål. För en organisation med specialiserade fonder finns därför ett antal frågeställningar som behöver lösas.

Hur skall fondernas enskilda mål och mandat härledas från den övergripande målsättningen för buffertkapitalet som helhet? Svaret för delegeringen kan ligga på huvudmannanivå eller på en "allokeringsfond" som fördelar och riskbudget och kapital till de olika fonderna tillsammans med specifika mandat. Förutsättningen för granskningen är att det finns en kapitalägare och huvudman som sätter målet för förvaltningen av buffertkapitalet som helhet. Samma huvudman skulle också kunna bryta ned målet och fördela mandaten till de olika fonderna. Kravet på huvudmannen är då kompetens att kunna göra en analys av buffertkapitalets totala risk och avkastningsprofil och utifrån denna fördela mandaten och följa upp dessa så att riskkontrollen för hela kapitalet upprätthålls. Det är dock svårt att finna konkreta exempel på organisationer där huvudmannen har resurser för en liknande uppgift men fungerar i ett teoretiskt modellresonemang.

Dessutom uppstår en oerhört viktig operativ fråga – det är nämligen sannolikt att det kommer att finnas tillfällen där kapital behöver allokeras mellan de olika fonderna. Vem ska då fatta det beslutet och hur ska det skötas i praktiken? Vem skall till exempel initiera allokeringsbeslutet?

Ett ytterligare problem som uppstår med specialiserade mandat är hur likviditetsflödena mellan Pensionsmyndigheten och de olika fonderna skulle lösas. I dag hanterar AP-fonderna en fjärdedel var då utgångspunkten är att de är lika stora. Det är inte självklart hur betalningsflödena skulle fördelas vid specialiserade mandat där storleken på de olika fonderna kanske skulle skilja sig åt och också karaktären av investeringar.

En övergripande fråga som behöver hanteras i denna struktur är var ansvaret för den gemensamma riskkontrollen och löpande uppföljningen ska ligga. Med specialistmandat kommer fonderna inte att konkurrera sinsemellan vilket innebär att en gemensam administrativ plattform skulle te sig naturligt. Detta möjliggör därmed en gemensam riskkontroll för hela buffertfonden men dock återstår frågan vem som skulle ha det yttersta ansvaret för detta.

För att konkretisera för och nackdelar beskrivs två modell-exempel på hur en organisation med flera fonder skulle kunna struktureras. Strukturen illustreras i Diagram 8.12.

Specialiserade fonder med huvudman som ansvarig för allokering

Modellen utgår från tre fonder uppdelade i aktier, räntor och onoterade tillgångar (alla tillgångsslag som inte faller inom ramen för konventionella aktier och räntor). Givetvis kan fonderna specialiseras även utifrån andra kriterier. Målsättningen för var och en av fonderna skulle kunna sättas i samband med att fonderna skapas. Utgångspunkten skulle vara det övergripande mål som sätts av huvudmannen och definierar risktolerans och avkastningsmål för buffertkapitalet som helhet. Utifrån detta härleds en fördelning av de olika tillgångarna som bäst motsvarar det övergripande målet. Förvaltningsmandaten och kapitalet fördelas sedan till fonderna av huvudmannen.

Detta ställer höga krav på kompetens hos huvudmannen.

En annan variant är att huvudmannen ger fondernas styrelser uppdraget att gemensamt ta fram en strategisk portfölj utifrån målet. I situationer då huvudmannens bedömning skulle skilja sig från fondernas gemensamma förslag kan huvudmannen kräva att fonderna tar fram ett justerat förslag som bättre är i linje med huvudmannens bedömning. Huvudmannens ansvar blir då att verifiera fondernas förslag till strategiska portföljen och mandatens fördelning. Detta betyder att huvudmannen inte behöver represen-

teras av kapitalförvaltningsexpertis utan snarare en bredare samhällsekonomisk sådan. Likheter finns med Riksgälden som lämnar förslag till Finansdepartementet som bifaller förslaget eller kräver ändringar av föreslagen portfölj. Likheter finns även med Nya Zeelands pensionsreservsfond där fondens styrelse lämnar förslag till Finansdepartementet som verifierar förslaget.

Specialistfondernas förvaltning kommer likna de investeringsfonder som finns på marknaden, dock sätts förvaltningens ramar av delegerat mandat. Aktie och räntefonden kan få lämpliga jämförelseindex för sin tillgångsklass där målet kopplas till ett index. För fonden för onoterade tillgångar ges motsvarande lämpligt avkastningsmål i termer av en riskpremie över ett index eller som ett absolut mål.

Ett problem med specialistfonder är att målsättningen för de olika fonderna måste fastställas och kapitalet fördelas när systemet skapas. Dels krävs att den övergripande styrmodellen med en huvudman finns på plats. Dels kommer organisationen och den övergripande riskprofilen för buffertkapitalet kapitalet vara en spegelbild av rådande förhållanden som kan förändras. Ett ytterligare problem är att ansvarsfördelningen mellan kapitalägare och kapitalförvaltningen blir oklar. Huvudmannen sätter målet men påverkar också kapitalförvaltningen genom sin allokeringsroll.

Detta lyfter frågan om den löpande styrningen av organisationen. Över tid kommer det finnas behov att flytta kapital mellan de olika fonderna. Dels kommer den övergripande målsättningen att ändras, dels kommer utvecklingen i de olika fonderna att leda till avvikelser från den sammanlagda portföljsammansättningen som inte motsvarar målet. Det är inte uppenbart hur beslutet att ändra portföljens risknivå eller sammansättning lämpligast kan göras i systemet. Analysen kräver att fondernas tillgångar aggregeras för att kunna analysera helheten. Utifrån analysen skall huvudmannen, eller på förslag från fondernas gemensamma analys, ge instruktioner för att flytta över kapital eller för att ändra risknivån (till exempel genom ändra jämförelseindex). En annan fråga är vid hur stora avvikelser från totalportföljens sammansättning som rebalansering²⁷ ska ske. Dessa frågor borde dock kunna lösas i gemensamma policydokument där gränsvärden för avvikelser anges, likaså beslutsordningen.

²⁷ Rebalansering innebär att man köper och säljer tillgångar för att återställa den ursprungliga portföljsammansättningen.

AP-fonderna har de senaste åren gradvis ökat inslagen av taktisk och dynamisk allokering av portföljerna som till stor del hanteras med derivat. Denna typ av beslut kräver handlingskraft och snabbhet och bör fattas i förvaltningsorganisationen. Detta kan innebära ett praktiskt problem om det är en gemensam fråga för fonderna då det kan vara svårt att enas och ingen har den beslutande makten över de andra. Möjligtvis kan den strategiska portföljen konstrueras med relativt generösa gränser för avvikelser för att möjliggöra den typen av beslut inom varje fond.

Ett problem som liknar det i dag för Sjätte AP-fonden är att fonden för onoterade tillgångar kommer att investera i långsiktiga projekt där kapital dras över en lång tidsperiod. Detta innebär att kapitalet initialt inte är fullt investerat vilket påverkar avkastningen. Kapitalet kan givetvis investeras i aktie- och räntefonden under tiden och dras därifrån vid behov. Då återstår dock frågan om hur detta påverkar den totala portföljsammansättningen och hur avkastningen på det kapitalet ska redovisas, ska den härröras till fonden för onoterat eller till respektive aktie eller räntefond?

Ansvar för allokering delegeras till en särskild fond

En alternativ struktur är att skapa en fjärde fond som har ansvaret för kapitalets övergripande allokering. Då upprätthålls ansvarsfördelningen mellan huvudmannen som kapitalägare och förvaltningen. Allokeringsfonden skulle då få ansvaret att fördela kapital och riskbudget till fonderna utifrån huvudmannens mål. Förmodligen skulle allokeringsfonden också få inflytande över sammansättningen i varje specialistfond genom att fastställa lämpliga jämförelseindex.²⁸ Systemet skulle därmed också bli hierarkiskt eftersom en fond är överordnad de andra.

För att minska allokeringsfondens dominans skulle analysen bakom allokeringen kunna göras inom ramen för en investeringskommitté där specialistfonderna ingår. För en effektiv beslutsprocess bör det dock vara tydligt att det är allokeringsfonden som fattar beslut. En fördel med att ansvaret för allokering delegeras till en fond i stället för att behålla det på huvudmannanivå är att beslutsprocessen hamnar närmare förvaltningen med en annan kompetens och troligtvis snabbare beslut. Allokeringsfonden tar också

²⁸ Exempelvis påverka den geografiska fördelningen för en specialistfond som investerar i aktier.

ansvaret för den löpande uppföljningen och riskkontrollen inom ramen för gemensam administrativ plattform.

Strukturen kan liknas vid en fond-i-fondlösning.²⁹ Om en fond är dedikerad till att sköta allokeringen kan de underliggande fonderna varieras från att representera olika tillgångslag som i detta exempel. Det går också att tänka sig andra typer av underliggande fonder, exempelvis baserade på riskklasser, tidshorisonter eller investeringsstilar.

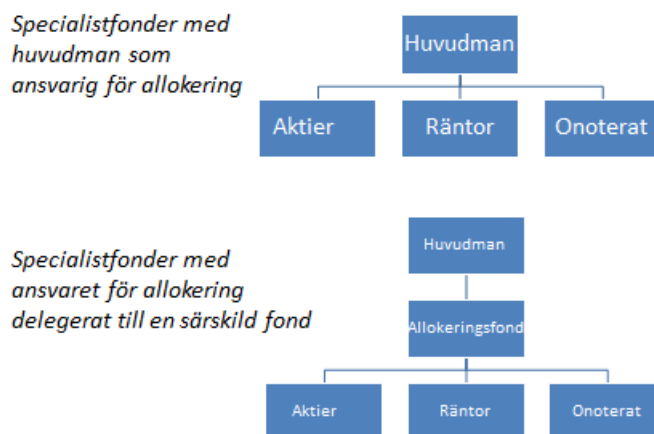
Det finns en rad exempel på fond i fond-lösningar, särskilt inom hedgefondkategorin. Affärsidén kan enkelt beskrivas som att utvärdera framgångsrika förvaltare och investera fondens kapital i dessa fonder. Genom att välja ”rätt” underliggande fonder skapas en överavkastning jämfört med genomsnittet. Strategin förutsätter dock att fonder löpande utvärderas och byts ut. För förvaltningen av buffertkapitalet finns det nackdelar med denna modell då det krävs en medveten investeringsstrategi med transparent riskkontroll och det skulle heller inte gå lika lätt att ”byta ut” fonder.

Alternativet med en allokeringfond löser problemet med att översätta den övergripande målsättningen till lämpliga mål för specialistfonderna. Fortfarande återstår problemet med att definiera allokeringfondens roll. Det moderna sättet att hantera allokering sker ofta genom derivatinstrument vilket skapar kassaflöden och kräver stor säkerhetskapital. För att kunna göra detta behöver allokeringfonden själv ha kapital. Dessutom behöver den full insyn i de specialiserade fondernas portföljer för att kunna ansvara för den totala risken av portföljen.

Det skulle underlätta om de specialiserade fonderna kunde betraktas som enheter inom allokeringfonden.

²⁹ En fond-i-fond investerar i andra fonder istället för i enskilda värdepapper. Beroende på strategi varierar typen av underliggande fonder.

Diagram 8.12 Flera fonder med specialiserade mandat



8.7.2.1 Argument för och emot flera fonder med specialiserade mandat

Argument för specialiserade fonder är att ge förutsättningar för att skapa specialistkompetens inom respektive förvaltningsområde. Jämfört med dagens struktur med liknande mandat kan detta vara ett argument men skulle kunna uppnås även genom att skapa en gemensam enhet eller fond.

Specialiserade fonder konkurrerar inte med varandra vilket gör att det går att integrera fondernas administration och riskkontroll till ett "shared service center" SSC". Jämfört med dagens struktur skulle det ge ökade möjligheter att professionalisera dessa delar och anställa fler individer för att minska risken för personberoende i verksamheten. Det skulle sannolikt ändå krävas en mindre organisation än vad som krävs totalt i dagens system med 5 fonder och skulle därför innebära en mer kostnadseffektiv förvaltning.

Det främsta argumentet mot specialistfonder är likheten med en *enhetlig och sammanhållen* fond fast med strukturella inlåsningar och oflexibel organisation kring de underliggande investeringsenheterna. Specialiserade fonder kräver en övergripande allokeringsenhet, fond eller huvudman. För att få strukturen att fungera behöver den i praktiken transformeras till en lösning som egentligen är en (1)

sammanhållen fond med underliggande investeringsenheter eller en fond-i-fond.

I exemplet med uppdelningar i tillgångsklasser skulle en för stor aktiefond underminera syftet med att dela upp kapitalet för att minimera risken för maktkoncentration. Just denna aspekt har ansetts viktig i tidigare analyser av buffertkapitalets struktur och skulle behöva därmed lösas. Möjliga alternativ för att minska risken för maktkoncentration i svenska noterade bolag diskuteras närmare i avsnitt 8.6.4. Bland dessa nämns förbud mot aktieinvesteringar i Sverige, förbud mot att rösta för sina innehav, krav på placeringar genom fonder och därmed överlåta sin rösträtt. En annan ansats är dela upp fonderna på ett annat sätt än i tillgångsklasser och/eller att begränsa röstandelar eller andelar på svenska börsen.

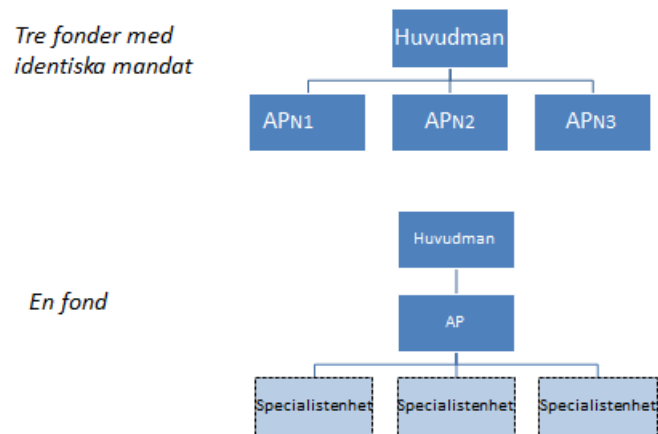
Ett ytterligare problem som återstår är att lösa likviditetsflödena mellan Pensionsmyndigheten och de olika fonderna.

8.7.3 En eller flera fonder med identiska förvaltningsmandat

I en enhetlig struktur fastställer huvudmannen ett mål och delegerar samma förvaltningsmandat till en eller flera fonder. Huvudmannens ansvar renodlas till att vara kapitalägare och fastställa målet för buffertkapitalet som helhet. Fondernas ansvar blir att vara kapitalförvaltare och skapa en portföljsammansättning och förvaltningsmodell som bäst motsvarar målsättningen. Huvudmannen slipper bekymret att bryta ner den övergripande målsättningen och detaljarbetet delegeras till fonden/fonderna.

Under antagandet att huvudmannen sätter mål för förvaltningen innebär det att fonderna förvaltar mot, och utvärderas mot, samma mål. Styrelsernas uppgift kommer då att renodlas mot att uppnå målet på bästa sätt givet förvaltningsmandatet. Givet att fonderna har ett bredare förvaltningsmandat än vad dagens placeringsregler tillåter får fonderna bättre förutsättningar att utarbeta portföljer som skiljer sig sinsemellan, trots ett gemensamt mål. I en sådan struktur skulle inte likviditetsflödena mellan Pensionsmyndigheten och de olika fonderna vara ett problem utan skulle hanteras på samma sätt som i dagens struktur. Grundfrågan i en enhetlig struktur är hur många oberoende fonder det ska finnas.

Diagram 8.13 En eller flera fonder med identiska mandat



8.7.3.1 Argument för och emot flera fonder med identiska mandat

Ett huvudargument från tidigare granskningar har varit att ett system med flera fonder skapar större diversifiering och minskar förvaltningsrisken eftersom portföljerna kommer skilja sig från varandra. Även den strategiska risken för att feltolka uppdraget minskar genom att dela ut tolkningsansvaret till flera aktörer. Utredningen anser dock att det främsta argumentet mot nuvarande system är bristen på en medveten diversifiering och riskkontroll för kapitalet som helhet. Flera konkurrerande fonder optimerar sina portföljer utan hänsyn till övriga fonder. Friare placeringsregler än i dag skulle ge fonderna större utrymme att skilja sig åt i förvaltningsstil och portföljsammansättning vilket ökar förutsättningen för en högre grad av diversifiering än i dag. Fortfarande kommer dock risken för överdiversifiering och överlappningar att kvarstå, speciellt inom traditionella tillgångsklasser. Utredningen anser att diversifiering kräver en helhetssyn på förvaltningen av kapitalet och vid sinsemellan oberoende optimeringar kommer slumpen att avgöra om buffertkapitalet som helhet är väldiversifierat eller inte. Därmed blir nyttan för pensionssystemet oklar.

Den strategiska diversifieringen att uttolka uppdraget till ett mål skulle vara ett giltigt argument. I denna granskning antas detta ansvar delegeras till en huvudman i enlighet med utredningens för-

slag. Den historiska erfarenheten tyder heller inte på någon större diversifiering av fondernas avkastning trots den individuella friheten att tolka uppdraget till mål.

Ett annat argument för flera fonder är att skapa konkurrens och underlätta utvärderingen av fonderna som annars inte har naturliga aktörer att jämföras emot. Detta skulle konstruera den situation av kapitalbrist som kommersiella förvaltare drivs av. Vid underprestation tar kapitalet slut eller återtas av "kapitalägaren" vilket driver på strävan av avkastning men också kapitalbevaring. Risker finns att fonderna börjar tolka andra fonders avkastning som sitt åtagande i stället för att fokusera på sitt långsiktiga uppdrag. Det kan också bli svårt att göra investeringsbeslut som avviker från normen och som kanske är bra på lång sikt men som kortsiktigt kan ge sämre avkastning. "Peer group" trycket är för stort! Som erfarenheterna visar är risken också att utvärderingen kommer att fokusera på den relativa avkastningen mellan fonderna, inte på det långsiktiga målet.

Ett annat argument för flera fonder som framförts är att det är lättare att förvalta en mindre portfölj. Allokeringsbesluten kan genomföras snabbare och det finns möjlighet att placera i mindre tillgångar med begränsad kapitalkapacitet. Om det är lättare att förvalta en större eller mindre portfölj beror på vilken strategi som väljs. Ett större kapital begränsar vissa strategier men öppnar för andra som diskuteras närmare i avsnitt 8.3. Det viktigaste beslutet för risknivån handlar till stor del om storlek på aktieandelen. De globala aktiemarknaderna i dag är så pass likvida att det inte borde spela en avgörande roll för buffertkapitalet om det delas upp i en eller flera fonder.

Det främsta argumentet för flera fonder med identiska mandat är att maktdiversifieringen upprätthålls. Att minimera risken för maktkoncentration kan dock åstadkommas med andra metoder, exempelvis regleringar och diskuteras närmare i avsnitt 8.6.4. och i kapitel 10 om placeringsregler.

En nackdel med denna struktur skulle vara att inte dra nytta av de stordriftsfördelar som finns inom kapitalförvaltning, framför allt avseende alternativa tillgångsslag och kompetensförsörjning.

8.7.3.2 En fond

Ett argument som talar för en gemensam sammanhållen enhet är det helhetsansvar för buffertkapitalet och dess uppdrag i pensions-systemet som uppnås. Ur ett styrningsperspektiv skulle det underlätta målsättning och utvärdering och den totala portföljen skulle diversifieras med hänsyn till den totala risken för buffertkapitalet.

En fond ger också förutsättningar för en effektiv förvaltning med ett tydligt ansvar för allokering och riskkontroll. Att kunna analysera riskfaktorer på total portföljnivå ger möjligheten att bedöma hur olika tillgångar och dess inbördes korrelation påverkar risk och avkastning för hela buffertkapitalet. En skillnad jämfört med specialiserade fonder är behovet för en effektiv förvaltning att samarbeta över tillgångsgränserna vilket är naturligt i en gemensam fond.

Till skillnad från en heterogen lösning med specialistfonder blir också likviditetshanteringen mer effektiv. En fond ger flexibilitet att ha en gemensam likviditetsbuffert för alla tillgångsslag vilket bör minska likviditetsbehovet och ge bättre möjlighet till avkastning.

Olika typer av stordriftsfördelar inom kapitalförvaltning talar för en fond. Ur ett kostnadsperspektiv fördelas administrativa kostnader på ett större kapital och det ger också en bättre förhandlingsförmåga med externa leverantörer av olika tjänster. Ett större kapital också möjlighet att delta i stora internationella samarbeten med andra liknade aktörer. Ett ökande intresse för dessa tillgångsslag kan också komma att öka konkurrensen om dessa investeringstillfällen och höja tröskeln på vad som krävs i kompetens och storlek på kapital.

Att samordna kapitalet i en sammanhållande enhet skulle också ge en flexibilitet att anpassa organisationen efter förändrade marknadsförutsättningar, dels strategimässigt men också geografiskt. Som diskuteras i avsnittet om specialistfonder påminner den strukturen om en en-fonds organisation med strukturella inlåsnings. En fond kan mycket väl bestå av ett antal investeringsenheter med olika specialistkompetens och förvaltningsinriktning som dessutom är geografiskt utspridda.

Exempel på en gemensam fond som har organiserat verksamheten i flera underliggande investeringsenheter är danska ATP som kan beskrivas som en fond eller åtta. Vid deras huvudkontor sitter VD och enheten för allokering och riskkontroll. Flera under-

liggande investeringsenheter ligger dock utspridda geografiskt. Fördelen med denna lösning är att varje enhet fokuserar på sin huvuduppgift. Enheten för strategisk allokering och riskkontroll ägnar inte tid och resurser till enskilda investeringar och övriga enheter kan helhjärtat ägna sig åt sitt specifika mandat. Det finns dock ingen tvekan om att allokeringsbesluten fattas hos den dedikerade enheten. Därtill är organisationen levande och investeringsenheter kan förändras, tas bort och läggas till beroende på vad som anses ändamålsenligt för rådande strategi.

Även kanadensiska CPPIB har fördelat kapitalförvaltningen på en enhet för allokering och övergripande riskkontroll och underliggande investeringsenheter med specialistmandat. Dessa enheter har inom ramen för sitt mandat stora friheter att utveckla förvaltningen. Organisationen har också kontor i både London och Hong Kong. I likhet med ATP råder det dock ingen tveksamhet att det är allokeringsenheten som tar ansvar för allokeringsbesluten och delegerar mandat till specialistenheterna.

Att ge utrymme för olika typer av investeringsenheter och specialistkompetens ökar attraktionskraften för fonden som arbetsplats vilket i sin tur lockar till sig kompetenta individer. Jämfört med flera konkurrerande fonder underlättas spridningen av och nivån på kompetens inom fonden genom strategiska förändringar och det löpande förvaltningsarbetet.

Det främsta argumentet mot en fond skulle vara bristen på maktdiversifiering jämfört med dagens struktur vilket potentiellt ökar risken för politiskt inflytande.

En gemensam fond behöver dock inte nödvändigtvis öka risken för politiskt inflytande. Det finns argument som talar för att en gemensam fond skulle göra det svårare för politiskt inflytande då detta skulle märkas mer och få större konsekvenser (Severinson & Stewart, 2012). Därtill underlättar en fond identifieringen av vem som har ansvar vilket också kan fungera avskräckande för politiska ambitioner att påverka förvaltningen (Murray, 2012).

Ur ett styrningsperspektiv skulle det underlätta målsättning och utvärdering och det skulle dessutom underlätta kommunikationen utåt och ge förvaltningen en starkare identitet.

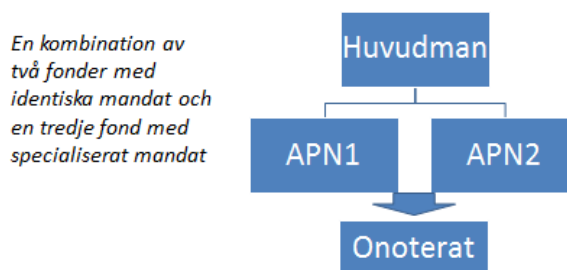
8.7.4 Kombinationer av identiska och specialiserade mandat

Genom att kombinera de diskuterade lösningarna ovan skulle det vara möjligt att minska risken för maktkoncentration och samtidigt dra fördel av de stordriftsfördelar som finns inom framför allt onoterade tillgångar. Modellen i Diagram 8.14 får illustrera ett exempel på två fonder för noterade tillgångar (AP-N1 och AP-N2) och en fond för onoterat (AP-O).

Huvudmannen fastställer mål och delegerar identiska förvaltningsmandat till AP-N1 och AP-N2. Huvudmannens ansvar renodlas till att vara kapitalägare och fastställa målet för buffertkapitalet som helhet. Fondernas ansvar blir att vara kapitalförvaltare och skapa en portföljsammansättning och förvaltningsmodell som bäst motsvarar målsättningen.

För att bättre kunna utnyttja stordriftsfördelar inom onoterade tillgångar för buffertkapitalet som helhet underordnas en specialfond för onoterat O. Ansvaret för N-fonderna skulle vara att avgöra andelen onoterat i portföljen och vilken riskprofil investeringarna ska ha. All implementering skulle skötas av O-fonden. Storleken av fonden O skulle bero på de allokeringsbeslut som N-fonderna gör.

Diagram 8.14 Kombination av två fonder med identiska mandat och en specialiserad fond



Strukturen liknar två fonder med identiska förvaltningsmandat från huvudmannen men som använder en tredje part till att förvalta sina onoterade tillgångar.

En direkt fråga som uppstår är var gränsen ska dras för begreppet ”onoterat”. De stordriftsfördelar som finns i exempelvis riskkapital och infrastruktur behöver inte gälla för alla onoterade tillgångar och strategier.

Det är också möjligt att N-fonderna väljer olika strategi och inriktning för sin förvaltning av onoterade tillgångar. Detta innebär att O egentligen skulle förvalta två portföljer, en för N1 och en för N2. Om ambitionsnivån för N1 och N2 skiljer sig markant åt med olika typer av investeringar kan det skapa friktioner. Det kan också innebära att man därmed går miste om de stordriftsfördelar som var tanken bakom strukturen

För att kunna bestämma allokeringen till alternativa tillgångar samt för att följa upp resultatet behöver N-fonderna ha grundläggande kunskaper inom området. Det är också viktigt att bestämma i vilken grad N-fonderna ska vara tvingade att använda O-fonden som sin förvaltare. Det kan till exempel vara möjligt att N-fonderna inte är nöjda med O-fondens förvaltningsresultat. Ska det då finnas möjlighet att avsluta förvaltningsavtalet med AP-O och anlita en extern förvaltare i stället?

Om O skapas som ett gemensamt dotterbolag av N-fonderna skulle relationen mellan N-fonderna och O likna en renodlad affärsrelation som i fallet med Vasakronan, fastighetsbolaget som ägs gemensamt av Första till Fjärde AP-fonden. Just detta konkreta exempel pekar dock på svårigheten att lagstifta om en affärsrelation. AP-fonderna har haft svårt att enas om en gemensam strategi för Vasakronan. De investerar därför parallellt i fastigheter på egna initiativ och med andra samarbetsparter som delar deras investeringsstrategi. Om skälet till att ha två fonder med identiska mandat är att sprida förvaltningsrisker kan det tyckas motsägelsefullt att samtidigt tvinga dem till en gemensam strategi för onoterade tillgångar. Friktioner riskerar istället att N-fonderna i högre grad försöker hitta alternativa exponeringar mot onoterade tillgångar vilket motverkar syftet med att uppnå en effektiv förvaltning.

Däremot finns det inget som hindrar att flera fonder med identiska mandat *kan välja* att samarbeta inom områden där det finns stordriftsfördelar under förutsättningen att det inte påverkar deras oberoende. Detta kan ske under olika former och även med tredje parter inblandade.

Det finns exempel på institutioner som har bolagiserat investeringsenheter. En avgörande faktor för att det ska lyckas är en tydlig

ansvarsfördelning mellan enheten som delegerar mandatet och investeringsenheten.

8.7.5 Sammanfattande jämförelse av möjliga strukturer

De olika alternativen har olika för och nackdelar som sammanfattas i Tabell 8.2. En struktur med specialistfonder är teoretiskt tilltalande men innebär en del problem i praktiken. Specialistfonden kan snarare betraktas som en fond med strukturella inlåsningar.

Då återstår valet av en enhetlig lösning med en eller flera fonder med identiska mandat. Avgörande för det valet är värderingen av risken för maktkoncentration respektive stordriftsfördelar.

Kombinationer av flera fonder med identiska mandat och en specialistfond är också teoretiskt tilltalande. Det ger möjlighet att dra fördel av såväl maktdiversifiering som stordriftsfördelar. Praktiska erfarenheter pekar dock på svårigheter.

Tabell 8.2 Jämförelse av alternativ på förvaltningsstrukturer

	Fördelar	Nackdelar
Flera fonder med specialistmandat	Utnyttjar specialistkompetens Kostnadseffektivitet i gemensam administration och riskkontroll	Försvårar styrning och skapar strukturella inlåsningar Kräver en enhet för mandatfördelning och allokering Komplicerar betalningsflöden till pensionssystemet. Löser inte nödvändigtvis maktkoncentrationsfrågan.
Flera fonder med identiska mandat	Minskar risken för maktkoncentration Underlättar mål, utvärdering och betalningsflöden till pensionssystemet	Går miste om stordriftsfördelar
En fond.	Utnyttjar stordriftsfördelar Ger flexibilitet att anpassa organisationen efter förutsättningar och behov Underlättar styrning	Kräver en lösning av maktkoncentrationsfrågan
Två fonder med identiska mandat, en tredje fond med specialiserat mandat	Kombinerar fördelar med maktdiversifiering och enhetlig styrning med stordriftsfördelar i en specialistfond för onoterat.	Teoretiskt tilltalande men svår att implementera i praktiken.

8.8 Styrelsens och ledningens roll för en effektiv kapitalförvaltning

Kapitalförvaltning är en kunskapsintensiv organisation och en avgörande faktor för framgång är att kunna attrahera relevant kompetens till såväl styrelse som till ledning och övriga anställda. Även balansen mellan styrelse och ledning är viktig för att säkerställa en effektiv styrning och informationsutbyte. Clark & Monk (2011) anger aspekter som är viktiga för att bygga en effektiv organisation:

- *Symmetrisk kunskap* inom fonden, mellan styrelse och ledning och mellan huvudman och styrelse,
- *Kompetent styrelse* och väl definierade och transparenta processer för nominering och tillsättning av ledamöter. Dessa ska baseras på en i förväg specificerad kravprofil på kandidaterna som är relevant för fonden.
- *Kvalificerade och respekterade ledande befattningshavare* (ordförande, vice ordförande och VD) som därigenom som erbjuder trovärdighet externt och disciplin internt
- *Förmågan att attrahera kompetens* till styrelse, ledning och övrig personal där möjligheten att kompensera efter prestation är en nyckelfaktor.

8.8.1 Styrelsen

Under förutsättningen att rollen som kapitalägare och uttolkare skiljs från rollen som kapitalförvaltare och utförare kommer uppdraget för fondernas styrelser att renodlas. Huvudmannen representerar kapitalägandet och anger målet för förvaltningen av hela buffertfonden och delegerar även mandat till förvaltningen. Huvudmannen tillsätter även fondens styrelse och bör vid behov ta extern hjälp för att identifiera lämpliga kandidater.

Styrelsens primära uppgift är att uppfylla förvaltningsmandatet genom att fastställa en lämplig investeringsportfölj. Styrelsens viktigaste strategiska fråga avser just portföljens risktagande, begränsningar och eventuella förändringar av detta. Beslut om förvaltningsmodell och huruvida kapitalet ska förvaltas internt eller externt, aktivt eller passivt är också en fråga för styrelsen att ta ställning till. Styrelsen är ytterst ansvarig för fonden vilket innebär att anställa verkställande ledning, säkerställa att god intern styrning finns på

plats samt följa upp och kontrollera risker och resultat. Dessutom ska styrelsen fortlöpande arbeta med att ompröva och effektivisera verksamheten. Styrelsen fattar också beslut om ersättningen till ledningen och om den ersättningsmodell som används i organisationen i övrigt.

Styrelsens tillsättning och kompetens är ett område som utredningen ser som central och som också har identifierats som ett problem av Severinson & Stewart samt Clark & Monk i deras analyser för utredningens räkning.

Tillsättning av styrelse

Enligt nuvarande lag ska styrelseledamöterna utses av regeringen varav fyra av nio ledamöter per styrelse utses efter förslag från arbetsmarknadens parter.³⁰ I praktiken hanteras styrelserekryteringen av Finansdepartementet eftersom det är finansmarknadsministern som är ansvarig för AP-fonderna och AP-fondslagstiftningen. Rent praktiskt är det en eller ett par tjänsteman på departementet som får hantera processen och rekryteringen sker efter en viss dialog med styrelseordföranden i respektive styrelse.

Efter att ha fastslagit rekryteringsbehovet initieras en sökprocess då ansvarig tjänsteman försöker hitta lämpliga kandidater. Det finns en uppbyggd kompetens och erfarenhet av styrelserekrytering i regeringens enhet för statligt ägande. Enheten ansvarar för nomineringsprocessen för samtliga av de bolag som staten är hel- eller delägare i.³¹ Denna enhet bistår i sökprocessen i mån av tid.

En lista av möjliga kandidater föredras för ministern. De som godkänns av ministern ska sedan också godkännas av regeringens samordningskansli inom statsrådsberedningen som är ett politiskt forum innan det kan bli aktuellt med ett regeringsbeslut.

Oavsett process för tillsättning³² bör urvalet av styrelseledamöter utgå från en analys utifrån nuvarande kompetensprofil och bedömningen av framtida utmaningar och kompetensbehov. Där- efter fastställs eventuella rekryteringsbehov. Som illustreras finns interna kravprofiler och processer för rekrytering till AP-fond-

³⁰ Två av organisationer som företräder arbetstagarintressen och två av organisationer som företräder arbetsgivarintressen.

³¹ Staten är en betydande bolagsägare i Sverige. Inom Regeringskansliet förvaltas 60 bolag, varav 46 är helägda och 14 är delägda enligt rapporten "Statens ägarpolicy och riktlinjer för företag med statligt ägande 2011".

³² Att styrelsen tillsätts genom en oberoende nomineringskommitté är praxis i flera internationella pensionsreservfonder och föreslås av Clark och Monk samt Stewart och Severinson.

styrelserna men dessa bör vara offentliga. Kravprofilen ska närmare specificera vilken typ av kompetens som anses vara av betydelse för styrelsen som helhet för att ge tydliga signaler till redan tillsatta ledamöter och tillfrågade potentiella ledamöter om vilken kompetens de förväntas bidra med.

I nuvarande lag har arbetsmarknadens parter rätt att föreslå fyra ledamöter till vardera styrelsen.³³ I betänkandet från kommittén om AP-fondernas etik- och miljöansvar (SOU 2008:107) föreslås att rätten att föreslå fyra styrelseledamöter ska tas bort då det inte finns någon anledning att prioritera ett samhällsintresse framför ett annat. Detta får också stöd av Severinson & Stewart som utgår från OECD's riktlinjer.

I AP-fondslagen anges en möjlig mandattid om tre år medan regeringen, med motivet att det är praxis i andra sammanhang, tillsätter ledamöterna på ett år i taget. I statliga myndigheter är uppdragets sammanlagda längd i regel begränsad till nio år vilket är något längre än praxis som utvecklats i statligt ägda bolag. För AP-fonderna är bedömningen att en begränsning om cirka åtta är rimlig (skr 2010/11:130 bilaga 1 s. 97).

Risken med ettåriga förordningar är att oberoendet mot huvudmannen kan ifrågasättas. En fördel med kortare förordnanden är dock att det underlättar omsättning och flexibilitet då det är enklare att inte förnya ett uppdrag än att avsluta uppdraget i förtid. Vid en längre mandattid skulle kriterier för uppsägning av uppdraget behöva tydliggöras.

Styrelsens sammansättning och kompetens

Enligt statens riktlinjer betonas att kompetensbehovet ska vara utgångspunkten för nomineringen av ledamöter och att sammansättningen av styrelsens kompetens ska vara relevant för bolaget även när omvärld och förutsättningar förändras. Därtill betonas en stark integritet och att varje enskild ledamot ska kunna göra självständiga bedömningar av bolagets verksamhet.

Om det idealiska antalet ledamöter tvista de lärde och regeringens bedömning i statens riktlinjer för statliga bolag är 6–8 personer (Regeringskansliet, 2011). AP-fonderna själva betonar i sina policydokument för ägastyrning att styrelsen inte bör vara för stor.

³³ Bland arbetsgivarorganisationerna har Svenskt näringsliv av principiella skäl av sagt sig den formella rätten.

En styrelse med för få ledamöter riskerar att inte erhålla nödvändig kompetens medan för många ledamöter leder till svårigheter att fatta beslut.

Lika omtvistat är om styrelsen ska utgöras av en grupp med liknande kunskaper och inriktning, en *homogen styrelse* eller en styrelse med olika bakgrund och kompetenser, en *heterogen styrelse*. Förespråkare för en mer homogen styrelse menar att det underlättar beslutsfattandet (se exempelvis Clark och Urwin 2008) medan andra anser att det riskerar likriktning och poängterar i stället att en heterogen styrelse ger fler perspektiv och balans i besluten.

Fondernas styrelser består i dag av nio ledamöter som utsetts på grundval av sin kompetens att främja fondförvaltning dvs. kunskap inom områden som är betydelse för fondernas uppgifter (prop. 1999/2000:46 s 126).

Kompetensen i AP-fondernas ifrågasätts dock av Clark & Monk som menar att dagens investeringsmiljö kräver mer av en kapitalförvaltningsstyrelse än en bred samhällsekonomisk kompetens. De anser att det råder en obalans i dag mellan styrelse och ledning där styrelsen är i ett resurs- och kompetensmässigt underläge.

Obalans mellan styrelse och ledning kan dels yttra sig i att styrelsen saknar kraft att ifrågasätta ledningen vilket kan påverka risktagandet för förvaltningen. Det kan också hämma graden av innovation då ledningen å sin sida saknar en kvalificerad motpart för att utveckla förvaltningen men också tvärtom, styrelsen får inte gehör för sina idéer hos ledningen.

En önskan om bättre kapitalförvaltningskunskaper i styrelsen får också stöd av fonderna själva. En del av problemet med kompetensförsörjning är dock det stora antalet ledamöter som krävs i systemet. Att hitta 41 stycken kvalificerade ledamöter som samtidigt inte får vara i en jävssituation är inte helt enkelt i en begränsad marknad som Sverige. Den andra delen av problemet är den relativt andra liknande uppdrag, låga ersättningen till styrelseledamöterna.

Ledamöterna i nuvarande styrelser erhåller 50 000 kronor årligen i grundersättning med extra inkomster för kommitté och utskottsarbeten. Ordförande och vice ordförande erhåller motsvarande 150 000 kronor respektive 75 000 kronor.

I Tabell 8.3 sammanställs arvoden för VD och styrelse för utvalda statliga bolag och myndigheter, livförsäkringsbolag och internationella pensionsreservs-fonder. Statens riktlinjer för statliga bolag och AP-fonderna förespråkar att arvodena ska vara konkurrenskraftiga men inte ledande. Relativt jämförbara organisationer

befinner sig styrelsearvodet i AP-fonderna lägre än för liknande organisationer både i statlig och privat regi. Arvodet i privata banker och finansbolag ligger därtill högre än för redovisade organisationer.

Tabell 8.3 En jämförelse av arvode i jämförbara organisationer

Tusen kronor SEK enligt årsredovisningar för 2011

Organisation	VD	Ordförande	Ledamot	Kommentar
SBAB Bank	2900	261*	130,5	Statligt ägd bank
Vasakronan	4716	525	160-250	Fastighetsbolag samägt av AP-fonderna
Skandia Liv	4350	904	208-460	Privat livförsäkringsbolag, förvaltad kapital 297 mdr SEK.
AMF	4551	400	88**	Tjänstepensionsbolag, förvaltad kapital 370 mdr SEK
Alecta	5102	463	72-180	Tjänstepensionsbolag, förvaltad kapital 497 mdr SEK
ATP	7200	674	112***	Förvaltar Danmarks obligatoriska tjänstepensioner, förvaltad kapital 935 SEK
1-4 AP-fonder	2900-3700	100***	50***	Förvaltad kapital cirka 220 mdr SEK.

* Avser år 2010,** Extra utskottsersättning *** Tillkommer potentiellt extra ersättning från utskottsarbete.

Not: Växelkurs DKK/SEK=1,2 För AP-fonderna avser VD-ersättning endast första till fjärde AP-fonderna då Sjätte AP-fonden genomförde VD-byte under året. Källa: Årsrapporter och Verksamhetsberättelse för företag med statligt ägande 2012.

Risken med ett arvode som uppfattas för lågt är att urvalet för styrelseledamöter begränsas och att arbetet prioriteras ned, exempelvis om en ledamot har flera styrelseuppdrag i liknande organisationer med betydligt högre arvode. Flertalet ledamöter vittnar om att de inte tagit på sig uppdraget för ersättningens skull utan mer av idealistiska skäl, de vill dela med sig av sina erfarenheter till nytta för pensionssystemet. Däremot kan det komma situationer av prioriteringar av olika åtaganden då ledamöter också vittnar om att arbeten som värderas högre prioriteras mer i arbetsinsats.

Därtill kan ersättningen till styrelsen påverka balansen mellan styrelse och ledning. Som illustreras i Tabell 8.3 är skillnaden mellan VD arvodet mellan samma organisationer betydligt mindre. I SBAB har t.ex. VD lägre lön än i AP-fonderna men styrelsen har betydligt högre ersättning. En alltför stor skillnad i ersättning mellan styrelse och ledning kan upplevas som ett signalvärde av graden av betydelse och därmed påverka dess förmåga till styrning.

9 Ansvarsfullt ägande

Utredningens bedömning: Förvaltningen av buffertkapitalet bör ske på ett ansvarsfullt sätt som beaktar en hållbar utveckling och därmed tar hänsyn till framtida generationer. Via sin roll som finansiell investerare och ägare kan förvaltningen påverka bolagen i den riktning som anses gynna pensionssystemet på lång sikt. I tidigare förarbeten anges att AP-fonderna ska ta hänsyn till etik och miljö i sina investeringar utan att göra avkall på avkastningen. I betänkandet från kommittén om AP-fondernas etik- och miljöansvar (SOU 2008:107) föreslås att förarbetenas föreskrifter lyfts in i lagen och att det bör utvecklas en värdegrund som ska vara utgångspunkt för buffertkapitalets verksamhet. Utredningen anser i likhet med kommittén att det finns ett behov av gemensam och levande värdegrund för förvaltningen av pensionsreserven. Utredningen delar dock inte kommitténs uppfattning om att i lagen omnämna att miljö- och etikhänsyn ska tas i placeringsverksamheten då dessa riskerar att snabbt bli omoderna. Enligt utredningens bedömning är det bättre om etik- och miljöhänsyn ges en framskjuten plats i arbetet med att ta fram en gemensam och värdegrund för förvaltningen. I värdegrunden bör det tydliggöras vilka miljö- och etikhänsyn som ska tas i investeringsverksamheten samt vilka avvägningar som har gjorts i förhållande till nyttan för nuvarande och framtida pensionärer. Utredningen bedömer att en djupare integrering av etisk och miljömässig hänsyn i förvaltningen utgör en av flera delar i strävan efter att skapa goda förutsättningar för en långsiktigt effektiv förvaltning av buffertkapitalet.

9.1 Inledning

AP-fondernas ska förvalta fondmedlen på sådant sätt att de blir till största möjliga nytta för försäkringen för inkomstgrundad ålderspension. Som finansiell investerare i ett antal bolag ges möjligheten att påverka dess verksamhet i syfte att gynna investeringen. Lagen ger ingen vägledning kring hur ägarrollen ska utövas men i förarbetena anges att AP-fonderna ska ”ta hänsyn till miljö och etik” i sin placeringsverksamhet, utan att göra avkall på avkastningen.

Under senare år har intresset för vad som brukar benämnas ”hållbara” eller ”ansvarsfulla” investeringar ökat starkt bland institutionella investerare i Sverige och utomlands. Trenden har också rört sig från att utesluta enskilda bolag eller fondförvaltare beroende på olika kriterier till att arbeta med att påverka som ägare.

Buffertkapitalets intressenter består av nuvarande och framtida pensionärer vilka sannolikt har olika syn på definitionen av etisk och miljömässig hänsyn. För den framtida förvaltningen av buffertkapitalet krävs en väl avvägd balans och tydliga gränser för vad som ligger inom ramen för dess uppgift.

Regeringen tillsatte 2007 en kommitté (Kommittén om AP-fondernas etik- och miljöansvar) för att utvärdera hur AP-fonderna arbetat med kraven på att etisk och miljömässig hänsyn i sin förvaltning. Kommittén lämnade betänkandet *Etiken miljön och Pensionerna* (SOU:2008:107) som innehöll dels förslag som regeringen har hanterat och AP-fonderna tagit till sig, dels förslag som kräver en lagändring. Dessa förslag kommer att diskuteras i detta kapitel.

Kapitlet inleds med en beskrivning av begrepp och verktyg som är vanliga inom hållbara investeringar. Sedan följer en kort översikt av hur AP-fondernas fokus på etik och miljö inom kapitalförvaltning har utvecklats de senaste tio åren. Avslutningsvis diskuteras alternativa förhållningssätt för att balansera de finansiella målen med ansvarsfullhet och vägval framåt för förvaltningen av buffertkapitalet.

9.2 Ägarstyrning

Med ett spritt ägande i de börsnoterade bolagen ökar risken för att bolagen inte drivs entydigt i enlighet med ägarnas intresse. Styrelser och anställda företagsledningar kan ha delvis avvikande intressen, till exempel när det gäller avkastningskrav på kortare och längre sikt, risktagande, finansiell struktur och ersättningar. Det kan också vara så att olika ägare har olika syn på hur bolaget ska styras.

Det finns åsikter som talar för att svaga ägare och dålig styrning leder till excesser och bristfällig riskkontroll vilket delvis kan förklara den senaste finansiella bubbla som sprack 2008. Det är dock svårt att generalisera då ägarstrukturen på den svenska aktiemarknaden skiljer sig från förhållandena i bland annat Storbritannien och Förenta staterna. Medan flertalet börsnoterade bolag i dessa länder uppvisar en starkt splittrad ägarbild, domineras ägandet i svenska (liksom i flertalet övriga kontinentaleuropeiska länders) börsbolag vanligen av en eller ett fåtal större ägare. Dessa ägare utövar ofta sin ägarroll aktivt och tar ett särskilt ansvar för bolaget, bland annat genom att engagera sig i styrelsen enligt Kollegiet för Svensk Bolagsstyrning.¹

Det forum där aktieägarnas inflytande utövas är bolagsstämman, som är aktiebolagets högsta beslutande organ och har därmed en överordnad ställning i förhållande till bolagets styrelse och verkställande direktör. Varje aktieägare har rätt att delta i och utöva rösträtt för sina aktier vid bolagsstämman och har också rätt att få ett ärende behandlat på bolagsstämman vid begäran.

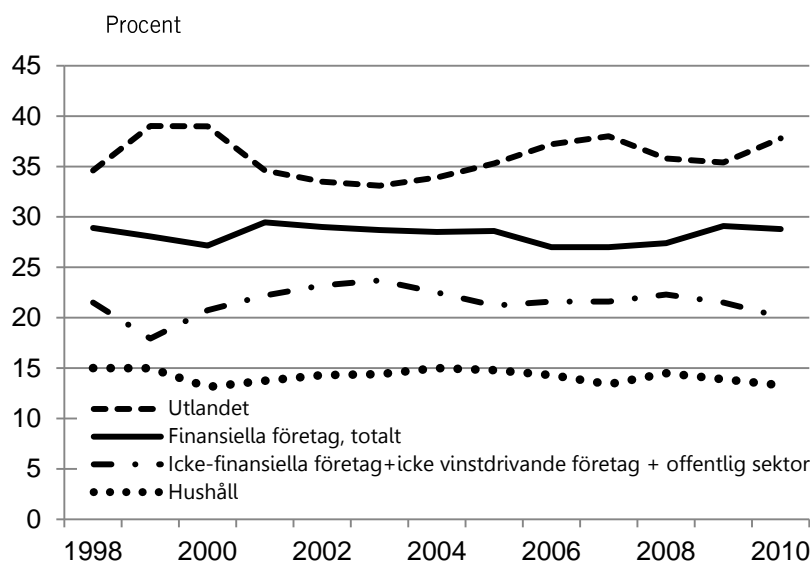
I en studie av den svenska modellen för bolagsstyrning hävdar Henrekson & Jakobson (2011) att ägarförhållandet på den svenska börsen har förändrats med globaliseringen av finansiella marknader. De ser att trenden dels går mot ett ökat utländskt ägande på den svenska börsen, dels mot ett ökat ägande i onoterade bolag. Efter att börsens betydelse ökade under 1980 och 1990-talet verkar börsens betydelse numera minska. Författarnas förklaring är att i stället för att anpassa regelverken för att säkerställa börsens funktionssätt till nya omständigheter har en anpassning av ägar- och kontrollstrukturen ägt rum.

Jämfört med 1950-talet har börsens ägarförhållanden förändrats markant då andelen privata ägare då utgjorde cirka 75 procent av börsvärdet och i dag cirka 13 procent (SOU 2008:107). Sedan tiden

¹ Se <http://www.bolagsstyrning.se>

för pensionsreformen har den genomsnittliga bilden av ägarkategorier på svenska börsen varit relativt stabil (se Diagram 9.1). Den kategori som varierar mest är utländskt ägande som domineras av institutioner och investeringsfonder. Det går att härleda utländska investerares andel till svensk börsutveckling och efter en minskad andel i samband med den senaste börsnedgången 2008 har deras andel av svenska börsen återigen ökat. Det kan dock konstateras att det utländska ägandet är större än motsvarande svenska.²

Diagram 9.1 Aktieägandet per ägarkategori på svenska börsen



Källa: Sveriges Riksbank (2012).

Buffertkapitalets roll som ägare och finansiell investerare

Ägarstyrning har två dimensioner när det gäller AP-fonderna. Den ena handlar om hur ägaren staten genomför sina intentioner när det gäller fondernas verksamhet genom att stifta lagar och regler, genom att välja och utse styrelseledamöter i fonderna och genom att utvärdera förvaltningsresultaten. Den andra dimensionen behandlar hur AP-fonderna agerar som investerare och ägare i bolag.

² En intressant notering är att norska staten per sista december 2011 är femte största ägare på den svenska börsen med ett värde på cirka 55 miljarder kronor, hälften så stor ägare som svenska staten (SIS ägardata).

I förarbetena till nuvarande lag anges blanda annat att det för fondernas del är angeläget att ägarrollen utövas med särskilt beaktande av den starka statliga prägnen och med hänsyn till fondernas mål att vara till nytta för pensionssystemet. Ägarrollen ska entydigt utövas i syfte att tillvarata möjligheterna till högre avkastning. Fondernas ägande ska inte vara ett närings- eller ekonomiskpolitiskt instrument (prop. 1999/2000:46 s. 84).

Internationellt sett är AP-fonderna för små för att på egen hand kunna påverka bolag på den internationella marknaden i någon egentlig mening. Som framgår i kapitel 8 är dock AP-fonderna betydande ägare på den svenska börsen och har därmed en större möjlighet till ägarinflytande på den svenska marknaden

Enligt statistik per sista december 2011 är Första till Fjärde AP-fonderna 16:e, 18:e, 19:e respektive 22:e största ägare på svenska börsen. Det är mindre än Alecta och AMF och som är fjärde respektive sjätte största ägare på svenska börsen. Som ett gemensamt kapital skulle fonderna vara den tredje största ägaren på börsen efter Familjen Persson och Robur fonder men större än svenska staten.

Den formella ägarstyrningen utövas främst genom att rösta vid bolagsstämman där en ytterligare möjlighet att påverka är att delta i bolagens valberedningar. Hur stor andel av rösterna som krävs för en plats i valberedningen beror dock på den övriga ägarstrukturen och det går också att tacka nej till valberedningsuppdrag.

Att vara aktiv ägare är en möjlighet att påverka bolaget men är också förknippat med kostnader. Ägarstyrningsorganisationerna mellan fonderna varierar men kräver en hel del tid från personer i fondernas ledning. I resurser räknat bedöms ägarstyrningen ta ungefär motsvarande två till tre heltidsanställningar i anspråk med en extra ansträngning under bolagsstämamosäsongen (McKinsey, 2010). Flera av de utländska fondernas ägarstyrningsgrupper är större än motsvarande för Första - Fjärde AP-fonderna. Variationen mellan dem är dock stor, i danska ATP arbetar fyra anställda med ägarstyrning och i norska SPU finns en organisation med ungefär 20 anställda för detta. Pensionsbolagen AMF och Alecta har liknande ägarstyrningsorganisationer som AP-fonderna med engagemang från seniora medarbetare. De bedöms dock lägga ned motsvarande en till två heltidsanställningar vilket är något mindre resurser än AP-fonderna.

Sammanfattningsvis varierar Första till Fjärde AP-fondernas ägarstrategi i svenska noterade bolag. Sett ur ett gemensamt perspektiv dominerar investeringarna med ägarandelar som under-

stiger 1 procent. Endast 5 procent av det gemensamma ägandet utgörs av andelar som överstiger 5 procent av bolaget vilket sätter perspektiv på lagens röstandelsbegränsning. Situationen är i stort sett oförändrad jämfört med för tio år sedan vilket kan tolkas som att fonderna inte verkar ha strävar efter rollen som en dominant ägare.

9.3 Ökade krav på ansvarsfulla investeringar

Frågorna om mänskliga rättigheter, om miljö- hänsyn med mera när det gäller finansiella placeringar och bolagsstyrning har på senare år fått kraftigt ökat uppmärksamhet, inte minst internationellt. Ökat fokus på barnarbete, på korruption och på olika former av diskriminering har påverkat tänkesätt och agendor. På miljöområdet har klimatfrågan fått en viktigare politisk roll. Detta har lett till reaktioner från allmänheten och till åtgärder från företag, från internationella organisationer, från stater och från frivilligorganisationer. Bland företagen har begreppet Corporate Social Responsibility (CSR), kommit i fokus, dvs. en förväntan att företag på eget initiativ, och utöver vad lagstiftningen kräver, tar ansvar för sin roll i och påverkan på samhället. CSR innebär att säkerställa att företaget genom sin verksamhet inte medverkar till kränkningar av mänskliga rättigheter, att godtagbara arbetsvillkor råder i produktionsländer som saknar eller har en svag arbetslagstiftning, att företaget bedriver ett aktivt miljöarbete etc.

På investerarsidan motsvaras detta av begreppet Socially Responsible Investment (SRI), som är den beteckning som oftast används. På svenska brukar man tala om ”hållbara” eller ”ansvarfulla” investeringar. De centrala beståndsdelarna i detta brukar i sin tur betecknas med ”ESG”, vilket står för Environment, Social, Governance. Det är alltså miljöhänsyn, frågor kring mänskliga rättigheter och arbetsvillkor, och bolagsstyrning som är de tre pelare som ett ansvarsfullt investerarbete vilar på.

Dessa frågor har diskuterats globalt och även antagits som koder och riktlinjer i olika sammanhang.³ Under dåvarande generalsekreteraren Koffi Annan lanserade FN år 1999 nio principer (som några år senare utökades till tio) på basis av ett antal centrala kon-

³ Inom FN och dess under- organ ILO, inom OECD och EU när det gäller mellanstatliga samarbeten, men också inom exempelvis ICC (International Chamber of Commerce) och ISO.

ventioner. Dessa frivilliga principer riktar sig till företag under namnet ”Global Compact” och ska främja att företag bedriver sin verksamhet med hänsyn till universellt etablerade principer som bygger på internationella konventioner inom områdena mänskliga rättigheter, arbetsrätt, miljö, korruption (United Nations Global Impact). Tanken är att företag tecknar ett avtal med FN och dess generalsekreterare att arbeta efter dessa principer. Detta förfarings-sätt är unikt i sitt slag då företag avtalsmässigt förbinder sig att följa innehållet i centrala konventioner som ju i sig bara riktar sig till stater.

För att underlätta för investerare att beakta ESG-faktorer i sina investeringsbeslut lanserade FN 2006 även sex principer för s.k. ansvarsfulla investeringar, under namnet ”Principles for Responsible Investment” (PRI). Principernas fundament är att ESG-frågor påverkar avkastningen på portföljens investeringar och bör integreras i ett led att uppfylla det ansvar som styrelse och förvaltning har gentemot sin huvudman. Principerna ger en frivillig ram genom vilken alla investerare kan införliva ESG frågor i sitt beslutsfattande och ägarutövande. PRI utgör också ett viktigt samarbetsforum mellan deltagarna för diskussioner och erfarenhetsutbyte och kontaktskapande.

De sex principerna hade i maj 2012 undertecknats av 252 kapitalägare (inklusive Första–Fjärde AP-fonderna), 626 kapitalförvaltare (investment managers) och 176 rådgivare till ett värde av cirka 30,7 triljoner USD.

Den starka utvecklingen har också medfört att det från och med 2010 utgår en obligatorisk avgift för alla som signerat principerna (tidigare var den frivillig). Samtidigt infördes en ny styrmodell med en rådgivande kommitté med totalt 16 medlemmar som förutom en ordförande och två FN-representanter utgörs av institutioner som har signerat PRI-principerna.

9.3.1 Verktyg för ansvarsfullt ägande

I betänkandet från Etiken miljön och Pensionerna (SOU 2008:107) diskuteras olika ”verktyg” för ESG hänsyn och hur dessa kan kombineras med olika förvaltningsansatser.

En grundläggande och vanlig metod är s.k. *screening*. Den kan utföras av investeraren själv eller, vilket är vanligt, av fristående konsulter. Det innebär en analys av tillgängligt material för att hitta

bolag som bryter mot de ESG-kriterier investeraren har satt upp. Dessa bolag kan sedan undersökas vidare av investeraren och bli föremål för bearbetning/dialog eller uteslutning.

Negativt urval var den modell som först etablerade sig bland s.k. etiska fonder, kyrkor och ideella organisationer etc. Metoden är lättbegriplig, transparent och för många intuitivt tilltalande. Signalvärdet av att hamna på en "svart lista" hos en etisk fond eller annan kapitalförvaltare ger också en tydlig – och publik – signal till bolaget. Enkelheten är samtidigt en begränsning, att sälja ett bolag innebär att avstå från möjlighet till påverkan. Det är också svårt med gränsdragningar, utesluts en bransch kan de föra med sig uteslutning av väldigt många bolag. Det finns även bolag som har flera verksamheter under sig, varav några oetiska

Positivt urval eller *Best in class* bygger på att man bransch för bransch går igenom olika risker och problemområden och sedan systematiskt försöker värdera vilka företag som hanterar ESG-faktorer bäst, vilket sedan bildar utgångspunkt för hur man bygger upp portföljen.

Dialog och påverkan innebär att utnyttja sin ägarroll. Där finns det två huvudvägar, "voice" eller "exit". Voice principen innebär att påverka med dialog genom att aktivt agera och rösta på bolagsstämman eller ta upp synpunkter enskilt med bolaget. Exit-principen innebär att rösta med fötterna vid missnöje med bolaget.

Ökat fokus på ESG-frågor har aktualiserat behovet av *integrering* av dessa faktorer i den finansiella analysen och investeringsbesluten. Trenden mot en ökad integrering avspeglar också en utveckling av synsättet på hållbarhetsaspekter i investeringsverksamhet; från att ha varit ett "påhäng" för att undvika medial kritik eller för att markera en moralisk-ideologisk uppfattning i någon viss fråga, till att se det som en chans att ta tillvara affärs-möjligheter, begränsa risker och förbättra avkastningen.

Som aktieägare finns etablerade former för att utöva *traditionell ägarstyrning* genom bolagsstämmor till skillnad från olika intressegrupper som försöker påverka på andra sätt. Tidigare har inte aktivitet på bolagsstämmor och i valberedningar varit huvudverktyget för de investerare som velat arbeta aktivt med hållbarhetsfrågor. Delvis kan detta bero på att enskilda dialoger med bolagen har ansetts som en effektivare metod att påverka frågor kring miljö och etik. Det kan också ses som en avspegling av att dessa frågor upplevts ligga vid sidan av de frågor som traditionellt står i fokus på bolagsstämmor och i ägarstyrningen. I takt med att hållbarhets-

frågor ökar i betydelse för bolagen kommer det troligtvis integreras alltmer i den löpande ägarstyrningen såsom krav på hållbarhetsredovisning.

9.3.2 Ansvarsfullt ägande och investeringsstilar

I kapitel 8 berörs övergripande grova indelningar av ett urval av olika investeringsstilar. Nedan diskuteras i generella termer hur en aktiv respektive passiv stil kan kombineras med en hänsyn till ESG-faktorer.

Som utgångspunkt för en aktiv investeringsstil antas att bolags-specifika faktorer analyseras och följs av ett aktivt investeringsbeslut. En traditionell fundamental analys lämpar sig väl för ESG-kriterier och samtliga verktyg. Denna ansats är den som bäst fungerar för en aktiv ägarstyrning som kan yttra sig genom dialog eller att kommunicera sin avyttring av innehaven.

Det finns också ansatser som kombinerar en traditionell fundamental analys av företagen i kombination med en systematisk och kvantitativt baserad portföljkonstruktion. Ett sätt är att kvantitativt betygsätta ESG-faktorer tillsammans med andra faktorer som ligger till grund för investeringsbeslut. För att väga in ESG-faktorer i denna typ av förvaltning används framförallt negativa urval av bolag vilket är enkelt och billigt att implementera. Ett positivt urval eller integrering av ESG-faktorer i analysen kräver mer resurser men är fullt möjliga.

För passiv förvaltning eller indexförvaltning lämpar sig framförallt ett negativt urval. Där kan investeraren själv utgå från ett marknadsindex och med hjälp av screening exkludera bolag som inte bedöms falla inom ramen för ESG-kriterier. Numera finns det dock även index som är baserade på andra faktorer än bara marknadsvikter, exempelvis ESG-kriterier.⁴

Enhanced indexförvaltning är en kombination av passiv och aktiv förvaltning. De aktiva positionerna kan därmed utgå från en fundamental analys och indexförvaltningen kan ske med ett negativt urvalsförfarande.

⁴ Ett exempel är Dow Jones Sustainability index som lanserades 1999 och baseras på en best-in-class princip, se <http://www.sustainability-indexes.com/dow-jones-sustainability-indexes/index.jsp>

9.3.3 Är det lönsamt att vara ansvarsfull investerare?

Ansvarsfulla investeringar har utvecklats från att tidigare matchats mot vissa etiska kriterier till att numera involveras som en del av bedömningen av bolags långsiktiga utvecklingspotential. Kriterier för ansvarsfulla investeringar kommer att bli allt viktigare för pensionsfonders investeringsbeslut och de kommer också att utvecklas till andra tillgångsklasser än noterade aktier enligt en enkät bland europeiska pensionsexperter (Allianz Global Investors, 2010). Enligt enkäten bedömdes miljöaspekterna vara de viktigaste aspekterna och respondenterna ansåg också att SRI-trenden drevs av pressen från allmänheten snarare än en förväntan om dessa faktorer skulle bidra till en långsiktigt högre avkastning.

Huruvida en integrering av ESG faktorer kan bidra till en långsiktigt bättre avkastning eller inte är omdebatterat. I en sammanställning av 20 akademiska studier fann 10 ett positivt samband mellan portföljavgkastning och ESG faktorer, 3 ett negativt samband och 7 var neutrala (UNEP and Mercer, 2007). Skillnaden i resultaten förklaras med att vissa av studierna jämför avkastningen i ”screenade” fonder jämfört med motsvarande konventionella, medan andra studerar hur ägarengagemang och ESG-integrering i förvaltningsprocessen påverkar totalavkastningen.

9.4 AP-fondernas utveckling som ansvarsfulla ägare.

Vid etableringen av nuvarande AP-fondsstruktur var Sjunde AP-fonden snabbare än övriga AP-fonder att anta en policy för etik och miljö. Det fanns redan då olika ansatser, vanligt bland investeringsfonder var att exempelvis exkludera helt eller begränsa andelen investerat inom vissa branscher som ansågs oetiska, typiskt sett vapen, alkohol, spel och tobak. Ett problem för Sjunde AP-fonden var att svenska staten faktiskt hade starka ägarintressen i exempelvis V&S Vin och sprit AB, Svenska Tobaks AB och Svenska spel (Hamilton, 2011). Valet föll på en normbaserad genomlysning av aktieportföljen vilket innebar en undersökning av portföljens innehav och om dessa bryter mot någon av FN's internationella konventioner om mänskliga rättigheter, miljö och arbetsrätt som svenska staten har undertecknat. Vid ett utslutande kan en investering på nytt inte aktualiserat förrän efter fem år och kräver en oberoende granskning som intygar att överträdelsen är åtgärdad.

Sjunde AP-fonden anser att just exkluderingen av bolagen är det som skickar starkast signaler och publicerar dessa på sin hemsida.

Första till Fjärde AP-fonderna dröjde längre med att formulera sina ståndpunkter för etiska och miljömässiga investeringar. De har dock valt en liknande ansats som Sjunde AP-fonden men väljer att stanna kvar som aktieägare och i stället påverka bolaget i rätt riktning.

De olika ansatserna kan enligt Hamilton möjligtvis förklaras med att Sjunde AP-fonden konkurrerar om samma kunder med övriga investeringsfonder på marknaden. Sjunde AP-fonden måste i högre grad kunna profilera sig i dessa frågor än vad Första till Fjärde AP-fonderna behöver då deras kundbas inte har möjlighet att byta förvaltare. Det finns en affärsnytta i att profilera sig som ansvarstagande investerare vilket ytterligare underlättas av en enkel kommunicerbar och transparent process. Ett stort antal utslutningar kan i sammanhanget ge sken av handlingskraft och hög moral. Första–Fjärde AP-fondernas mer lågmälda strategi med företagsdialoger som hålls i det tysta kan i motsats till detta uppfattas som passivt och har fått utstå en del kritik i såväl media som från riksdag och regering.

En dialoginriktad policy kan kritiserars för att vara alltför tandlös och att anledningen till att bolaget inte utesluts är för att risken för sämre avkastning är för hög. Försvarare för denna ansats hävdar istället att det är en fördel med investerare som kräver utredningar och transparens kring bolaget för att föra upp eventuella oegentligheter till ytan.

Första–Fjärde AP-fonderna bildade Etikrådet 2006, för att hantera bolagsdialoger med utländska bolag vilket innebar att de fick en större tyngd. För de svenska innehaven ansåg fonderna att de redan hade tillräcklig storlek och en aktiv dialog och kunde hantera detta var för sig. Med Etikrådet ökade också transparensen i arbetet med etik och miljö. Dialog är fortfarande det viktigaste verktyget för att påverka men policyn säger också att avveckling av innehaven är en sista utväg. Detta rekommenderas av Etikrådet i förekommande fall men beslut om avveckling fattas av varje AP-fond.

Etik och miljömässig hänsyn i investeringarna har sedan start varit föremål för diskussion i Riksdagens finansutskott. År 2005 efterlystes en utvärdering av AP-fondernas etik- och miljöansvar som resulterade i ett betänkande i slutet av 2008, Etiken miljön och Pensionerna (SOU 2008:107).

Kommitténs allmänna omdöme var att AP-fonderna gjorde ett bra arbete men efterlyste bland annat tydligare värdegrunder och ökade resurser till arbetet med dessa frågor. De efterlyste också en integrering av etisk och miljömässig hänsyn direkt i investeringsprocessen.

Bland kommitténs förslag som kunde genomföras inom ramen för gällande regelverk ingick följande rekommendationer:

- Fondernas arbetsätt, organisation och kommunikation bör utformas med ledning av faktorer som främjar fondernas trovärdighet och – i förlängningen – förtroende,
- Utveckla och tydliggör den värdegrund som ska ligga till grund för verksamheten,
- Miljö och etik hanteras bäst genom att integreras i den löpande analysen och förvaltningen,
- Miljö och etik kan integreras med fondernas ägarpolicyer som bör övervägas för alla typer av tillgångar, inte enbart börsnoterade aktier,
- Extern utvärdering av styrelsernas arbete bör göras regelbundet,
- Det bör avsättas tillräckliga resurser för att säkerställa kvalitet i arbetet med miljö och etik och är ett område där AP-fonderna kan utveckla samarbetet
- Principerna för bolagens ersättningsvillkor har viktiga förtroende-dimensioner och är därför en viktig uppgift för fonderna
- Fondernas arbete med miljö och etik bör utvärderas regelbundet.

Fonderna har arbetat aktivt med att genomföra flera av kommitténs förslag enligt ovan. Bland annat har Etikrådet arbetat fram en ny värdegrund som diskuteras och förankras i fonderna. Det är upp till var och en av fonderna vilka delar som tas in i respektive fonds ägarpolicy genom styrelsebeslut.

Fonderna bedömer att kärnan i värdegrunden är att genom engagemang, agerande och förändring göra skillnad (Vivel Lamare, 2011). Därigenom anser de att värdegrunden fungerar bra som stöd för prioriteringar för fondernas verksamhet vad gäller att ta hänsyn till ESG-aspekter. Fonderna bedömer också att en tydlig värdegrund underlättar kommunikationen av dessa frågor. Värde-

grundens utgångspunkt är att vila på de konventioner som Sverige ställt sig bakom. Fondernas argument för det är att konventionsgrunden är en utgångspunkt som de flesta företag över hela världen kan ställa sig bakom vilket gör det möjligt för Etikrådet att samarbeta med andra investerare. Värdegrundens kärna är:

Att handla utifrån principerna om engagemang, agerande och förändring i syfte att göra skillnad⁵. Fonderna gör skillnad genom att proaktivt verka för en hållbar utveckling på områden som främjar en långsiktigt hög avkastning samt genom att engagera sig i bolag där problem identifierats och bedömts påtagliga och väl dokumenterade (Viel Lamare, 2011).

Integration av ESG-faktorer i analys och förvaltning är en viktig fråga, och ställs också som krav på de organisationer som signerar PRI. Etikrådet uppger att integration numera sker i större utsträckning men på olika sätt i fonderna. Som exempel kan nämnas integration av klimatfrågan, clean tech-investeringar, gröna fastighetsinvesteringar, investeringar i gröna obligationer, att fler förvaltare integrerar vissa ESG-parametrar i sina investeringsbeslut. Det har också inletts en utvidgning av implementeringen av ESG-aspekter till andra tillgångar än noterade aktier (Viel Lamare, 2011).

Fonderna har även ökat sina resurser på området genom att anställa en generalsekreterare till Etikrådet samt genom att fler personer per fond arbetar med ESG-frågor. Därtill har Etikrådet knutit kontakter med ett antal experter och ökat sitt internationella kontaktnät. För att inte vara beroende av en enskild rådgivare inom dessa frågor har man dessutom slutit avtal med fyra olika leverantörer av ESG-analyser.

Fonderna samarbetar också i vad avser informationsinhämtning, röstningsplattform och analys vad avser röstning i utländska bolag. Samarbetet kring global röstning har pågått i tre år och successivt ökats. Under 2010 röstade fonderna i 450–500 utländska bolag var. Etikrådet har även i större utsträckning än tidigare börjat träffa svenska bolag för att diskutera ESG-frågor. Ett exempel där fonderna samarbetat i kontakten med svenska bolag är investerarsinitiativet Hållbart värdeskapande.⁵

Att ta hänsyn till miljö och etik i investeringsverksamheten är en svår balansgång eftersom det ofta handlar om komplexa frågor.

⁵ Hållbart värdeskapande är ett samarbetsprojekt som initierades 2009 av 14 av Sveriges största investerare. Tillsammans representerade gruppen, per 30/6-2011, ett förvaltad kapital på SEK 5,000 miljarder, varav SEK 650 miljarder var placerade på NASDAQ OMX Stockholm (<http://www.hallbartvardeskapande.se/new/>)

Etikrådet får utstå kritik från olika organisationer engagerade i etik och miljöfrågor samtidigt som de tilldelades ett internationellt pris för sitt arbete 2009.⁶ En tydlig process och kommunikation är avgörande att upprätthålla allmänhetens förtroende i dessa frågor. AP-fonderna har valt en kombination av dialog med bolagen med uteslutning som sista utväg. Denna ansats delas med flertalet av de utländska pensionsfonderna och många av de svenska livförsäkringsbolagen.

9.5 Andra ansvarsfulla ägare

9.5.1 AMF och Alecta

AMF och Alecta har en liknande ansats som AP-fonderna, att avkastningen är det uttryckligt överordnade målet och att placeringar i verksamhet som bryter mot grundläggande etiska och miljömässiga krav kan hota både den långsiktiga avkastningen och den egna legitimiteten som placerare (SOU 2008:107). Liksom AP-fonderna utgår de från internationella konventioner som bas för etiska och miljömässiga överväganden. Argumentet är att eftersom en mycket stor del av befolkningen är intressenter i förvaltningen, är det nödvändigt att de värderingar som kommer till uttryck i miljö- och etikpolicyn har en bred acceptans i samhället.

9.5.2 Utländska fonder

Även flera utländska pensionsfonder har en ansats med kombination av dialog och uteslutning, exempelvis holländska ABP, danska ATP och Franska FRR. Två undantag är kanadensiska CPPIB som i stort sett aldrig utesluter bolag, och Norge Pensionsfond Global som är betydligt mer aktiv med uteslutning.

⁶ Etikrådet har erhållit NRPNs pris för ”Bästa strategi för etiska och hållbara investeringar.” NRPN står för Nordic Region Pensions and Investment News och är en publikation inom Financial Times-koncernen. Priset delades ut till Etikrådet för att ha lyckats bäst med att implementera en genomgående och nytänkande strategi för etiska och hållbara investeringar.

CPPIB

CPPIB anger i sin policy att man som långsiktig investerare ser ett värde i att inkludera ESG-faktorer i sin investeringsprocess då de bedömer att detta genererar en relativt högre avkastning på längre sikt. I stället för att screena sin portfölj med hjälp av ESG-konsulter i efterhand ingår dessa faktorer i investeringsbeslutet. Deras argument för att inte utesluta bolag enbart av etiska och miljömässiga skäl är att detta även utesluter möjligheten att påverka. CPPIB utesluter dock bolag som är involverade i framställningen av trampminor och klusterbomber. Investeringsbeslut fattas enbart av förvaltningsorganisationen utan politiskt inflytande.

Norges Pensjonsfond Utland

Norges Pensjonsfond Utland (SPU) arbetar med etiska riktlinjer som beslutats av Finansdepartementet. Enligt riktlinjerna är fonden ett medel för att säkerställa att framtida generationer får ta del av dagens oljeförmögenhet. För detta krävs att fonden genererar en avkastning på lång sikt och är därmed beroende av en hållbar utveckling utifrån ett ekonomiskt, miljömässigt och socialt perspektiv. Fonden ska därför inte göra investeringar som innebär en oacceptabel risk att fonden bidrar till oetiska handlingar eller försummelser inom områdena brott mot humanitära principer, mänskliga rättigheter, korruption och miljömässig skada.

Finansdepartementet anger tre mekanismer för att utöva dessa principer:

- Utöva ägarskap baserat på internationella konventioner
- Använda sig av negativ screening av bolag som producerar vapen med syfte att hota fundamentala mänskliga rättigheter
- Exkludera de bolag som utgör en oacceptabel risk för brott mot humanitära principer, mänskliga rättigheter, korruption och miljömässig skada,

SPU har därmed en uttalad uppgift att integrera långfristiga avkastningsmål med ett ambitiöst etiskt engagemang vilket ofta framställs som ett internationellt föredöme bland liknande aktörer och beslutsfattare.

Strategin kritiseras dock, bland annat av Clark och Monk (2010) som anser att den etiska investeringspolicyn inte följer den bästa praxis inom förvaltning enligt deras definition. SPU har nedprioriterat funktionell effektivitet till förmån för att utöva ett ”grundläggande socialt perspektiv” vilket kan få negativa konsekvenser på lång sikt. De inser dock att denna ansats är anledningen till den offentliga och politiska legitimitet fonden har i dag.⁷

9.6 Ansvarsfulla investeringar i noterade bolag

Diskussionen kring ansvarsfulla investeringar fokuserar oftast på investeringar i noterade tillgångar. Ett område som är sämre genomlyst men som attraherar alltmer pensionskapital är riskkapitalinvesteringar som oftast sker via private equity-fonder. I den offentliga debatten framställs riskkapitalbolag ofta i negativa sammanhang. Bland annat anklagas de för att genom sina effektiviseringsprogram bidra till arbetslöshet och en kostnad för samhället. Andra hävdar att de genom sina investeringar skapar spridningseffekter av effektiva modeller för styrning och utveckling vilket gynnar konkurrens och utveckling och är positivt för samhället. Vad gäller riskkapitalets skapande eller förstörelse av arbetstillfällen är de akademiska resultaten blandade enligt en sammanställning av flera akademiska rapporter i ämnet publicerad av World Economic Forum (2010).

Riskkapitalbolagens etablering i svenska sektorn för skola, vård och omsorg

Under 2000-talet har den privata välfärdssektorn växt kraftigt och huruvida vinster ska tillåtas inom skola vård och omsorg är en pågående debatt. Under våren 2011 inledde Svenska dagbladet en artikelserie som beskrev hur 16 riskkapitalbolag tog emot nära hälften av de 60 miljarder skatte kronor som varje år gick från folket till privata välfärdsföretag. Artikelserien satte också ljuset på risk-

⁷ Vissa kritiska röster höjdes dock i samband med en rapport från Norges Bank som jämför den faktiska portföljen med en portfölj utan exkludering av bolag på grund av ESG-kriterier. Beräkningen visar att exkluderingen av bolag totalt har kostat fonden över 12,4 miljarder kronor sedan 2005. Per årsskiftet 2011 var 55 bolag uteslutna. se (http://www.svd.se/naringsliv/nyheter/varlden/oljefonden-forlorade-10-miljarder-pa-etik_7123849.svd) och (<http://www.di.se/#!/artiklar/2012/4/30/missar-miljarder-pa-etiska-regler/>)

kapitalbolagens ofta avancerade skatteplanering där ränteavdrag raderar bort vinsten och eventuell beskattning sker där fonderna är registrerade, ofta i så kallade skatteparadis med ingen eller mycket låg beskattning. Debatten kulminerade under hösten 2011 då missförhållanden avslöjades på äldreboenden ägda av vårdbolaget Carema som i sin tur samägs av två riskkapitalbolag. Detta ledde också till en debatt i Riksdagen om riskkapitalbolag som är verksamma i den skattefinansierade välfärden.⁸

För riskkapitalbranschen är vård, skola och omsorg en lockande sektor när vårdbehovet i samhället sannolikt kommer att öka. Det är också en relativt säker intäktskälla då den finansieras med skattepengar via exempelvis fria vårdval och skolpeng. Enligt aktörerna själva ligger andelen privat vård och omsorg lägre i Sverige än i övriga Europa vilket borgar för fortsatt tillväxt av privata alternativ. Den unika situationen i Sverige som tillåter privata aktörer konkurrera om skattepengar utan en stark kontroll och uppföljning är dock föremål för politisk debatt.

Vad gäller riskkapitalbolagens kritiserade skatteplanering så har Skatteverket intensifierat sin granskning av detta sedan några år tillbaka. En av frågorna rör hur vinstdelningen för riskkapitalbolagens anställda och ägare ska beskattas, som inkomst av tjänst eller inkomst av kapital. Skatteverkets bedömning är att vinstdelningen är en del av betalningen för deras rådgivartjänst och ska därmed beskattas som arbetsinkomst, inte som inkomst av kapital som har en lägre skattesats. Den andra frågan rör nivåer på de internräntor som används mellan ägare och holdingbolag för att kvitta bort vinster för att på så vis undgå beskattning. Riskkapitalbolagens metoder är fullt lagliga. Däremot har Skatteverket i ett antal beslut slagit ned på att räntorna på internlånen satts alltför högt.⁹ Möjligheterna för avdrag för internränta ses över av en tillsatt företagsskattekommitté som ska lämna sin slutrapport under hösten 2013.

⁸ Enligt Svenska dagbladets sammanställning av siffror från SCB och Sveriges Kommuner och Landsting gick 62 miljarder av skattepengar från kommuner och landsting till olika privata aktörer inom skola, vård och omsorg 2009, en ökning med 15 miljarder eller 32 procent jämfört med 2007. I skolan är de privata företagens andel 10,6 procent, inom omsorgen 13 procent och sjukvården 10,2 procent (http://www.svd.se/naringsliv/valfardger-goda-vinster_5993677.svd). Enligt samma tidning vittnar Socialstyrelsens register om att 70 procent av landets fristående gruppbostäder för vuxna ägs av riskkapitalbolag, via holdingbolag i Luxemburg, London, Jersey och Guernsey (http://www.svd.se/naringsliv/hela-granskningen-av-riskkapitalet_7354218.svd)

⁹ Exempelvis visade en studie av Skatteverket att 23 av 25 av de bolag som köptes upp av riskkapitalbolag inte betalade skatt efter att de blivit uppköpta (Skatteverket, PM 2011).

AP-fonderna försvarar investeringar i riskkapitalbolag med att det skapat en bra avkastning för pensionssystemet. Vad gäller frågor kring kritiserade skatteplanering hänvisar de till att bolagen följer gällande lagar vilket är en fråga för politiker att lösa. De moraliska aspekterna bekräftar dock vikten av en aktiv förvaltning i den meningen att varje enskild investering ska vara ett medvetet beslut. Det betyder också att varje beslut ska kunna motiveras och försvaras, både beslut om att investera som att avstå investering vilket ställer stora krav på kompetens och beslutsförmåga.

9.7 Vägval framåt

Som förvaltare av en del av den allmänna pensionen bör ställas höga krav på att investeringarna genomförs på ett ansvarsfullt och uthålligt sätt. Redan i dag finns riktlinjer om att AP-fonderna ska ta etisk och miljömässig hänsyn så länge det inte inkräktar mot det överordnade målet om långsiktigt hög avkastning.

Bland investerarkollektivet läggs i dag stor kraft på att utveckla arbetet med hur ESG-aspekter som inte försämrar avkastningen ska integreras i förvaltningen. En viktigare fråga bör i stället vara hur en investeringspolicy eller förvaltningsstrategi ska utformas som förklarar dessa två mål med etisk och miljömässig hänsyn och hög långsiktig riskjusterad avkastning.

Detta ställer krav på att även analytikerkåren anammar dessa aspekter gemensamt. I dag tenderar ESG-analytiker att hantera etik och miljö väldigt strukturerat men vara mer tillbakablickande och fokusera på policyfrågor (Cerin, 2011). Finansanalytikerna tenderar att vara mer framåtblickande och relatera miljöaspekter till företagets förväntade vinster. Dock verkar de negligera miljöaspekter som de inte bedömer ha investerarfokus inom en snar framtid trots att det kan ha stor samhällspåverkan.

AP-fonderna har som en betydelsefull aktör varit med att påverka utvecklingen mot en ökad hänsyn av etiska och miljömässiga faktorer i förvaltningen. Detta genom att ställa krav på dels externa leverantörer av analys och förvaltning, dels krav på enskilda bolag genom sin investeringspolicy. Att ytterligare integrera ESG-faktorer i analys och investeringsbeslut bör vara ett fortlöpande arbete då det sannolikt gynnar den långsiktiga avkastningen till förmån för pensionssystemet.

Utredningen bedömer att makten att påverka kräver en *aktiv och medveten* förvaltning av buffertkapitalet. Detta betyder inte att ett ställningstagande för eller emot aktiv respektive passiv marknadsexponering utan ett ställningstagande för att investeringsbesluten ska vara medvetna. Implementeringen av ansvarsfulla investeringar utvecklas snabbt och förvaltningen av buffertkapitalet bör ha höga ambitioner för sin egen förvaltning men också på externa förvaltare. Att passivt acceptera en investering i ett bolag enbart för att det ingår i ett specifikt index eller i en specifik fond bör inte vara ett alternativ. Att vara en aktiv och medveten förvaltare kräver dock resurser, något som ska vägas in vid diskussionen av kostnadseffektivitet i förvaltningen.

I betänkandet från kommittén om AP-fondernas etik- och miljöansvar (SOU 2008:107) fastslås inledningsvis att fondernas uppgift, att genom en hög avkastning bidra till goda pensioner, i sig utgör ett grundläggande etiskt mål. Att avstå vissa investeringar för att de inte uppfyller vissa kriterier kan medföra en sämre avkastning på kort sikt. Det kommer därför alltid att förekomma svåra avvägningar vid ansvarsfulla investeringsbeslut och dessa bör kommuniceras utåt till allmänheten. Kommittén föreslår att förarbetenas föreskrifter om vilken vikt som ska ges till ESG-hänsyn i verksamheten lyfts in i lagen. Remissinstanserna var splittrade i frågan.

Utredningen delar inte kommitténs uppfattning då föreskrifter i lagen riskerar att snabbt bli omoderna. Vi förordar att etik- och miljöhänsyn bör ges en framskjuten plats i arbetet med att ta fram en gemensam och värdegrund för förvaltningen av buffertkapitalet. I värdegrunden bör det tydliggöras vilka miljö- och etikhänsyn som ska tas i investeringsverksamheten samt vilka avvägningar som har gjorts i förhållande till nyttan för nuvarande och framtida pensionärer. Utredningen bedömer att en djupare integrering av etisk och miljömässig hänsyn i förvaltningen utgör en av flera delar i strävan efter att skapa goda förutsättningar för en långsiktigt effektiv förvaltning av buffertkapitalet.

10 Placeringsregler

För att AP-fonderna ska lyckas med sitt uppdrag att förvalta fondmedlen på bästa sätt för pensionssystemet krävs också ett ramverk som ger rätt förutsättningar. Som beskrivs närmare i kapitel 3 har kapitalmarknaderna utvecklats i en rasande takt de senaste tjugo åren och utbudet av investeringsmöjligheter har ökat väsentligt. Dels har den tekniska utvecklingen bidragit till olika typer av finansiella instrument som inte fanns för tjugo år sedan. Därtill förändras också de makroekonomiska förutsättningarna. Att i dag kunna förutsäga hur man kommer att investera om tio år är lika svårt som det var för tio år sedan att förutse dagens genomsnittliga investeringsportfölj. En lärdom som kan dras är att det ofta är de förvaltare som utnyttjat sina komparativa fördelar och haft en egen övertygelse som lyckats bättre än kollektivet som helhet.¹

Detta kapitel inleds med en kort överblick av hur ändrade marknadsförutsättningar kan påverka en ändamålsenlig portföljsammansättning. Därefter följer en analys av nuvarande kvantitativa placeringsregler där dess effekter diskuteras. Då onoterade tillgångar är begränsade och råvaror förbjudna beskrivs dessa tillgångar i mer detalj. Vad kan de potentiellt tillföra i buffertkapitalets portfölj om frihetsgraderna ökar och finns det speciella krav förknippade med detta? Kapitlet avslutas med en diskussion av alternativ till nuvarande kvantitativa begränsningar och hur detta skulle kunna tillämpas på förvaltningen av buffertkapitalet.

¹ Dock bör nämnas att på varje lyckad historia så finns det även mindre lyckade exempel.

10.1 Ändrade förutsättningar påverkar portföljsammansättning

10.1.1 Omkullkastade samband

I kapitel 3 beskrivs hur de finansiella marknaderna har utvecklats de senaste årtiondena. Framförallt har 2000-talets ekonomiska och finansiella kriser tvingat investerare att ifrågasätta vedertagna samband och förväntningar på olika typer av tillgångsslag.

Traditionellt har institutionella investerare i huvudsak lutat sig på den moderna portföljvalsteorin² där begreppet diversifiering eller riskspridning är centralt. Det innebär att en kombination av olika typer av riskfyllda tillgångar kan ge portföljer med högre förväntade avkastning i förhållande till dess risk än vad de enskilda tillgångarna skulle ge. Målet för investeraren är då att optimera portföljen för att få den högsta förväntade avkastningen i förhållande till accepterad nivå på risk. En sådan portfölj kallas då för en effektiv portfölj.³

En generell utgångspunkt vid sammansättningen av portföljer är att olika tillgångar är förknippade med olika riskpremier. Något förenklat innebär det att man som investerare förväntar sig en viss extra avkastning eller riskpremie för att investera i mer riskfyllda tillgångar som exempelvis aktier istället för mindre riskfyllda tillgångar som exempelvis räntor. Antaganden om dessa riskpremier är grundläggande för valet av risknivå och portföljkonstruktion. Dessa antaganden förutsätter också att dessa riskpremier kan uppskattas och att de är konstanta över tid.

I praktiken har det visat sig att den typen av antaganden inte alltid håller. Riskpremien varierar snarare över tid vilket ställer ökade krav på investeraren (se exempelvis Lo, 2011, Ilmanen, 2011).

Några nyckelfaktorer för investerare att ta hänsyn till vid sammansättningen av en effektiv portfölj är:

- Sambandet mellan risk och avkastning är *inte* stabilt över tid. Perioder av stressade marknader ökar volatiliteten och kan i vissa fall innebära negativa riskpremier.
- Ökad samvariation mellan tillgångsslag och geografiska marknader ställer ökade krav på diversifiering. Investerare måste vara medvetna om omvärldsförändringar och anpassa sin investerings-

² Modern Portfolio Theory, MPT) som grundlades med Harry Markowitz.

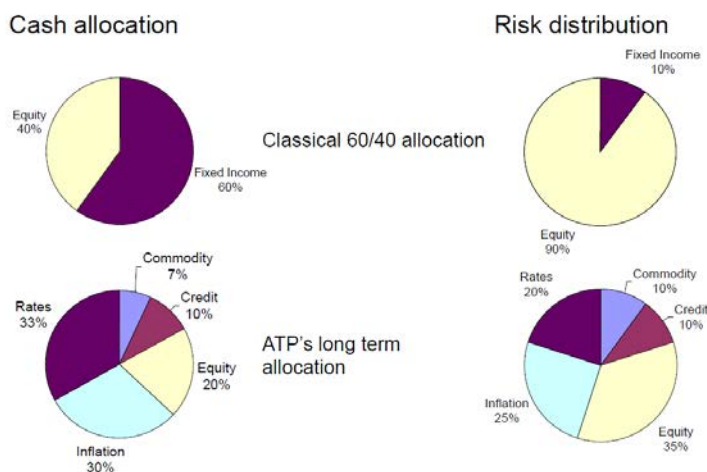
³ En effektiv portfölj (efficient portfolio) kännetecknas av att det inte finns andra kombinationer av ingående tillgångar som ger en högre förväntad avkastning.

strategi efter detta. Detta har betydelse för diversifieringen av portföljen som kontinuerligt bör utvecklas och anpassas till förändringar i riskpremier och nya tillgångsslag.

- Den traditionella uppdelningen på tillgångar måste omprövas för att anpassa portföljen till förändrade marknadsförhållanden.

En alternativ modell är att klassificera portföljen i riskklasser i stället för i tillgångsslag. Detta har blivit alltmer vanligt förekommande bland ledande institutionella förvaltare och har även anammats i olika utsträckning av AP-fonderna inom ramen för vad gällande placeringsregler medger. Diagram 10.1 visar danska ATP's portfölj som illustrerar hur skev den faktiska risken kan vara i en portfölj som är traditionellt uppdelad i tillgångsslag i stället för riskklasser.⁴ Detta bekräftar den nackdel som en lagstadgad begränsning baserad på tillgångar kan innebära då det begränsar utbudet av tillgångar och flexibiliteten att diversifiera mellan.

Diagram 10.1 Exempel på portföljuppdelning per tillgångsslag och riskklass i danska ATP



Källa: Rohde (2012).

⁴ ATP omfattas inte av restriktioner per tillgångsslag. Portföljen innehåller bland annat råvaror och inflationsskyddande tillgångar som realobligationer fastigheter, infrastruktur och skog.

10.1.2 OECD's riktlinjer och internationell praxis

OECD förespråkar i sina riktlinjer att reglering av både privata och publika pensionsfonder bör baseras på kvalitativa riktlinjer snarare än kvantitativa restriktioner. Styrningen bör utgå från en regel om akksamhetsprincip och krav på en tydlig investeringspolicy. Riktlinjerna medger dock att kvantitativa limiter kan vara motiverade om det gynnar, eller i alla fall inte strider mot akksamhetsprincipen och heller inte begränsar en lönsam och ansvarsfull investeringsstrategi. Samtidigt uttrycks det tydligt att man regelbundet bör se över förekommande kvantitativa regler om det hämmar en optimal investeringsstrategi.

Yermo (2008) jämför hur styrning och investeringsverksamheten bedrivs i pensionsreservsfonder inom OECD och relaterar praxis mot OECD's riktlinjer. Han konstaterar att majoriteten av pensionsreservsfonderna inte omfattas av riktlinjer för investeringsverksamheten med undantag för Sverige, Japan, Irland och Sydkorea. De svenska lagstadgade placeringsrestriktionerna står ut som en relativt ovanlig företeelse och är inte förenliga med OECD's riktlinjer.

However, legislation in Sweden actually sets broad asset class limits and even a floor on fixed-income securities, a practice that is discouraged by OECD Guidelines on Pension Fund Management (Yermo 2008).

Yermo påpekar dock att restriktioner som reglerar andelar i enskilda emittenter eller bolag och liknande kan vara befogade men att restriktioner på tillgångsnivå bör vara styrelsens uppgift och en del av investeringspolicyn.

Argumentet får stöd av Severinson & Stewarts rapport för utredningens räkning (bilaga 4). De bedömer att nuvarande placeringsregler ligger långt ifrån både OECD's riktlinjer och internationell praxis. Deras rekommendation är att placeringsreglerna istället ska baseras på akksamhetsprincipen som är dominerade praxis för förvaltning av privat och publikt pensionskapital generellt.

10.2 Nuvarande placeringsregler

Första–Fjärde AP-fondernas placeringsregler bestäms i lagen 2000:192 om allmänna pensionsfonder (AP-fonder). De kan sammanfattas enligt:

- Minst 30 procent av kapitalet ska placeras i obligationer med låg kredit- och likviditetsrisk.
- Aktier och fordringsrätter ska vara upptagna till handel på reglerad marknad eller avses att bli inom ett år från emissionen (förbud mot direktinvesteringar)
- Högst 5 procent av tillgångarna får bestå av onoterade värdepapper, men endast i form av andelar i riskkapitalfonder (fastighetsaktier undantagna). Fonderna får heller inte vara komplementär i ett svenskt eller utländskt kommanditbolag.
- Fonderna får inte placera i råvaror, och inte heller i finansiella instrument med råvaror som underliggande tillgång.
- Högst 40 procent av fondkapitalet får vara utsatt för valutakursrisk.
- Högst 10 procent av fondkapitalet får vara exponerat mot enskild emittent (svenska staten undantagen).
- Marknadsvärdet av en fonds innehav av aktier i svenska aktiebolag som är upptagna till handel på reglerad marknad i Sverige får högst uppgå till 2 procent av det totala marknadsvärdet av sådana aktier.
- Röstetalet i ett enskilt bolag får högst uppgå till 10 procent (30 procent i onoterade riskkapitalföretag).
- Minst 10 procent av kapitalet ska förvaltas av extern förvaltare.

10.3 Utvärdering av nuvarande placeringsregler i relation till ändrade marknadsförutsättningar

Utredningens bedömning: Nuvarande placeringsregler motiverades av att säkerställa en politiskt oberoende förvaltning samt att begränsa risktagandet för buffertkapitalet. Placeringsreglerna grundar sig på de regelverk och finansiella modeller som var tongivande fram till slutet av 1990-talet. Utvecklingen av de finansiella marknaderna på 2000-talet har tvingat investerare att ifrågasätta sambandet mellan risk och avkastning för olika typer av tillgångar. Det som varit bra de senaste tio åren behöver inte alls förbli så. Det är därför olämpligt att sätta kvantitativa restriktioner som inte följer med den ekonomiska utvecklingen. Det innebär att nuvarande placeringsregler för AP-fonderna inte alltid uppfyller sitt riskbegränsande syfte.

Den bristande flexibiliteten har försvårat för fonderna att diversifiera riskerna och att använda moderna förvaltnings-tekniker vilket betyder att det finns portföljer som skulle kunna ge en bättre riskjusterad avkastning givet större frihetsgrader i förvaltningen. Utformningen av placeringsreglerna inspirerades av då rådande regelverk för privata pensionsbolag. Dessa regelverk är i dag ersatta av andra typer av riktlinjer vilket ytterligare styrker behovet av att även modernisera riktlinjerna för den framtida förvaltningen av buffertkapitalet.

I regeringens proposition till nuvarande placeringsregler framhölls vikten av att placeringsreglerna bör tillåta ett brett spektrum av tillgångsslag samt vara så flexibla som möjligt där generella krav på matchning mot åtagandesidan, riskspridning och lågt risktagande istället bör vara styrande (prop. 1999/2000:46 s. 70–72).

Som diskuteras närmare i kapitel 6 överlät regeringen till fonderna att uttolka lagens övergripande målformulering till konkreta mål för förvaltningen. Regeringens vägledning om lämplig risknivå för förvaltningen uttrycktes genom kvantitativa placeringsregler i lagen. Placeringsreglerna är i allt väsentligt inriktade mot placeringar i räntebärande tillgångar (främst stats- och bostadsobligationer), noterade aktier och fastigheter. Möjligheten till diversifiering mot andra tillgångsslag är begränsad.

Jämfört med flera internationella pensionsförvaltningar är AP-fonderna också mindre diversifierade, vilket exempelvis framgår i

regeringens utvärderingar. De pensionsfonder som har friare placeringsregler har en betydligt större andel alternativa investeringar än AP-fonderna, mellan 16 och 32 procent, jämfört med AP-fondernas 12 procent (McKinsey, 2012). Severinson & Stewart beskriver också AP-fondernas placeringsregler som mer restriktiva än andra reservfonders. De menar att restriktiva placeringsregleringar underminerar syftet med att ha fyra oberoende och konkurrerande buffertfonder då placeringsreglerna utgör restriktioner mot att konstruera diversifierade portföljer. Detta kan delvis vara en förklaring till att AP-fondernas portföljer är förhållandevis lika. Dock bör påpekas att restriktionerna inte har hindrat fonderna från möjligheten att avvika från varandra genom att variera proportionerna mellan aktier och räntor eller genom att t.ex. anta olika strategier för fastigheter.

Fler alternativa placeringsmöjligheter skulle öka förutsättningarna för att AP-fondernas portföljer skulle skilja sig åt sinsemellan. Detta betyder potentiellt färre överlappningar och större diversifiering mellan AP-fonderna vilket i sin tur reducerar risken i AP-fondsyste- met som helhet.

Nuvarande placeringsbegränsningar kan grovt delas in i två syften:

- Att begränsa riskerna för politiskt inflytande i svenskt näringsliv.
- Att via riskbegränsning främja förvaltningen av kapitalet

Placeringsreglerna för att begränsa riskerna för politiskt inflytande i svenskt näringsliv är en spegling av dåvarande politiska ståndpunkter och ideologiska debatt. De begränsningar som är motiverade med behovet att minska risken för maktkoncentration är:

- Begränsningen av röstandelen till 10 procent
- Värdet av vardera fondens aktieinnehav får inte överstiga 2 procent av det totala svenska börsvärdet.

Av de riskbegränsande placeringsrestriktionerna är det främst fyra som kan anses vara mest begränsande för AP-fondernas faktiska förvaltning:

- 30 procent räntor hindrar fonderna att diversifiera till placeringar med bättre avkastningspotential än räntor och bättre risk- egenskaper än aktier.

- Max 5 procent i onoterade tillgångar hindrar relevant diversifiering.
- Direktinvesteringsregeln hindrar investeringar i vissa typer av onoterade tillgångar vilket kan begränsa vissa möjligheter, exempelvis saminvesteringar med riskkapitalfonder.
- Förbud mot råvaror minskar såväl avkastningspotential som riskreducering i portföljen

Ur ett portföljperspektiv kan det ifrågasättas om nuvarande placeringsregler gynnar förvaltningen till förmån för pensionsystemet. Under de senaste åren har regeln om minst 30 procent räntor gynnat förvaltningen då sjunkande räntenivåer har bidragit till en hög ränteavkastning samtidigt som aktieavkastningen har varit volatil.

Det som varit bra de senaste tio åren behöver dock inte förbli så. I dagens investeringsmiljö kan det finnas behov av att diversifiera bort från aktier och räntor vilket begränsas av regelverket.

Räntepapper som uppfyller kraven på låg kredit- och likviditetsrisk antas under normala marknadsförhållanden ha en lägre avkastning än AP-fondernas avkastningsmål och kompletteras därför med tillgångar med högre risk och förväntad avkastning. Till följd av dagens låga räntenivåer sjunker den totala förväntade avkastningen på portföljen. Minsta andelen räntor är given och för att upprätthålla portföljens avkastning krävs därför en ökad risknivå i resten av portföljen. Resultatet blir polariserade portföljer med, å ena sidan, tillgångar med lägre risk och, å andra sidan, tillgångar med högre risk.

Ökade möjligheter till diversifiering till alternativa tillgångsslag som onoterade tillgångar (exempelvis private equity och infrastruktur) och råvaror skulle potentiellt öka möjligheten för AP-fonderna att uppnå en bättre riskjusterad avkastning.

Enligt Pensionsmyndighetens beräkningar förväntas AP-fonderna i cirka trettio år framöver vara nettoutbetalare till pensionsystemet, dvs. pensionsutbetalningarna förväntas överstiga avgiftsintäkterna. Det finns därför anledning att undersöka alternativa investeringsmöjligheter. I följande avsnitt diskuteras de huvudsakliga motiven för placeringsreglerna i förarbetena och argument som talar för eller emot att behålla dessa.

10.3.1 Minst 30 procent i räntebärande

- *Minst 30 procent räntor.* En ”väl” avvägd riskbegränsning för fonderna

Kravet på att 30 procent av portföljen ska placeras i räntebärande tillgångar med låg kredit- och likviditetsrisk är sannolikt en regel som främst är ämnad att minska risken för AP-fondernas förvaltning. Det är också den regel som nuvarande AP-fonder anser vara mest begränsande för att uppnå de egna uppställda förvaltningsmålen.

I förarbetena framkommer att nivån 30 procent inte var självklar och att även en övre gräns diskuterades (prop. 1999/2000:46 s. 89 f.). Vad som i förarbetena definieras som ”låg risk” är att emittenten ska ha en hög officiell rating, såsom svensk eller utländsk stat, kommuner eller liknande. Även företag med hög rating hör till kategorin ”säker”. Även om man i propositionen anger att valet av specifika tillgångar bör avvägas i placeringspolicyn, diskuteras möjligheten att använda sig av de stora ratingfirmornas klassificering av ”investment grade”. Vad som ska definieras som en ”säker” investering kan dock ifrågasättas. Statsobligationer definieras oftast som en mycket säker investering och att länder ställer in betalningar förknippas vanligtvis med tillväxtländer. Dagens situation i flera europeiska länder är dock en påminnelse om behovet att ständigt ifrågasätta vedertagna samband vad gäller risk.

Avkastningen på räntebärande tillgångar med låg risk har över tid en förväntad avkastning som är lägre än AP-fondernas avkastningsmål. Därmed måste ränteportföljen kompenseras med investeringar i tillgångar med hög förväntad avkastning och risk för att säkerställa att portföljen som helhet har tillräckligt hög förväntad avkastning. Det tillgångsslag som har högst förväntad avkastning är typiskt sett aktier. Detta resulterar i en tydlig polaritet i portföljen, då den kommer att domineras av, å ena sidan, räntor med låg risk och, å andra sidan, aktier med hög risk. Det finns ett begränsat utrymme för tillgångar som ger en ”medelhög” avkastning till medelhög risk eftersom detta betyder att avkastningsmålet då inte uppnås.

Regeln om 30 procent räntor har sedan fondernas etablering bidragit positivt till fondernas avkastning då räntenivåerna generellt har sjunkit. Den förväntade avkastningen på räntebärande till-

gångar med låg risk är för närvarande betydligt lägre än vad som anses normalt, till följd av de historiskt sett låga globala räntenivåerna. Dessa låga räntenivåer sammanfaller med en period då pensionssystemet är under påfrestning och känsligt för stora (negativa) variationer i avkastning. I denna situation, när en stabil förväntad avkastning behövs som mest kan snarare 30-procentsregeln försvåra sammansättningen av en väl diversifierad portfölj.

Genom mer flexibla placeringsregler skulle portföljens tillgångsfördelning bättre kunna anpassas till rådande förväntningar på olika tillgångar och öka graden av diversifiering.

10.3.2 Fem procent i onoterade tillgångar och förbud mot direktinvesteringar

- *Max 5 procent i onoterade tillgångar. Investeringar får inte ske direkt utan enbart via fonder eller riskkapitalbolag (inga direktinvesteringar). Fonderna får heller inte vara komplementär i ett svenskt eller utländskt kommanditbolag.*

Initialt var tanken att Första till Fjärde AP-fonderna enbart skulle få investera i noterade tillgångar (prop. 1999/2000:46 s. 85 f.) Mandatet att investera i onoterade aktier fanns redan hos Sjätte AP-fonden. Vissa remissinstanser påpekade dock möjligheterna för en långsiktig investerare som buffertfonderna att erhålla likviditetspremier från onoterade tillgångar. Därför tillkom regeln om att tillåta 5 procent av portföljen att investeras i onoterat. Varför just gränsen på 5 procent sattes framgår inte utan angavs vara en lämplig avvägning. Kravet är dock att investeringar endast ska ske genom riskkapitalbolag eller fonder. AP-fonderna får heller inte vara komplementärer i kommanditbolag vilket grovt kan beskrivas som att de inte själva kan starta en riskkapital- eller infrastrukturfond som de själva är huvudman i.

Kvantitativ begränsning försvårar effektiv diversifiering av portföljen

Som långsiktig investerare är en av AP-fondernas komparativa fördelar avsaknaden av risken för att hela eller stora delar av portföljen ska behöva avyttras på en kort tid. Därmed kan fonderna exponera sig mot likviditetsrisk i syfte erhålla en förväntad premie för detta.

Likviditetspremie, som är den premie en investerare kräver för att binda kapitalet i en mindre likvid tillgång jämfört med noterade tillgångar, kan t.ex. erhållas genom investeringar i onoterade tillgångar. Dessa onoterade tillgångar erbjuder dessutom diversifiering jämfört med traditionella portföljinslag såsom marknadsnoterade aktier och obligationer.

Onoterade tillgångar kan bidra till att förbättra portföljens egenskaper i termer av risk och avkastning. Nuvarande regel är mycket svår att upprätthålla då kvantitativa regler i mindre likvida tillgångar kräver ett stort avstånd till limiten och därmed leder till att andelen onoterat (exklusive fastigheter) i portföljen blir låg.

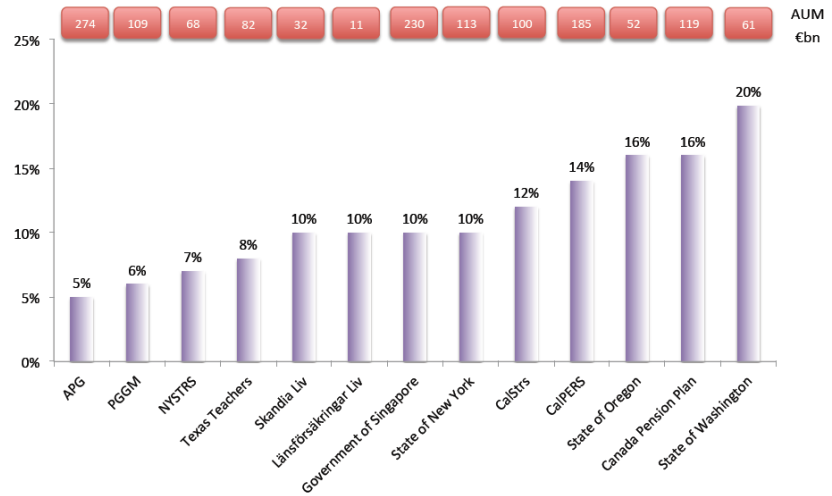
Om portföljandelen ligger nära gränsen på 5 procent kan ett kraftigt börsfall som sänker värdet på de noterade tillgångarna medföra att andelen onoterat i portföljen ökar relativt sett. Konsekvensen kan då bli ett överskridande av femprocentsregeln. Det i sin tur begränsar även planerade nyinvesteringar vilket påverkar portföljens förfallostruktur. Dessutom finns det risk att förtroendet för fonden som investerare påverkas negativt då man enligt gängse avtal med riskkapitalfonder förbinder sig till att investera en viss summa kapital, något som man inte kan uppfylla.

Betydelsen av att få investera med de bästa förvaltarna är avgörande för avkastningen vilket kräver både egen kompetens men också förtroende hos riskkapitalförvaltarna, en uppgift som försvåras vid en strikt begränsning.

Slutligen kan konstateras att riskkapitalinvesteringar har blivit en etablerat tillgångsslag att investera i för att diversifiera riskerna. I Diagram 10.2 illustreras den andel av portföljen som riskkapitalinvesteringar ska utgöra i den långsiktiga portföljen (målallokeringen) för ett urval av pensions- och pensionsreservsfonder. Flera av de utländska fonderna har en relativt stor andel riskkapital i sina portföljer

Diagram 10.2 Målallokeringar i riskkapital* för ett urval av pensions-och pensionsreservsfonder

Procent av total portfölj



Not. AUM avser förvaltad kapital i miljarder USD. *Avser främst företag i den mogna fasen.

Källa. Stefansson 2011.

Strikta gränser och kategoriseringar ger utrymme för godtycke

En marknadsnoterad tillgång klassificeras av att den noteras och handlas på en publik handelsplats. Kategorin onoterat skulle därför kunna kategoriseras som alla andra typer av tillgångar. I dagsläget är vanligt förekommande tillgångsslag riskkapital, fastigheter och infrastruktur. Om tio år kan intresset för andra onoterade tillgångsslag ha utvecklats.

En kategorisering och reglering av onoterade investeringar baserad på dagens kunskaper kan i framtiden visa sig vara inaktuell allteftersom nya möjligheter utvecklar sig. Det också svårt att motivera varför just ett enskilt tillgångsslag ska undantas begränsningsregeln. Det riskerar att leda till strategier och beslut som syftar till att passa in i regelverket snarare än att gynna portfölj-avkastningen. Ett exempel på detta för AP-fondernas del är den ibland hårfina gränsen mellan definitionen av fastigheter jämfört med infrastruktur.

Fastigheter är just ett område där AP-fonderna redan i dag har stora frihetsgrader för att investera i. Där har man satsat på att bygga upp kompetens, hitta samarbetspartners och intressanta investeringsprojekt.

Infrastruktur liknar i vissa avseenden fastighetsinvesteringar. Förutom att investeringarna rent fysiskt kan vara mycket lika fastigheter är värdeskapandet och kassaflödesprofilen liknande. Infrastruktur är en investeringsmöjlighet som blir alltmer tillgänglig för investerare såsom AP-fonderna i takt med att sådana investeringar i större grad läggs utanför de nationella statsbudgeterna och privata aktörer bjuds in. För närvarande sorterar infrastrukturinvesteringar, till skillnad från traditionella fastighetsinvesteringar, in under onoterade tillgångar och omfattas därmed av den lagstadgade limiten för onoterade tillgångar.

10.3.3 Förbud mot direktägande

- *Krav på marknadsnotering.*

Direktinvesteringar i riskkapital och infrastruktur kräver ofta kompetens och resurser som ofta saknas i en pensionsfond vilket naturligt gör att fondalternativet är attraktivt, men en riskkapital- eller infrastrukturfond är samtidigt en dyr och i viss mån oflexibel investering och att som i dag förbjuda fonderna alternativa möjligheter till investeringar rimmar illa med uppdraget att vara till nytta för framtida pensionärer.

Det främsta argumentet i förarbetena var att kravet på marknadsnotering underlättar portföljförändringar och säkerställer fondernas betalningsberedskap (prop. 1999/2000:46 s. 85 f.). Det underlättar också utvärdering och jämförbarhet av fonderna vilket enligt argumenten skulle leda till bättre beslutsunderlag och en effektivare förvaltning. Enligt lagen är direktägande av onoterade tillgångar annat än av administrativa skäl inte tillåtet, all investering måste ske via fonder eller via riskkapitalbolag. Därmed har fonderna gått miste om potentiella investeringar genom samarbete med liknande aktörer eller via saminvesteringar med exempelvis riskkapitalfonder. Denna typ av samarbete eller saminvesteringar är generellt ett mer kostnadseffektivt sätt att investera i dessa typer av tillgångar.

För investeringar som har en tydlig livscykel och där den största delen av vinsten kommer vid en försäljning kan fondinvesteringar vara ett bra investeringsalternativ. Detta gäller t.ex. investeringar i onoterade aktier via ett riskkapitalbolag då investeringen avslutas med att tillgångarna säljs vidare, exempelvis via en börsintroduktion, och försäljningsintäkterna återbetalas till investerarna.

Om värdet på investeringen är kontinuerligt och inte knutet till en försäljning för att kunna realiserats kan direktinvestering på egen hand eller tillsammans med andra institutionella investerare vara att föredra. Detta gäller t.ex. vissa infrastrukturprojekt som ska driva under en väldigt lång tid framåt, exempelvis ett vattenkraftverk.

Detta beror bland annat på att en fondinvestering, där förvaltningsbolaget får en del av ersättningen efter att tillgångarna realiserats, inte är önskvärd utan den underliggande verksamheten bör fortsätta att drivas på samma sätt som när projektet startades. Dessutom kan en fondinvestering bli onödigt dyr för AP-fonderna eftersom förvaltningsuppdraget efter den initiala investeringen blir relativt okomplicerat. Vid många investeringar i onoterade tillgångar förekommer det förvaltningsavtal som innebär att förvaltaren och investeraren inte har samma incitament till att sköta förvaltningen på bästa sätt. När det visar sig svårt för den institutionella placeraren och förvaltaren att komma överens om lämpliga villkor för förvaltningsavgifter och risktagande, är det betydelsefullt att placeraren har stor frihet att bestämma förvaltningsform.

För att investera i infrastruktur tvingas AP-fonderna att investera via fonder som ofta är dyra med hög belåning. Som en ytterligare paradox kan investerare i fonden ibland få köpa loss vissa av de underliggande projekten vilket kan vara en attraktiv investering för fonden i form av ett relativt säkert kassaflöde under en lång period framåt. Nuvarande regelverk tillåter AP-fonderna att enbart investera i fonden, inte i underliggande projekt.

En annan investeringsform som i dag inte är tillåten är direktlån, dvs. direkta placeringar i icke-marknadsnoterade räntebärande tillgångar. Som alternativ till noterade aktier och obligationer kan direktlån ge en likviditetspremie och bidra till diversifiering genom en generellt lägre risknivå än aktier och en generellt högre avkastning än noterade räntebärande instrument.

Det finns skäl till varför förvaltare av buffertkapitalet inte bör direktägga vissa typer av tillgångar. Framförallt för att en sådan investeringsstrategi kräver en annan kompetens än vad som typiskt finns i en kapitalförvaltningsorganisation. Svårigheten att lyckas med

direktinvesteringar får också stöd i utvärderingen av Sjätte AP-fondens verksamhet i kapitel 13. Utredningen anser generellt att önskad exponering mot onoterade tillgångar bäst uppnås via specialiserade fonder. Däremot kan det finnas anledning att tillåta saminvesteringar med dessa fonder eller samarbeten med liknande institutioner för att uppnå en högre grad av kostnadseffektivitet.

Utredningen bedömer att sådana beslut i grunden bör vara en del av investeringsstrategin och bedömas utifrån rationella risk-avkastnings kriterier.

10.3.4 Förbud mot råvaror

- *Första–Fjärde AP-fonderna får inte placera fondmedlen i optioner, terminer eller andra likartade finansiella instrument med råvaror som underliggande tillgång.*

I propositionen 1999/2000:46(s. 85, 86) anges att råvaror som investering skulle kunna motiveras genom att de kan bidra till en lägre risknivå i portföljen. Argumenten mot att tillåta råvaror vägde dock tyngre och kan sammanfattas som:

- De är inte finansiella kontrakt som utges på kapitalmarknaden
- De kräver särskild kompetens
- Buffertfonder i det sociala trygghetssystemet bör ha relativt konservativa placeringsregler
- De ingår i princip inte i traditionell förvaltning av pensionskapital och förekommer knappast i andra pensionsförvaltares portföljer

Samtliga argument som motiverade ett råvaruförbud för tio år sedan har i dag förlorat sin relevans. Exponering mot råvaror behöver inte göras genom direktinvesteringar i fysiska råvaror, utan kan göras indirekt via finansiella instrument. I dag finns en mängd instrument för att handla råvaror i och som komplement till dessa har råvarubaserade börsnoterade fonder så kallade Exchange Traded Funds (ETF), ökat markant de senaste åren. I likhet med alla investeringar i noterade tillgångar krävs en viss kompetens som dock inte motiverar ett förbud. Råvaror kan bidra till portföljen genom att bidra med inflationskydd och riskdiversifiering vilket är positivt för portföljens totala risk-avkastningsprofil. Detta innebär

att, till skillnad mot vad som framfördes i förarbetena till AP-fondslagen, råvaror numera är ett vanligt diversifierande inslag i internationella pensionsfonders portföljer. Råvaror är också vanlig komponent i strategier hos potentiella externa förvaltare. När råvaror helt ska exkluderas kan det begränsa urvalet av externa förvaltare, alternativt implicerar högre kostnader till följd av speciellt anpassade lösningar för AP-fonderna.

10.3.5 Begränsningar mot svensk exponering

- *Marknadsvärdet av en fonds innehav av svenska noterade aktier får vara max 2 procent.*
- *Röstetalet i ett enskilt bolag får högst uppgå till 10 procent (30 procent i onoterade riskkapitalföretag).*

Hotet av politisk påverkan och maktutövande av en dominant marknadsaktör var en viktig anledning till beslutet om fyra fonder och begränsningen om att vardera fonden får äga svenska aktier till ett värde som inte överstiger 2 procent av det totala svenska börsvärdet (prop. 1999/2000:46 s. 96 f.). Därtill begränsades också fondernas röstandel i ett enskilt bolag till 10 procent. Ingen av fonderna upplever regeln om 2 procent som ett problem, däremot har nämnts att röstandelsbegränsningen skulle kunna upplevas som hindrande.

Två procent av börsvärdet ingen faktisk begränsning

Även om buffertkapitalet endast utgör dryga 10 procent av det totala pensionssystemets tillgångar är det ett betydande kapital i absoluta termer. I dagsläget utgör Första-Fjärde samt sju AP-fonden drygt en fjärdedel av svenska bruttonationalprodukten (OECD, 2011). Den andelen är större än för genomsnittet i OECD och i paritet med Korea och Irland. Buffertkapitalet står inför en period av utflöde så dess storlek förväntas dock minska de närmaste trettio åren.

Som redovisas i kapitel 8 så motsvarar de gemensamma investeringarna för Första-Fjärde AP-fonderna cirka 1,7 procent av det totala börsvärdet (Sveriges Riksbank, 2011). Det är betydligt mindre än nuvarande restriktion om totalt 8 procent, 2 procent för

var och en av fonderna. Som ägare på börsen är var och en av fonderna bland de 20 största. Gemensamt hamnar Första till Fjärde AP-fonderna på tredje plats efter Stefan Persson med familj och Robur.

Som en del av ett globalt aktieindex som MSCI World utgör Sverige knappt 1 procent och kategoriseras internationellt som en tillväxtmarknad då avkastningen på den svenska börsen är betydligt mer volatil än för de större börserna som exempelvis de amerikanska, brittiska och tyska. Relativt ett globalt aktieindex har AP-fonderna tidigare haft en stor övervikt i Sverige med en aktie-exponering på drygt 30 procent. En andel som gradvis har minskats till dagens svenska aktieandel på mellan 12–18 procent. En viss bias mot det egna landets börs är vanligt bland institutionella förvaltare och motiveras ofta med att det är där organisationen har sin expertis. Andra förvaltare resonerar tvärtom, att en utländsk exponering är ett sätt att diversifiera bort en del av den inhemska risken som exempelvis arbetslöshet eller dålig BNP-tillväxt vilket skulle vara ett högst relevant argument för en pensionsreservsfond. Bland andra svenska aktörer är den svenska exponeringen blandad

Kvantitativa regler riskerar att bidra till en suboptimal portfölj och beslutet om svensk exponering bör baseras på en strikt risk-avkastningsanalys. Även om dessa placeringsrestriktioner inte skulle finnas är det *högst osannolikt* att denna analys skulle förespråka en sådan övervikt i svenska aktier att en diskussion om maktutövande skulle vara aktuellt.

Begränsning om röstandelen en mer relevant fråga

Buffertkapitalet är av betydande storlek relativt värdet på den svenska börsen. Naturligt kommer de största ägarna att bäst kunna påverka de enskilda företagen. Som förvaltare av allmänhetens pensioner bör det dock finnas ett intresse att AP-fonderna kan utnyttja sin rösträtt för att agera som en förebild som aktiv ägare när det kommer till ansvarsfulla och hållbara investeringar för att det på längre sikt kommer att gynna pensionskapitalets tillväxt. Detta gäller för både svenska och utländska investeringar. En möjlig väg skulle vara att endast tillåta svensk exponering via investering i indexfonder eller att göra som i sjunde AP-fonden tillåta ägande men inte tillåta röstning vid bolagsstämmor. Inget av

dessa alternativ är förenligt med ett aktivt ägande och därför inget alternativ för den framtida förvaltningen av buffertkapitalet.

Regler om maximal exponering mot svenska tillgångar och röstandelsbegränsning skulle inte direkt strida mot OECD's riktlinjer. Problemet blir i stället: –vem ska bedöma vilken procentsats som är lämplig? Och följdfrågan blir, kommer denna procentsats alltid att vara den lämpliga?

Alternativet att inte ha dessa regler kräver tydlighet kring buffertkapitalets uppdrag och övergripande mål samt en tydlig ansvarsfördelning mellan kapitalägare och kapitalförvaltare för att säkerställa att förvaltningsorganisationen inte tar annan hänsyn än risk och avkastning. Om detta villkor är uppfyllt så borde en växande och alltmer globaliserad marknad göra frågan om svensk maktkoncentration till en fråga av mindre betydelse.

För att upprätthålla allmänhetens förtroende och säkerställa buffertkapitalets legitimitet och politiska oberoende kan det dock ändå finnas skäl för att behålla röstandelsbegränsningen.

10.3.6 Övriga begränsningar

- *Högst 40 procent av fondkapitalet får vara utsatt för valutakursrisk. Ansågs som en generös regel jämfört med dåvarande valutariskbegränsning som gällde för försäkringsbolag. Eventuell problematik på valutamarknaden av fondflöden ansåg endast vara ett övergångsproblem som adresserades via en övergångsregel.*
- *Högst 10 procent av fondkapitalet får vara exponerat mot enskild emittent (svenska staten undantagen). Argumentet för regeln är att motsvarande regel då gällde för försäkringsbolag och värdepappersfonder med syfte att begränsa riskerna för spararna.*
- *Minst 10 procent av kapitalet ska förvaltas av extern förvaltare. Motiverades som ett sätt att få tillgång till extern kompetens.*

De första två reglerna ovan hade syftet att begränsa risken för kapitalet. Ingen av dessa har utgjort en faktisk begränsning för AP-fonderna men fyller heller inget syfte att regleras via lag. Dessa frågor hanteras bäst av kapitalförvaltningens styrelse och baseras på en risk-avkastningsanalys.

Kravet på att tio procent ska förvaltas av externa förvaltare motiverades med att de nya friare placeringsreglerna skulle kräva en bredare förvaltningskompetens. Det ansåg inte vara kostnads-

effektivt att varje AP-fond skulle ha en egen kompetens för alla investeringsområden (prop. 1999/2000:46 s. 111). Ingen organisation är bäst på allt vilket mycket väl kan motivera att man anlitar externa förvaltare. I dag är det också mer regel än undantag att mandat fördelas t.ex. på olika investmentbanker för att ta del av deras analys. Ett tredje skäl till att förvalta en del kapital externt är att skapa ett benchmark internt för den egna förvaltningen för att se hur väl man lyckas. Utredningens bedömning är att detta i grunden bör vara en fråga för förvaltningsorganisationen, styrelse eller ledning.

10.4 Onoterade tillgångar och dess roll i pensionsreservförvaltning

Utredningens bedömning: Onoterade tillgångar har blivit ett vanligare inslag i institutionella förvaltares portföljer. Avkastningen på framförallt riskkapitalinvesteringar under 90-talet och 2000-talet har varit hög och därmed gynnat de investerare som både var tidigt ute och som lyckades med sitt förvaltarurval. Första–Fjärde AP-fonderna har med 5-procentsregeln begränsade möjligheter att investera i onoterade tillgångar som potentiellt kan diversifiera portföljens egenskaper och öka den riskjusterade avkastningen. En del av den potentiellt höga avkastningen beror på en relativt stor spridningen mellan lyckade och mindre lyckade investeringar och ställer därmed ökade krav på investeringsorganisationen. En ökad exponering mot onoterade tillgångsslag förutsätter därför en professionell organisation med rätt kompetens.

Onoterade tillgångar definieras här som icke-marknadsnoterade och innefattar alla tillgångar som inte handlas på en officiell marknadsplats t.ex. riskkapital (private equity), infrastruktur och fastigheter men också andra tillgångar som exempelvis direktlån.

Onoterade tillgångar klassificeras ibland som alternativa tillgångar där även kategorin hedgefonder ingår. Hedgefonder är dock ingen egen tillgångsklass utan en investeringsstrategi med fokus på absolutavkastning. Hedgefonder klassificeras utifrån de underliggande tillgångar som ingår i strategin. AP-fondernas hedge-

fondinvesteringar utgörs i huvudsak av fonder som investerar i olika typer av noterade tillgångar.

En av de mest begränsande placeringsreglerna enligt AP-fonderna själva är 5 procentsregeln som hindrar investeringar i framför allt riskkapital och infrastruktur. I detta kapitel diskuteras för- och nackdelar med att tillåta en ökad andel av dessa tillgångsslag för framtida förvaltning av buffertkapitalet och vilka krav som ställs för att lyckas med detta.

Fastigheter berörs inte i detta kapitel eftersom dessa i dag inte är belagda med restriktioner för AP-fonderna

10.4.1 Riskkapital (Private Equity)

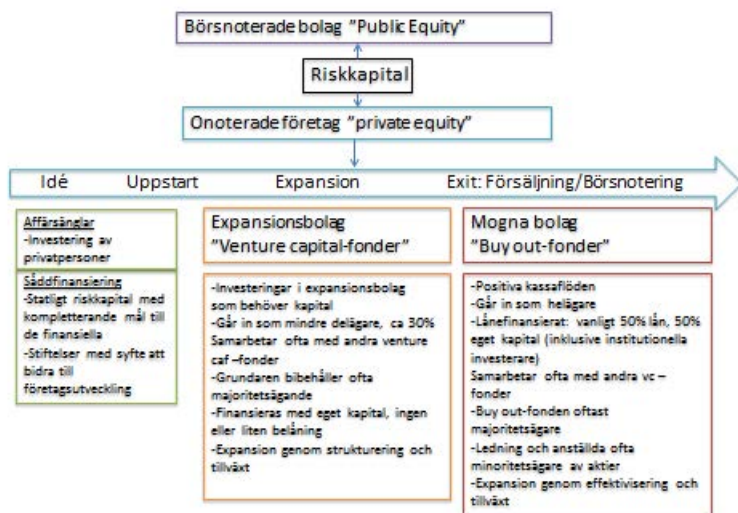
All aktieinvestering kan definieras som riskkapital vilket kan ske på noterade marknadsplatser eller utanför. Med tiden har innebörden av termen riskkapital kommit att förskjutas. På svenska används numera begreppet riskkapital synonymt med investeringar i privata onoterade företag s.k. private Equity.

Riskkapitalföretag kan grovt delas in i tre olika ägarkategorier; koncernägda, statliga och privata. Koncernägda kan vara dotterbolag i exempelvis banker eller industriella företag. Statliga riskkapitalbolag som exempelvis Almi och Industrifonden ägnar sig mestadels åt ”såddfinansiering”, dvs. investerar i företag i tidig uppstartsfas, ofta redan på idéstadiet (se Diagram 10.3). Dessa statliga riskkapitalbolag har generellt kompletterande mål till de rent finansiella. Privata riskkapitalbolag tar in medinvesterare, typiskt sett institutionella investerare – såsom pensionsfonder. De präglas av höga krav på finansiell avkastning och är de aktörer som främst förknippas med begreppet riskkapitalbolag. För buffertkapitalets förvaltning är det endast den privata riskkapitalmarknaden med finansiella mål som är relevant och ska inte förväxlas med statlig riskkapitalfinansieringen.

Den privata riskkapitalmarknaden delas vanligtvis upp i två huvudsakliga kategorier som illustreras i Diagram 10.3. Investeringar i expansionsföretag som befinner sig i tidigare faser av livscykeln (venture capital) samt investeringar i mogna bolag som ofta befinner sig i en situation av utköp (buyout). I båda fallen avses investeringarna vara tidsbegränsade med tydliga mål för vid vilken tidpunkt och på vilket sätt portföljbolagen ska avyttras. Eftersom onoterade aktier inte kan marknadsvärderas entydigt realiserar investeringarnas fulla

värde först när de avvecklas genom börsnotering eller försäljning till industriella köpare (exit). Av den totala riskkapitalmarknaden utgör buyout cirka 80 procent (Stefansson, 2012)

Diagram 10.3 Olika kategorier av riskkapitalinvesteringar



Källa: Modifierad från Strömberg (2012).

10.4.1.1 Att investera i riskkapital

Privata riskkapitalfonder har ofta formen av svenska kommanditbolag eller utländska limited partnerships (LP). Vanligtvis sätter svenska riskkapitalbolag upp sådana limited partnerships eller fonder i länder utanför Sverige.⁵ Fondinvesteraren betraktas som andelsägare i förhållande till insatt kapital och beskattning av utdelningar och kapitalvinster sker hos investerarna.

Idén bakom riskkapitalfondernas investeringar är att det inte begränsas till en kapitalinsats utan de bidrar med ett aktivt ägar-engagemang i fondens olika innehav, t.ex. genom representation i företagets styrelser. Ett och samma förvaltningsbolag förvaltar ofta flera fonder. Delägarna i förvaltningsbolaget förväntas själva investera i de riskkapitalfonder som de förvaltar. Fondernas inve-

⁵ Detta förfarande har kritiserats då fonderna undgår att betala svensk skatt på vinsten.

steringar är som regel tidsbegränsade med en investeringshorisont på mellan fem och tio år, varefter innehaven avyttras.

Man skiljer i dessa sammanhang mellan utfäst och investerat kapital. Utfäst kapital är det kapital som institutionella placerare ställt till riskkapitalfondernas förfogande, medan investerat kapital är den del av det utfästa kapitalet som faktiskt investerats i onoterade företag. När en fond bildas ges ett antal investerare möjlighet att under en begränsad tidsperiod teckna sig för ett visst kapitalbelopp. Det kapital som utfästs av investerarna överförs successivt till riskkapitalfonderna i takt med att investeringar görs. Fonden vill inte förvalta likviditet som påverkar avkastningen negativt. Utfäst kapital som ännu inte investerats förvaltas hos de institutionella investerarna, likaså kapital från realiserade vinster som inte återinvesterats.

För en institutionell förvaltare finns det traditionellt sett tre vägar till att investera i privat riskkapital. Förutom ovan nämnda fondinvestering finns det även private equity fond-i-fonder vars affärsidé är att välja ut bra riskkapitalfonder i en fondstruktur. Motsvarande förekommer även på den noterade marknaden och attraherar ofta mindre investerare som inte har tillräckligt mycket kapital eller personalresurser för att kunna analysera och investera med flera förvaltare. En fördel med fond-i-fond är att det ger diversifiering av förvaltare utan stora krav på resurser och kapital, en nackdel med dessa är att det är dyrt då de skär emellan en avgift för analys- och urvalsarbetet av förvaltarna. Ett tredje alternativ är att investera direkt i aktier i privata bolag med kapitalbehov. Detta kräver dock kompetens i företagsledning, branschkunskaper och ett stort engagemang. För att inte få alltför stor företagsspecifik risk krävs dessutom investeringar i många bolag vilket då blir mycket resurskrävande. Flertalet institutionella förvaltare saknar resurser för detta varför private equity-fonder har blivit ett attraktivt alternativ för att uppnå den potentiella avkastning som finns i onoterade aktier.

Utöver dessa tre alternativ har det också blivit alltmer vanligt med två ytterligare alternativ, att köpa fondandelar på andrahandsmarknaden eller fondandelar i börsnoterade riskkapitalfonder. Andrahandsmarknaden utgörs av investerare som tecknat sig för en fond som av olika skäl vill avyttra sitt innehav. Att köpa fondandelar i börsnoterade fonder liknar fond-i-fond alternativet. En fördel är en bättre likviditet men samtidigt är potentialen för över-

avkastning mindre då likviditetspremien är lägre än för onoterade fonder.

10.4.1.2 Avkastningspotential

Det finns akademiskt stöd för överavkastningspotential i private equity-investeringar både internationellt och nordiskt. Grovt kan överavkastningen härledas till två faktorer; likviditetspremie och förvaltarval. Likviditetspremien⁶ avser i detta fall den avkastning som krävs som kompensation för att binda upp kapitalet under 7–10 år jämfört med att investera på börsen med daglig likviditet. Därtill kommer en potentiell överavkastning relativt noterade aktier som speglar att risken är högre i underliggande företag som generellt inte har uppnått den etableringsgrad som noterade företag har.

Per Strömberg, professor i finansiell ekonomi med fokus på riskkapital har sammanställt studier på historisk överavkastning för buyout respektive venture cap investeringar jämfört med motsvarande börsindex under 80-talet, 90-talet och 2000-talet. Han finner att för buyout är resultatet entydigt positivt jämfört med börsen. För venture cap är resultatet mer varierat och mindre positivt.⁷

Svenska riskkapitalföreningen SVCA, har studerat Nordisk buy out för perioden 1993–2011 och finner *hög och stabil* nettoavkastning på 18 procent (bruttoavkastning IRR⁸ på 20–40 procent). Överavkastningen relaterat till jämförbara investeringar i börsindex motsvarar 10–12 procentenheter netto (20–30 procentenheter brutto)

Stefansson (2012) studerar de största nordiska buy out-fonderna och finner en *hög men volatil* nettoavkastning på 5–30 procents IRR (10–40 procents IRR brutto). Överavkastningen

⁶ Rent allmänt är begreppet likviditetspremie grundläggande för all finansiell teori och utgår från att en individ föredrar likviditet. Individen föredrar pengar i dag och för att vara indifferent mellan valet av likviditet eller att låsa upp kapitalet för framtiden genom en placering i exempelvis en obligation krävs en viss premie eller avkastning.

⁷ Måttet på överavkastning som användes var public market equivalent, PME. Om $PME > 1$ är private equity investeringen bättre än marknadsindex. Studierna Strömberg refererar till är Robinson and Sensoy (2011), Harris, Jenkinson and Kaplan (2011) och Prerequin (xxx).

⁸ Genom internräntan mäts investeringens årliga förräntning (avkastning). Räntan för varje enskilt år läggs till totalt investerat kapital och utgör basen för ränteberäkningen nästföljande år. IRR är engelskans förkortning av Internal Rate of Return.

relaterat till jämförbara investeringar i borsindex är hög men volatil med 5–25 procentenheter netto och 10–40 procentenheter brutto.

Nyckeln till avkastning är riskkapitalbolagens förvaltarteam som för att lyckas måste vara erfarna, kompetenta och professionella. De har vanligtvis satsat eget kapital vilket innebär att det finns en stark intressegemenskap med övriga investerare att göra vinst. Fonderna har fokus på absolutavkastning vilket kan vara attraktivt för institutionella förvaltare och bidra till diversifiering i portföljen.

En betydande del av den förväntade överavkastningen är förknippad med en likviditetspremie, dvs. den extra avkastning som investeraren kan kräva för att låsa upp sitt kapital under en längre period. Det innebär att denna typ av investering lämpar sig för investerare med lång placeringshorisont med en relativt sett lägre alternativkostnad för likviditet. För en investerare med kort placeringshorisont och höga krav på likviditet kan kostnaden för att låsa upp kapitalet under den period som krävs att överstiga den förväntade avkastning som en private equity-investering kan ge.

10.4.1.3 Förvaltarval och organisation avgörande för avkastning

Den historiskt goda genomsnittsavkastningen för private equity-fonder kännetecknas av en stor variation kring genomsnittet. Det innebär en stor skillnad mellan de bästa och sämsta förvaltarna.⁹ Resultaten kännetecknas också av hög persistens, dvs. att de bästa förvaltarna upprepar sin bedrift och lanserar fonder som har högst avkastning år efter år. För en investerare är därför nyckelfaktorn att kunna göra ett bra förvaltarurval. På grund av denna persistens så har de etablerat duktiga förvaltarna ett överskott av villiga investerare och har stor frihet att välja investerare till sina fonder. De söker investerare med en viss kritisk massa i kapital som de har förtroende för med avseende på kompetens, engagemang och kontinuitet för en långsiktig relation. De stora amerikanska universitetens stiftelser är typiska exempel på ansedda riskkapitalinvesterare som dessutom var tidigt ute med att inkludera riskkapital i sina portföljer. Av pensionsfonder och pensionsreservfonder med gott rykte som riskkapitalinvesterare framhålls ofta kanadensiska CPPIB och Ontario Teachers samt danska ATP som goda exempel för att nämna några.

⁹ För noterade aktier anses det svårt att förutsäga de bästa förvaltarna baserat på historisk prestation, ena året är en förvaltare sämre än genomsnittet, nästa år bättre.

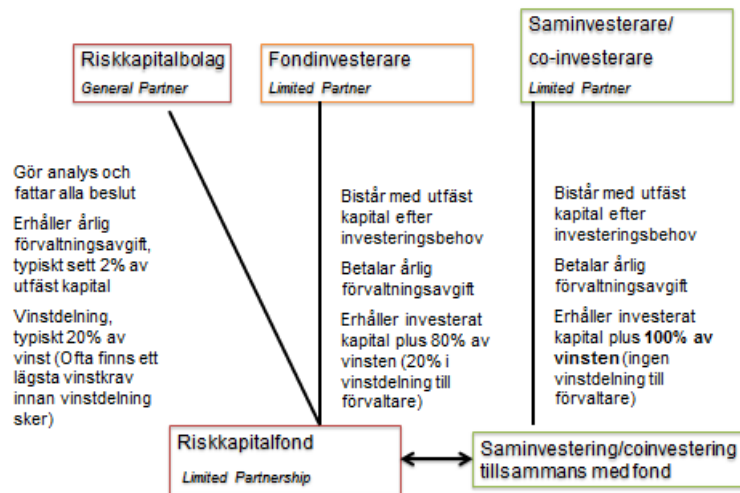
En gemensam nämnare för deras förvaltningsorganisationer är just den långsiktiga relation de byggt upp med olika riskkapitalbolag och som förutsätter en professionell organisation.

Vikten av förvaltarval och en professionell förvaltningsorganisation stöds bland annat av en studie baserad på 838 private equity-fonder som etablerades mellan 1991–1998 och 352 investerare som kategoriseras i publika och privata pensionsfonder, stiftelser (varav privata universitetsstiftelser utgör 2/3), rådgivare(fond-i-fonder), försäkringsbolag, banker och övriga (Lerner, Schoar, & Wong, 2007). Resultaten visar att de private equity-fonder stiftelserna investerat i haft en genomsnittlig bruttoavkastning (IRR) på 44 procent. Att jämföra med 20 procent i genomsnittlig avkastning för de private equity-fonder som publika pensionsfonder investerat i. Författarna argumenterar att skillnaderna främst beror på att organisationerna är olika sofistikerade som investerare. Resultatet bekräftar också att de stora amerikanska universitetsstiftelserna ofta betraktas som pionjärer i området.

Den potentiellt höga bruttoavkastningen är dock relaterat med kostnader. En kritik mot riskkapitalbolagens fonder generellt är att förvaltningen är dyr. 2–20 är ett vanligt uttryck vilket betyder att investeraren betalar 2 procent i *årlig förvaltningsavgift på utfäst kapital*, dvs. det totala reserverade kapitalet, även de pengar som ännu inte investerats i fonden. Därtill tar riskkapitalbolaget 20 procent av avkastningen i *vinstdelning* (carried interest) efter att investeraren fått tillbaka investerat kapital. Vanligtvis finns också ett lägsta tröskelvärde på erhållen avkastning innan vinstdelningen tas ut. Skillnaden på brutto- och nettoavkastning är därför betydande.

I ljuset av detta är storlek och status för investeraren viktig. En stor och viktig investerare kan förhandla till sig bättre villkor, dels vad gäller avgifterna men också andra villkor, exempelvis genom att investera via separata konton eller "segregated accounts" vilket möjliggör vissa undantag. Detta kan vara relevant för investerare med särskilda krav, exempelvis vissa etiska kriterier. Investerare med goda relationer har också möjlighet att vara medinvestor, eller "coinvestor" som i stället för att investera i fonden får investera med fonden direkt i bolagen vilket innebär en betydligt bättre avgiftsstruktur då riskkapitalbolaget endast tar ut förvaltningsavgift för arbetet men ingen vinstdelning (se Diagram 10.4)

Diagram 10.4 Schematisk bild av fondinvestering och saminvestering/co-investering



Källa: Modifierat från Strömberg (2012).

Investerarens storlek och status behöver inte gå hand i hand men akademiska studier pekar på storlekens betydelse för avkastning i riskkapitalinvesteringar. Dryck & Pomorski (2011) studerar 842 publika pensionsfonder under perioden 1990–2009. De undersöker faktorer bakom nettoavkastning över jämförbara index per tillgångsklass och aggregerar sedan ihop dessa till en totalavkastning för portföljen. Efter att de har justerat för olika tillgångsmix i fondernas portfölj visar deras resultat att fonderna i den översta kvintilen får i genomsnitt 0,45 procent¹⁰ högre avkastning per år än fonderna i den minsta kvintilen.¹¹ Skillnaden förklaras av att större pensionsfonder har en högre andel onoterade alternativa tillgångar i portföljen (10 procent för de större relativt 3 procent för de mindre). Av total överavkastning står riskkapital och fastigheter av den största andelen. Även inom tillgångsklasserna har storleken betydelse; större fonder har 6 procent högre avkastning i riskkapital än mindre fonder. Den skillnaden förklaras med att större

¹⁰ Utan justering för olika tillgångssammansättning är skillnaden 0,78 procent per år.

¹¹ En kvintil motsvarar en femtedel av totalen. Den högsta kvintilen innehåller fonder med ett genomsnittligt fondkapital på motsvarande 268 miljarder kronor och den lägsta kvintilen innehåller fonder med ett genomsnittligt värde på motsvarande 2,4 miljarder kronor.

fonder har bättre möjligheter att ha en hög intern kompetens för att identifiera de bästa riskkapitalfonderna och ger också bättre förutsättningar för att få investera med de bästa. Storlek i sig är inte ett tillräckligt villkor för en hög avkastning men det ger förutsättningar för att bygga den investeringsorganisation som krävs för att identifiera och accepteras av de bästa riskkapitalbolagen.

10.4.2 Infrastruktur

Investering i infrastruktur kan betraktas som ”hett” bland pensionsfonder och framhålls ofta som ett tillgångsslag med stor potential med tanke på de enorma investeringsbehov som finns tillsammans med svaga statsfinanser i de flesta länder.

Karaktäristiskt för investeringar i infrastruktur är att de teoretiskt ger förutsägbara reala kassaflöden till låg risk vilket är ett attraktivt alternativ för portföljdiversifiering. Vanligtvis paketeras dessa investeringar i infrastrukturprojekt i en fondstruktur med flera underliggande infrastrukturprojekt. För att höja avkastningspotentialen belånas de enskilda projekten. En i teorin relativt låg men säker förväntad avkastning blir därmed betydligt högre men också betydligt mer riskfylld. Att investera direkt i infrastruktur kräver i likhet med riskkapital kompetens och organisation för detta. Minsta insatserna är dessutom väldigt höga varför den kritiska gräns för kapital som krävs för direktinvesteringar är hög. Det finns exempel på stora pensions- och pensionsreservsfonder som genomför investeringar själva men ofta tillsammans med andra liknande aktörer. Flertalet är dock mer eller mindre tvingade att välja en fondstruktur och får därmed belåningen på köpet. Med dagens förbud mot direktägande krävs att AP-fonderna investerar via fondstruktur vilket kan vara onödigt dyrt och riskfyllt.

Internationellt har intresset för infrastruktur ökat drastiskt. En förklaring kan vara den demografiska profilen på flera förmånsbestämda pensionsfonder där annalkande pensionsutbetalningar ställer krav på säkra kassaflöden. Regelverket för tjänstepensionsfonder innebär att solvensgraden, dvs. balansen mellan fondens tillgångar och pensionsåtaganden är känslig för ränteförändringar och har ökat intresset för att matcha åtagandena med mindre räntekänsliga reala tillgångar, exempelvis infrastruktur.

Det ökade intresset för hållbara investeringar har också ökat efterfrågan på ”grön infrastruktur” i länder som Irland, Storbritannien

och USA (OECD 2011). Fortfarande är det dock relativt få pensionsfonder som faktiskt investerar i infrastruktur med stor variation beroende på geografisk hemvist.

Kanadensiska pensionsfonder är bland de mest aktiva inom infrastrukturinvesteringar där vissa har så mycket som 10 procent eller mer av kapitalet investerat i infrastruktur. Över tid har kanadensiska pensionsfonder fått erfarenhet från infrastrukturinvesteringar och utvecklat expertis och resurser för att investera direkt i infrastruktur. Med detta ges möjligheten att saminvestera och också att leda investeringsprojekt med andra investerare. Det betyder också att de har byggt upp interna resurser för att kunna göra sin egen analys av potentiell avkastning och risk vilket ger dem ett oberoende från externa konsulter. För de största kanadensiska investerarna är infrastruktur ett viktigt inflationskydd i portföljen och bidrar till att säkerställa det reala värdet på framtida pensionsutbetalningar.

Även i Australien är pensionsfonder aktiva investerare i infrastruktur. De första fonderna började investera under början av 2000-talet varav vissa i dag har en 10-procentig allokering. Flertalet av australiensiska pensionsfonder är för små för direktinvesteringar och går därför via olika typer av fonder.

I USA har pensionsfondernas investeringar i infrastruktur varit återhållsamma och främst fokuserat på energisektorn. Intresset har dock ökat och flera pensionsfonder har som strategi att öka sina

Europeiska investerare har upptäckt infrastruktur något senare men har en uttalad ambition att öka andelen i sina portföljer även om nuvarande portföljandel är relativt blygsamma 1–3 procent av portföljen enligt OECD. Europeiska pensionsfonder investerar generellt via infrastrukturfonder och endas de största har resurser för att investera direkt i infrastrukturprojekt.

Investeringar i infrastruktur kan potentiellt vara politiskt känsliga och emellanåt framförs synpunkter från olika håll att AP-fonderna bör investera i samhällsnyttiga projekt. Ett exempel är Vattenfalls ordförande som öppnade upp i en tidningsintervju för att AP-fonderna skulle kunna vara potentiella investerare i samband med i upprustandet av svenska kärnkraftverk för att säkra energiförsörjningen.¹²

Buffertkapitalets övergripande uppdrag är att vara till nytta för pensionssystemet och varje enskild investering ska bedömas utefter

¹² Artikel i Dagens Industri 2012-02-01.

sin potential till att fullgöra detta uppdrag på bästa sätt. Att möjliggöra direkta infrastrukturinvesteringar kan potentiellt skapa en förväntan från regioner och branscher som alla företräder sina intressen och som efterfrågar investeringar. Detta åskådliggör vikten av ett tydligt uppdrag, ansvarsfördelning, styrning och uppföljning om den typen av investeringar ska tillåtas.

För att förbättra förutsättningarna för en effektiv förvaltning av buffertkapitalet bör dock investeringar i infrastrukturprojekt finnas med som ett av flera möjliga tillgångar och analyseras på basis av dess bidraget till avkastning och risk i totalportföljen. Det skulle vara olyckligt om möjligheten till direktinvesteringar i infrastruktur skulle hindras av misstanken att dessa skulle användas i politiska syften då detta dessutom skulle strida mot såväl nuvarande AP-fondslag som mot föreliggande förslag.

10.5 Råvarors roll i pensionsförvaltning

Redan år 2006 framför Torbjörn Iwarson kritik mot AP-fondernas råvaruförbud i ett inlägg i Ekonomisk Debatt (Iwarson, AP-fonderna och tillgångsklassen råvaror, 2006). Han utgår från att deras portföljer består av 55–60 procent aktier och resten räntor. Baserat på historiska data skulle en sådan portfölj kunnat få nästan en procentenhets bättre avkastning till samma risk genom investera 20 procent i råvaror på bekostnad av 10 procent mindre aktier respektive räntor.

Råvaror har de senaste fyrtio åren haft ungefär samma avkastning som obligationer (Iwarson, 2012). Korrelationen under perioden har därtill varit väldigt låg mellan råvaror och räntor respektive aktier vilket ger en värdefull diversifiering av portföljrisken.

Ibland lyfts aspekter upp om det är moraliskt riktigt att spekulera i råvaror, däribland livsmedel, och därmed driva upp matpriserna på den globala marknaden.

Ordet spekulation har en negativ klang men är något man gjort på alla marknader i alla tider. Förväntningar på framtida utveckling styr priserna. En förväntan om ökad efterfrågan ger högre priser. I en fungerande marknad bör då också produktionen öka eftersom högre priser lockar fler producenter. Ur ett marknadsperspektiv kan det betraktas som ett sätt att anpassa "rätt nivå" på produktionen i förhållande till efterfrågan. Att "tvinga" ner matpriserna

skulle ur det perspektivet, allt annat lika, leda till minskad produktion då lägre priser lockar färre producenter.

Frågan är dock känslig och under våren framgick i en tidningsartikel att en av de svenska storbankerna har slutat att erbjuda sina kunder investeringar som spekulerade i matpriser.¹³

Framöver förväntas en växande befolkning med krav på ökad levnadsstandard i kombination med ändliga resurser att leda till ökad efterfrågan på råvaror.

För råvaruproducenter är det viktigt att kunna försäkra sig mot olika typer av risker vilket de kan göra via en fungerande terminsmarknad. Detta bygger dock på att det finns investerare på andra sidan som är beredd att bära delar av den risken. En fungerande råvarumarknad gynnar därför till en viss utsträckning såväl produktionen som investerare.

Råvaror är ett brett tillgångsslag som innehåller alltifrån metaller till jordbruksprodukter. Det finns även olika former för investering. Om delar av buffertkapitalet bör investeras i råvaror och i vilken form detta bör ske bör vara en avvägning för styrelse och ledning baserad på en analys av risk och avkastning.

10.6 Kvalitativa eller kvantitativa riktlinjer

Det ursprungliga syftet med AP-fondernas kvantitativa placeringsregler var att skydda kapitalet genom att begränsa risken i förvaltningen av buffertkapitalet. I utredningens direktiv anges att ett alternativt sätt att begränsa risken i portföljen och skydda kapitalet är kvalitativa regler s.k. "prudent person rule" eller översatt till svenska, *aktsambetsprincipen*. Kvalitativa och kvantitativa regler behöver inte vara uteslutande utan förekommer i många länder som en kombination. Kvalitativa riktlinjer ställer också helt andra krav på kompetens, insyn, utvärdering och uppföljning än de kvantitativa reglerna som är lättare att kontrollera.

¹³ Nordea uttalade sig <http://www.vk.se/643925/bank-slutar-spekulera-i-matpriser>.

10.6.1 Aktsamhetsprincipen

Utredningens bedömning: Delar av aktsamhetsprincipen – lojalitetsplikt, riskspridning och betalningsberedskap – finns i den nuvarande lagen. Dessa delar intar dock inte någon framträdande roll vid diskussionen om placeringsbestämmelser eftersom lagens kvantitativa bestämmelser är mer dominerande.

De mer processorienterade delarna av aktsamhetsprincipen saknas i den nuvarande lagen.

Ett grundläggande hinder mot att införa aktsamhetsprincipen för fonderna är att de själva beslutar om mål för sin förvaltning.

Bakgrund

Begreppet ”prudent person rule” som återfinns i Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/41/EG av den 3 juni 2003 om verksamhet i och tillsyn över tjänstepensionsinstitut (tjänstepensionsdirektivet) motsvaras där i den svenska språkversionen av begreppet ”aktsamhetsprincipen”.

Aktsamhetsprincipen är ett exempel på en kvalitativ regleringsansats för hur förvaltningen av pensionsmedel bör vara anordnad. Principen ligger sedan länge till grund för rörelseregleringen av tjänstepensionsinstitut i framför allt de anglosaxiska länderna. Hur regleringen ser ut varierar från land till land och har, som så ofta är fallet inom anglosaxisk rättstradition, kommit att utformas genom rättspraxis. Aktsamhetsprincipen har dock genom tjänstepensionsdirektivet fått genomslag inom EU. Direktivet är genomfört i svensk rätt i bland annat försäkringsrörelselagen(1982:713).

Aktsamhetsprincipen har i första hand kommit att styra regleringen av förvaltningen av tjänstepensionsfonder. De principer som kommit att utgöra grunden för aktsamhetsprincipen kan därför inte direkt överföras på förvaltningen av buffertkapitalet.

I många länder har dock aktsamhetsprincipen även använts för att styra de nationella pensionsfondernas investeringar. I Canada Pension Plan Investment Board Act kommer exempelvis aktsamhetsprincipen till uttryck på följande sätt;

Subject to the regulations, the board of directors shall establish, and the Board and its subsidiaries shall adhere to, investment policies, standards and procedures that a person of ordinary prudence would exercise in dealing with the property of others.

OECD förespråkar i sin rapport att den aktsamhetsprincipen tillämpas i stället för dagens placeringsbestämmelser. Organisationen förespråkar generellt att regleringen av förvaltningen av pensionskapital ska ske genom aktsamhetsprincipen.

Aktsamhetsprincipen

OECD:s definition av hur en förvaltare bör uppträda enligt aktsamhetsprincipen lyder: ”En person som har anförtrotts förvaltningen av en pensionsfond måste uppfylla sina skyldigheter med den omsorg, skicklighet, aktsamhet och flit som en person i en liknande ställning skulle använda vid driften av ett företag av liknande karaktär och målsättning” (OECD 2002). I Storbritannien uttrycks detta som att förvaltaren får placera fondens medel som om det vore hans egna medel, men att förvaltaren därvid är underkastad en plikt att agera i förmånstagarnas intresse och, i förekommande fall, först efter att ha konsulterat kvalificerade rådgivare.

Aktsamhetsprincipen är mer inriktad på beslutsprocessen än på resultatet av den individuella investeringen. Ingen typ av placering är oaktsam i sig. Enligt aktsamhetsprincipen kan ett placeringsbeslut inte betraktas isolerat. Ett enskilt placeringsbeslut måste enligt principen grunda sig på vilka effekter som beslutet förväntas få för rörelsen i sin helhet. En mycket riskfylld investering kan accepteras om investeringsbeslutet bygger på en väl utformad strategi där de relevanta riskerna är analyserade och utsikterna till hög avkastning goda. Alltför försiktiga investeringar med mycket begränsad risk kan däremot komma i strid med aktsamhetsprincipen, eftersom en sådan placering riskerar att generera för lite avkastning och därmed inte vara i förmånstagarnas intresse. Aktsamhet ska således inte anses vara samma sak som försiktighet.

Investeringarna ska vidare utföras med omsorg och skicklighet av en person med god kunskap om den specifika verksamheten. Där särskild expertis bedöms nödvändig ska uppdraget delegeras till personer som har den rätta kompetensen, varvid den som delegerat har att övervaka och följa upp effekterna av besluten.

Aktsamhetsprincipen och nuvarande lag

Aktsamhetsprincipen förutsätter att förvaltaren av kapitalet har en lojalitetsplikt gentemot förmånstagarna och ska agera i deras intressen vid förvaltningen av kapitalet. Lojalitetsplikten är en viktig del av aktsamhetsprincipen vid förvaltningen av tjänstepensionsfonder. Den syftar till att undanröja ett stort antal problem som inte är aktuella vid förvaltningen av buffertkapitalet som exempelvis krav på att tillgångar ska hållas juridisk åtskilda eller att bara en mindre del får investeras i företaget som gjort pensionsutfästelsen. En övergripande lojalitetsplikt återfinns dock redan i lagen. Målet för investeringsverksamheten är att fondmedlen ska förvaltas så att de blir till största möjliga nytta för försäkringen för inkomstgrundad ålderspensionen. Även lagens bestämmelser om jäv måste sägas ge uttryck för en lojalitetsprincip.

Som nämnts ovan kan ett placeringsbeslut inte betraktas isolerat vid tillämpningen av aktsamhetsprincipen. Ett enskilt investeringsbeslut måste enligt principen bedömas mot vilka effekter som beslutet förväntas få för rörelsen i sin helhet. Aktsamhetsprincipen är därför nära sammanbunden med viktiga principer vid förvaltning av pensionskapital som diversifiering, matchning mellan tillgångar och skulder samt tillfredsställande betalningsberedskap.

Den sistnämnda aspekten – tillfredsställande betalningsberedskap – finns redan i dag i 4 kap. 1 § tredje stycket lagen som kräver att fonderna i sin placeringsverksamhet ska ha nödvändig beredskap för att kunna överföra medel till pensionsmyndigheten.

För att undvika överdriven riskkoncentration ska tillgångarna enligt aktsamhetsprincipen vara tillräckligt diversifierade såväl mellan som inom olika tillgångsslag. Syftet är att undvika risktagande som inte står i rimlig relation till den förväntade avkastningen och inte att man alltid ska följa en riskminimerande strategi.

I 4 kap. 1 § första stycket anges som övergripande målet med förvaltningen av kapitalet att det ska förvaltas till största möjliga nytta för försäkringen. Den totala risknivån i placeringarna ska vara låg. Vidare ska, vid vald risknivå, placeras så högsta möjliga avkastning uppnås. I kravet på låg risk ligger att fonderna en god riskspridning mellan tillåtna tillgångsslag (prop. 1999/2000:46 s. 79). I lagen återfinns således redan i dag krav på diversifiering.

Aktsamhetsprincipen föreskriver vidare att tillgångarna ska investeras med beaktande av åtagandenas typ och varaktighet, enligt den s.k. matchningsprincipen som återfinns i rena pensionsfonder.

Buffertkapitalet går dock inte att matcha mot ett pensionsåtagande på samma sätt. Kapitalet kan dock till viss del ”matchas” mot risken att hela eller delar av kapitalet kommer att tas i anspråk för betalning av pensioner.

Vi bedömer att även om det inte är uttalat direkt i lagen eller i förarbeten så genomsyrar dessa delar av aktsamhetsprincipen den nuvarande lagen. Principen intar dock inte någon framträdande roll vid diskussionen om placeringsbegränsningar eftersom lagen innehåller kvantitativa bestämmelser som är mer iögonfallande. Vi vill dock hävda att även utan kvantitativa bestämmelser så innebär målet med placeringsverksamheten som det uttrycks i 4 kap. 1 § lagen att fonderna måste investera medlen så att god riskspridning uppstår inom och mellan olika tillgångsslag, vilket är en av grundpelarna i aktsamhetsprincipen.

Aktsamhetsprincipen är vidare mycket starkt inriktad på beslutsprocesser. En grund förutsättning för aktsamhetsprincipen är därför en tydlig organisation och styrning med en väl genomarbetad och dokumenterad investeringsprocess. För att på ett bra sätt kunna genomföra aktsamhetsprincipen pekas ett antal framgångsfaktorer ut av OECD. (Financial Market Trends, No. 83, November 2002). Några av dem är bara tillämpliga på tjänstepensioner men det förtjänar ändå att pekas på att det är av stor betydelse hur styrningen av förvaltningen är uppbyggd och att det finns ett tydligt mål.

I 4 kap. 2 § lagen anges att fonderna ska upprätta verksamhetsplan och en riskhanteringsplan. Verksamhetsplanen ska innehålla riktlinjer för placeringsverksamheten. Riskhanteringsplanen ska beskriva de huvudsakliga risker som är förenade med placeringsverksamheten och hur dessa risker ska hanteras. Det ska vidare finnas interna instruktioner för hantering av dessa risker. Riskhanteringsplanen och instruktionerna ska följas upp löpande. Lagen ställer således bara krav på att den övergripande investeringsprocessen ska vara dokumenterad. Lagen ställer dock inte några som helst kvalitetskrav på hur dessa processer ska vara utformade eller deras övergripande kvalitet.

Vi har dock inte något att invända mot hur AP-fonderna har byggt upp sin verksamhet och den interna styrning och kontroll som finns i dag. De krav som lagen faktiskt uppställer är emellertid inte tillräckliga för en kvalitativ reglering.

En mer grundläggande brist i förhållande till aktsamhetsprincipen är istället att AP-fonderna själva beslutar om mål för

sin förvaltning. Enskilda investeringsbeslut ska bedömas utifrån vilken påverkan de får på rörelsen som helhet. Helheten måste vid tillämpningen av aktsamhetsprincipen alltid relateras till målet för förvaltningen. Målet för förvaltningen av kapitalet är ju det som i slutändan bestämmer om de strategier som valts, åtgärder som vidtagits och de risker som tagits har varit aktsamma. Det är därför uppenbart olämpligt om förvaltningen beslutar målet.

10.6.2 För- och nackdelar med kvantitativa regler

Utredningens bedömning och förslag Kvantitativa placeringsregler riskerar att bli inaktuella då de finansiella marknaderna förändras snabbt med nya typer av tillgångar och investeringsinstrument och då snarare bidrar till försämrad riskkontroll, tvärtemot vad som var ämnat. Genom att ta bort de kvantitativa riktlinjerna ges buffertkapitalet en flexibilitet att bättre utnyttja sina komparativa fördelar med att vara en långsiktig pensionsreservsfond. En sådan övergång förutsätter dock ett tydligt mål och en effektiv styrning.

Den stora fördelen med kvalitativa regler är flexibilitet och anpassningsförmåga till omvärlden. Kvantitativa placeringsregler kan lätt bli inaktuella då de finansiella marknaderna förändras snabbt med nya typer av tillgångar och investeringsinstrument. Inaktuella kvantitativa regler kan då snarare bidra till försämrad riskkontroll, tvärtemot vad som var ämnat. I praktiken kan det dock även finnas en viss tröghet i anpassningen med en kvalitativ ansats. I en inflytelserik och numera berömd rapport påpekade Lord Myner¹⁴ att gruppptrycket bland investerarkollektivet i praktiken medföra att genomsnittet blir en normativ standard. Detta får konsekvenser för både tillgångsallokering hur man väljer att indexera portföljen. Incitamenten för den enskilda investeraren att avvika från normen är liten då belöningssystemet för en positiv avvikelse är begränsad men karriärrisken betydande vid en negativ avvikelse. Detta flockbeteende är ett vida känt begrepp inom finansiella kretsar och myntades redan av Keynes i hans välkända verk:

¹⁴ Den egentliga titeln på rapporten är: "Institutional Investment in the UK: A Review" och författades av Paul Myners på uppdrag av HM Treasury 2001.

Wordly wisdom teaches that it is better for reputation to fail conventionally than to succeed unconventionally (J.M Keynes, *The general Theory of Employment, Interest and Money*, 1936).

Samsynen bland akademiker och praktiker är dock att kvalitativa principer är att föredra. Inom EU införlivades akksamhetsprincipen 2006 via tjänstepensionsdirektivet i medlemsländernas regelverk för tjänstepensionsinstitut. För Sveriges del betyder det att livbolag, tjänstepensionsverksamhet, pensionsstiftelser och liknande ska följa akksamhetsprincipen men med vissa begränsade kvantitativa restriktioner där det bedömts vara nödvändigt och avser för livbolagen endast skuld täckningstillgångarna (prop. 2004/05:165).

Motiven bakom en övergång till kvalitativa regler var helt enkelt att försöka undvika de kvantitativa reglernas negativa effekter. Europeiska Kommissionen sammanfattade i en rapport från 1999 några av nackdelarna med kvantitativa placeringsregler:

- Kvantitativa placeringsregler motiveras ofta utifrån likviditeten eller risken i enskilda investeringar utan att se dem i ett portföljsammanhang. Investeraren har bättre förutsättningar att hantera de olika riskerna, inklusive likviditetsrisken, genom att betrakta portföljen som en helhet.
- Reglerna är inte tillräckligt flexibla och kan vara svåra att ändra eftersom det ofta krävs förändring i lagar. Därför riskerar regelverket att föråldras snabbt när finansiella marknader utvecklas
- Om reglerna tillämpas strikt leder detta till att förvaltaren de facto tvingas arbeta med egna interna limiter som är strängare än de lagstiftade reglerna. Detta begränsar förvaltarens handlingsutrymme ytterligare och kan förstärka problemet med suboptimala portföljer.

Sammanfattningsvis kan kvantitativa regleringar leda till suboptimala portföljer vilket innebär en för låg avkastning i förhållande till den tagna risken. För pensionskapitalet betyder det att det går att nå en högre avkastning till samma risk eller samma avkastning men lägre risk. Kostnaden för detta är sämre tillväxt på kapitalet och i slutändan lägre pensionsutbetalningar för en pensionsfond.

En ytterligare nackdel med kvantitativa regler är att rådande placeringsregler sällan ifrågasätts utan blir "normen" för investeringarna. Detta låser lätt organisationens och styrelsens tankemönster till olika tillgångsklassers andel av den totala portföljen som leder till

framtagandet av strategiska portföljer. Riskhanteringen fokuserar sedan på avvikelser från denna strategiska portfölj trots att det kunde vara betydligt mer effektivt att tänka bredare kring totala portföljrisker och ett absolut avkastningsmål.

Kvantitativa och kvalitativa modeller har jämförts i ett antal akademiska forskningsrapporter. Davis och Hu (2009) sammanställer och analyserar flera tidigare studier i ämnet och jämför såväl teori som empiriska resultat. Deras slutsats är att aktsamhetsprincipen är bättre än kvantitativa tillgångsbegränsningar. De betonar också vikten av en effektiv styrning som en förutsättning för att det ska fungera.

11 Kostnadseffektivitet

Utredningens bedömning: Den största potentialen för en kostnadseffektiv förvaltning av buffertkapitalet är att skapa en effektiv och väl fungerande styrningsmodell, som medger en relevant förvaltningsorganisation och förutsättningar att säkerställa bästa möjliga kompetens, riskmodell och investeringsprocess utifrån vad som är till bästa nytta för pensionssystem och rådande förutsättningar på kapitalmarknaderna. Detta är något som är svårare att uppnå om kapitalet delas upp på flera självständiga fonder, än om kapitalet förvaltas i en sammanhållen enhet.

De nuvarande AP-fonderna har var och en för sig i ett nationellt och internationellt perspektiv låga kostnader, givet fondernas uppdrag. Fonderna har emellertid haft stort kostnadsfokus som har lett till att fonderna avstått från att bygga upp nödvändig intern specialistkompetens och se till att det finns resurser för att skapa effektiva förvaltningsorganisationer inom olika områden på de olika fonderna. Det är styrelserna i respektive AP-fond som har ansvar för att löpande värdera, ompröva och utvärdera vald förvaltningsstrategi och organisatorisk struktur, och de kostnader som detta är förenat med. Det framstår i det sammanhanget som anmärkningsvärt att den aktiva förvaltningen inte tydligare har omvärderats och förändrats mer, utifrån dess svaga bidrag till det totala resultatet.

AP-fondsystelet, med flera av varandra oberoende och självständiga fonder skapar strukturella kostnader i form av fördubbling av bland annat förvaltningskompetens, IT-system och andra stödfunktioner. Samlas förvaltningen av hela buffertkapitalet till en gemensam enhet med en mer sammanhållen och ändamålsenlig förvaltningsorganisation går det att uppnå kostnadseffektiviseringsvinster på minst 200 miljoner kronor per år. Samtidigt frigör detta resurser och förutsättningar att säkerställa

en mer ändamålsenlig organisation som är tillräckligt bred och har nödvändig specialistkompetens inom flera viktiga områden.

Det finns begränsade förutsättningar att uppnå motsvarande effektiviseringar med flera självständiga buffertfonder som samarbetar om IT-system och andra stödfunktioner i större utsträckning än vad som sker i dag.

Av utredningens direktiv (Dir 2011:84) framgår att utredningen ska se över förutsättningarna för en kostnadseffektiv förvaltning av buffertkapitalet. Det ska ske med utgångspunkt i AP-fondernas funktion att finansiera nuvarande och framtida pensioner. Utredningens översyn ska beakta de samlade erfarenheterna av fondernas förvaltning under mer än tio år och den nuvarande fondstrukturen. Dessutom ska utestående frågor som rör AP-fondernas kostnadseffektivitet granskas.

Kapitalförvaltning är förenad med betydande stordriftsfördelar (se kap. 8). Dessa avser både direkta kostnader för verksamheten, som förutsättningar för specialisering och kompetensförsörjning. Globaliseringen av kapitalmarknaderna visar på betydelsen av stordrift i konkurrensen om specialister, strategiska samarbetspartner och leverantörer av förvaltningstjänster.

Hur kostnadseffektiva för Första–Fjärde AP-fonderna är har tidigare utretts och analyserats ur olika perspektiv. Detta inkluderar exempelvis KPMG (2005), Ernst & Young (2009) och Occam (2010). Även McKinsey & Company (2008–2011) har haft uppdraget av Finansdepartementet att genomföra en årlig utvärdering av AP-fondernas verksamhet. Vidare har en ESO-rapport, Björkmo (2009:4), diskuterat kostnadseffektivitet, effektiv förvaltning och styrning av AP-fonderna.

Utredningen har valt att göra en genomgripande helhetsanalys av AP-fondernas kostnader och ställa detta i relation till möjliga alternativa scenarion. Detta har skett i samarbete med Ernst & Young, vars rapport biläggs utredningen i sin helhet (bil 6). Analysen avser Första–Fjärde AP-fonderna, medan Sjätte AP-fonden behandlas i sin helhet i kapitel 12.

Första–Fjärde AP-fondernas löpande förvaltningskostnader¹ uppgår 2011 till cirka 1 100 mkr. Ställt i förhållande till genomsnittligt förvaltad kapital² 2011 motsvarar det cirka 12,7 baspunkter (bps)³. Inkluderas prestationsarvodet, som uppgår till cirka 246 mkr, kostar den löpande förvaltningen cirka 15,5 bps.

11.1 Tidigare utvärderingar av kostnader

11.1.1 KPMG

Finansdepartementet anlidade år 2005 KPMG för att utvärdera av AP-fondernas kostnader. KPMGs uppdrag omfattade tre delar. För det första en utvärdering av AP-fondernas kostnader. För det andra en analys av AP-fondernas kostnadsstruktur och en jämförelse av kostnadsstrukturen med andra jämförbara kapitalförvaltare dels på en övergripande nivå, dels på private equity. Slutligen en diskussion avseende rationaliseringsmöjligheter. De huvudsakliga förslagen från KPMG var följande.

- Öka samarbetet.
Exempel på dessa kan vara depåbanktjänster, externa förvaltare, konsulter, inköp och IT. En förutsättning för att realisera rationaliseringspotentialen är att statsmakterna tydliggör värdet av samarbetet.
- Arbeta långsiktigt med förvaltningsmodeller.
KPMGs uppfattning är att kapitalförvaltare som arbetar kortsiktigt och aktivt med att byta externa förvaltare och/eller ändra mixen mellan intern och extern förvaltning tenderar att ha höga kostnader. Skälet till detta kan vara att ingen anpassning av resurser görs för intern förvaltning och andra resurser. Snarare kan en kostnadsökning ske då resurser efterfrågas även för övervakning, upphandling mm av externa förvaltare. Dessutom finns det en risk att volymerna blir begränsade på både den interna förvaltningen eller den externa förvaltningen, dvs. de uppnår inte fulla skalfördelar.

¹ Fondernas totala kostnader inklusive direkta (fasta) provisionskostnader (se utförlig beskrivning av kostnader i avsnitt 3 i rapporten).

² Genomsnittligt kapital 2011 var cirka 864 000 mkr och är uträknat som "ingående volym (2010-12-31) + utgående volym (2011-12-31) / 2.

³ Kostnad i förhållande till förvaltad kapital i hundradels procentenheter.

- Outsourca mer.
Första–Fjärde AP-fonden valt att behålla merparten av verksamheten i egen regi. Det som driver utvecklingen att outsourca mer är fortsatt kostnadseffektivisering, fokusering på kärnverksamhet samt möjligheten att finna bra samarbetspartners.
- Integrera AP-fondernas administration.
Det finns dock, enligt KPMG etablerade rutiner hos samtliga AP-fonder som påverkar en framtida integration negativt.
- Införa budgetrestriktioner.
- Genomför fusion av Första – Fjärde AP-fonderna.
I dag kostar Första till Fjärde AP-fonden knappt 1 100 Mkr, vilket motsvarande cirka 18 baspunkter. Inom kapitalförvaltningsbranschen finns stora möjligheter till skalfördelar vilket uppnås vid stora förvaltade volymer. KPMG ansåg att det finns möjligheter till kostnadsbesparingar finns för AP-fonderna genom att utnyttja dessa skalfördelar. Det är mycket svårt att avgöra ett lämpligt antal fonder men det kan konstateras att redan vid en fusion till två fonder uppnås stora skalfördelar. KPMG anser att det finns ett antal viktiga frågeställningar som måste klargöras vid en sådan lösning.

11.1.2 Occam

Som en följd av Regeringens utvärderingar och önskemål om ökad samordning av fondernas verksamhet, genomförde Occam på uppdrag av Första–Fjärde AP-fonderna en utvärdering som visade att de största besparingarna finns inom samordning av portföljsystemet. Det bör noteras att denna bedömning baseras på det av Första–Fjärde AP-fondernas formulerade uppdraget till Occam, i vilket fonderna definierat möjliga områden för samordning. Den årliga besparingen vad gäller systemkostnaden uppskattades till 9 miljoner kronor medan det reducerade behovet av IT och systemförvaltningspersonal uppskattas till 13 miljoner kronor. Samordningen antas också reducera behovet av externa IT-tjänster och besparingspotentialen uppskattas till 8 miljoner kronor. Den totala besparingspotentialen för samordning av portföljsystemet uppskattas således till 30 miljoner kronor. Samordning av de administrativa organisationerna bedömdes kunna generera cirka 9 miljoner

kronor i besparingar baserat på synergier avseende personal och vissa besparingar inom IT. Detta förutsatte dock på att man hittar en modell för att undvika att blir momsbelagda. Om en sådan lösning inte är möjlig kommer samordningen av organisationen att generera en kostnadsökning på grund av att momspåslaget blir högre än kostnadssynergierna.

Utredningen angav även att outsourcing av hela administrationen har en begränsad besparingspotential (15 miljoner kronor) som till största del är en effekt av minskade lokalkostnader. Den uppskattade implementeringskostnaden för detta alternativ ansågs betydligt högre än andra samordningsalternativ och därför framstår outsourcing som en mindre attraktiv möjlighet. Utöver identifierad besparingspotential vid samordning av system och organisation såg man indikationer som tyder på att ytterligare besparingar skulle kunna nås vid gemensam upphandling av depåbankstjänster.

11.1.3 Expertgrupperna

Utredningen har tagit in två expertgrupper för att fördjupa vår analys och skapa en jämförelse med internationella aktörer, framtagna guidelines, erfarenheter och akademisk forskning. Båda grupperna har konstaterat att de nuvarande AP-fondernas fokus på kostnader antagligen har varit skadligt för verksamheten. OECD konstaterar i sin rapport:

Sammanfattningsvis, med tanke på att Första–Fjärde AP-fonderna inte har alltför höga driftskostnader i ett internationellt perspektiv, mätt i procent av fondförmögenheten, och har i själva verket lägre kostnader än några betydligt större pensionsreservfonder, så är grunden för ytterligare kostnadsreduktion inte stora i nuvarande fonder. Med tanke på att kostnaderna inte verkar vara överdrivna med internationella mått, bör den framtida resultatutvärderingen fokusera mer på kvalitet i förvaltningen mot deras långsiktiga mål och den långsiktiga nettoavkastningen, och överväga driftskostnaderna som en kompletterande analys, snarare än ett primärt kriterie.

Clark & Monk sammanfattar i sin rapport, som bland annat baseras på ett 70-tal intervjuer med styrelseledamöter, anställda och andra intressenter:

Informationshanteringssystem är avgörande för ett effektivt beslutsfattande i institutionell pensionskapitalförvaltning. Besattheten [i AP-fonderna] av kostnader och nedskärningar är ett hinder mot storska-

liga och nödvändiga investeringar i kompetens och förvaltningsresurser;

Det finns också en oro över kompetensen hos portföljförvaltarna. Fokuseringen på kostnader kan försämma förutsättningarna för rekryteringen av de mest talangfulla individerna.

Detta gäller särskilt för dem som har kompetens och erfarenhet utanför de konventionella tillgångsslagen. Sällsynt specialistkompetens är särskilt viktigt med tanke på de risker som varje fond har att förvalta.

11.1.4 ESO-Rapporten

2009 lade Expertgruppen för studier i offentlig ekonomi (ESO) fram en rapport som bland annat behandlade kostnadsnivån i AP-fonderna och förutsättningarna att skapa en mer kostnadseffektiv förvaltning av buffertkapitalet. Genom att analysera CEM Benchmarkings databas, gjordes en uppskattning att den potentiella kostnadsbesparingen skulle motsvara mer än 300 miljoner kronor om året för buffertfunds-förvaltningen. Rapporten diskuterar även ytterligare fördelar med att dra nytta av skalfördelar som skulle uppkomma med en sammanslagning av AP-fonderna. Rapportens slutsats ifrågasattes av AP-fonderna, eftersom den baserades på data från CEM och inte AP-fonderna som menade att de har lägre kostnader än de internationellt jämförbara pensionsfonderna varför besparingen är mindre.

11.2 Kostnader i kapitalförvaltning

Kapitalförvaltningsbranschen har genomgått stora förändringar under de senaste två årtiondena. Dessa förändringar har skett i flera faser. Under en fas från 1990-talet fram till omkring år 2008, sköt det förvaltade kapitalet i höjden, tack vare likviditeten på de globala finansiella marknaderna på grund av rikligt med krediter. Under denna period utvecklades många nya alternativa förvaltningsformer och kapitalmarknadsinstrument. Dessa har fortsatt att spela en viktig roll på de finansiella marknaderna, främst på grund av förmågan att dra nytta av friare och mer flexibla investeringsstrategier. Innan den nuvarande finans- och skuldskrisen, var de flesta kapitalförvaltare inte alltför bekymrade för systemkostnader eller operativa risker. Orimliga kostnader och fel doldes i de ständigt ökande intäkterna från en växande kapitalvolym. I dag ser det annorlunda

ut. Många av de största kapitalförvaltarna har sett deras förvaltade kapital sjunka kraftigt, inte bara på grund av en nedgång i tillgångspriserna, men också på grund av kunder som drog tillbaka sina pengar antingen av nödvändighet (solvensregler, ändrad inriktning etc.) eller på grund av oro. Krisen har också lyft fram bristande reglering och tillsyn. Förluster uppkom inte bara på grund av marknadsförhållanden, utan också på grund av brist på försiktighet och brist på ansvar för riskhanteringen i pensionsfonder, försäkringsbolag och kapitalförvaltare.

Denna nya verklighet har tvingat kapitalförvaltare att utveckla operativa processer, i synnerhet när det gäller att öka kostnadseffektiviteten och stärka riskhanteringen.

Kostnader, effektivitet och risker inom kapitalförvaltningen beror i hög grad på hur förvaltningen organiseras. Den organisatoriska strukturen är väsentlig för en kapitalförvaltare och många strategiska beslut måste ske med hänsyn till den organisatoriska strukturens givna externa förutsättningar och den interna organisation som man valt. Till exempel, avvägningen mellan intern och extern förvaltningskompetens, graden av aktiv förvaltning, egen interna specialisering, riskhanteringsprocessen etc. Dessa beslut påverkar både kostnader och risker i förvaltningen. De viktigaste faktorerna för kostnader och operativa risker i kapitalförvaltning är humankapitalet (anställda, såsom portföljförvaltare, administratörer, analytiker, och andra stöd funktioner), samt systemutveckling och transaktionshantering

Man får dock inte glömma bort att den största kostnaden i kapitalförvaltning är en utebliven nettoavkastning, dvs. om strukturen, styrningen, kompetensen eller riskhanteringen är så ordnad att avkastningen blivit lägre än vad den annars kunnat bli. En procentenhets högre avkastning motsvara cirka 8,5 miljarder kronor, vilket ska ställas i relation till AP-fondernas samlade kostnader på cirka 1,1 miljarder kronor år 2011.

11.3 Analys av AP-fondernas kostnadseffektivitet

Buffertkapitalsutredningen har tillsammans med Ernst & Young analyserat Första–Fjärde AP-fondernas kostnader som stöd till utredningen.

Analysen baseras på data från år 2011 som respektive fond har sammanställt och verifierat. Utredningen har valt att inte analysera

de enskilda fonderna, utan endast kostnaderna för buffertkapitalet som en helhet, och förutsättningarna att uppnå en förbättrad kostnadseffektivitet för hela systemet. Utredningens uppdrag har inte varit att rekommendera och utreda vilken förvaltningsmodell eller tillgångsfördelning som bör tillämpas utan rapporten syftar till att lyfta fram besparingspotential samt implementeringskostnader. Detta har skett utifrån en från dagens system oförändrad förvaltningsmodell.

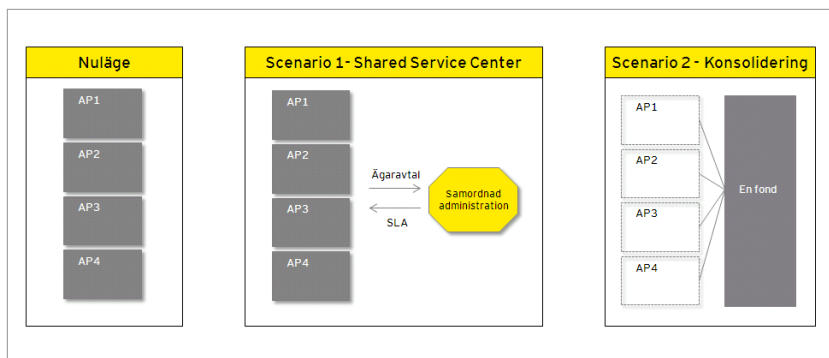
Utredningen har gjort en analys av nuläget samt två framtida tänkbara scenarier. Det första scenariot analyserar största möjliga *samordning* inom ramen för dagens regelverk med fyra oberoende fonder. Fonderna antas samla de administrativa funktionerna och lägga ut dessa till ett oberoende externt bolag, i rapporten benämnt Shared Service Center (SCC). Det andra scenariot behandlar alternativet att *konsolidera* Första–Fjärde AP-fonderna till en enhet och samla hela kapitalet i en enhet för att tillvarata största möjliga skal- och samordningsfördelar. Utifrån denna fördjupade analys, gör vi sedan ett antal övergripande utvärderingar av olika möjliga strukturer.

Ett antal kostnadsslag har valts att lämnas utanför ramen för denna analys då de är komplexa och svårare att exakt fastställa. Det gäller främst kostnader relaterade till transaktion och anskaffning. Därmed antas dessa kostnader vara konstanta i de olika scenarier som analyseras. Detta är ett försiktigt antagande från utredningens sida. Vissa av scenariona har förutsättningar att även inom denna del uppnå kostnadsbesparingar.

11.3.1 Förutsättningar och avgränsningar för analysen

Den genomförda kostnadsanalysen ska ge ett underlag för vidare analys om möjliga kostnadseffektiviseringar av förvaltningen av buffertkapitalet. Utredningen har valt att i detalj analysera tre olika analysområden; nuläget, och analysera potential för kostnadseffektivisering inom ramen för två scenarios som är varandras ytterligheter. Scenario 1 utreder största möjliga samordning inom ramen för dagens regelverk med fyra oberoende fonder, medan Scenario 2 avhandlar största möjliga samordning utan att ta hänsyn till dagens regelverk.

Diagram 11.1 Scenarion



Källa: Ernst & Youngs rapport på uppdrag av Buffertkapitalsutredningen 2012.

De totala samlade kostnaderna för Första–Fjärde AP-fonderna uppgår för år 2011 till cirka 1 095,6 mkr, exklusive prestationsbaserade arvoden och övriga provisionskostnader. Rörelsekostnaderna uppgår till cirka 641,2 mkr.

Tabell 11.1 Total kostnadsfördelning 2011

Kostnadsslag	Kostnad (mkr)	Andel (%)
Personal	390,6	35,6
IT-system	126,5	11,5
Direkta provisionskostnader (inkl externa förvaltningsarvoden)	413,9	37,8
Depåbank	40,5	3,7
Köpta tjänster	45,4	4,1
Lokal	37,3	3,4
Övrigt	41,5	3,8
Totala kostnader	1 095,6	100,0

Källa: Ernst & Youngs rapport på uppdrag av Buffertkapitalsutredningen 2012.

Enligt data från Pensionsmyndighetens Orange rapport 2010 kommer buffertkapitalet successivt att minska fram till år 2041 på grund av nettoutflöde för att täcka upp för kommande års underskott i pensionssystemet. Detta trots en antagen årlig real avkastning på 3,25 procent för fonderna. Det innebär att om fondernas omkostnader behålls på dagens nivå (justerat med en årlig inflation på 2 procent) kommer kostnad per förvaltat krona att öka. Dagens förvaltningskostnad på 12,7 bps skulle enligt pensionsmyndig-

hetens uppskattning av förändrat förvaltad kapital uppgå till cirka 13,3 bps 2020 och 26,5 bps 2040.

Första–Fjärde AP-fondernas löpande förvaltningskostnader uppgår till cirka 1 100 mkr. Ställt i förhållande till förvaltad genomsnittlig volym motsvarar det cirka 12,7 bps. Inkluderas prestationsarvoden, som uppgår till cirka 246 mkr, kostar den löpande förvaltningen cirka 15,5 bps. Det genomsnittliga kapitalet uppgår till cirka 864 500 mkr.

Det är viktigt att inte enbart se till kostnader när kostnadseffektivitet studeras. Det primära är att uppnå hög nettoavkastning, och inte enbart låga kostnader. Utredningen vill poängtera att kostnaderna alltid måste ställas i relation till exempelvis mål, mandat, avkastning, risk och diversifiering.

11.3.2 Scenarioanalyser

11.3.2.1 Scenario 1 – Samordning

I scenario 1 har utredningen i enlighet med direktivet valt att titta närmre på samordningsmöjligheter inom ramen för dagens regelverk och struktur på AP-fonderna. I direktivet anges följande:

Möjligheten att driva samarbetet längre bör prövas, t.ex. gällande IT-system, lokaler och administration. Ett sådant alternativ är flera fonder som bedriver förvaltning oberoende av varandra men som har en gemensam administration.

En viktig utgångspunkt för analysen är att samordning ska drivas så långt som möjligt utan att antas kunna störa förvaltningsmodell, konkurrensen eller oberoendet fonderna emellan.

Enligt direktivet ska utredningen se till största möjliga samordning inom ramen för dagens struktur med fyra oberoende buffertfonder. Utredningen har tillsammans med Ernst & Young bedömt att ett gemensamt så kallat Shared Service Center tar (SSC) samordningen inom dagens struktur längst. (se bilaga 6)

Analysen visar på en årlig besparingspotential på cirka 50 mkr vid en samordning av fondernas administrativa enheter och stödfunktioner i ett SSC. Det ger en löpande förvaltningskostnad på cirka 12,1 bps baserat på 2011 års genomsnittliga kapital. De mer strategiska funktionerna såsom front office, förvaltningsnära uppdrag inom risk & performance, ägarstyrning etc. beräknas ligga kvar inom respektive fond, tillsammans med ett antal övriga funk-

tioner. Med ett SSC skapas dock förutsättningar för att minska personberoende inom back office och administrationen, samt att den gemensamma enheten kan utveckla en mer robust och stabil struktur avseende IT-system och kompetenser.

Den totala kostnaden för att genomföra implementeringen uppskattas till i storleksordningen 100 mkr. Tiden för att kartlägga nuvarande processer, finna synergier, detaljplanera implementeringen och bilda ett SSC (inklusive ny ledning och personal, migrera IT-system etc.) uppskattas till 18–24 månader. Det ger en återbetalningstid på cirka 4 år. Om fonderna som i dag, behöver betala moms på externa tjänster, begränsas besparingspotentialen till cirka 20 mkr per år, vilket istället ger löpande förvaltningskostnad på 12,4 bps och en återbetalningstid på 7 år.

Av Ernst & Youngs analys framgår det att styrningsfrågan och svårigheter med att lösa prioriteringsordning mellan flera självständiga fonders specifika önskemål utgör stora risker för konflikter avseende prioriteringar och risk att ”skuggadministrationer” etableras på enskilda fonder.

11.3.2.2 Scenario 2 – Konsolidering

Scenario 2 avhandlar alternativet att konsolidera Första–Fjärde AP-fonderna till en enhet och samla hela kapitalet i en fond⁴. Analysen av detta scenario tar inte hänsyn till frågor såsom marknadspåverkan, konkurrens, diversifiering, politiskt inflytande m.m. vilka dock behandlas vidare i övriga kapitel.

Scenario 2 syftar till att utvärdera förutsättningarna och kostnadseffekterna vid största möjliga samordning utan att ta hänsyn till dagens regelverk men med utgångspunkt i att fondernas sammantagna förvaltningsmodell behålls intakt (se avsnitt 6). Syftet är att lyfta fram besparingspotential samt implementeringskostnader, allt annat lika.

Enligt analysen uppskattas en årlig besparingspotential på cirka 260 mkr vid en konsolidering av Första–Fjärde AP-fonderna. Det ger en löpande förvaltningskostnad på cirka 9,7 bps baserat på 2011 års genomsnittliga kapital. Den totala kostnaden för att genomföra implementeringen uppskattas till i storleksordningen 300 mkr. Den väsentliga skillnaden gentemot Scenario 1 beror på att det inte

⁴ Med ”en fond” avses i detta sammanhang en sammanhållen och gemensam kapitalförvaltningsorganisation för hela buffertkapitalet.

finns några strukturella kostnader, såsom mångdubbling av förvaltningskompetens, IT-system, stödfunktioner och infrastruktur. Tiden för att planera och genomföra förändringsprojektet uppskattas till 18–24 månader. Det ger en återbetalningstid inklusive implementeringsprojektet på cirka 3 år.

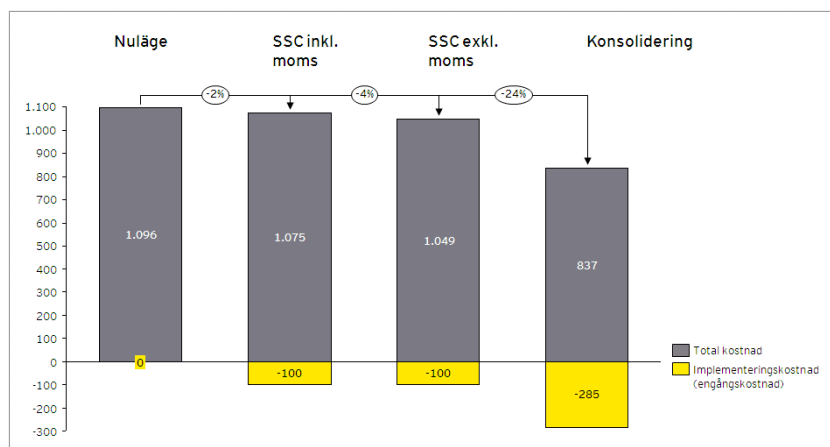
För att summera förefaller en konsolidering av Första–Fjärde AP-fonderna vara ett scenario med betydande besparingspotential. Det kan konstateras att de ekonomiska stordriftsfördelarna inom kapitalförvaltning är stora, samtidigt som även andra mer kvalitativa aspekter bidrar till möjligheter i andra avseenden. Sett ur kostnadseffektivitet och den relativt korta återbetalningstiden framstår en sammanslagning attraktivt. Detta ska vägas mot andra aspekter.

11.3.2.3 Jämförelse mellan de två analyserade scenarierna

I nuläget kostar Första–Fjärde AP-fonderna cirka 1 100 mkr vilket ger en löpande förvaltningskostnad på cirka 12,7 bps. Besparingspotentialen är högst i Scenario 2, *konsolidering*, vilket ger en årlig besparing på 24 procent i förhållande till 2011 års totala kostnader. Exkluderas externa förvaltningsarvoden från den analysen, blir i stället den årliga besparingspotentialen 38 procent.

En samordnad administrationsenhet, ett SSC, ger enligt analysen cirka 4 procent i årlig besparing frånsett en eventuell momseffekt. Exklusive externa förvaltningsarvoden uppgår besparingspotentialen för Scenario 1 till cirka 7 procent.

Diagram 11.2 Sammanställning av scenariorisultaten



Källa: Ernst & Youngs rapport på uppdrag av Buffertkapitalsutredningen 2012.

Sett till Pensionsmyndighetens prognos som ett avtagande kapital framstår också alternativet med en konsoliderad fond ge den lägsta löpande kostnaden (se figur nedan). Rimligtvis kommer också kostnaderna inom nuläge, SSC eller en konsoliderad fond att anpassas i takt med det sjunkande kapitalet. Däremot är kostnadseffektiviseringar uppskattningsvis lättare att genomföra i en konsoliderad fond i jämförelse med flera, i framtiden, betydligt mindre och självständiga fonder.

11.3.3 Andra Scenarion

Utifrån den genomförda scenarioanalysen har utredningen analyserat kostnadseffekterna av ett flertal olika möjliga strukturer på förvaltningen av buffertkapitalet.

11.3.3.1 Tre fonder med förvaltningsmandat som motsvarar nuvarande

Tre fonder ger i huvudsak samma kostnadseffekter som i det beskrivna scenario 1 i kostnadseffektivitetsanalysen. Det finns vissa besparingseffekter i samband med att man samordnar de nuvarande fem fonderna i tre nya fonder, men samtidigt bedömer utredningen

att en större del av den bemanning som då blir överflödig, kommer att öka bemanningen på de tre nya fondenheterna. Vissa besparingar uppstår genom att en av de nuvarande fonderna avvecklas och kapitalet överförs till de övriga tre. Det kommer att krävas vissa IT- och infrastrukturförändringar.

11.3.3.2 Specialistfonder

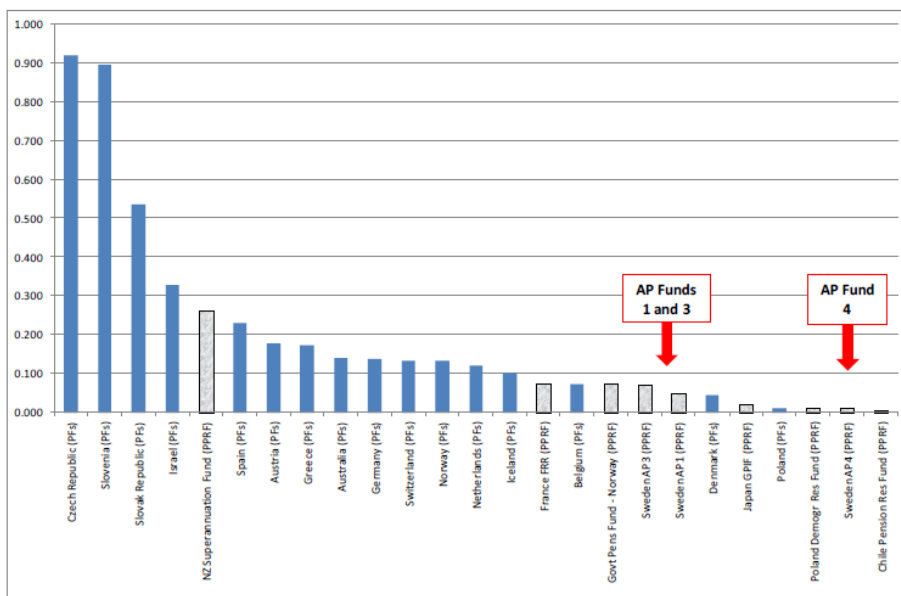
En övergång till självständiga specialistfonder bedömer utredningen är en stor omställning av nuvarande struktur och, som kommer kräva flera nya IT-system och större personalförändringar. Den slutliga strukturen kan dock likställas med en konsoliderad struktur (scenario 2), men med en tillkommande kostnad för en gemensam och samordnande allokeringseenhet. Till skillnad från Scenario 2, så innebär en uppdelning i tre eller flera självständiga specialistfonder en väsentligt mindre flexibel struktur, som enligt utredningen framförallt kommer att skapa kostnader för pensionsystem i termer av sämre avkastning och riskkontroll, då strukturen riskerar skapa tröghet och strukturella inlåsnings effekter, som inte har förutsättningar att anpassas till externa faktorer och marknadsförändringar.

11.3.4 Utredningens slutsatser

Vid en internationell jämförelse framstår de nuvarande AP-fonderna var och en för sig som relativt kostnadseffektiva, även om jämförelser med relevanta aktörer är svåra och inte alltid helt relevanta, beroende på mål, förvaltningsmandat, regelverk, uppgift och i vilken kontext förvaltningen sker.

Diagram 11.3 Kostnadsjämförelse med internationella aktörer

Figure 2. Total pension funds and pension reserve funds' investment management costs in selected OECD countries, 2010 (as a % of assets under management)



Källa: Severinson & Stewarts rapport på uppdrag av Buffertkapitalsutredningen, 2012.

Utredningen delar dock uppfattningen från de två expertgrupperna att den största kostnadspotentialen för buffertkapitalet är att skapa en effektiv och väl fungerande styrningsmodell, som medger en relevant förvaltningsmodell och förutsättningar att säkerställa bästa möjliga kompetens, riskmodell och investeringsprocess. De nuvarande fonderna har varit fokuserade på låga kostnader vilket utredningen anser har gått ut över förvaltningsverksamheten, både i termer av att säkerställa en kapitalförvaltningsverksamhet med relevant kompetens som maximerar nytta för pensionssystemet och ur rent riskhänseende, där vi bedömer att vissa viktiga funktioner eventuellt är underbemannade eller befinner sig vad som kan vara nära gränsen ur ett operationellt riskperspektiv.

Detta styrks av scenarioanalysen, som på totalnivå inte påvisar att någon enskild AP-fond skulle vara speciellt kostsam, samtidigt som den visar på väsentliga potentiella effektiviseringsvinster. Dessa besparingsmöjligheter härrör främst från de strukturella kostnader som finns i dagens modell med fyra självständiga fonder,

med breda mandat och med få och begränsade samordnings- och samarbetsaktiviteter.

Buffertkapitalet är en del av ett pensionssystem, men har som enda uppgift att finansiellt bidra till pensionssystemet, genom att bidra med ett kapitalförvaltningsresultat. Det är utredningens uppfattning att det finns betydande skalfördelar för buffertkapitalet som fortfarande inte har utnyttjats. Flera av de viktigaste positiva effekterna är svåra att kvantifiera, men det är viktigt att beakta följande:

- Genom en sammanhållen och gemensam portfölj skulle buffertkapitalet få en betydande storlek (864 000 mkr i genomsnittligt förvaltad kapital år 2011) och därmed en stark position på de globala kapitalmarknaderna och således bättre förhandlingsstyrka. Det gör att det kan bli lättare att förhandla sig till bättre priser även i förvaltningen. Transaktionskostnader förväntas bli lägre, såsom courtage och spread.
- En ny sammanhållen organisation blir större och således en mer attraktiv arbetsgivare, vilket skapar bättre förutsättningar att rekrytera och behålla kvalificerad personal och bygga upp egen intern analyskompetens och, vilket också ger större möjligheter att bygga upp intern kompetens och specialisering
- Det blir ett minskat individberoende genom dualitet och större förvaltningsenheter
- Lägre komplexitet och ökad flexibilitet för att anpassa förvaltningsorganisationen till gällande marknadsförutsättningar och förändrade omvärldsfaktorer
- Buffertkapitalet förväntas att minska betydligt fram till och med år 2040.

12 Sjätte AP-fonden

12.1 Sjätte AP-fondens historik

1996 beslöts att den dåvarande avvecklingsstyrelsen för löntagarfonderna skulle permanentas och byta namn till sjätte fondstyrelsen. Samtidigt tillsköts 10 miljarder kronor från AP-fondssystemet till det kapital som fondstyrelsen ansvarade för. Mandatet för denna sjätte AP-fond var initialt att kapitalet skulle placeras i såväl noterade som onoterade aktier. De första åren lades tyngdpunkten på investeringar i den publika marknaden och exponeringen mot noterade aktier uppgick vid tiden för börskraschen år 2000 till cirka 80 procent av fondkapitalet.

Sjätte AP-fonden kom att lämnas utanför pensionsuppbyggnaden och dess mandat slogs fast i lagen (2000:193) om Sjätte AP-fonden. Enligt lagen skulle fondkapitalet placeras på den svenska riskkapitalmarknaden, med vilken avsågs såväl onoterade som mindre noterade bolag. Fondens placeringsportfölj utvecklades därefter gradvis till att till övervägande del bestå av investeringar i onoterade bolag, den marknad med vilken termen riskkapitalmarknad numera är entydigt associerad. Efter en lagändring 2007 möjliggjordes även att en del av kapitalet kunde investeras utomlands men detta har hittills endast utnyttjats i en begränsad omfattning.

Fonden har under sin livstid genomgått ett antal ledningsbyten och byte av strategi som i huvudsak har berört var tyngdpunkten i verksamheten ska ligga avseende investeringar i mogna företag respektive företag i tidigare fas, samt avseende direktinvesteringar och investeringar via fonder. Som ett resultat av den senaste strategiöversynen har fokus på mogna bolag och fondinvesteringar ökat på bekostnad av övrig verksamhet. Då förtydligades även fondens geografiska strategi till att vara verksam huvudsakligen på den nordiska marknaden.

Fondens placeringsregler skiljer sig väsentligen från övriga AP-fonders och fonden saknar för närvarande mekanismer som möjliggör ut- eller inflöden kopplade till pensionssystemet.

Sjätte AP-fondens kapital hade vid årsskiftet 2011/2012 vuxit från 10,4 miljarder vid skapandet 1996 till 18,5 miljarder kronor, motsvarande en femtiondel av det totala buffertfondkapitalet. Fonden står dock för mer än en tiondel av antalet anställda och drygt en sjättedel av de interna kostnaderna i buffertfondsystemet.

12.2 Sjätte AP-fondens målsättning & placeringsregler

Utredningens bedömning: Buffertfondsystemet ska inte innehålla någon tvingande allokering av kapital till inhemskt privat riskkapital. I den mån svenskt näringsliv tillgång till riskvilligt kapital behöver stärkas bör detta tillgodoses med satsningar utanför pensionssystemet.

Enligt lagen ska Sjätte AP-fonden, inom ramen för vad som är till nytta för försäkringen för inkomstgrundande ålderspension, förvalta tilldelade medel genom placeringar på riskkapitalmarknaden. Investeringar får även göras i utländska bolag men valutarisken får inte överstiga 10 procent av fondens kapital vilket i praktiken gör att fonden till övervägande del är begränsad till svenska investeringar¹. Fondmedlen ska placeras så att kraven på en långsiktigt hög avkastning och tillfredsställande riskspridning tillgodoses. Vidare slås fast att fonden ska fastställa närmare mål för sin placeringsverksamhet.

Det bör noteras att det i lagtexten inte, utöver det initiala kravet på att investeringar skulle göras på den svenska marknaden, stipuleras något ansvar för att främja svenskt näringsliv. Fram till nyligen har dock fondens målsättning av dåvarande styrelse(r) formulerats som att fonden även genom sin verksamhet ska bidra till utvecklingen av det svenska näringslivet. Det är även sannolikt att detta tillägg i målsättningsformuleringen till viss del har påverkat fondens strategi- och investeringsbeslut över tiden.

¹ I teorin skulle fondkapitalet kunna investeras till 100 procent utomlands förutsatt adekvat hedging av valutarisken men den snäva gränsen för valutarisktagande gör att ett fokus till övervägande del på den svenska marknaden blir en naturlig tolkning av lagstiftarens syfte. Fortsättningsvis används denna tolkning av placeringsreglerna i utredningen.

Motivet för tidigare styrelsers tolkning av fondens uppdrag på detta sätt har varit att en sådan inriktning framgick som varande önskvärd med utgångspunkt från regeringens proposition och förarbete inför fondens bildande.

Med hänvisning till att lagstöd saknades för en sådan tolkning renodlades dock fondens formulerade målsättning av nuvarande styrelse år 2011 till att enbart vara att ”skapa hög avkastning och hålla en tillfredsställande riskspridning genom placering på riskkapitalmarknaden”.

Vidare var nuvarande styrelsens motiv till denna ändring att den tidigare uppdragstolkningen medförde en mållkonflikt. Utöver det faktum att det finns en stor osäkerhet i hur ett givet investerings- eller ägarbeslut ytterst påverkar svenskt näringsliv, så står bivillkor av detta slag i det närmaste per definition i konflikt med det övergripande målet att, givet gällande placeringsregler, vara till nytta för försäkringen för inkomstgrundande ålderspension. Varje avsteg från den investerings- och ägarstrategi som är optimal ur ett avkastnings- och riskperspektiv innebär rimligen att nyttan för försäkringen minskar. Hänsyn till ytterligare mål och ambitioner av detta slag kan således inte tas utan att huvuduppdraget kompromissas i mindre eller större utsträckning. McKinseys utredning av AP-fondernas verksamhet på uppdrag av Finansdepartementet 2010 lyfte för övrigt även fram att Sjätte AP-fonden var den enda av de jämförda statliga riskkapitalinvesteringarna som hade ett uttalat icke-finansiellt mål.

Även den strikta geografiska restriktionen utgör en mållkonflikt, om än inte för Sjätte AP-fonden utan för buffertfondssystemet som helhet. Begränsningen till att riskkapitalinvesteringarna endast får göras i Sverige, som syftar till att förbättra tillgången till riskvilligt kapital för Sveriges små och medelstora företag, medför att fondens avkastnings- och riskprofil suboptimeras gentemot vad som skulle vara fallet om det skulle vara tillåtet för fonden att investera även i utländska tillgångar.

Den mållkonflikt som de restriktiva placeringsreglerna ger upphov till medför betydande dolda kostnader i termer av utebliven värdetillväxtpotential. Det framtida buffertfondssystemet bör utformas utan restriktioner vars syften inte är baserade på huvuduppdraget att vara till nytta för försäkringen för inkomstgrundande ålderspension. Buffertfondssystemet bör således inte innehålla någon tvingande allokering till inhemskt riskkapital. I den mån svenskt näringsliv

tillgång till riskvilligt kapital behöver stärkas bör detta tillgodoses med dedikerade satsningar utanför pensionssystemet.

Utredningens grund för dessa slutsatser redovisas i avsnitten nedan.

12.2.1 Den globala riskkapitalmarknaden

Den globala marknaden för indirekta riskkapitalinvesteringar (dvs. via riskkapital-fonder), här definierad som buyout (investeringar i mogna noterade bolag) samt venture capital (investeringar i bolag i tidigare fas), omfattar uppemot 2000 förvaltare som under åren 2006–2010 erhöll omkring 8 000 miljarder kronor i investeringsåtaganden (Prequin, 2012).²

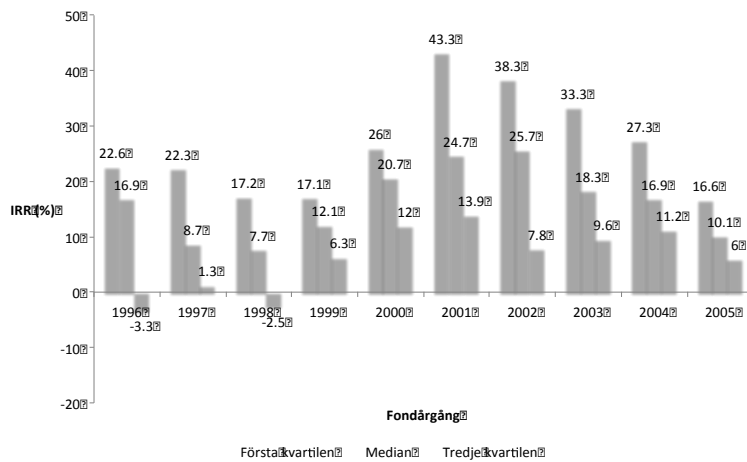
Buyout-delen av marknaden omfattar omkring 40 procent av antalet förvaltare men står för hela 80 procent av det förvaltade kapitalet.

Som framgår av grafen nedan har buyout-avkastningen historiskt varit attraktiv överlag, dock med en mycket stor spridning mellan de bäst och de sämst presterande fonderna. Just denna spridning om i storleksordningen 15–20 procentenheter i årlig avkastning utgör grunden för hur en institutionell investerare kan skapa värde genom förvaltarutvärdering och förvaltarval. Möjligheten att ha ett tillräckligt stort universum att välja inom är självfallet en mycket viktig framgångsfaktor.

Ett snarlikt resonemang utgör grunden för investeringar i venture capital, med den skillnaden att förvaltarvalet här är än mer kritiskt då detta tillgångsslag som helhet endast lyckat skapa en medioker avkastning sedan IT-kraschen i början av 2000 talet. Tilläggas bör också att det inom venture capital, till skillnad från i buyout, visat sig vara betydligt svårare för europeiska aktörer att åstadkomma god avkastning, ett faktum som lett till att många investerare helt avstår från investeringar i europeisk venture.

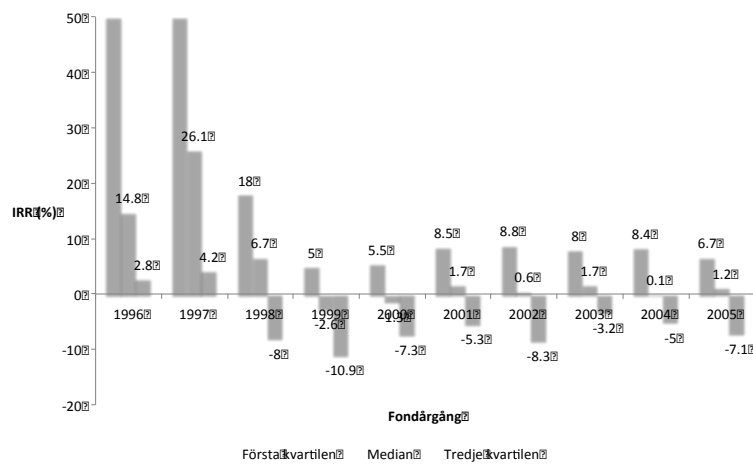
² Prequin är en av de ledande internationella dataleverantörerna avseende private equity-förvaltning.

Diagram 12.1 Buyout-avkastning



Källa: 2012 Preqin Global Private Equity Report

Diagram 12.2 Venture Capital-avkastning



Källa: 2012 Preqin Global Private Equity Report

12.2.2 Riskkapitalmarknaden i Sverige

Den svenska marknaden för indirekta riskkapitalinvesteringar består av ett 20-tal aktörer som under åren 2006–2010 erhöll omkring 220 miljarder i investeringsåtaganden enligt statistik från Svenska Riskkapitalföreningen (SVCA, 2011).³

Buyout-delen av marknaden omfattar omkring hälften av antalet aktiva förvaltare men stod för över 90 procent av det restade kapitalet, av vilket drygt fyra femtedelar gick till de fyra i särklass största aktörerna: Altor, EQT, IK Investment Partners och Nordic Capital.

Den svenska buyout-marknaden har gott rykte internationellt och flera av förvaltarna kan uppvisa en hög avkastning över lång tid.

Sverige kan dock, i linje med övriga Europa, inte visa upp samma framgångar inom venture capital. Svensk venture har, enligt industriexpertis, som helhet historiskt levererat en svag avkastning. Det finns endast ett fåtal aktörer som håller internationell klass och även dessa får det svårt i en jämförelse med de bästa internationella aktörerna.

12.2.3 Direktinvesteringar i en institutionell miljö

Utöver investeringar som görs indirekt via private equity-fonder består riskkapitalmarknaden även av institutionella, industriella och privata investerares placeringar direkt i onoterade bolag. Här är dock viktigt att skilja på så kallade direktinvesteringar, där investeraren själv strukturerar och exekverar affären samt tar en aktiv roll i ägarstyrningen av bolaget, och så kallade co-investeringar som är en passiv placering parallellt med en riskkapitalfond.

Co-investeringar

Co-investeringar, eller saminvesteringar, ska egentligen hänföras till kategorin indirekta investeringar, då den egentliga enda skillnaden mot att investera via fonden i fråga är att placeringen är avgiftsfri. Det följer att en co-investeringsstrategi ställer betydligt mindre krav på investeringsorganisationen då investeringsproces-

³ Svenska Riskkapitalföreningens årliga sammanställning av svensk riskkapitalverksamhet. www.svca.se

sen i stort går ut på att verifiera det arbete som förvaltaren redan gjort, en förvaltare vars omdöme och kvalitet organisationen normalt redan har stort förtroende för i och med att man redan har investerat i förvaltarens fond⁴. När väl affären är gjord ställs inga krav på styrelsearbete då allt ansvar per definition ligger hos förvaltaren. Framgångsrika co-investeringar förutsätter således inte en direktinvesteringsorganisation. Snarare får en sådan av hög kvalitet anses vara överkvalificerad för uppgiften.

Co-investeringar är en vanligt förekommande del av institutionella investerares private equity-strategier, emedan direkt-investeringar är betydligt mindre vanligt⁵. Listan på inom private equity-industrin välkända institutioner vars verksamhet omfattar co-investeringar men ej direktinvesteringar är lång och inkluderar bland annat⁶ Alpinvest, ATP, CalPERS, CalSTRS, MN Services, PGGM, Texas Teachers och USS.

Direktinvesteringar

Några av de mest aktiva institutionerna inom direktinvesteringar är kanadensiska CPP, PSP, Ontario Teachers och Alberta Investment Management. Flera av dessa institutioners direktinvesteringsprogram tenderar dock att vara mera fokuserade inom infrastruktur-investeringar snarare än traditionell private equity.

När en institutionell investerare ägnar sig åt direktinvesteringar handlar det i praktiken om att ett försök att konkurrera med de fondförvaltare som verkar på marknaden. Institutionens förmodat viktigaste och ofta enda konkurrensfördel är här avsaknaden av avgifter och vinstdelning, vilket för en normalavkastande fond handlar om i storleksordningen 5 procentenheter av investerat kapital årligen. Detta kan tyckas utgöra ett väsentligt försprång men är i praktiken tämligen blygsamt när det ställs mot den stora spridning som riskkapitalavkastningar uppvisar. En bra riskkapitalförvaltare överträffar en medelmåttig sådan med råge även om den senare inte belastas med avgifter. Samtidigt är risken väsentlig – en

⁴ Det är ej vanligt förekommande att institutioner bjuds in till en co-investering utan att redan vara investerare i den aktuella fonden.

⁵ Källa: Intervjuer med representanter för ledande internationella förvaltare med god kännedom om investeraruniversum i private equity

⁶ Till denna lista kan läggas de stora investerarna State of Oregon, State of New York och State of Oregon som dock helt eller delvis har valt att outsourca co-investeringar till tredjepartsförvaltare.

enda dålig riskkapitalinvestering raderar lätt många års avgiftsbesparingar.

Vidare står själva konceptet att en genomsnittlig institutionell investerare, med relativt begränsat löneutrymme och utan större möjligheter för rörlig ersättning, bygger upp en intern direktinvesteringsorganisation i tydlig konflikt med de höga krav på track record, organisationskvalitet, företagskultur, intresseparallellitet och kontinuitet som den institutionella marknaden ställer på de externa förvaltare med vilka fondinvesteringar görs. Få institutionella organisationer skulle tas sig genom det nålsöga som dessa utvärderingskrav utgör.

Det är ont om exempel på långsiktigt framgångsrika direktinvesteringssatsningar i den institutionella världen och som framgår med all tydlighet i följande avsnitt är Sjätte AP-fondens resultat på detta område inget undantag, snarare ett varnande exempel.

12.3 Sjätte AP-fondens direktinvesteringsverksamhet

Utredningens bedömning: Sjätte AP-fondens svaga avkastningshistorik visar att direktinvesteringsverksamhet i en institutionell miljö är högst vanskligt. Private equity-investeringar är ett komplicerat hantverk där framgångsrecepten är mycket svåra att replikera, vilket också förklarar den höga ersättning som etablerade och erfarna institutioner sedan lång tid tillbaka är beredda att acceptera för private equity förvaltare.

Förutsättningar för att bygga upp en framgångsrik direktinvesteringsverksamhet inom ramen för det svenska buffertfondsystemet är ytterst små. Önskad riskkapitalexponering uppnås på ett bättre sätt uteslutande via fond- och co-investeringar

Sjätte AP-fondens har gjort direktinvesteringar sedan grundandet 1996. Utöver en analys av de investeringar som gjorts sedan dess finns dock anledning att även belysa investeringsresultaten avseende perioderna före respektive efter IT-kraschen, samt att skilja på investeringar i mogna bolag (buyouts) respektive de investeringar som fonden själv benämner ”expansionsbolag”, vilket i stort är liktidigt med venture capital-investeringar.

Vidare är det relevant att reflektera över vad som utgör en lämplig jämförelsebas. Utredningen har valt att dels använda ett

absolutavkastningsperspektiv och dels ett relativperspektiv där resultatet jämförs med om motsvarande investeringar istället hade gjorts i svensk börsindex.^{7,8}

Det bör även noteras att enligt en studie från Svenska Riskkapitalföreningen åstadkom de största svenska buyout-fonderna en årlig nettoavkastning (IRR) på omkring 18 procent årligen under de år som analysen avser.

Följande definitioner används i analysen nedan.

- $\text{Vinst} = \text{Totalt orealiserat och realiserat värde} - \text{anskaffningskostnaden}$
- $\text{Totalavkastning} = \text{Vinst} / \text{anskaffningskostnaden}$
- $\text{Bruttomultipl} = \text{Totalt orealiserat och realiserat värde} / \text{anskaffningskostnad}$
- $\text{Överavkastning} = \text{Skillnad i vinst mellan Sjätte AP-fondens investeringar och ekvivalenta investeringar i börsindex, dividerat med anskaffningskostnaden.}$

12.3.1 Direktinvesteringsverksamheten 1996–2011

Sedan 1996 har Sjätte AP-fonden investerat 15,8 miljarder kronor i 148 direktinvesteringar. Det totala värdet av dessa investeringar uppgick vid årsskiftet 2011/2012 till 18,6 miljarder kronor, motsvarande en vinst om 2,7 miljarder kronor och en bruttomultipl om 1,18. Överavkastningen gentemot börsen uppgick till -3,0 procent.⁹ Investeringsresultatet skulle således varit omkring 480 miljoner kronor bättre om investeringar i stället gjorts i svenskt börsindex. En jämförelse med Nordix All-Share Portfolio Index visar dock istället på en överavkastning om 2,4 procent. En avkastning ungefär i linje med börsen kan således sägas sammanfatta direktinvesteringsverksamhetens resultat de senaste 15 åren.

⁷ Sjätte AP-fonden använder i sina egna analyser SHB Nordix All-Share Portfolio Index. Utredningen har dock valt att använda ett svenskt index då detta bättre speglar det faktum att så gott som samtliga direktinvesteringar gjorts i svenska bolag. Användningen av ett Nordiskt index leder till en något mer positiv bild av verksamheten men ändrar inga slutsatser. En tabell där de mest centrala jämförelserna presenteras även med det nordiska indexet återfinns i appendix.

⁸ För varje investering skapas en hypotetisk placering vid samma tidpunkt i indexet MSCI Sverige med återinvesterade utdelningar. Denna placering antas säljas samtidigt som den aktuella investeringen avyttras, alternativt 31/12 2011 om den ännu är orealiserad.

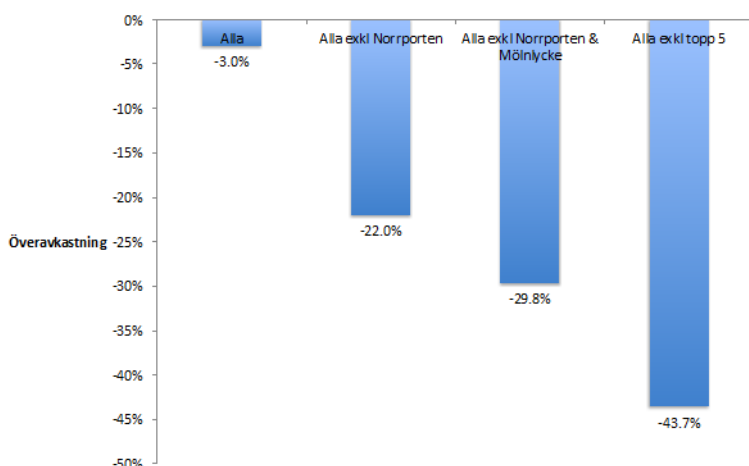
⁹ Dvs. förlusten relativt ekvivalenta investeringar i svenskt börsindex uppgår till 3 procent av anskaffningskostnaden

Utöver dessa mått är det också högst relevant att ta hänsyn till risknivån i de placeringar som gjorts. Ett bland institutionella riskkapitalinvesterare etablerat angreppssätt för detta är att beakta hur stor andel av investeringarna som har gått med förlust samt hur beroende totalresultatet är av enskilda väldigt framgångsrika affärer. Ett investeringsresultat som kännetecknas av många förlustaffärer och stort beroende av ett litet fåtal bra affärer ses som ett tydligt tecken på en hög risknivå, medan samma avkastning som åstadkommits med mindre variabilitet i de enskilda affärerna är ett tecken på en lägre risknivå¹⁰.

Med detta mått är Sjätte AP-fondens direktinvesteringsverksamhet avsevärt mer riskfylld än placeringar på börsen. Av de 148 affärerna har två tredjedelar, motsvarande halva anskaffningsvärdet, avyttrats till förlust eller är värderade till under anskaffningskostnaden¹¹. Detta kan jämföras med att om likvärdiga placeringar i stället gjorts i börsindex skulle endast 23 procent av dessa ha gått med förlust. Vidare är investeringsresultatet extremt beroende av ett fåtal framgångsrika transaktioner. Som framgår av grafen nedan är överavkastningen så låg som -22 procent om bara en transaktion (Norrporten) elimineras och går ner till -44 procent om de fem bästa affärerna exkluderas. Detta innebär att övriga 147, respektive 143, affärer kostat pensionsspararna 2,9 respektive 5,3 miljarder kronor relativt om kapitalet istället placerats på den svenska börsen.

¹⁰ Detta kan jämföras med att ett lotteri där tre av fyra lotter ger en blygsam vinst är mindre riskfyllt än ett med samma vinstsumma men endast en vinnarlott.

¹¹ I denna och efterföljande analyser av detta slag har endast beaktats värderingar och avyttringsvärden som understigit anskaffningskostnaden med mer än 5 procent.

Diagram 12.3 Överavkastningens beroende av enskilda affärer¹²

Källa: Sjätte AP-fonden och utredningens analys.

Direktinvesteringsverksamheten som helhet har således visserligen levererat en blygsam positiv absolut avkastning men har ej överavkastat relativt svenskt börsindex. Med hänsyn till risknivån är resultatet anmärkningsvärt svagt.

Det svaga resultatet kan till stor del tillskrivas investeringar i expansionsbolag. Förlusterna inom detta segment, till vilket 52 procent av kapital allokaterats, motsvarar 48 procent av anskaffningskostnaden eller 4,3 miljarder kronor (motsvarande exempelvis hela Industrifondens kapitalbas). Överavkastningen mot svenska börsen motsvarar – 61 procent¹³ eller en förlust om 5,1 miljarder kronor.

Under Sjätte AP-fondens livstid har över 700 enskilda kapitaltillskott eller nyinvesteringar överstigande en miljon kronor gått till fondens expansionsbolag. Det får antas att varje enskild investering av denna storlek har föregåtts av ett aktivt investeringsbeslut. Utredningen noterar dock att hela nio av tio av dessa investeringar gått till bolag som sedermera avyttrats med förlust eller nu är värderade under anskaffningskostnaden. Samma iögonfallande brist på träffsäkerhet observeras även för de 340 kapitaltillskott överstigande 5 miljoner kronor och de drygt 200 överstigande 10 miljoner kronor som expansionsbolagsverksamheten omfattat.

¹² Överavkastning relativt MSCI Sweden Gross Index.

¹³ Dvs. förlusten relativt ekvivalenta investeringar i svenskt börsindex uppgår till 61 procent av anskaffningskostnaden

Under 2011 beslutade Sjätte AP-fondens styrelse att direktinvesteringar i expansionsbolag fortsättningsvis ska göras enbart indirekt via fonder. Tidigare styrelse hade dessförinnan under 2009 beslutat om en utvärdering av investeringsverksamheten avseende detta segment.

12.3.2 Direktinvesteringsverksamheten 2002–2011

Det finns anledning att belysa även investeringsverksamhetens resultat under perioden 2002–2011, då denna period dels exkluderar IT-kraschen och dels inleddes med en ny målformulering och en större strategirevidering. Framförallt får dock de 10 senaste åren anses vara en tillräckligt lång period för att i sig motivera en utvärdering så att eventuella gamla synder eller framgångar inte tillåts otillbörligen påverka slutsatserna¹⁴.

Sedan 2002 har Sjätte AP-fonden gjort 63 direktinvesteringar om totalt 8,7 miljarder kronor. Det totala värdet av dessa investeringar uppgick vid årsskiftet 2011/2012 till 6,2 miljarder kronor, motsvarande en förlust om 2,5 miljarder kronor och en bruttomultipel om 0,71. Överavkastningen gentemot börsen uppgick till -49 procent.¹⁵ Totalavkastningen skulle således varit omkring 4,3 miljarder kronor högre om investeringar i stället gjorts i svenskt börsindex. 68 procent av affärerna, motsvarande 55 procent av anskaffningsvärdet, har avyttrats till förlust eller är värderade till under anskaffningskostnaden. Detta kan jämföras med att om likvärdiga placeringar i stället gjorts i börsindex skulle endast 18 procent av dessa ha gått med förlust. Sjätte AP-fondens strategi har under denna period varit avsevärt mer riskfylld än börsindex.¹⁶

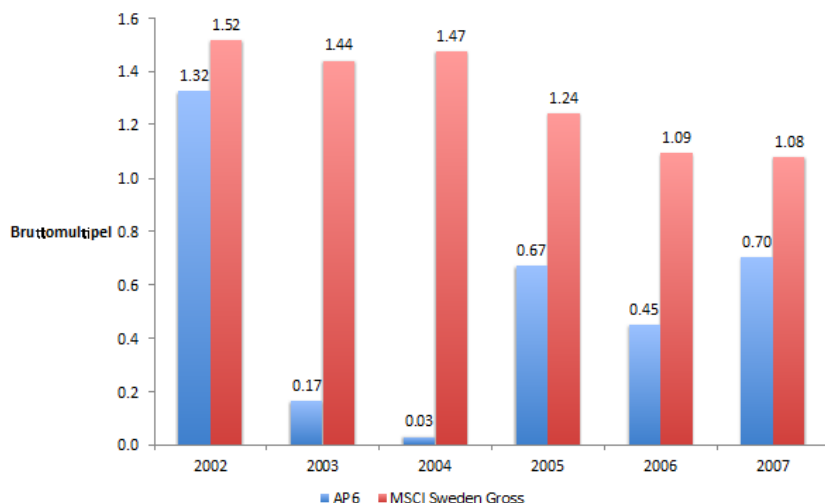
Vidare har, som framgår av grafen nedan, endast ett av de enskilda årens investeringar 2002–2007¹⁷ hittills åstadkommit ett positivt resultat och samtliga år uppvisar väsentligt sämre resultat än om motsvarande belopp investerats på börsen.

¹⁴ Detta är för övrigt ett standardförfarande inom institutionell fondförvaltning.

¹⁵ Dvs. förlusten relativt ekvivalenta investeringar i svenskt börsindex uppgår till 49 procent av anskaffningskostnaden.

¹⁶ Ställt mot SHB Nordix All-Share Portfolio Index blir överavkastningen -38 procent motsvarande 3,4 miljarder kronor.

¹⁷ Senare investeringsårgångar bedöms vara för tidigt att bedöma. De 7 investeringar från perioden 2008–2011 som är avyttrade har dock åstadkommit en bruttomultipel om 0,20. De 10 realiserade investeringarna uppvisar en bruttomultipel om 0,53.

Diagram 12.4 Bruttomultipljämförelse¹⁸ för enskilda investeringsår

Källa: Sjätte AP-fonden, MSCI Sweden och utredningens analys.

De senaste tio årens direktinvesteringar uppvisar således ett mycket nedslående resultat med kraftigt negativ absolutavkastning och en ännu sämre relativavkastning, samtidigt som detta resultat inte kan tillskrivas enskilda investeringsår utan snarare är en följd av tio års konsekvent underprestation. Det tål att tilläggas att detta avser resultatet före kostnader och att den absoluta merparten av Sjätte AP-fondens interna kostnader om 1,3 miljarder kronor de senaste 10 åren torde kunna påföras detta verksamhetsområde.

12.3.3 Direktinvesteringar i mogna bolag

Sjätte AP-fondens styrelse beslutade år 2011 att direktinvesteringar fortsättningsvis endast skulle göras i mogna bolag. Det är sålunda lämpligt att även analysera detta investeringsområde separat¹⁹.

Sedan år 1998 har Sjätte AP-fonden investerat 7,6 miljarder kronor i 30 direktinvesteringar i mogna bolag. Det totala värdet av dessa investeringar uppgick vid årsskiftet 2011/2012 till 14,3 mil-

¹⁸ Bruttomultipl för AP6 avser totalt realiserat och orealiserat värde dividerat med anskaffningskostnad. Bruttomultipl för MSCI Sweden Gross avser motsvarande kvot för ekvivalenta investeringar, dvs. med samma anskaffnings och avyttringstidpunkt, i svenskt börsindex med återinvesterade utdelningar.

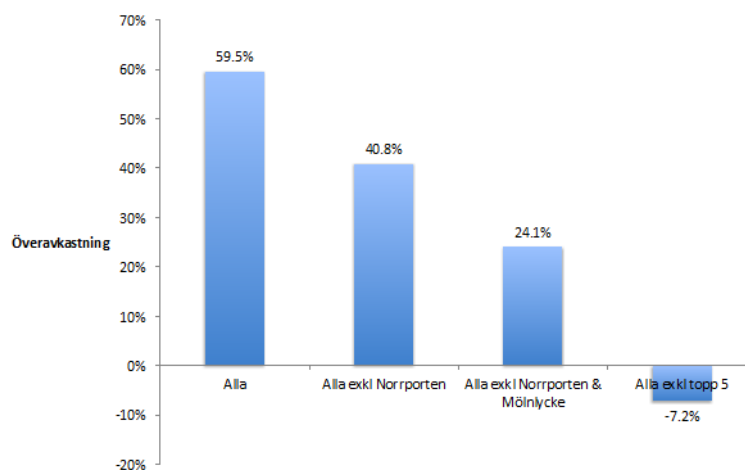
¹⁹ Investeringsresultatet avseende expansionsbolag återfinns i avsnitt 12.3.1.

jarder kronor, motsvarande en vinst på 6,7 miljarder kronor och en bruttomultipl om 1,88. Överavkastningen gentemot börsen uppgick till 60 procent²⁰. Totalavkastningen är således omkring 4,5 miljarder kronor högre tack vare denna delmängd av investeringsverksamheten än om investeringar istället gjorts i börsindex.

Direktinvesteringsverksamheten i mogna bolag har således i sin helhet varit framgångsrik både ur ett absolutavkastnings- och relativperspektiv.

Som framgår av grafen försvinner dock överavkastningen helt och hållet om de fem bästa affärerna tas bort.

Diagram 12.5 Överavkastningens beroende av enskilda affärer



Källa: Sjätte AP-fonden, MSCI Sweden och utredningens analys.

Det vore förstås inte nödvändigtvis rättvist att utvärdera en investeringsorganisation utifrån dess resultat när den sjättedel av investeringarna som gått allra bäst exkluderats. Det är dock relevant att notera följande:

- En av affärerna, Norrporten, är ett fastighetsbolag, dvs. långt ifrån vad som normalt åsyftas med termen riskkapitalinvestering²¹.

²⁰ Dvs. vinsten relativt ekvivalenta investeringar i svenskt börsindex uppgår till 60 procent av anskaffningskostnaden

²¹ Sjätte AP-fonden har tidigare motiverat denna investering med att den syftar till att generera ett stabilt kassaflöde och minska risknivån i portföljen.

- De övriga fyra, Mölnlycke, Lindab, Nordisk Renting och Essex är alla saminvesteringar med framgångsrika buyout-förvaltare såsom Nordic Capital och Ratos. Utan att förringa Sjätte AP-fondens investeringsurval kan det mycket goda investeringsresultatet för affärerna i stor utsträckning tillskrivas dessa aktörer.
- Samtliga fem investeringar gjordes för mer än tio år sedan. Därefter har inga nya saminvesteringar av det slag som de fyra senare affärerna representerar skett.

Det följer av ovanstående att en vidare belysning av direktinvesteringsverksamheten avseende mogna bolag de senaste tio åren är motiverad.²²

12.3.4 Direktinvesteringar i mogna bolag 2002–2011

Sedan 2002 har Sjätte AP-fonden investerat 3,7 miljarder kronor i 18 direktinvesteringar i mogna bolag. Det totala värdet av dessa investeringar uppgick vid årsskiftet 2011/2012 till 4,0 miljarder kronor, motsvarande en vinst på 340 miljoner kronor och en bruttomultiplikation om 1,09²³.

Överavkastningen gentemot börsen uppgick till -13 procent²⁴. Totalavkastningen är således omkring 480 miljoner kronor lägre på grund av denna delmängd av investeringsverksamheten än om investeringar istället gjorts i svenskt börsindex²⁵.

I grafen nedan presenteras den genomsnittliga årliga avkastningen (IRR) för rullande fyraårsperioder, vilket underlättar en jämförelse mellan Sjätte AP-fondens direktinvesteringsverksamhet avseende mogna bolag och kommersiella buyout-förvaltare då dessa i allmänhet investerar sitt kapital över tre eller fyra år. Fonden uppvisar här årliga bruttoavkastningar på mellan -21 procent och 2 procent beroende på vilken period som analyseras. Motsvarande för de fyra stora nordiska buyoutaktörerna uppgår enligt industriexpertis till mellan 20 och 40 procent och enligt Svenska Riskkapital-

²² Motsvarande analys för expansionsbolag visar på ett resultat i linje med vad som presenteras avseende 1996–2011 i avsnitt 12.3.1.

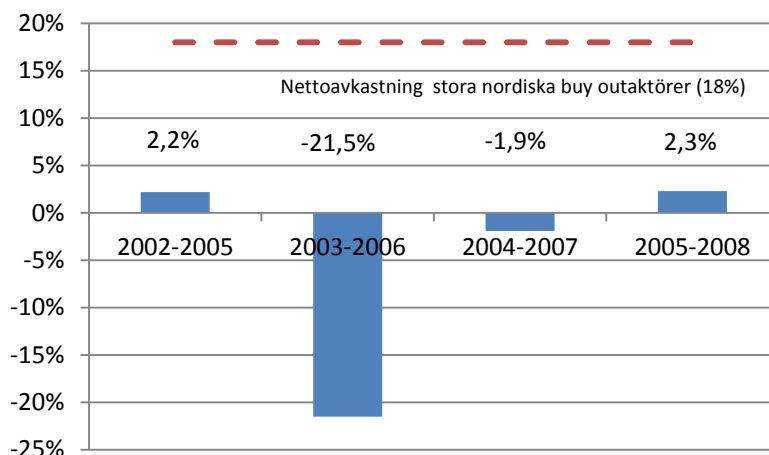
²³ Åtta av de 18 investeringarna hade vid årsskiftet 2011/2012 avyttrats till en bruttomultiplikation om 0,56x.

²⁴ Dvs. förlusten relativt ekvivalenta investeringar i svenskt börsindex uppgår till 13 procent av anskaffningskostnaden.

²⁵ Relativt SHB Nordix All-Share Portfolio Index är överavkastningen -2 procent.

föreningen uppgår den årliga nettoavkastningen för de stora nordiska riskkapitalfonderna aggregerat till 18 procent konsekvent över dessa investeringsårgångar. Det bör noteras att jämförelsen i grafen nedan görs till Sjätte AP-fondens fördel då dess kostnader ej inkluderats i avkastningstalen vilket är fallet för buyout-fonderna.

Diagram 12.6 IRR för rullande fyraårsperioder



Källa: Sjätte AP-fonden, utredningens analys.

Sjätte AP-fondens buyout-investeringar de senaste 10 åren har således kraftigt underpresterat relativt de kommersiella aktörernas investeringar på den nordiska marknaden. Utredningen noterar att Buffertfondssystemet skulle erhållit ett resultat, efter avgifter och vinstdelning, flera storleksordningar större än det Sjätte AP-fonden åstadkommit i denna likvärdiga del av verksamheten om man helt sonika, och utan förvaltarvalsansats, placerat kapitalet hos de fyra största nordiska buyout-aktörerna istället, en strategi som fonden tveklöst hade kunnat exekvera utan större utmaning vad gäller så kallad access²⁶. Enligt industriexpertis skulle även en bredare ansats avseende investeringar i samtliga etablerade nordiska buyout-förvaltare av någon storlek gett en nettoavkastning som vida överstiger Sjätte AP-fondens. Motsvarande nedslående slutsats erhålls om en jämförelse istället görs med nettoavkastningen för buyout-fonder globalt²⁷. Sjätte AP-fondens direktinvesteringsverksamhet

²⁶ Med detta avses det faktum att det kan vara svårt för investerare att få tillgång till eftertraktade fonder.

²⁷ Buyoutavkastning enligt Preqin Global Private Equity 2012.

avseende mogna bolag uppvisar då under samtliga rullande fyraårsperioder ovan ett resultat som med god marginal ligger i den fjärde kvartilen, detta innan det belastats med förvaltningskostnader.

12.3.5 Utredningens bedömning avseende Sjätte AP-fondens direktinvesteringsverksamhet

Avseende Sjätte AP-fondens direktinvesteringsverksamhet bedömer utredningen såsom beskrivits ovan att resultatet är anmärkningsvärt svagt när hänsyn tas till risknivån. Till detta ska läggas att vi talar om en verksamhet som rimligen ska tillskrivas merparten av Sjätte AP-fondens interna kostnader som de senaste 10 åren uppgått till 1,3 miljarder kronor. Visserligen har fonden nu upphört med direktinvesteringar i det problematiska området expansionsbolag, men det kan noteras att just detta segment de senaste 10 åren har stått för mer än 70 procent av alla investeringar och närmare 60 procent av allt investerat kapital inom denna verksamhetsgren. Det är således ingen marginalföreteelse utan snarare kärnverksamheten som styrelsen 2011 beslutade att avveckla.

Vad gäller den fortsatta inriktningen på direktinvesteringsverksamheten är utredningen högst tveksam till användandet av hela det historiska avkastningsresultatet inom mogna bolag (eller att exempelvis som i årsredovisningen även inkludera fondinvesteringar) vid en framåtsyftande utvärdering. En mer nyanserad analys av investeringsresultatet visar att det är helt beroende av ett litet fåtal investeringar som gjordes för mer än tio år sedan och vars motsvarighet, såväl i termer av avkastning som saminvesteringsnatur, direktinvesteringsverksamheten man ej lyckats återskapa sedan dess.

Sett över de senaste tio åren, en enligt utredningen mer relevant utvärderingsperiod, har verksamheten ej lyckats slå börsindex, och underavkastat kraftigt relativt såväl den nordiska som den globala buyout-marknaden, även efter avgifter och vinstdelning.

Sammanfattningsvis är Sjätte AP-fondens avkastningshistorik ett exempel på att direktinvesteringsverksamhet i en institutionell miljö kan vara högst vanskligt. Private equity-investeringar är ett komplicerat hantverk där det finns många möjligheter att gå fel och där framgångsrecepten är mycket svåra att replikera, vilket också förklarar den höga ersättning som etablerade och erfarna institutioner sedan lång tid tillbaka är beredda att acceptera för private

equity förvaltare. Förutsättningar för att bygga upp en framgångsrik direktinvesteringsverksamhet inom ramen för det svenska buffertfondsystemet är små. Önskad riskkapitalexponering uppnås på ett bättre sätt via fond- och co-investeringar

I den mån en sådan direktinvesteringsverksamhet ändå förekommer i det framtida Buffertfondsystemet så är det utredningens rekommendation att Sjätte AP-fonden inte bör utgöra grunden för denna, givet det anmärkningsvärt svaga historiska resultatet.

12.4 Förutsättningar för framgång med nuvarande placeringsregler

Såsom argumenteras för ovan anser utredningen att direktinvesteringar i riskkapitalmarknaden inte bör ingå i som en del av det framtida buffertfondsystemet. Det återstår således att kritiskt granska de möjligheter som fondinvesteringar erbjuder för en investerare av Sjätte AP-fondens storlek.

Då det kan antas att syftet med en organisation på 30 personer och interna kostnader om 120 miljoner kronor om året inte är att fördela ut kapital och co-investeringar på de fyra stora internationellt etablerade svenska buyout-aktörerna (något som övriga delar av buffertfondsystemet skulle kunna hantera utan resurstillskott) kan det fondinvesteringsuniversum som nuvarande placeringsregler hänvisar till, utöver den mindre del av kapitalet som i praktiken kan investeras utomlands, sägas vara de drygt 20 något mindre riskkapitalaktörer som den svenska marknaden tillhandahåller.

Totalt rör sig detta om ett marknadssegment som under 2006–2010 attraherade omkring 60 miljarder kronor i externa investeringsåtaganden enligt Svenska Riskkapitalförbundet. Detta kan jämföras med Sjätte AP-fondens förvaltade kapital om i storleksordningen 20 miljarder kronor. Det följer att den svenska riskkapitalfondmarknaden, när de fyra stora aktörerna exkluderas, är alltför liten för en fond av denna storlek att fokusera på²⁸. Denna slutsats ändras ej substantiellt av att marknadsdefinitionen utvidgas till att även inkludera nordiska fonder.

Vidare kan fondens nuvarande svenska investeringsuniversum om ett tjugor aktörer jämföras med de över tusen förvaltare som ett

²⁸ Detta verifieras i någon mån av det faktum att hela 40 procent av fondinvesteringsskapitalet de senaste 10 åren placerats med Nordic Capital och EQT, de två allra största aktörerna på marknaden.

globalt investeringsmandat skulle medföra. Det ter sig vara självklart att ett bredare mandat skulle öka sannolikheten för överavkastning substantiellt. De problem som den geografiska restriktionen medför har för övrigt påtalats under en längre tid, senast i McKinseys utredning från 2010.

Slutligen bör noteras att svensk venture capital långt ifrån är en självklar komponent i en riskkapitalportfölj med globalt mandat och tillhör snarare undantaget i den institutionella investerarvärlden.

Placeringsregler som i praktiken gör sådana investeringar tvingande i någon större utsträckning kan på goda grunder anses vara skadligt för pensionssystemet, oavsett effekt på den svenska riskkapitalförsörjningen.

12.5 Implikationer för riskkapitalförsörjningen

Utredningens bedömning: En avveckling av Sjätte AP-fonden skulle, allt annat lika, innebära att en relativt stor kapitalkälla som till övervägande del är dedikerad till svenskt riskkapital försvinner. Därmed kommer branschens beroende av utländskt kapital öka samtidigt som, allt annat lika, de aktörer som ej är konkurrenskraftiga internationellt, och de bolag som andra riskkapitalaktörer ej vill investera i, förlorar en viktig finansiär. Detta ur ett perspektiv där tillgången till statligt riskkapital uppfattas som jämförelsevis god

Vad gäller de bolag som i avsaknad av Sjätte AP-fondens verksamhet skulle bli utan finansiering får just detta faktum ses som indikativt för investeringarnas attraktivitet för pensions-spararna.

Enligt kommittédirektivet ska eventuella konsekvenser för den svenska riskkapitalförsörjningen av förändrade placeringsregler analyseras.

Inledningsvis vill utredningen peka på att en utredning från 2011 som gjordes av McKinsey på uppdrag av Näringsdepartementet noterade att det, även utan hänsyn till Sjätte AP-fondens verksamhet, fanns jämförelsevis gott om statligt riskkapital i Sverige men att relativt sett mindre kapital är allokerat till de tidigaste tillväxt-

faserna (McKinsey, 2011). Statligt riskkapital uppgick enligt denna utredning till totalt²⁹ 17 miljarder kronor.

Under perioden 2006–2010³⁰ uppgick Sjätte AP-fondens investeringar i expansionsbolag och nya åtaganden till svenska venture-capital fonder till 5 miljarder kronor. Under samma period reste de svenska venture-capital aktörerna enligt Svenska Riskkapitalföreningen 14 miljarder kronor i nytt fondkapital.

Vidare uppgick fondens investeringar i mogna bolag och nya åtaganden till svenska buyout-fonder under denna period till 7,7 miljarder kronor, emedan de svenska buyout-fondernas totala fondkapitalanskaffning uppgick till omkring 220 miljarder kronor.

Om de fyra stora buyout-aktörerna exkluderas från denna jämförelse uppgår Sjätte AP-fondens investeringar avseende mogna bolag till 5,2 miljarder kronor, vilket kan ställas mot en fondkapitalanskaffning om 43 miljarder kronor.

Sjätte AP-fondens bidrag till svensk riskkapitalförsörjning är således för närvarande, med dessa mått, väsentlig såväl avseende mogna bolag som bolag i tidigare faser. Vad gäller det senare segmentet återstår dock att se vad följderna blir av beslutet att avveckla direktinvesteringsverksamheten avseende expansionsbolag. Såvida inte motsvarande åtaganden görs i svenska venture capital-fonder, något som utredningen inte ser som en självklarhet givet styrelsens förtydligande av Sjätte AP-fondens målformulering till att ej ta näringspolitiska hänsyn samt svensk venture-industris svaga historiska avkastning, kommer fondens bidrag till riskkapitalförsörjningen avseende svenska bolag i tidig fas att minska även om ingen förändring av buffertfondsystemets placeringsramverk och struktur genomförs.

Vidare skulle nettoeffekten för svenska riskkapitalfonder av en avveckling av Sjätte AP-fonden bero på i vilken utsträckning det därmed uteblivna kapitalet skulle ersättas av utländskt sådant. Åtminstone vad gäller svensk buyout, med undantag för de allra minsta aktörerna,³¹ är enligt industriexpertis detta segment väl etablerat internationellt och Sjätte AP-fonden står som mest för omkring 10 procent av kapitalet i enskilda fonder. Avseende de minsta svenska buyout-aktörerna noterar Utredningen att Sjätte AP-fonden endast har ett sådant innehav, en investering om 20 miljoner euro som gjordes 2006. Nettoeffekten för svensk buyout-

²⁹ Dvs. inklusive kapital som inte allokerats till de tidigaste tillväxtfaserna.

³⁰ Denna period har valts då fondresningsdata för 2011 ej funnits tillgängligt.

³¹ Här avses förvaltare med under 2 miljarder kronor under förvaltning.

industri av en avveckling av Sjätte AP-fonden skulle således vara förhållandevis liten. Detsamma gäller den delmängd av svenska venture-aktörer som är konkurrenskraftiga ur ett internationellt perspektiv.

Likväl skulle en avveckling innebära att en förhållandevis stor kapitalkälla som till övervägande del är dedikerad till svenskt riskkapital försvinner. Därmed kommer branschens beroende av utländskt kapital öka samtidigt som, allt annat lika, de aktörer som ej är konkurrenskraftiga internationellt, och de bolag som andra riskkapitalaktörer ej vill investera i, förlorar en viktig finansiering.

Samtidigt får detta ses ur ett perspektiv där tillgången till statligt riskkapital, enligt McKinseys utredning ovan, uppfattas som jämförelsevis god och där det faktum att en negativ nettoeffekt skulle uppstå för vissa aktörer är ett tydligt tecken på att världens institutionella private equity-investerare, som annars är anmärkningsvärt aktiva på den svenska riskkapitalmarknaden, inte upplever att dessa förvaltare når upp till internationell standard. Vad gäller de bolag som i avsaknad av Sjätte AP-fondens verksamhet skulle bli utan finansiering får just detta faktum ses som indikativt för investeringarnas attraktivitet för pensionsspararna.

I den mån en ändring av Sjätte AP-fondens placeringsregler påverkar den svenska riskkapitalförsörjningen negativt så är detta ett utslag för att de nuvarande reglerna medfört en subventionering av riskkapitalnäringen på pensionssystemets bekostnad. Utredningen menar vidare att om en sådan subventionering anses önskvärd bör den ske utanför buffertfondssystemet.

13 Utredningens överväganden och förslag

13.1 Principer för utredningens förslag

I kapitel 5 identifierades ett antal frågeställningar och områden av särskild vikt för utredningen som relaterar till buffertkapitalets målsättning, styrning, organisation och placeringsregler. Målet med utredningens förslag är att hantera dessa områden för att skapa bättre förutsättningar för en effektiv styrning och förvaltning av buffertkapitalet till nytta för pensionssystemet. Nedan anges de principer som utredningen har för sina bedömningar och förslag.

13.1.1 Säkerställa oberoendet och självständigheten

Genom en tydlig huvudman för hela buffertkapitalet som har till uppgift att besluta om förvaltningens mål i termer av avkastning, risk och tidshorisont, säkerställs en självständig och oberoende förvaltning med enda syfte att vara till nytta för pensionssystemet. Huvudmannen ska vara den som värnar förvaltningens oberoende och självständig från regeringen och riksdag, samt säkerställer en oberoende investeringsverksamhet.

13.1.2 Förutsättningar för verkligt långsiktig kapitalförvaltning

Utredningen vill genom förslaget möjliggöra ett arbetssätt och skapa förutsättningar för en organisation och struktur som utnyttjar den viktigaste konkurrensfördelen som finns för ett pensionsreservsystem, nämligen att vara verkligt långsiktig i sin kapitalförvaltning. Detta sker genom att fokusera verksamheten på de långsiktiga målen och ett tydligare förhållningssätt till förutsättningarna för risktolerans och tidshorisont i relation till pensionssystemets krav

på avkastning. Utredningen föreslår inom ramen för sitt direktiv, en modell som väsentligt tonar ner kortsiktiga jämförelser och konkurrens mellan olika enheter, och betonar en intressegemenskap mellan buffertkapitalet, Pensionsmyndigheten och kapitalförvaltningen för att bättre säkerställa en robust och uthållig förvaltningen av buffertkapitalet, utifrån sin roll i pensionssystemet.

13.1.3 Tydlig roll för Pensionsmyndigheten

Förslaget från utredningen betonar vikten av ett utökat och strukturerat samarbete mellan förvaltningen av buffertkapitalet och Pensionsmyndigheten. Förslaget syftar till att skapa en stark koppling till pensionssystemets krav som det dominerade kriteriet för formulerandet av mål i termer av avkastning, risktolerans och tids-horisont. Utredningens förslag innebär en struktur som möjliggör en enhetlig och sammanhållen helhetssyn på buffertkapitalets roll och förutsättningar.

13.1.4 Tydlig separation mellan huvudmannaskap och kapitalförvaltningen

Huvudmannarollen måste särskiljas från kapitalförvaltningen. Utredningens förslag delar upp och klargör ansvarsfördelningen mellan huvudman och kapitalförvaltare, dvs vem som företräder nuvarande och framtida pensionärsers intresse och "äger" ansvaret för att sätta målet för förvaltningen, samt vem som operationaliserar dessa mål och hur de utvärderas.

13.1.5 Professionalisering av kapitalförvaltningen

Kapitalförvaltningen får en central roll i att implementera och operationalisera de långsiktiga målen för buffertkapitalet. Utredningen föreslår en förbättrad process för tillsättandet av styrelsen för kapitalförvaltningen, genom en tydligare kravprofil som fokuserar på kunskap och erfarenhet inom kapitalförvaltningsverksamhet. Genom uppdelningen av rollerna mellan huvudman och kapitalförvaltning, blir det ett tydligare fokus på att organisera en effektiv och relevant kapitalförvaltningsverksamhet för att utnyttja de stor-

drifts- och konkurrens fördelar som buffertkapitalet har, genom att säkerställa rätt kompetens och ändamålsenlig struktur

13.1.6 Ändamålsenligt ramverk för investeringsverksamheten

För att förvaltningen ska kunna uppnå målet med sitt uppdrag att förvalta fondmedlen på bästa sätt för pensionssystemet krävs också ett ramverk som ger rätt förutsättningar. De ekonomiska förutsättningarna och de finansiella marknaderna är i ständig förändring, det som varit bra och rätt de senaste åren behöver inte alls förbli så. Det är därför olämpligt att sätta kvantitativa restriktioner som inte följer med den ekonomiska utvecklingen.

13.2 Terminologi i den fortsatta framställningen

I de följande avsnitten redogör utredningen för bedömningar och förslag rörande förvaltningen av buffertkapitalet. Utredningen kommer i den fortsatta framställningen att benämna buffertkapitalet som pensionsreserven/pensionsreservsfonden för att tydliggöra kopplingen till pensionssystemet och kapitalets huvudsakliga roll att utgöra en reserv för framtida pensionsutbetalningar. Utredningen kommer vidare att föreslå att det skapas en särskild myndighet som ska ansvara för förvaltningen av pensionsreserven. Denna myndighet kommer att benämnas Pensionsreservsstyrelsen. Återigen för att markera samhörigheten till och roll i pensionssystemet.

13.3 Separation av förvaltningsorganisation och kapital

Utredningens förslag: Pensionsreserven bör betraktas som en eller flera fonder som Pensionsreservsstyrelsen satts att administrera och förvalta.

Pensionsreservsstyrelsen som administrerar och förvaltar fonderna förfogar inte över dem i vidare mån än som följer av lagen.

För närvarande används begreppet AP-fond som ett samlande begrepp för både fondkapitalet och myndigheten som förvaltar det.

Sammanblandningen innebär att både förvaltande myndighet och kapitalets roller är oklara (se avsnitt 7.3.3). Det är utredningens uppfattning att det är viktigt att skilja på rollen som huvudman från den operativa kapitalförvaltningen. Huvudmannens huvudsakliga uppgift blir att säkerställa att pensionsreserven får en relevant roll och förvaltas i relation till pensionssystemet. Pensionsreservstyrelsen får rollen att företräda "ägarintresset". Utredningen föreslår därför att kapitalet tydligare ges rollen av en fond eller flera fonder som ska täcka framtida utgifter. Fonder som i sin tur administreras och förvaltas av Pensionsreservstyrelsen. Myndigheten förfogar bara över fondkapitalet i den mån lagen så medger.

13.4 Uppdrag och mål

Utredningens förslag: I lagen ska det anges ett övergripande uppdrag till Pensionsreservstyrelsen.

Uppdraget ska formuleras på en övergripande nivå bland annat för att inte behöva ändras vid ändrade förutsättningar.

Utifrån det i lagen angivna uppdraget ska det fastställas ett mål som är kvantitativt, transparent och relaterat till en specifik tidshorisont för investeringsverksamheten.

Målet ska beslutas efter en genomgripande analys av pensionssystemets finansiella ställning och vilka förutsättningar som finns att uppnå avkastning på inestående kapital. Detta kräver ett utökat samarbete mellan Pensionsmyndigheten och den som beslutar om målen för investeringsverksamheten.

Målet ska omprövas vid behov dvs. vid förändringar av pensionssystemets finansiella ställning, marknadsförutsättningar eller andra påverkande omvärldsfaktorer. Normalt förutsätts att det genomförs en större översyn av målet vart tredje år. Den som beslutar om de närmare målen för förvaltningen (uttolkaren) ska vara skild från den som förvaltar (utföraren)

Målet ska utgöra riktmärket för utvärdering av investeringsverksamheten.

Tvådelat uppdrag

Fonderna har i dag ett tvådelat uppdrag, dels tillförs de varje månad inlutna pensionsavgifter och varje månad överför de medel till pensionsmyndigheten för utbetalning av pensioner, dels förvaltar fonderna inestående kapital. Den första delen av uppdraget är tämligen oproblematiskt och kräver inte något vidare övervägande. Den andra delen är dock mer problematiskt och i kapitel 6 belyses vilka problem som finns med den nuvarande formuleringen av målen för placeringsverksamheten i lagen. Avsnittet illustrerar att det finns ett behov av att tydligt särskilja vad som är förvaltningens övergripande uppdrag respektive mål för investeringsverksamheten. Vidare finns det skäl att överväga vilka hänsyn som ska tas när målen beslutas.

Uppdraget till fondförvaltningen

I dag anges i 4 kap. 1 § första stycket under rubriken mål för förvaltningen att fondmedlen ska förvaltas på sådant sätt att de blir till största möjliga nytta för försäkringen för inkomstgrundad ålderspension. Uppdragets formulering innebär att man vid förvaltningen av kapitlet inte ska ha näringspolitiska eller andra ekonomiskpolitiska mål.

Det övergripande uppdraget bör även fortsättningsvis komma till uttryck i lagen. I grunden är ju uppdraget enkelt uttryckt att bidra positivt till pensionssystemets finansiering genom att skapa avkastning på pensionsreserven. Detta sker genom en genomtänkt investeringsprocess och ett medvetet risktagande baserat på rätt kompetens och ändamålsenlig organisation.

I förvaltningen ska alltid eftersträvas högsta möjliga avkastning. För att premiereserven ska bidra positivt till pensionssystemet måste avkastningsmålet överstiga inkomstindex över en definierad tidshorisont.

Det som styr högsta möjliga avkastningen är den risk som en investerare är beredd att ta. Risker bestäms av olika faktorer knutna till pensionssystemet, såsom pensionssystemets finansiella ställning och demografisk utveckling. Avkastning och risk i absoluta tal är således något som kommer att förändras över tiden. Det går därför inte att ange några närmare krav på avkastning och acceptabel risk i författningstexten.

I nuvarande lag finns bland placeringsreglerna en lagfäst riskbegränsningsregel som anger att minst 30 procent av portföljen ska vara investerade i obligationer med hög likviditet och låg kreditrisk. Bestämmelsen är dock ett trubbigt verktyg för riskkontroll, som dock har fungerat väl den senaste tioårsperioden med sjunkande obligationsräntor och volatila aktiemarknader. Trots att det i efterhand kan konstateras att detta har fallit väl ut, så är det inte ett resultat av en genomtänkt och medvetet investeringsbeslut. Som restriktion i lagen har konsekvensen tvärtom varit en ökad polarisering av portföljrisker, sämre diversifiering och, i kombination med andra restriktioner i lagen, stor begränsning i möjligheterna att använda sig av modern och relevanta kapitalförvaltningsmetoder. I lagen ska det bara anges ett övergripande uppdrag till huvudmannen.

Mål för placeringsverksamheten

Riskenivån och avkastningsmål, dvs. mer konkreta mål för placeringsverksamheten bestäms i dag av fonderna själva utifrån lagens formulering och förarbetsuttalanden. Detta kan kortfattat sammanfattas som att utgångspunkterna vid arbetet att ta fram målen är att;

- innestående kapital är främst en buffert för pensionssystemet,
- risk definieras utifrån utgående pensioner,
- stor vikt bör läggas vid att undvika balansering, samt
- generationsneutralitet ska eftersträvas.

Komplexiteten i den avvägning som måste göras för att komma fram till ett mål för förvaltningen ska inte underskattas. I kapitel 6.4. belyses hur fonderna gjort olika bedömningar beträffande vad som är målet för förvaltningen. Problemet är dock att ingen har tagit ansvaret att slå fast vilket som är rätt mål utifrån pensionssystemets perspektiv. Respektive AP-fond har satt sina egna mål för respektive fond, men dessa mål har inte kontinuerligt utvärderats av regering eller riksdag i fråga om relevans och nytta för pensionssystemet. En problematik som kommer att minska när beslutet om mål för investeringsverksamheten flyttas till en självständig enhet med en dedikerad uppgift att besluta om ett gemensamt mål för förvaltningen av kapitalet. Trots denna förändring bedömer utredningen att det även finns skäl att se över vilka faktorer som ska vara bestämmande när målen beslutas.

Innestående medel är i första hand en buffert för pensionsystemet för att jämna ut demografiska svängningar så att avgifterna till systemet kan hållas konstanta över tiden. Pensionsreserven har byggts upp under de senaste femtio åren, men kommer nu under en period kontinuerligt att minska enligt Pensionsmyndighetens huvudscenario allteftersom medlen kommer att tas i anspråk för betalning av pensioner under kommande tiotal år. Uppgiften som reserv för pensionssystemet är inestående medels huvudsakliga uppgift.

Pensionsreservens storlek och utveckling spelar en roll när pensionssystemets balanstal beräknas. Balanstalet styr om och när den automatiska balanseringen inträffar. Genom att pensionsreserven ingår i denna beräkningsmodell har den som beslutar mål för förvaltningen även att ta hänsyn till vilken påverkan resultatet har på balanstalet. Det är pensionsreservens påverkan på balanstalet som föranledde förarbetsuttalandena om att stor vikt bör läggas vid att undvika balansering.

Balanseringen är en grundläggande del av pensionssystemet. Balansering kommer att inträffa från tid till annan för att upprätthålla pensionssystemets finansiella stabilitet. Pensionsreserven är en mindre del av pensionssystemets balansräkning och har därför begränsad möjlighet att på egen hand påverka om balansering behöver ske. Faktorer som har större inflytande på pensionssystemets finansiella ställning är i stället demografiska och samhällsekonomiska effekter.

Under perioder när pensionssystemet har en svagare finansiell ställning med ett balanstal nära 1 är systemet känsligare för marginella effekter som ett negativt avgiftsnetto, dvs. när årets pensionsutbetalningar överstiger avgiftsinbetalningar. I sådana situationer kommer variationer i avkastningen att ha en viktig roll. Balanseringsmekanismen är viktigt för pensionssystemets långsiktiga finansiella stabilitet och kan vara en faktor som påverkar bedömningen av buffertkapitalets mål.

Att – som i dag – delvis knyta målet till önskan att undvika balansering utan att ange om det är balansering i närtid, antalet balanseringar eller om det balansering på längre sikt som avses innebär en i det närmaste omöjlig uppgift för den som beslutar målen. Otydligheten riskerar att driva förvaltningen till fel risk och avkastningsmål i förhållande till den risk som pensionssystemet på lång sikt gynnas av. Fonderna har i dag relativt ambitiösa mål även om de varierar sinsemellan. Mål som ingen av fonderna i genom-

snitt har levt upp till under den period som de funnits i nuvarande form. Trots detta har inte någon av fonderna utåt kommunicerat att de sett anledning att se över eller justera de långsiktiga målen. Tilläggas kan att regeringen inte heller i de årliga utvärderingarna påtalat något behov av att se över målen eller som tidigare påpekats, utvärderat de satta målens relevans för pensionssystemet. Visserligen så har det varit en turbulent tid på världens finansmarknader vilket delvis kan vara en förklaring till fondernas resultat. Fonderna och regeringen har dock inte i en tid av finansiell oro utåt reflekterat om målen är rimliga och nåbara.

Enligt utredningens uppfattning bör målet för förvaltningen inte direkt knytas till önskan att undvika balanseringar. Dock kommer en långsiktigt hög avkastning alltid till viss del motverka att balanseringar behöver ske.

Roller som demografisk buffert är dock alltid oförändrat över tid och den ursprungliga anledningen till etableringen av nuvarande fonder. Risktolerans och avkastningsmål kommer därmed att variera över tid beroende på om kapitalet behöver användas för att täcka pensionsutbetalningarna eller inte.

Den beslutar om mål för förvaltningen bör samråda med Pensionsmyndigheten innan målet beslutas. Samrådet med Pensionsmyndigheten sker för att den som beslutar målet ska få en aktuell och utförlig bild av pensionssystemets framtida medelstilleddning och pensionsutbetalningar, dvs. pensionssystemets finansiella ställning. Det är Pensionsmyndighetens huvudsakliga uppgift i samrådet att stå för detta underlag.

Målet ska omprövas vid behov dvs. vid förändringar av pensionssystemets finansiella ställning, marknadsförutsättningar eller andra påverkande omvärldsfaktorer. Normalt förutsätts att det genomförs en större översyn av målet vart tredje år.

Målet ska utgöra riktmärket för utvärdering av investeringsverksamheten. Pensionsmyndigheten bör även den använda sig av målet för förvaltningen av pensionsreserven i de framskrivningar som görs av pensionssystemets finansiella ställning i "Orange rapport". Genom att använda sig av målet för förvaltningen av pensionsreserven i framskrivningarna kommer det tydligt framgå att om målet är relevanta över en längre period eller om de behöver att ses över.

13.5 Styrning – säkerställa oberoende, självständighet och ansvarstagande

Utredningens förslag: Pensionsreservsstyrelsen ska ges rollen som kapitalägare, dvs. att företräda intresset för nuvarande och framtida pensionärer. Myndigheten ska även besluta målet för förvaltningen av pensionsreserven dvs. vara uttolkare.

Myndigheten ska även ha ett övergripande ansvar för administrationen av den samlade pensionsreserven. Detta inkluderar ett övergripande ansvar för upprättandet och driften av nödvändig infrastruktur, stödfunktioner och portföljadministration. På så sätt skapas ett huvudmannaskap, styrning och effektiv administration som i dag saknas samtidigt som självständigheten och oberoendet för förvaltningen säkerställs.

I kapitel 7 diskuteras olika styrmodeller som möjliga alternativ för en framtida struktur som samtliga skiljer på rollen som huvudman/uttolkare/kapitalägare och utförare/kapitalförvaltare. Genom att utredningen föreslår att förvaltningen av kapitalet ska ske mot ett gemensamt mål som fastställs av uttolkaren kommer denna roll få en viktig ställning och samlande roll.

Utredningens bedömning är att det finns ett behov av att organisatoriskt skilja på rollerna som uttolkare och utförare samt att kapitalet ska förvaltas mot ett gemensamt mål. Det innebär att den som tilldelas rollen som uttolkare naturligt framstår som den som har det samlade ansvaret för administrationen av pensionsreserven.

Det bör övervägas att ge regeringen denna roll genom att låta regeringen fastställa de närmare målen för förvaltningen. Organisatoriskt framstår det som en lämplig och rationell lösning. Om regeringen ansvarar för målet för förvaltningen tvingas även regeringen att ta ställning till frågor rörande förvaltning och agera – ändra mål eller göra förändringar i ledningen på fonderna – när förvaltning inte lever upp till fastställda mål eller vid förändrade omvärldsfaktorer och marknadsförutsättningar.

Utredningen anser dock att de skäl som framfördes för att fondförvaltningen skulle ha en självständig roll mot regeringen och riksdag i samband med att fondförvaltningen infördes och när AP-fondens roll i de reformerade penisonssystemet diskuterades fortfarande är giltiga (se kapitel. 7.6). Regeringen ska därför inte ges ytterligare uppgifter i förhållande till förvaltningen av pensions-

systemet. Andra lösningar måste i stället sökas för att tydliggöra ansvarsfördelningen mellan uttolkare och utföraren.

AP-fonderna är redan i dag en udda företeelse inom den statliga förvaltningen. De är myndigheter under regeringen men deras verksamhet styrs genom lag som tydligt anger regeringens uppgifter i förhållande till fonderna. Utredningen anser därför att det inte finns formella krav på att skapa en organisation som påminner om gängse statlig förvaltning. Det är däremot nödvändigt att konstruera en organisation som är effektiv, trovärdig och ändamålsenlig när det gäller att förvalta pensionsreserven.

Utredningen föreslår att det inrättas en ny myndighet – Pensionsreservsstyrelsen – som ska ges ett samlat ansvar för förvaltningen av pensionsreserven. Myndighetens ledning ska ha ansvar för att fastställa mål för förvaltningen buffertkapitalet.

Genom att samla det övergripande ansvaret för administration och förvaltningen av pensionsreserven till en myndighet från dagens fem fonder stärks förvaltningens oberoende och självständighet avseende kapitalförvaltningen i förhållande till regering och riksdag. Myndigheten ska som AP-fonderna i dag bara styras genom lag för att säkerställa dess oberoende. Myndighetens ledning kommer att utgöra ytterligare ett lager mellan regering och riksdag och den som utför kapitalförvaltningen. Vidare innebär ett samlat och tydligt övergripande ansvar att det blir enklare och tydligare var ansvaret ska utkrävas jämfört med dagens system när ansvaret är spritt på fem olika fondstyrelser.

13.6 Oberoende förvaltning

Utredningens förslag: Ansvaret för förvaltningen av fondernas kapital ska ligga på tre inom myndigheten oberoende och självständiga fondstyrelser. Myndighetens styrelse fastställer mål för förvaltningen vilket innebär att de tre fondstyrelserna förvaltar och utvärderas mot samma mål och delegeras identiska förvaltningsmandat. Inom givna mandat är det fondstyrelsernas uppgift att på ett aktsamt sätt förvalta medlen för att uppnå högsta möjliga avkastning. Fondstyrelserna får även uppdrag att ett värdepappersinstitut eller någon annan kapitalförvaltare att förvalta fondens tillgångar.

Fondstyrelser - oberoende förvaltning inom myndigheten

Utredningen strävar i förslaget efter att särskilja på rollerna som uttolkare och utförare. Ovan föreslår vi att kapitalets roll ska stärkas genom att det ska betraktas som fonder som administreras av en myndighet. För att uppnå rollfördelning mellan uttolkare och utförare föreslår utredningen att det inom myndigheten ska finnas särskilda organ (fondstyrelser) som oberoende från myndighetens styrelse och sinsemellan ska ansvara för den löpande förvaltningen av en eller flera fonder. Det innebär att fondstyrelserna uppnår i stort sett samma oberoende som AP-fonderna har i dag rörande beslut om strategisk och taktiska allokering. Beslut om mål för förvaltningen av pensionsreserven fattas av myndighetens styrelse. Myndighetens styrelse behåller också det rent administrativa ansvaret.

Identiska förvaltningsmandat eller specialistmandat

Enligt direktivet har utredningen övervägt argumenten för en uppdelning av buffertkapitalet i flera fonder med identiska förvaltningsuppdrag jämfört med alternativa lösningar. Givet utredningsuppdragets ramar om minst tre fonder har övervägandena utgått från för och nackdelar med en lösning med flera specialistfonder och en lösning med flera fonder som har identiska mandat.

Faktorer som talar för specialistfonder är möjligheten att utnyttja stordriftsfördelar i förvaltningen och för kompetensförsörjningen. Specialistfonder skulle inte konkurrera och därmed skapa förutsättningar för en hög grad av samordning av administration och riskkontroll. Specialistfonder skulle också minimera risken för överlappningar i förvaltningen och ge möjlighet till en medveten diversifieringsstrategi för kapitalet som helhet. För att dra nytta av dessa fördelar krävs dock en allokeringseenhet som tar ansvaret att fördela målet för förvaltningen av hela kapitalet, vilket oavsett struktur, kommer att inkräkta på fondernas oberoende i investeringsverksamheten eftersom beslutet om allokering mellan riskklasser, tillgångar och marknader måste ta sin utgångspunkt för pensionsreserven som helhet. Denna strategiska uppgift skulle kunna ske med årliga intervaller och därmed överlåtas till myndigheten med bidrag av intern och eventuell extern analys. Myndig-

heten skulle också kunna ansvara för att fördela betalningsflödena till Pensionsmyndigheten.

En större fråga är hur den löpande förvaltningen ska skötas med behovet att flytta kapital mellan fonderna för att justera den totala risknivån för kapitalet. Över tid kommer portföljens tillgångar att utvecklas i olika takt vilket innebär att portföljsammansättningen förändras och därmed den totala risknivån. Det är inte uppenbart hur beslutet att ändra portföljens risknivå eller sammansättning lämpligast kan göras i systemet. Analysen kräver att fondernas tillgångar aggregeras för att kunna analysera helheten. En annan fråga är vid hur stora avvikelser från totalportföljens sammansättning som justeringar av ska ske i en specialistfondstruktur med självständiga fondenheter. Det moderna sättet att hantera allokering sker ofta genom derivatinstrument vilket skapar kassaflöden och kräver stor säkerhetskapital. För att kunna göra detta behöver allokeringens enheten själv ha kapital och full insyn i de specialiserade fondernas portföljer för att kunna ansvara för den totala risken i portföljen. Därtill återstår hur frågan om maktkoncentration ska hanteras. En fördelning mellan tillgångar riskerar att koncentrera innehavet av svenska aktier och skulle behöva kompletterande åtgärder.

Utredningens bedömning är att alternativ med specialiserade mandat är teoretiskt tilltalande men innebär väsentliga inlåsnings-effekter och brist på nödvändig flexibilitet. Varje fond har intresse av att maximera sin egen verksamhet. Det innebär ett naturligt motstånd mot att flytta kapital mellan fonderna vilket motverkar en effektiv allokering. En vedertagen sanning är att de strategiska besluten är avgörande för avkastningen för kapitalet, något som också får stöd i regeringens egna utvärderingar av AP-fondernas förvaltning. Att skapa strukturella inlåsnings mellan tillgångsslag eller riskklasser går därför emot utredningens utgångspunkt att skapa en organisation som ska främja en effektiv förvaltning (I bilaga 2 redovisar utredningen ett alternativt förslag, som möjliggör en förvaltningsmodell med de fördelar som finns med specialiserade mandat. Det förutsätter dock enligt utredningen en sammanhållen förvaltningsmodell).

Utredningen bedömer att fördelarna med en sammanhållen och enhetlig lösning överväger den heterogena lösningen.

Myndighetens ledning har ansvaret för att sätta mål och renodlar därmed fondstyrelsernas ansvar till att endast uppnå målet på bästa sätt givet delegerat förvaltningsmandat. En identifierad

huvudman som tar ansvar för att bestämma risktoleransen för förvaltningen av kapitalet möjliggör utredningens förslag om att ge fondstyrelserna friheten att på ett aktsamt sätt implementera givna mandat. Fonderna kommer därmed ges större frihetsgrader att utnyttja sina speciella fördelar för att bygga en ändamålsenlig portfölj, utifrån egna förutsättningar, uppbyggd kompetens och givet riskmandat. Myndighetens styrelse tillsätter fondstyrelserna och har möjlighet att profilera fondstyrelserna i olika riktningar för att uppmuntra olika investeringsstrategier mellan fonderna. Trots ett gemensamt mål bör detta kunna resultera i portföljer som på sikt skiljer sig mer ifrån varandra än för Första till Fjärde AP-fonderna i dagens system. Inom ramen för målet som innefattar avkastning och risktolerans för den tidhorisont som myndigheten anger, kan respektive fondstyrelse välja olika investeringsstrategier och portföljvalsmodeller. Dessutom innebär styrmodellen en hög grad av intressegemenskap, som tonar ner inbördes konkurrens och jämförelser mellan fonder och snarare betonar nyttan för pensions-systemet. Detta innebär en mindre grad av överlappning och en högre grad av diversifiering av kapitalet som helhet jämfört med dagens struktur.

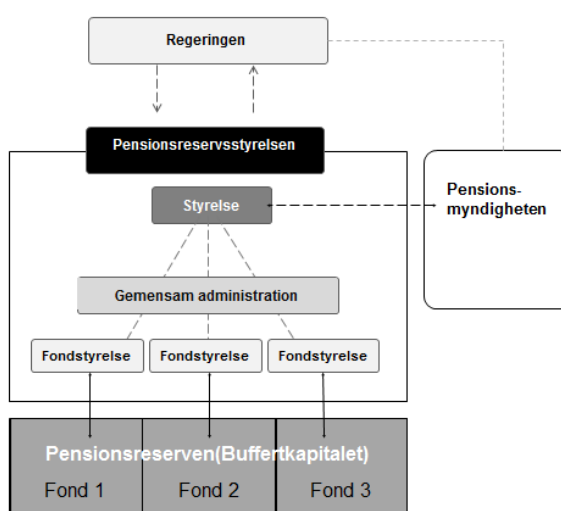
Antalet fonder

Utredningens direktiv anger att ett riktmärke för antalet fonder bör vara minst tre samtidigt som det påpekas att förslaget bör präglas av kostnadseffektivitet. Utredningen anser att det främsta bidraget till kostnadseffektivitet ges av föreslagen styrmodell med syfte att förbättra nettoavkastningen för förvaltningen. En identifierad kostnad i nuvarande pensionssystem är förekomsten av flera fonder med varsin organisation som innebär överlappningar och flerdubbla förvaltningskompetenser, IT-system och framför allt stora svårigheter att upprätthålla en effektiv riskkontroll för pensionsreserven som helhet och i relation till pensionssystemets krav. En reduktion av antalet förvaltningsorganisationer från dagens fem till tre medför kostnadsbesparingar. En reduktion av antalet fonder och investeringar, skapar även förutsättningar att reducera överlappningar och därmed också möjlighet att höja den totala kompetensnivån och analyskapaciteten.

Utredningen har gjort en grundlig analys och överväganden utan att ta hänsyn till riktmärket om lägst tre fonder, som anges i

direktivet. Detta har resulterat i ett förslag som redogörs för i bilaga 2. Detta förslag följer i allt väsentligt huvudförslagets principer och ambition att skapa en struktur för pensionsreservens administration och förvaltning, i linje med de övergripande principerna i utredningens direktiv. Men genom en mer sammanhållen och flexibel struktur för kapitalförvaltningen bedömer utredningen att väsentliga kostnadseffektiviserar kan uppnås, samtidigt som en enhetlig riskkontroll, bättre kompetensförsörjning och strategisk portföljallokering får bättre förutsättningar att möta pensionssystemets krav.

Diagram 13.1 Övergripande illustration av utredningens förslag på struktur och styrmodell för pensionsreservfonden



Gränsen för fondstyrelsernas oberoende

Myndighetens ledning har det övergripande ansvaret för administrationen och förvaltningen av pensionsreserven. Den löpande investeringsverksamheten är dock fondstyrelsernas ansvar. Med den löpande investeringsverksamheten avses beslut om långsiktig investeringsinriktning, riskbudgetering, portföljval, värdepappersval. Dessa

beslut ska fattas av fondstyrelserna och deras respektive investeringsorganisation utan någon inbördes samordning. Fondstyrelserna är därmed helt fria att fullfölja den förvaltningsmodell som de finner bäst.

Det är myndighetens ledning som har det övergripande ansvaret för buffertkapitalets förvaltning. I det övergripande ansvaret ligger att säkerställa fondstyrelsernas inbördes oberoende i den löpande placeringsverksamheten, Uppdelningen på flera fonder är främst motiverat med att undvika att fonderna har en ogynnsam effekt på svenska marknadens funktionssätt och för att undvika risken för maktkoncentration. Uppdelningen har vidare motiverats med en önskan att sprida förvaltningsriskerna. (prop. 1999/2000:46 s. 117). Myndighetens ledning ska därför besluta om varje fondstyrelse ska ges möjlighet att ha en egen kapitalförvaltningsorganisation eller om den ska vara gemensam för myndigheten. Beroende på hur starkt kravet på inbördes oberoende är kan vissa delar av kapitalförvaltningen vara gemensam medan andra delar bör finnas inom varje fond. Som exempel kan ett globalt indexmandat lämpa sig för en gemensam förvaltning utan att inkräkta på oberoendet medan investeringar på den svenska marknaden kan vara svårare att sköta gemensamt ur ett oberoendeperspektiv. Fondstyrelserna har också alltid möjlighet att besluta om extern förvaltning.

Utövande av rösträtt

Myndigheten beslutar om övergripande riktlinjer för fondernas ägarstyrning. Till följd av fondernas potentiellt olika val av investeringsstrategi kommer också ägarstyrningen att hanteras på olika sätt. En enskild fondstyrelse med betoning på färre men större innehav i enskilda bolag kan ha ett annat intresse för att utöva sin rösträtt än en fondstyrelse med mer indexnära förvaltning och flera men mindre innehav. Det är här upp till fondstyrelserna att tolka myndighetens riktlinjer.

Övriga administrativa frågor

Myndighetens ledning ansvarar för myndighetens verksamhet. I det ligger att myndighetens styrelse har ett ansvar för att leda samordna verksamheten inom myndigheten. Det ska finnas en för

myndigheten gemensam organisation för back- och middle office, stödfunktioner, IT-system och övrig infrastruktur för att möjliggöra en effektiv och ändamålsenlig förvaltning. På så sätt uppnås på ett enkelt sätt de besparingar och effektiviseringar av administrationen, som beskrivits i ett flertal rapporter och påpekats i regeringens utvärderingar. Det förväntas inte att fondstyrelserna ges möjlighet att skapa egen administration, portföljssystem eller andra funktioner annat än vad som krävs för att upprätthålla en självständig och oberoende investeringsverksamhet. Det är Pensionsreservstyrelsen uppgift att säkerställa en kostnadseffektiv administration och samtidigt säkerställa fondstyrelsernas förutsättningar att bedriva en oberoende och ändamålsenlig förvaltning.

13.7 Pensionsreservsstyrelsen

13.7.1 Myndighetens styrelse

Utredningens förslag: Myndighetens styrelse ska bestå av elva ledamöter som utses av regeringen. Mandattiden ska vara tre eller fyra år. Regeringen ska utse en ordförande och en vice ordförande bland ledamöterna. Kravet på svenskt medborgarskap för styrelseledamöter ska tas bort. Den formella rätten för organisationer som företräder arbetstagarintressen respektive arbetsgivarintressen att nominera styrelseledamöter tas bort. Regeringen utvärderar Pensionsreservsstyrelsen, inklusive de mål som styrelsen fastställt.

Tillsättningsprocessen

Pensionsreservsstyrelsens uppgift är administrera pensionsreserven. Vid tillsättningen av myndighetens styrelse ska regeringen se till att ledamöterna har den kompetens och integritet som krävs för att kommunicera förtroende utåt mot samhället och inåt i organisationen.

Processen för tillsättningen bör utgå från en analys utifrån nuvarande kompetensprofil och bedömningen av framtida utmaningar och kompetensbehov. Därefter fastställs eventuella rekryteringsbehov. Även om interna kravprofiler och processer redan i dag är på plats bör dessa vara offentliga. Kravprofilen ska närmare specificera vilken typ av kompetens som anses vara av betydelse för Pensionsreservsstyrelsen som helhet för att ge tydliga signaler till redan tillsatta ledamöter och tillfrågade potentiella ledamöter om vilken kompetens de förväntas bidra med.

I betänkandet från kommittén om AP-fondernas etik och miljöansvar (SOU 2008:107) lämnas förslaget att styrelsen ska tillsättas av regeringen via en nomineringskommitté. Detta är praxis i flera internationella pensionsreservsfonder och förespråkas av internationella riktlinjer och av utredningens anlitade experter.

Utredningen bedömer att inrättandet av en myndighet lägger in ett extra filter av politiskt oberoende för förvaltningen. Regeringen bär dock det yttersta ansvaret och bör därmed ha befogenheter som speglar det ansvaret och kunna agera vid eventuella problem som uppstår, exempelvis genom att utse myndighetens styrelse.

Utredningen anser att urvalsprocessen ska ske på ett professionellt sätt genom extern eller intern kompetens. Det naturliga vore att de regeringstjänstemän som fastställer kravprofil och rekryteringsbehov till styrelsen under urvalsprocessen drar nytta av den uppbyggda kompetens och erfarenhet av nomineringsprocesser som finns i regeringens enhet för statligt ägande. En process som delvis har påbörjats. Enheten ansvarar för nomineringsprocessen för samtliga av de bolag som staten är hel- eller delägare i¹ och borde därigenom ha bildats sig en god uppfattning om den kompetens som finns att tillgå på marknaden. Detta borde säkerställa en bred rekryteringsbas enligt statens riktlinjer.

Mandattid

I nuvarande lag anges en möjlig mandattid om tre år medan regeringen, med motivet att det är praxis i andra sammanhang, tillsetter ledamöterna på ett år i taget. I statliga myndigheter är uppdragets sammanlagda längd i regel begränsad till 9 år vilket är något längre än praxis som utvecklats i statligt ägda bolag. För AP-fonderna är bedömningen att en begränsning om cirka 8 år är rimlig (Skr 2010/11:130 bilaga 1 s. 97).

Risken med ettåriga förordnanden är att oberoendet mot huvudmannen kan ifrågasättas. Enligt förslaget om en transparent nomineringsprocess borde den risken minska men utredningen anser ändå att det finns skäl att styrelseledamöternas förordnanden liknar den politiska och föreslår att den ska vara 3 eller 4 år. Skälet till olika längd är att undvika situationer av att för många ledamöter byts ut samtidigt.

Ordförande i myndighetens styrelse

Ordföranden kommer att ha en viktig roll som yttersta representanten för nuvarande och framtida pensionärens intressen. Ordföranden bör vara en person med bred samhällsekonomisk kunskap, hög integritet och uppbära allmänhetens förtroende.

¹ Staten är en betydande bolagsägare i Sverige. Inom Regeringskansliet förvaltas 60 bolag, varav 46 är helägda och 14 är delägda enligt rapporten "Statens ägarpolicy och riktlinjer för företag med statligt ägande 2011".

Sammansättningen i myndighetens styrelse

De nuvarande AP-fondernas styrelser består i dag av nio ledamöter som utsetts på grundval av sin kompetens att främja fondförvaltning dvs. kunskap inom områden som är betydelse för fondernas uppgifter (prop. 1999/2000:46 s. 126). En av de främsta anledningarna för utredningens förslag till en ny myndighet är att separera rollerna som kapitalägare (representant för nuvarande och framtida pensionärer) och kapitalförvaltare. Kompetensprofilen kommer därför skilja sig mellan myndighetens styrelse och fondstyrelserna.

En viktig uppgift för myndighetens ledning är att fastställa målet för förvaltningen av pensionsreserven efter en grundlig analys av pensionssystemets finansiella ställning, omvärldsfaktorer och marknadsförutsättningar. Kompetensprofilen på styrelsen som helhet bör därmed omfatta kunskaper om socialförsäkringssystemet i allmänhet och pensionssystemet i synnerhet samt nationalekonomiska och finansiella kunskaper. Specifik kapitalförvaltningskompetens kommer att vara framträdande i fondstyrelsernas kravprofil och behöver inte dominera i myndighetens styrelse.

Utredningen föreslår att analysen för målet är en gemensam angelägenhet för Pensionsreservsstyrelsen och Pensionsmyndigheten varför det vore lämpligt att myndighetens generaldirektör utgör en av ledamöterna.

I nuvarande lag har arbetsmarknadens parter rätt att föreslå fyra ledamöter till vardera styrelsen.² I betänkandet från kommittén om AP-fondernas etik- och miljöansvar (SOU 2008:107) föreslås att rätten för arbetsmarknadens parter att föreslå fyra styrelseledamöter ska tas bort.

Utredningen instämmer i denna slutsats och tar därför in förslaget i detta betänkande.

Myndighetens styrelse ska representera ett brett kunskapsspann vilket motiverar ett högre antal ledamöter och utredningen föreslår antalet 11.

² Svenskt Näringsliv har av principiella skäl valt att avstå från den rätten.

Formella krav på styrelseledamöterna

I nuvarande lag om allmänna pensionsfonden finns vissa formella krav för att komma ifråga som styrelseledamot i en AP-fond. Den som är underårig eller som har förvaltare enligt 11 kap. 7 § föräldrabalken får inte vara ledamot. Detsamma gäller den som är i konkurs eller har näringsförbud enligt lagen (1986:436) om näringsförbud.

Därtill ställs krav på att ledamöter i Första till Fjärde AP-fonden ska vara svenska medborgare. För att komma ifråga som styrelseledamot i Sjätte AP-fonden räcker det numera dock enligt lag om Sjätte AP-fonden med att vara bosatt i Sverige.

När AP-fondslagen infördes uttryckte regeringen önskemål om att andra än svenska medborgare skulle tillåtas som ledamöter. Skälet till att det inte var möjligt tidigare var en bestämmelse i regeringsformen som krävde svenskt medborgarskap för styrelseledamöter i myndigheter under riksdag och regering³. Denna regel är dock borttagen sedan den 1 januari 2011 och i regeringsformen är numera huvudregeln att det inte görs någon åtskillnad mellan svenska medborgare och andra när det gäller behörighet för statliga anställningar.

Önskemålet att även utländska medborgare ska tillåtas som ledamöter i styrelsen gör sig lika starkt gällande i dag. Utredningen föreslår därför att det inte ska ställas krav på att ledamöter i Pensionsreserstyrelsenledning eller fondstyrelserna ska vara svenska medborgare.

När det gäller nuvarande krav på att ledamöter ska vara bosatta i Sverige gäller det bara ledamöter i den sjätte AP-fonden. Kravet på bosättning i Sverige fanns i de lagar som föregick lag om sjätte AP-fonden utan närmare motivering. Utredningen kan inte se att det finns skäl att upprätthålla något krav på bosättning för ledamöter i styrelse eller fondstyrelse och föreslår att kravet hävs.

³ Enligt 11 kap. 9 § tredje stycket regeringsformen får endast den som är svensk medborgare vara styrelseledamot i myndighet som lyder omedelbart under riksdagen eller regeringen. Den 1 januari 2011 ändrades paragraf 11 kap. 9 § regeringsformen så att regeringsformens krav på svenskt medborgarskap för ledamöter av styrelser i myndigheter omedelbart under regeringen togs bort.

Arbetsformer i myndighetens styrelse

Utredningen anser att det är styrelsens ansvar att bestämma frekvens för möten och inrättandet av särskilda kommittéer och utskott.

Styrelsen ska också utse en chefstjänsteman som ska sköta myndighetens angelägenheter och sköta den löpande verksamheten.

Arvodet till myndighetens styrelse

Styrelsens arvoden bör relateras till ansvar och arbetsbelastning jämfört med andra liknande uppdrag. Det är regeringen som bestämmer styrelsens arvoden.

Utvärdering av myndighetens styrelse

Regeringen tillsätter myndighetens styrelse och ska även utvärdera dess arbete och därmed även pensionsreservsystemet som helhet. Denna utvärdering kan även fortsättningsvis ske i enlighet med dagens ordning genom en skrivelse till riksdagen. Utvärderingen ska genomföras vart tredje år och fokusera på hur väl pensionsreservens administration och förvaltning har hanterats inom ramen för sin roll i pensionssystemet. Utvärderingen ska särskilt belysa styrelsens valda mål för förvaltningen. Regeringen kan använda extern stöd för att genomföra utvärderingen.

Regeringen ska dock årligen rapportera förvaltningens resultat till Riksdagen

13.7.2 Pensionsreservsstyrelsen samordnar analys av och beslutar om mål

Utredningens förslag: Myndighetens styrelse ska besluta om mål för fondstyrelsernas förvaltning av pensionsreserven. Detta ska ske utifrån en grundlig analys av pensionssystemets finansiella ställning och rådande marknadsförutsättningar, tillsammans med Pensionsmyndigheten och fondstyrelserna. Pensionsreservsstyrelsen kan om den bedömer det som nödvändigt och funktionellt ta in extern kompetens.

Styrelsen ska innan beslutet om mål samråda med fondstyrelserna och Pensionsmyndigheten. Styrelsen är dock ensam ansvarig för att fastställa målet. Pensionsreservsstyrelsen ger förvaltningsmandat till fondstyrelserna som syftar till att uppnå målet.

En förutsättning för en effektivt fungerande kapitalförvaltning är ett väldefinierat uppdrag och mål. Målet måste dock vara nåbart och mätbart för att det ska fylla någon funktion. Vidare bör det finnas någon form av accept från utföraren att målet är nåbart.

Målet ska återspegla analysen av pensionssystemets finansiella ställning och avvägningen mot marknadsförutsättningar för att uppnå målet. Analysen bör genomföras via en arbetsgrupp eller arbetskommitté med expertis från fonderna och Pensionsmyndigheten. Pensionsreservsstyrelsen kan även vid behov ta in extern expertis för att komplettera den interna kompetensen.

Analysen ska ske genom en ömsesidig analys där den slutliga rekommendationen till Pensionsreservsstyrelsen är ett resultat av en gemensam analys med fondstyrelserna och Pensionsmyndigheten. Målet ska vara relaterat till definierade och relevanta tidsperspektiv, risktolerans och avkastningskrav. En möjlig utgångspunkt för det korta perspektivet kan vara fem år vilket är tidsperiod som gäller för den anslagsanalys som Pensionsmyndigheten rapporterar till regeringen. Längre tidsperspektiv bör anpassas för att inkludera relevanta förändringar i den demografiska strukturen och/eller åskådliggöra buffertkapitalets eviga roll som buffert för flera generationer framåt i tiden.

Genom att tydligare koppla Pensionsreservsfonden till pensionssystemet och involvera Pensionsmyndigheten i en aktiv roll i analysen bakom målet uppnås en viktig intressegemenskap som bättre säkerställer att nuvarande och framtida pensionärer intressen tillvaratas på bästa sätt. Det är dock alltid Pensionsreservsstyrelsen som fattar beslut om målet.

Pensionsreservsstyrelsen ger utifrån fastställt mål ett förvaltningsmandat till fonderna. Utöver avkastningsmål, risktolerans och tidshorisont kan mandatet innefatta riktlinjer eller restriktioner av olika karaktär. Exempelvis riktlinjer för etisk och miljömässig hänsyn., eller restriktioner avseende investering i specifika värdepapper.

13.7.3 Myndighetens styrelse utser fondstyrelserna

Utredningens förslag: Myndighetens styrelse ska utse fondstyrelserna, inklusive ordförande och vice ordförande. Processen för tillsättningen ska utgå från väl definierade transparenta processer baserade på en i förväg specificerad kravprofil på kandidaterna som är relevant för fonden.

Regeringen utser i dag styrelseledamöter, inklusive ordförande och vice ordförande, i fonderna.

Med ett ansvar för målet följer även naturligt ansvar för att se till att det finns tillräcklig kompetens för att uppfylla målet. Myndighetens styrelse ska därför vara ytterst ansvarig för tillsättning av fondernas styrelse.

Som huvudman för pensionsreserven ligger det i myndighetens styrelsens intresse att försäkra sig om de förvaltande fondernas kompetens och förmåga att uppfylla mandatet. Vanligtvis är denna form av delegering och utgivande av ett förvaltningsmandat förknippat med huvudmannens möjlighet att dra tillbaka mandatet om förvaltningen inte bedrivs på ett acceptabelt sätt eller att uppsatta mål inte uppnås. Denna möjlighet saknas för myndigheten då lagen anger att det ska finnas tre fonder som förvaltas av tre fondstyrelser. Restriktionen innebär att ingen av fondstyrelserna kan fråntas sitt förvaltningsuppdrag eller kapital på grund av undermålig förvaltning eller förändrade omvärldsfaktorer. En sådan förändring kräver att lagen ändras genom beslut av Riksdagen. Det som återstår för myndighetens styrelse är ”byta” utförare genom att förändra sammansättningen av fondstyrelserna.

Urvalsprocessen ska utgå från väl definierade transparenta processer baserade på relevant och en i förväg specificerad kravprofil på kandidaterna. Myndigheten kan anlita extern expertis för urvalsprocessen för att säkerställa en bred rekryteringsbas.

13.7.4 Utvärdering av förvaltningen

Utredningens förslag: Pensionsreservsstyrelsen ska löpande och regelbundet utvärdera hur väl fonderna uppfyller sina förvaltningsmandat. Utvärderingen ska avse såväl extern som

intern effektivitet. Pensionsreservsstyrelsen rapporterar till regeringen.

Regeringen ansvarar i dag för att en årlig utvärdering av fondernas förvaltning sker. I utvärderingen har regeringen möjlighet att precisera sin syn på pensionssystemets åtagandesida och uppdraget i övrigt. Regeringen överlämnar utvärderingen till riksdagen i form av en regeringsskrivelse.

Regeringen har utvecklat sin syn på utvärderingen i regeringens policy för styrning och utvärdering av AP-fonderna.⁴ Av denna framgår svårigheten att objektivt utvärdera de fyra fonderna då de är oberoende och har olika mål för sin förvaltning.

Myndighetens styrelse har som uppgift att fastställa mål för förvaltningen och delegera förvaltningsmandat till Första till Tredje fondstyrelserna. Mål och mandat kommer att vara identiska för de tre fonderna och uppgiften att utvärdera förvaltningen kommer därmed att delvis underlättas. Det faller sig därför naturligt att myndighetens ledning även löpande utvärderar kapitalförvaltningens prestation i förhållande till mandatet.

13.7.5 Riktlinjer/värdegrund för investeringsverksamheten

Utredningens förslag: Myndighetens styrelse fastställer riktlinjer för ägarstyrning, samt riktlinjer för miljö- och etikhänsyn i investeringsverksamheten.

Styrelsen får fastställa andra övergripande riktlinjer för investeringsverksamheten som den bedömer som nödvändiga.

Nuvarande fonderna ska årligen fastställa en plan för verksamheten som ska bestå av placeringspolicy, ägarpolicy och riskhanteringsplan. I placeringspolicyn ska beskrivas hur miljö- och etikhänsyn ska tas i placeringsverksamheten, utan att göra avkall på de grundläggande förvaltningsmålen.

Av ägarpolicyn ska framgå mål för fondernas agerande, vilka medel som ska användas för att uppnå målen, regler för fondens

⁴ Regeringens policy för styrning och utvärdering publicerades första gången år 2005. Denna inkluderas som Bilaga 1 i Regeringens årliga skrivelse och uppdateras löpande.

beslutsfattande i ägarfrågor samt allmänna riktlinjer för fondernas agerande i ägarfrågor, t.ex. när det gäller styrelseval.

I förarbetena till nuvarande lag anges att miljö och etikhänsyn ska tas utan att göra avkall på målet om hög avkastning. (prop 1999/2000:46 s. 83) I betänkandet från kommittén om AP-fondernas etik- och miljöansvar (SOU 2008:107) föreslås att förarbetenas föreskrifter lyfts in i lagen. Som konstateras i betänkandet går utvecklingen snabbt framåt inom hållbara investeringar som ofta omnämns som ESG (Environment, Social, Governance).

Kommittén om AP-fondernas etik- och miljöansvar föreslår också att en värdegrund som ska vara utgångspunkt för buffertkapitalets verksamhet bör utvecklas och tydliggöras. Detta innebär att tydligt formulera de centrala värderingar som ska ligga till grund för sin investeringsverksamhet. Förutom att se till att förvaltningen följer dessa värdegrunder betonar kommittén också vikten av att aktivt kommunicera värdegrunden mot allmänheten.

Vi bedömer i likhet med Kommittén om AP-fondernas etik- och miljöansvar att det finns ett behov av gemensam och levande värdegrund för förvaltningen av pensionsreserven. Utredningen bedömer att ansvaret för att utveckla och kommunicera en värdegrund bör ligga på Pensionsreservsstyrelsen ledning som har det övergripande ansvaret för förvaltningen av pensionsreserven.

När det gäller frågan att särskilt i lagen omnämna att miljö- och etikhänsyn ska tas i investeringsverksamheten delar vi inte kommitténs uppfattning. Föreskrifter i lagen riskerar att snabbt bli omoderna och kan begränsa framtida höjda ambitioner eller bortse från nya områden eller företeelser. Den av kommittén föreslagna bestämmelsen ger inte närmare vägledning i frågan. Det ska därför inte direkt i lagen anges att sådan hänsyn ska tas vid förvaltningen av kapitalet. Enligt utredningens bedömning är det bättre om etik- och miljöhänsyn ges en framskjuten plats i arbetet med att ta fram en gemensam och värdegrund för förvaltningen av pensionsreserven. Denna värdegrund ska fastställas av Pensionsreservsstyrelsen. I värdegrunden bör det tydliggöras vilka miljö- och etikhänsyn som ska tas i investeringsverksamheten samt vilka avvägningar som har gjorts i förhållande till nyttan för nuvarande och framtida pensionärer. Det ska därför särskilt anges att myndighetens styrelse ska ta fram riktlinjer för miljö och etikhänsyn i investeringsverksamheten.

Fonderna kommer att vara stora institutionella ägare. Det är viktigt att de agerar ansvarsfullt och är aktiva ägare som särskilt

beaktar den speciella roll de intar genom att de förvaltar statens medel som sats under särskild förvaltning. Förvaltningen ska visserligen inte styras av närings- eller ekonomiskt politiska motiv. Det är dock viktigt att det finns en samsyn även för ägarfrågor vid förvaltningen av pensionsreserven. Även dessa frågor bör därför ägnas särskild kraft vid framtagandet av värdegrunden.

I en värdegrunds/riktlinjer natur ligger att det finns ett visst tolkningsutrymme. Fondstyrelserna beslutar självständigt om strategisk och taktiskt allokering samt utövande av rösträtt. Det kommer därför att uppstå situationer när fondstyrelserna kommer att göra olika val i samma situation. Styrelsen ska respektera och värna fondstyrelsens oberoende. Varje olikhet i förhållande till eller avsteg från värdegrunden/riktlinjerna behöver därför inte uppmärksammas av styrelsen. Om styrelsen anser fondstyrelsen inte lever upp till riktlinjerna på ett tillräckligt bra sätt bör styrelsen dock påtala det. Till slut är det en fråga om fondstyrelsen har styrelsens förtroende att förvalta en del av pensionsreserven.

13.7.6 Kostnader för verksamheten

Utredningens förslag: Kostnaden för myndighetens verksamhet ska belasta fonderna.

I utredningens direktiv ingår att pröva argumenten för att fonderna ska fatta beslut om sina egna kostnader relativt en direkt styrning från uppdragsgivaren.

Regringen har återkommande påtalat vikten av att fonderna strävar efter kostnadseffektivitet. En kostnadsanalys görs i kapitel 11. Sammanfattningsvis konstaterar utredningen att det finns ytterligare möjligheter för att öka kostnadseffektiviteten samtidigt som det bör påpekas att en betydande del av den totala kostnaden i AP-fondsystemet beror på det nuvarande systemets struktur, med fyra likvärdiga fonder, samt Sjätte AP-fonden med varsin organisationsstruktur.

Utredningen anser att kraven på en självständig och oberoende förvaltning av pensionsreserven innebär att en direkt styrning av kostnaderna genom anslag inte är möjlig. Det är Pensionsreservstyrelsens ledning som ska säkerställa att administrationen och förvaltningen bedrivs kostnadseffektivt och samtidigt ger förutsättningar för fondstyrelserna att bedriva en ändamålsenlig förvaltning med rätt kompetens och omfattning för att uppnå uppsatta mål till nytta för pensionssystemet. Kostnaden för myndighetens verksamhet bör därför, liksom enligt gällande ordning, belasta fonderna.

13.8 Fondstyrelserna

13.8.1 Tillsättning och sammansättning av fondstyrelsen

Utredningens förslag: Fondstyrelserna är en del av myndigheten och tillsätts av myndighetens styrelse. Fondstyrelserna ska präglas av professionalism och effektivitet. Ledamöter ska därför ha god erfarenhet av kapitalförvaltning. Antalet till ledamöter ska vara fem.

För att kunna attrahera kompetens och att styrelsearbetet prioriteras högt av ledamöterna rekommenderar utredningen en höjning av arvoden i relation till nuvarande nivåer men över-

lämnar åt Pensionsreservsstyrelsen att bestämma nivån. Fondstyrelsernas arbete utvärderas av myndigheten.

Fondstyrelsernas tillsättning

Fondstyrelserna är en del av myndigheten och har yttersta ansvaret för att förvalta kapitalet på bästa sätt för att givet det förvaltningsmandat som Pensionsreservsstyrelsen delegerar. Fondstyrelsens ledamöter tillsätts av Pensionsreservsstyrelsen som vid urvalet av ledamöter kan ta hjälp av extern expertis med fokus på förvaltar-kompetens nationellt och internationellt.

Urvalsprocessen bör utgå från en analys utifrån nuvarande kompetensprofil och bedömningen av framtida kompetensbehov. Kravprofilen för var och en av fondstyrelserna som helhet ska utgöra grunden för tillsättningen av enskilda ledamöter för att tydligt signalera vilken kompetens de förväntas bidra med. Tillsättandet av fondstyrelserna är en central roll och dess betydelse för förvaltningen framgång kan inte underskattas.

Fondstyrelsernas sammansättning

Jämfört med nuvarande struktur renodlas fondstyrelsernas roll till att företräda kapitalförvaltningen. Den främsta uppgiften blir därmed att uppfylla förvaltningsmandatet på bästa möjliga sätt. Kompetensprofilen kommer därför skilja sig från Pensionsreservsstyrelsens profil.

Utredningen bedömer att styrelsen bör präglas av professionalism och akademisk eller praktisk erfarenhet av kapitalförvaltning. Detta får stöd av Clark & Monk (2012) som menar att dagens investeringsmiljö kräver mer av en kapitalförvaltningsstyrelse än en bred samhällsekonomisk kompetens. De anser också att de nuvarande AP-fondstyrelserna generellt är i ett kompetensmässigt underläge vilket kan yttra sig i att styrelsen saknar kraft att ifrågasätta och stödja ledningen i viktiga strategiska portföljbeslut vilket kan påverka risktagandet för förvaltningen. Det kan också hämma utvecklingen av förvaltningen om ledningen saknar en kvalificerad motpart för att utveckla förvaltningen men också tvärtom, styrelsen får inte gehör för sina idéer hos ledningen.

En begränsad svensk marknad bidrar i dag till svårigheten att finna tillräckligt stort antal ledamöter med expertis inom finansiell ekonomi och kapitalförvaltning då dessa ofta redan är engagerade i verksamheter som kan uppfattas som konkurrerande med AP-fonderna och riskera jävssituationer och intressekonflikt. Detta problem minskar betydligt med en reducering av antalet fonder och antalet ledamöter i fondstyrelserna.

Att ta bort kravet på svenskt medborgarskap kommer möjliggöra ett större urval vilket potentiellt gynnar kompetenssammansättningen och kan tillföra ett bredare perspektiv till fondstyrelserna.

Fondstyrelserna ska präglas av professionalism och effektivitet och utredningen föreslår därför att antalet ledamöter ska vara 5.

Fondstyrelsernas arbetsformer

Det är fondstyrelsernas ansvar att bestämma frekvens för möten och inrättandet av särskilda kommittéer och utskott.

Fondstyrelsens arvoden

Styrelseledamöterna i nuvarande AP-fondstyrelser får 50 000 kronor årligen i grundersättning med extra ersättning för kommitté och utskottsarbeten. Ordförande och vice ordförande får motsvarande 100 000 kronor respektive 75 000 kronor.

I kapitel 9 sammanställs styrelsearvoden för utvalda statliga bolag och myndigheter och livförsäkringsbolag. Statens riktlinjer för statliga bolag och AP-fonderna förespråkar att arvodena ska vara konkurrenskraftiga men inte ledande. Dock framstår dagens styrelsearvoden som låga i jämförelse och utredningen rekommenderar att arvodena höjs generellt för styrelseledamöterna i både myndigheterna och i fonderna.

Argumenten bakom en förespråkad höjning av arvodena jämfört med dagens nivåer är en åtgärd för att kunna attrahera kompetens och att styrelsearbetet för förvaltningen av Pensionsreservsfonden prioriteras högt av ledamöterna. En bidragande orsak till att urvalet av kvalificerade ledamöter begränsas i dag är ett lågt arvode i kombination med en krävande arbetsinsats och relativt utsatt position i form av en offentlig styrelseroll jämfört med privata bolag.

Kvalificerade styrelseledamöter kommer naturligt att vara efterfrågade och även inneha andra uppdrag. För att inte riskera att nedprioriteras i tid och engagemang anser vi att det är viktigt att motivera höga krav och också signalera betydelsen av arbetsinsatsen genom ett rimligt arvode.

Utvärdering av fondstyrelserna

Pensionsreservsstyrelsen tillsätter och utvärderar fondstyrelsernas arbete. Utvärderingen ska genomföras löpande och fokusera på hur fondförvaltningen som helhet har uppnått mandatet men också analysera hur de olika delarna i förvaltningsorganisationen har bidragit.

13.8.2 Fondstyrelsens uppgifter

Utredningens förslag: Fondstyrelsens primära uppgift är att uppfylla kapitalförvaltningsmandatet genom att fastställa en lämplig investeringsstrategi och portfölj. Fondstyrelsen ska även fastställa ägarpolicy för finansiella tillgångar och policy för implementering av etisk och miljömässig hänsyn i investeringsverksamheten. Fondstyrelsen ska tillsätta en ansvarig person (fondchef) för att organisera och sköta den löpande förvaltningen.

Fondstyrelsens primära uppgift är att uppfylla förvaltningsmandatet genom att fastställa en lämplig investeringsportfölj.

Mandatet från Pensionsreservsstyrelsen sätter ramarna för förvaltningen men förvaltningsmålet bör vara mer detaljerat och beakta portföljens olika delar.

Som diskuteras närmare i kapitel 11 föreslår utredningen att nuvarande kvantitativa placeringsregler i lagen ska ersättas med aktsamhetsprincipen.

Det innebär i praktiken att det blir fondstyrelsens uppgift att utifrån riskmandat och avkastningskrav besluta om egna kvantitativa riktlinjer för portföljen och relaterade kvantitativa gränsvärden för olika tillgångar baserat på vald klassificering och portföljstrategi.

Alltfler institutionella förvaltare har övergett den traditionella ansatsen att utgå från tillgångsslag vid portföljkonstruktion då erfarenheter har visat att detta kan leda till en skev riskexponering. En allt vanligare ansats är numera i stället att riskklassificera portföljen där olika tillgångar klassificeras utifrån vilken risk de bidrar med till den totala portföljen. Förvaltningen bör följa rådande bästa praxis på marknaden och oavsett vald ansats är det fondstyrelsens ansvar att fastslå en strategisk portfölj med gränsvärden för riskexponering som utgör riktmärke för förvaltningen.

Fondstyrelsen ska också fastslå de policydokument som krävs för en väl fungerande effektiv förvaltning. Dessa ska bland annat innefatta förvaltningens investeringsfilosofi och investeringsprocess, tillgångsslag, externa förvaltare, belåning, riskhantering och riskkontroll samt uppföljning.

Pensionsreservsstyrelsen fastställer övergripande riktlinjer för etisk och miljömässig hänsyn. Det är fondstyrelsens ansvar att fastslå principer för hur ägarstyrningen ska implementeras i den dagliga förvaltningen och att arbeta fram metoder för hur förvaltningen ska integrera hänsyn till etik och miljö i sina investeringsbeslut. Fondernas oberoende ställning medger exempelvis att man inom ramen för fastställda värdegrunder fattar enskilda beslut vid röstning på bolagsstämmor. Det är också fondstyrelsens ansvar att ta ställning till om det finns skäl att begränsa eller utesluta *kategorier* av investeringar i förvaltningen av etisk eller miljömässig hänsyn.

Fondstyrelsen ska utse en fondchef som ska ansvara för den löpande verksamheten inom förvaltningen. Därtill ska den fastställa en ansvarsfördelning där det tydligt ska anges befogenheter och ansvar vad gäller strategiska respektive operativa beslut och en definition av dessa.

Fondstyrelsen ska också löpande utvärdera förvaltningens resultat som årligen rapporteras till Pensionsreservsstyrelsen.

13.9 Placeringsregler

Utredningens förslag: Nuvarande kvantitativa placeringsregler ersätts med en aktsamhetsprincip vilket betyder att det blir fondstyrelsens uppgift att utifrån riskmandat och avkastningskrav besluta om fördelning av riskbudget, tillgångar och gränsvärden för dessa baserat på vald klassificering. Införandet

av Aktsamhets-principen förutsätter att utredningens övriga förslag om tydligt mål och en effektiv styrning genomförs.

Att säkerställa en politiskt oberoende förvaltning är central för att upprätthålla allmänhetens förtroende och förvaltningens legitimitet vilket motiverar en reglering av investeringar i svenska noterade aktier. Utredningen föreslår att behålla regeln om att varje fonds investeringar får utgöra max 2 procent av det totala börsvärdet. Detta medför i praktiken att pensionsreservens totala tillåtna andel av det svenska börsvärdet begränsas till 6 procent från nuvarande 8 procent. Därtill föreslår utredningen att röstandelsbegränsningen om max 10 procents ägarandel i noterade innehav behålls.

Nuvarande placeringsregler motiverades i förarbetena av behovet att säkerställa en politiskt oberoende förvaltning samt att begränsa risktagandet för buffertkapitalet. De nuvarande placeringsreglerna för AP-fonderna grundar sig på de regelverk och finansiella modeller som var tongivande fram till slutet av 1990-talet.

Ekonomi och de finansiella marknaderna är i ständig förändring, det som varit bra de senaste 10 åren behöver inte alls förbli så. Det är därför olämpligt att sätta kvantitativa restriktioner som inte följer med den ekonomiska utvecklingen och omvärldsförändringar.

Den bristande flexibiliteten har försvårat för de nuvarande AP-fonderna att diversifiera riskerna vilket betyder att det finns investeringsportföljer som skulle kunna ge en bättre riskjusterad avkastning och mer robust riskkontroll genom en större flexibilitet i förvaltningen. Utformningen av nuvarande placeringsregler inspirerades av då rådande regelverk för privata pensionsbolag. Dessa har sedan länge moderniserats och är ersatta av aktsamhetsprincipen och liknande kvalitativa ramar, vilket ytterligare motiverar denna princip för förvaltningen av pensionsreserven. Pensionsbolagen har dock en stark styrning av risktoleransen för kapitalet genom att ha en väl definierad skuldsida. Denna definierade skuld saknas för förvaltningen av pensionsreserven vilket gör det nödvändigt att konstruera och tydliggöra ett "åtagande" vilket utredningen uppnår genom förslaget om ett tydligt mål och en styrmodell, vars huvudsakliga syfte är att ange en väl definierad roll i pensions-systemet och dess finansiering.

Genom att ta bort huvuddelen av de kvantitativa riktlinjerna ges förvaltningen av fonderna en flexibilitet att bättre utnyttja sina komparativa fördelar med att vara en verkligt långsiktig pensionsreservsfond.

Regler för att säkerställa politiskt oberoende

Risken för politisk påverkan och maktutövande av en dominant marknadsaktör var en viktig anledning till beslutet om fyra fonder och begränsningen att vardera fonden får äga svenska aktier till ett värde som inte överstiger 2 procent av det totala svenska börsvärdet. Därtill begränsades fondernas röstandel i ett enskilt bolag till 10 procent.

Utredningens förslag innebär att strukturen med flera fonder upprätthålls och minskar därmed risken för marknadsdominans. En ytterligare väg att gå vore att begränsa ägarinflytande genom att endast tillåta svensk exponering via placering i indexfonder eller att göra som i sjunde AP-fonden tillåta ägande men inte tillåta röstning vid bolagsstämmor. En annat sätt är att göra som i t.ex. Norge, helt utesluta investeringar på den inhemska börsen. Som förvaltare av allmänhetens pensioner bedömer utredningen att det finns en poäng med att AP-fonderna kan utnyttja sin rösträtt för att agera som en förebild som aktiv ägare, när det kommer till ansvarsfulla och hållbara investeringar för att det på längre sikt kommer att gynna pensionskapitalets tillväxt. Detta gäller för både svenska och utländska investeringar.

Regler om maximal exponering mot svenska tillgångar och röstandelsbegränsning står inte i direkt strid med riktlinjer och praxis för förvaltning av pensionskapital. Problemet blir i stället att bedöma vilken begränsning som är lämplig. Utredningen anser att föreslagen modell med tydligt mål och styrning säkerställa att fonderna inte tar annan hänsyn än risk och avkastning i förhållande till pensionsystemet vid investeringsbeslut vilket egentligen gör frågan om svensk maktkoncentration till en fråga av mindre betydelse.

För att upprätthålla allmänhetens förtroende och säkerställa buffertkapitalets legitimitet och politiska oberoende bedömer vi ändå att det finns skäl nog att behålla dessa. I brist på argument som talar för eller emot vissa nivåer för begränsning, föreslår utredningen att behålla nuvarande procentsatser. Detta medför i

praktiken att pensionsreservens totala tillåtna andel av börsvärdet begränsas till 6 procent från nuvarande 8 procent.

13.10 Sjätte AP-fonden

Utredningens förslag: Tillgångarna i Sjätte AP-fonden kommer tillsammans med tillgångarna i nuvarande Första till Fjärde AP-fonderna att utgöra kapitalet i Pensionsreservsfonden och förvaltas av den nya myndigheten Pensionsreservsstyrelsen. Investeringsverksamheten sköts av tre fondstyrelser med identiska mandat och Sjätte AP-fondens tillgångar kommer att utgöra en del i en eller flera av dessa tre fonder.

Utredningen föreslår att nuvarande kvantitativa riktlinjer för förvaltningen av AP-fonderna ska ersättas med en aktsamhetsprincip. Det är därför upp till var och en av fondstyrelserna att välja investeringsinriktning inom ramen för Pensionsreservsstyrelsens mandat. Fonderna har därmed möjlighet att själv ta ställning till om olika typer av riskkapital ska vara en del av portföljen. Sjätte AP-fondens bedöms därför som överflödig.

Fondernas bedömning av investering i olika tillgångsslag, däribland riskkapital, ska baseras på en analys av risk och avkastning. Utredningen vill även betona att investering i onoterade tillgångar är förenade med väsentliga stordriftsfördelar avseende kompetensförsörjning och förutsättningarna att bygga en robust och diversifierad portfölj. Detta är ett område där utredningen ser tydliga synergieffekter för fondstyrelserna att inom ramen för kravet på oberoende, skapa gemensam kompetens. I den mån tillgången till riskvilligt kapital i svenskt näringsliv behöver stärkas bör detta tillgodoses genom åtgärder utanför pensionssystemet.

13.11 Redovisning

Utredningens förslag och bedömning: Bestämmelserna i AP-fondslagen om redovisning och revision för myndigheten överförs i huvudsak oförändrade till den nya lagen.

För vardera fonden ska en årsberättelse upprättas. Årsberättelsen ska upprättas på ett överskådligt sätt och enligt god redovisningssed. Årsberättelsen ska fogas till årsredovisningen.

Myndighetens redovisning och årsberättelsen bör följa de redovisningsregler som gäller för jämförbara finansiella företag och fonder. Eventuella avsteg från dessa redovisningsregler bör tydligt redovisas och motiveras.

Bakgrund

När det nuvarande systemet inrättades överfördes bestämmelserna i AP-fondsreglementet om redovisning och revision i huvudsak oförändrade till den nya lagen. Det infördes dock allmänna regler om löpande bokföring och arkivering. Reglerna om årsredovisningen anpassades närmare till rådande systematik för svenska företag.

I 6 kap. 2–3 §§ lagen anges att AP-fondernas, i överensstämmelse med god redovisningssed, ska

1. löpande bokföra alla affärshändelser,
2. se till att det finns verifikationer för alla bokföringsposter samt systemdokumentation och behandlingshistorik,
3. bevara all räkenskapsinformation och sådan utrustning och sådana system som behövs för att presentera räkenskapsinformationen, samt
4. för varje räkenskapsår avsluta den löpande bokföringen med en årsredovisning.

Årsredovisning ska i sin tur bestå av en balansräkning, en resultaträkning, noter, och en förvaltningsberättelse.

Balansräkningen, resultaträkningen och noterna ska upprättas som en helhet och ge en rättvisande bild av AP-fondens ställning och resultat. Förvaltningsberättelsen ska innehålla en rättvisande översikt över utvecklingen av fondens verksamhet, ställning och resultat.

De tillgångar i vilka fondmedel placerats ska i årsredovisningen upptas till marknadsvärdet.

Första fjärde fondstyrelserna tog sina remissvar till Ds 1999:38 upp frågan om en gemensam standard för redovisning bör etableras för fonderna eftersom det bland annat av utvärderingsskäl är av vikt att AP-fonderna redovisar på ett enhetligt sätt. Regeringen anförde därvidlag att god redovisningssed även framdeles bör vara styrande för kraven på AP-fondernas redovisning. Enligt regeringens mening skulle det dock vara olyckligt att i lag eller motiv närmare slå fast vilka redovisningsprinciper som bör gälla. Vilka redovisningsprinciper som bör tillämpas kan behöva anpassas över tiden. Det bör därför t.ex. inte anges huruvida redovisningen ska följa de principer som gäller för värdepappersfonder eller de som gäller för livförsäkringsbolag eller en kombination av dessa. I stället bör det enligt regeringens mening ankomma i första hand på fonderna att med hänsyn till lämpliga redovisningsregler för jämförbara finansiella företag utveckla och etablera en gemensam praxis inom ramen för god redovisningssed och rättvisande bild, så att AP-fondernas årsredovisning ger en god genomlysning av verksamheten. Vidare bör regeringen i den årliga utvärderingen kunna ge sin syn på de redovisningsprinciper som tillämpas. (prop. 1999/2000:46 s. 133).

För Sjätte AP-fonden gäller att denna varje år ska lämna en årsredovisning. Denna ska bestå av resultaträkning och balansräkning samt förvaltningsberättelse. Årsredovisningen ska upprättas i enlighet med god redovisningssed. I årsredovisningen ska placerings-tillgångarna marknadsvärderas.

Utredningens uppdrag

Utgångspunkt för utredningen är enligt våra direktiv att samma redovisningsprinciper ska gälla som för jämförbara finansiella företag. Utredaren ska också beakta behovet av öppenhet, i syfte att främja allmänhetens förtroende för AP-fondernas verksamhet.

Finansiella företag redovisar i dag uteslutande enligt International Financial Reporting Standards (IFRS). Detsamma gäller även för exempelvis Kanadas CPP, New Zealand Superannuation Fund och Norges Pensionsfond Utland som alla har börjat tillämpa IFRS.

Skillnader mot IFRS

Första till Fjärde AP-fonderna följer inte IFRS utan har utarbetat gemensamma redovisnings- och värderingsprinciper som historiskt baserats på valda delar ur ett äldre regelverk för finansiella företag. Fondernas redovisnings- och värderingsprinciper har dock succesivt delvis anpassat IFRS. Eftersom IFRS är under omfattande omarbeting, har anpassningen under 2011 inriktats mot informationskrav enligt IFRS 7.

Mot nu gällande IFRS finns följande större skillnader:

- Fonderna värderar inte finansiella instrument baserat på köp/sälj kurs utan på marknadsnotering enligt valt index (oftast genomsnittskurs).
- Transaktionskostnader, såsom courtage, redovisas som en del i anskaffningsvärdet för finansiella instrument som redovisas till verkligt värde via resultatet.
- Koncernredovisning samt kassaflödesanalys upprättas inte.

När det gäller Sjätte AP-fonden är fondens inställning att det inte finns någon möjlighet för fonden att följa IFRS fullt ut då Sjätte AP-fonden enligt lag inte har som krav att upprätta någon koncernredovisning. Som en konsekvens härav så avgör Sjätte AP-fonden för varje enskild redovisningsstandard vad som är tillämpligt och därefter bedöma vilka uppgifter som ska presenteras för att en extern läsare ska få en rättvisande bild samtidigt som årsredovisningen ska hållas överskådlig.

Fonderna anger i respektive årsredovisningar att en fullständig anpassning till IFRS inte skulle ha en väsentlig påverkan på redovisat resultat och kapital. En tillämpning av IFRS skulle vidare innebära en ökad grad av öppenhet i årsredovisningen.

Även AP-fondernas revisorer har bedömt att en tillämpning av IFRS väsentligt inte väsentligt skulle komma att påverka redovisat resultat.

Skälen för utredningens förslag

Ovan föreslår vi att fondkapitalet ska betraktas som en eller flera fonder som staten avsatt för att kunna fullgöra det statliga åtagandet att betala ut pension. Den myndighet som administrerar och

förvaltar fonderna förfogar bara över fondkapitalet i den mån lagen medger. Av detta följer att fondernas ställning och utveckling inte är del av myndighetens årsredovisning av den egna verksamheten.

Sjunde AP-fonden upprättar i dag en årsredovisning för myndighetens verksamhet. För de två fonder som förvaltas av Sjunde AP-fonden upprättas en årsberättelse för vardera fonden.

Myndighetens årsredovisning upprättas i enlighet med AP-fondslagens bestämmelser. Fondernas årsberättelse upprättas i enlighet med god redovisningssed. Genom en hänvisning i 5 kap. 7 omfattas sjunde AP-fonden av bestämmelserna om årsberättelser i lagen (2004:46) om investeringsfonder. Lagen om investeringsfonder kompletteras av Finansinspektionens föreskrifter (FFFS 2008:11) om investeringsfonder. Föreskrifterna till den del de avser årsberättelsen till stor del anpassade till årsredovisningslagen (1995:1554) och lagen (1995:1559) om årsredovisning i kreditinstitut och värdepappersbolag och de internationella regelverk (blanda annat IFRS) som dessa lagar genomför.

Avseende den nya myndigheten kan bestämmelserna i AP-fondslagen om redovisning och revision överförs i huvudsak oförändrade till den nya lagen. Myndighetens ställning kan liknas vid ett motsvarande fondbolags och därför bör myndighetens redovisning följa de principer som gäller för dessa om inte det finns skäl att redovisa på annat sätt. Om avvikelser sker bör detta redovisas öppet.

För fonderna ska det upprättas en årsberättelse för vardera fonden som ska fogas till myndighetens årsredovisning. Årsberättelsen bör upprättas i enlighet med de principer som gäller för investeringsfonder som de kommer till uttryck i Finansinspektionens föreskrifter (FFFS 2008:11) om investeringsfonder. Fonderna står dock inte under finansinspektionens tillsyn. Det ska därför inte vara en lagstadgad skyldighet att upprätta årsberättelsen i enlighet med dessa föreskrifter. Det kan vidare finnas skäl att avvika från finansinspektionens föreskrifter bland annat eftersom skyddet för fondspararen inte gör sig gällande på samma sätt i detta sammanhang. Om avvikelser sker bör styrelsen emellertid tydligt ange och motivera varför det sker.

Av 58 kap. 15 § socialförsäkringsbalken följer att fondernas tillgångar ska redovisas till marknadsvärdet.

13.12 Verksamhetsansvar, intern styrning och kontroll

Utredningens förslag: I lagen ska anges att Pensionsreservstyrelsens styrelse ansvarar för verksamheten och ska se till att den bedrivs effektivt och enligt gällande rätt, att den redovisas på ett tillförlitligt och rättvisande sätt samt att myndigheten hushållar väl med statens medel.

I ledningens ansvar ingår att beslut om arbetsordning, verksamhetsplan och årsredovisning.

Bestämmelser om intern styrning och kontroll förs till lagen. I myndighetens årsredovisning ska ledningen lämna en bedömning av huruvida den interna styrningen och kontrollen vid myndigheten är betryggande.

I lagen ställs krav på att det vid myndigheten ska finnas en internrevision. Myndighetens ledning ska besluta om riktlinjer och revisionsplan för internrevisionen samt åtgärder med anledning av internrevisionens iakttagelser och rekommendationer.

Internrevisionen ska utifrån en analys av verksamhetens risker självständigt granska om ledningens interna styrning och kontroll är utformad så att myndigheten med rimlig säkerhet fullgör sitt verksamhetsansvar.

Internrevisionen ska bedrivas enligt god sed för internrevision och internrevisorer.

AP-fondernas är statliga myndigheter som bara styrs genom lag. AP-fondslagen har sedan dess ikraftträdande inte genomgått några förändringar avseende de krav som ställs på myndighetens verksamhetsansvar, intern styrning och kontroll.

I nuvarande lag anges att styrelsen ansvarar för fondens organisation och förvaltningen av fondens medel. När det gäller medelsförvaltningen anges att det ska upprättas en verksamhetsplan som ska bestå av riktlinjer för placeringsverksamheten och utövande av rösträtt i enskilda företag samt en riskhanteringsplan.

Regeringen skärpte under 2007 och 2008 kraven på intern styrning och kontroll hos myndigheter under regeringen genom ändringar i flera olika författningar. Några av de större förändringarna var en ny internrevisionsförordning (2006:1228) fr.o.m. den 1 januari 2007 samt en ny myndighetsförordning (2007:515) och en ny förordning om intern styrning och kontroll (2007:603).

Därefter genomförde även riksdagen (2009/10 RS:6) motsvarande förändringar i de lagar som reglerar myndigheternas under riksdagen verksamhet, bland annat Lagen (2006:999) med ekonomiadministrativa bestämmelser m.m. för riksdagsförvaltningen, Riksdagens ombudsmän och Riksrevisionen och lagen (1988:1385) om Sveriges riksbank.

AP-fonderna däremot har inte träffats av den skärpning som inträtt för övrig statlig förvaltning i detta hänseende. Utredningen har inte anledning skäl att rikta någon kritik mot fonderna dessa hänseenden. Det saknas dock samtidigt några bärande skäl till varför den myndighet som sköter förvaltningen av buffertkapitalet ska ha mindre strikta krav i dessa hänseenden än statliga myndigheter i övrigt. Vidare förutsätter ett genomförande av aktsamhetsprincipen att det ställs tydligare krav på en tydlig organisation och styrning med en väl genomarbetad och dokumenterad investeringsprocess.

Eftersom den föreslagna myndigheten bara ska regleras i lag ska bestämmelser om ledningens verksamhetsansvar, intern styrning och kontroll samt internrevision finnas i lagen.

13.13 Kompensation för ingående mervärdesskatt

Förslag En ny bestämmelse bör föras in i lagen som anger att myndigheten har rätt till kompensation för ingående mervärdesskatt.

Myndigheters rätt till kompensation för ingående mervärdesskatt regleras i förordningen (2002:831) om myndigheters rätt till kompensation för ingående mervärdesskatt. Förordningen gäller för myndigheter under regeringen som ingår i den statliga redovisningsorganisationen, om inte Ekonomistyrningsverket beslutar annat. I förordningen regleras bland annat att en myndighet har rätt till kompensation för belopp som hänför sig till verksamhet motsvarande ingående skatt enligt mervärdesskattelagen. Myndigheten har dock inte rätt till kompensation om den ingående skatten omfattas av begränsningar i avdragsrätten enligt vissa bestämmelser i 8 kap. mervärdesskattelagen.

Myndigheter under riksdagen rekvirerade tidigare kompensation för ingående mervärdesskatt i enlighet med särskilt riksdagsbeslut.

Sedan juni 2006 återfinns dock en bestämmelse om rätt till kompensation i lagen (2006:999) om ekonomiadministrativa bestämmelser m.m. för riksdagsförvaltningen, Riksdagens ombudsmän och Riksrevisionen. Riksbankens rätt till kompensation framgår av 9 kap. 8 § lagen (1988:1385) om Sveriges riksbank.

Motivet till myndigheternas rätt till kompensation för ingående mervärdesskatt är bland annat att uppnå konkurrensneutralitet mellan verksamhet i egen regi och annan verksamhet. Ett motiv som anses vara lika starkt för myndigheter under regeringen som såväl riksdagen (bet 1990/91:FiU20 s. 73)

AP-fonderna (även sjunde AP-fonden)lämnande in en gemensam ansökan om att de ska omfattas av modellen med kompensation till statliga myndigheter för ingående mervärdesskatt.

Regeringen avslag i beslut den 3 oktober 2002, dnr Fi2001/3896 AP-fondernas begäran. Regeringen motiverade beslutet som följer:

Den grundläggande principen om konkurrensneutralitet i upphandling talar för AP-fondernas begäran. Extern upphandling av mervärdesskattepliktiga tjänster missgynnas kostnadsmässigt jämfört med intern produktion av motsvarande tjänster. Detta är emellertid ett problem som inte är begränsat till AP-fonderna utan gemensamt för branschen. Till den del finansiella företag verkar inom mervärdesskattebefriade områden representerar ingående mervärdesskatt en kostnad eftersom avdragsrätt inte föreligger (annat än i fråga om mervärdesskatt som hänförs till någon del av verksamheten som medför skattskyldighet för mervärdesskatt). I dessa fall gynnas intern produktion på bekostnad av upphandlade tjänster. Så är fallet för omsättning av bank- och försäkringstjänster samt sådan omsättning som utgör värdepappershandel eller därmed jämförlig verksamhet, exempelvis förvaltning av värdepappersfonder enligt lagen (1990:1114) om värdepappersfonder. Eftersom ingående mervärdesskatt representerar en kostnad i samtliga dessa fall kan de därmed sammanhängande konkurrensproblemen inte lösas enbart genom förändringar av AP-fondernas villkor.

För Sjunde AP-fondens del tillkommer skälet att myndigheter vars verksamhet i huvudsak består av att tillhandahålla tjänster mot avgift i konkurrens med privata företag som bedriver icke mervärdesskattepliktig verksamhet inte bör medges rätt till kompensation för ingående mervärdesskatt. Det skulle strida mot konkurrensneutralitet vid försäljning till konsumenter eller företag. Sjunde AP-fonden tillhandahåller fondförvaltning i konkurrens med privata förvaltare av värdepappersfonder.

AP-fonderna är i dag de enda statliga myndigheter som inte omfattas av förordningen (2002:831) om myndigheters rätt till kompensation för ingående mervärdesskatt eller på annat sätt har denna

fråga reglerad. Det saknas enligt utredningen skäl att särbehandla den myndighet som förvaltar pensionsreservsfonderna i detta avseende. Grundläggande för tanken bakom kompensation för ingående mervärdesskatt är bland annat att uppnå konkurrensneutralitet mellan verksamhet i egen regi och annan verksamhet. Det är inte i första hand en fråga om neutralitet i förhållande till likande privat verksamhet.

De skäl som regeringen anförde i sitt beslut förlorar vidare i styrka om man bortser från Sjunde AP-fonden. Den myndighet som administrerar och förvaltar pensionsreservsfonden bör därför kompenseras för ingående på samma sätt som övriga statliga myndigheter trots att verksamheten inte är anslagsfinansierad.

Uppskattningsvis utgör ingående mervärdesskatt en kostnad för AP-fonderna på 20–30 miljoner kr årligen. Utredningen har inom ramen för utredningsuppdraget inte möjlighet att föreslå någon finansiering för den kostnad som rätten till kompensation innebär för statsbudgeten. Samtidigt innebär ju förslaget att pensions-systemet tillförs medlen till nytta för pensionärerna.

13.14 Statlig arbetsrätt

<p>Utredningens bedömning: Regeringen bör besluta att myndigheten får teckna egna kollektivavtal.</p>
--

Eftersom AP-fonderna är statliga myndigheter är lagen (1994:260) om offentlig anställning tillämplig på dem. Detsamma gäller andra delar av den statliga arbetsrätten, exempelvis anställningsförordningen (1994:373) och tjänstledighetsförordningen (1984:111). AP-fonderna har dock med hänsyn till sin historiska bakgrund och den speciella verksamhet de bedriver av regeringen givits rätt att teckna egna kollektivavtal (Prop. 1999/2000:46 s. 144, Regeringens beslut 2000-03-30, dnr Fi2000/1609) Utredningen finner inte skäl att föreslå någon annan ordning för Pensionsreservsstyrelsen. Regeringen bör således besluta att myndigheten får teckna egna kollektivavtal.

14 Övergångsfrågor

Fördelning av tillgångarna

Det totala marknadsvärdet av AP-fonderna uppgick till 872 miljarder kronor vid utgången av år 2011. Detta belopp ska fördelas på de tre pensionsreservfonderna. Det beloppsmässiga värdet av tillgångarna bör vara så lika som möjligt från början för att få lika förutsättningar för framtida utvärderingar av förvaltningen.

För att uppdelningen av de befintliga tillgångarna ska bli värdemässigt rättvis måste tillgångarna värderas till marknadsvärde. Vidare bör uppdelningen göras med syfte att varje fond ska erhålla en, med avseende på sammansättningen av tillgångarna, väldiversifierad portfölj av värdepapper utifrån den övergripande placeringsinriktning som fondstyrelsen valt för respektive fond.

Det är inte möjligt att lagstiftningsvägen lösa alla frågor som uppdelningen av tillgångarna ger upphov till. Pensionsreservstyrelsens ledning bör därför få i uppdrag att besluta hur den faktiska uppdelningen av tillgångarna ska gå till. Detta bör ske efter samråd med fondstyrelserna.

Genomförandet av den nya organisationen

Innan den nya myndigheten tar över administrationen och förvaltningen av pensionsreserven bör myndigheten i princip vara fullt funktionsduglig. Styrelser liksom fondstyrelser med tillhörande verkställande ledningar måste utses i god tid. Dessutom behöver en betydande del av personalen finns på plats. Myndigheten ska administrera och förvalta en avsevärd förmögenhetsmassa. Det är därför av synnerlig vikt att förvaltningen redan från början fungerar inte bara vad avser fondförvaltningen utan även beträffande administrativa rutiner, riskhantering och internkontroll.

Arbetet med att bygga upp myndighetens organisation måste bedrivas med hög intensitet. Den nya myndigheten och de nya placeringsreglerna medför så genomgripande förändringar i förhållande till AP-fondernas nuvarande struktur att de nuvarande fondstyrelserna och deras förvaltningsorganisationer bör avvecklas och den nya myndigheten bör byggas från grunden. Även om det är naturligt att mycket av den kompetens som finns inom AP-fonderna i dag tillvaratas.

Pensionsreservsstyrelsens ledning bör ansvara för att bygga upp myndigheten. Någon särskild arbetsgrupp för att ta hand om de organisatoriska frågorna är därmed inte nödvändig. Det får anses ingå i de nuvarande AP-fondernas uppdrag att förbereda genomförandet av den nya organisationen genom att förvalta fondmedlen på så sätt att övergången underlättas utan att förvaltningens effektivitet åsidosätts. Detta får anses följa av styrelsernas allmänna skyldighet att förvalta anförtrodda medel på sådant sätt att de blir till största möjliga nytta för pensionssystemet.

Personalfrågor

Som framgått ovan innebär förslaget att Första-Fjärde och Sjätte AP-fonden avvecklas och ersätts av Pensionsreservsstyrelsen. I 6 b § lagen (1982:80) om anställningsskydd finns bestämmelser om övergång av verksamhet. Innebörden av bestämmelserna är att om en verksamhet eller en del av en verksamhet går över från en arbetsgivare till en annan, går också anställningsavtalen för de arbetstagare som hör till den överlåtna verksamheten över på den nya arbetsgivaren. För att 6 b § ska vara tillämplig krävs alltså att det har skett ett arbetsgivarbyte. På det statliga området anses att det sker ett arbetsgivarbyte om verksamhet går över från en myndighet till en annan.

Syftet med verksamheten i Pensionsreservsstyrelsen kommer att vara oförändrat i förhållande till AP-fonderna. Det kan mot denna bakgrund hävdas att verksamhet går över mellan AP-fonderna och den nya myndigheten. Bemanningen av den nya myndigheten ska därför ske med beaktande av 6 b § i lagen om anställningsskydd.

15 Konsekvensanalys av utredningens förslag

Enlig direktivet ska effekterna av utredningens förslag analyseras. I detta ingår att analysera och bedöma effekterna på fondernas risk och avkastning i termer av utgående pensioner. Även kostnader och besparingar av att genomföra förslagen ska analyseras.

Utredaren ska också analysera och bedöma konsekvenserna på de finansiella marknaderna (aktie-, ränte- och valutamarknaderna) av de förslag som utredningen lämnar. Det innefattar effekter av eventuella förändringar i fondernas ägarroll, i synnerhet på den inhemska marknaden.

Om utredningen föreslår en mer direkt styrning av fondernas kostnader ska utredaren analysera och bedöma den förväntade effekten på fondernas resultat samt påverkan på AP-fondernas oberoende i placeringspolitiken.

Analysen ska beakta buffertkapitalets förväntade utveckling och om förslagen innebär offentligfinansiella eller samhällsekonomiska konsekvenser i övrigt ska dessa redovisas.

Analysen av Sjätte AP-fonden ska också inkludera eventuella konsekvenser för den inhemska riskkapitalförsörjningen om utredningen föreslår ändrade placeringsregler inom detta område.

Enligt förordningen (2007:1244) om konsekvensutredning vid regelgivning ska konsekvensutredningen bland annat innefatta en beskrivning av problemet och vad man vill uppnå, alternativ till förslagen lösning och effekter vid utebliven reglering. Det ska också göras en bedömning av vilka som berörs av regleringen och kostnader förknippade med detta och om det behövs ta speciell hänsyn för tidpunkt för införandet av regleringen.

15.1 Inledning

Utredningens förslag är att inrätta en ny myndighet som får till uppgift att ta ett helhetsansvar för att administrera pensionsreservsfonden. Förvaltningen av fonden fördelas mellan tre från varandra oberoende fondstyrelser inom myndigheten, i stället för mellan fem självständiga myndigheter som är fallet i dag. Därtill ska nuvarande placeringsregler ersättas med en aktsamhetsprincip där myndigheten ansvarar för att sätta mål för förvaltningen och definiera acceptabel risknivå för förvaltningen av kapitalet utifrån pensionsystemets finansiella ställning och rådande marknadsförutsättningar. Målet ska fastställas av myndigheten efter samråd med Pensionsmyndigheten och fondernas ledning för att uppnå en intressegemenskap. Utifrån fastställd riskbudget är det fondernas ansvar att skapa den portfölj som uppnår bästa avkastningen.

Det främsta syftet med utredningens förslag är att förbättra styrningen och förutsättningarna för en ändamålsenlig förvaltning av pensionsreservsfonden för att på så sätt uppnå en högre nettoavkastning och bidra positivt till finansieringen och stabiliteten i pensionsystemet till nytta för nuvarande och framtida pensionärer. Genom förslaget uppnås också en viss kostnadseffektivisering genom att samla fonderna inom en gemensam myndighet som också har ett samlat ansvar för administrationen.

Utredningen har även övervägt ett alternativt förslag som bedöms ge större positiva nettoeffekter till nuvarande och framtida pensionärer. Detta förslag och konsekvenser redovisas i bilaga 2.

Om utredningens förslag inte antas innebär det att redovisade brister i nuvarande kvarstår, vilket är en onödig kostnad för pensionsystemet i termer av lägre förväntad avkastning efter kostnader och därmed mindre bidrag till finansieringen av pensionssystemet. Kostnaden uppstår på två sätt, dels genom en bibehållen ineffektiv förvaltningsstruktur, dels genom outnyttjad potential i att minska de administrativa kostnaderna om verksamheten samlas i en myndighet.

15.2 Intressenter som berörs av förslaget

Utredningen har identifierat grupper av intressenter som berörs av förslaget:

- Pensionssystemet, dvs. nuvarande och framtida pensionärer.
- Allmänheten, i form av stärkt förtroende och legitimitet för hela pensionssystemet.
- Pensionsmyndigheten.
- Verksamhet och personal inom nuvarande AP-fonder.
- Stat och regering.
- Finansmarknaden och dess aktörer.
- Svensk riskkapitalmarknad.

15.3 Pensionssystemet, nuvarande och framtida pensionärer

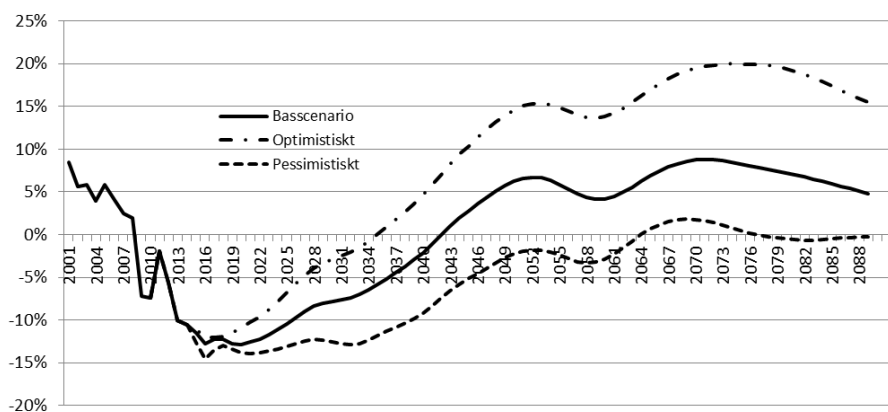
Ett väl fungerande pensionssystem är viktigt för hela samhälls-ekonomi ur flera aspekter. Genom pensionsreformen skapades ett finansiellt uthålligt system som skulle vara självfinansierat och autonomt från statsbudgeten. Detta är dock en sanning med modifikation. I situationer med en svag utveckling av de utgående pensionerna riskeras att individer behöver kompenseras ekonomiskt för detta, vilket då får hanteras genom åtgärder via statsbudgeten. Ett starkt pensionssystem ligger därför i allas intresse. Kopplat till detta är vikten av legitimiteten för pensionssystemet och därmed förvaltningen av pensionsreserven.

Den viktigaste faktorn för ett stabilt pensionssystem, utöver demografiska faktorer, är en väl fungerande arbetsmarknad med hög sysselsättning som bidrar med avgifter till pensionssystemet. I Diagram 15.1 illustreras avgiftsnettot som är skillnaden mellan avgifter betalda in till systemet och pensionsutbetalningar. Ett negativt avgiftsnetto belastar buffertkapitalet och förväntas att urholka delar av eller hela kapitalet de kommande trettio åren beroende på vilka antaganden som görs för underliggande faktorer.

Perioder när pensionssystemets finansiella ställning är under påfrestning får avkastningen från buffertkapitalet potentiellt större betydelse för om balanseringen ska aktiveras eller inte.

Utredningen har identifierat flera brister i nuvarande AP-fonds-system som är en kostnad i form av utebliven avkastning för pensionssystemet. Motivet för en särskild avsatt förvaltning i form av ett buffertkapital är att bidra finansiellt och utjämna demografiska svängningar. Detta kan endast ske genom att avkastningen efter kostnader – nettoavkastningen – är tillräckligt god. Utgångspunkten för förslaget är därför åtgärder som ska ge förutsättningar att uppnå en högre förväntad nettoavkastning och på så sätt bidra till nytta för nuvarande och framtida pensionärer.

Diagram 15.1 Avgiftsnettot, influtna avgifter minus pensionsutbetalningar som andel influtna avgifter i procent



Källa: Pensionsmyndigheten (2012).

Förslaget på en ny styrmodell innebär en tydligare ansvarsfördelning mellan kapitalägare och kapitalförvaltning vilket renodlar förvaltningens uppgifter. Förslaget innebär också en högre grad av professionalisering förvaltningen genom högre krav på kapitalförvaltningskompetens på fondstyrelserna. Detta bedömer utredningen ha positiva effekter för förväntad avkastning.

En mer ändamålsenlig styrning möjliggör också en förvaltning som kan baseras på aktsamhetsprincipen istället för på lagregleringar och ger därmed större flexibilitet att anpassa portföljen efter rådande marknadsförutsättningar. Detta ger ytterligare förutsättningar att uppnå en högre riskjusterad avkastning.

Utredningens föreslagna styrmodell förutsätter ett ökat samarbete mellan Pensionsmyndigheten och Pensionsreservsstyrelsen samt att målet för förvaltningen och Pensionsmyndighetens antaganden för

beräkningar av pensionssystemets finansiella ställning ska stämma överens. Prognoser och framskrivningar innebär alltid mått av osäkerhet och risker. Utredningens förslag minskar därmed en del av riskerna i pensionssystemet.

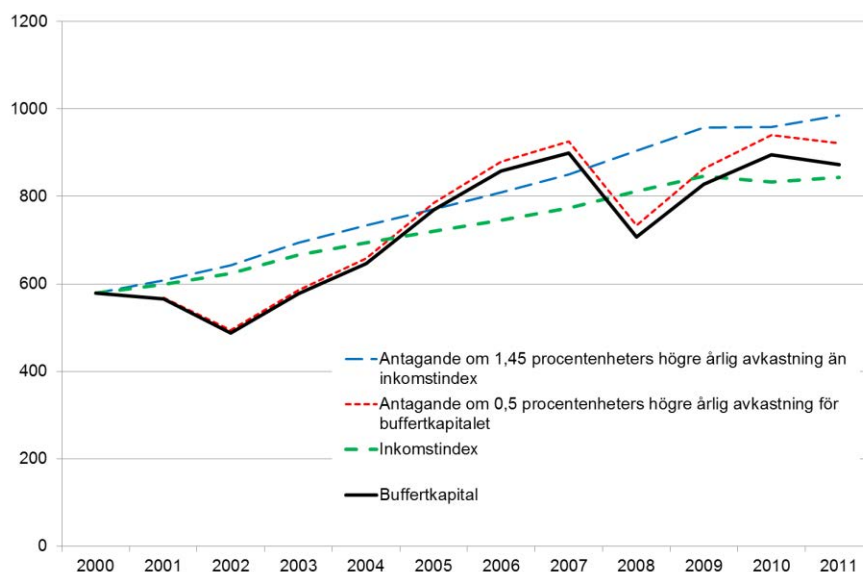
En risk i nuvarande AP-fondssystem är den svaga kopplingen mellan AP-fondernas avkastningsmål och realiserade avkastning jämfört med de antaganden som Pensionsmyndigheten utgår ifrån vid framskrivningarna av pensionssystemets finansiella ställning. I basscenariot utgår framskrivningen från en real tillväxt i inkomsterna (inkomstindex) på 1,8 procent och en real avkastning på buffertkapitalet på 3,25 procent vilket innebär en förväntan om att AP-fondernas avkastning ska generera 1,45 procentenheter utöver inkomstindex.

I Diagram 15.2 illustreras den faktiska utvecklingen för buffertkapitalet tillsammans med simulerade serier med olika utvecklingsantaganden. I genomsnitt har buffertkapitalets avkastning överträffat utvecklingen av inkomstindex med 0,3 procentenheter per år sedan 2001. Jämfört med om buffertkapitalet hade utvecklats exakt som inkomstindex har det genererat ett värde på totalt 29 miljarder kronor till pensionssystemet under samma period. Hade avkastningen på buffertkapitalet i stället varit i linje med pensionsmyndighetens antagande om 1,45 procentenheter över inkomstindex hade det genererat 113 miljarder extra till pensionssystemet under perioden jämfört med det faktiska utfallet.¹

¹ Utvecklingen av kapitalet approximeras genom att addera 1,45 procentenheter till den faktiska årliga procentuella avkastningen. Utgående kapital vid årets slut skrivs löpande fram med denna avkastning.

Diagram 15.2 Utvecklingen av inkomstindex och buffertkapitalet samt simulerade serier med alternativa tillväxtantaganden.

Miljarder kronor vid utgången av året



Källa: Regeringens skrivelse skr 2010/11:130 och egna beräkningar.

Studier pekar på att en bättre styrning påverkar avkastningen positivt. Försök att kvantifiera de positiva effekterna indikerar 1-2 procentenheter per år. Utredningen bedömer att det är svårt att ange en siffra på vad förslaget kan innebära i förbättrad nettoavkastning vilket dock inte ska användas som argument mot att vidta åtgärder.

För att illustrera betydelsen av åtgärder som syftar till att öka nettoavkastningen antas att buffertkapitalets avkastning sedan 2001 hade varit 0,5 procentenheter högre per år än den faktiska utvecklingen.² Enligt en sådan approximativ beräkning skulle detta ha genererat ytterligare 49 miljarder till pensionssystemet (se Diagram 15.2). Detta ska relateras till uppskattade kostnadsbesparingar för verksamhet och personal på försiktigt räknat 50 miljarder kronor per år.

² Utvecklingen av kapitalet approximeras genom att addera 0,5 procentenheter till den årliga procentuella avkastningen. Utgående kapitalet vid årets slut skrivs fram med denna avkastning.

15.4 Pensionsmyndigheten

Pensionsmyndigheten kommer att få en viktigare roll i analysen bakom fastställandet av förvaltningens mål. Initialt betyder det att Pensionsmyndigheten och Pensionsreservsstyrelsen bör komma överens om hur samarbetet ska utformas. Därefter identifieras kompetensbehov och hur detta ska lösas. Det är utredningens bedömning att Pensionsmyndigheten kommer att behöva anpassa sin verksamhet och organisation för att på ett relevant sätt tillgodose Pensionsreservsstyrelsens behov.

Utredningen avstår dock från att bedöma huruvida Pensionsmyndigheten kan anpassa verksamheten inom ramen för befintlig organisation eller om det krävs ytterligare resurser. Den gemensamma analysen för målet för förvaltningen förväntas samtidigt att vara till nytta för Pensionsmyndigheten vilket helt eller delvis bör kunna kompensera för de kostnader som uppstår vid en anpassning av organisationen

15.5 Konsekvenser för verksamhet och personal

Utgångspunkter för uppskattningen av konsekvenser

Utredningens bedömning av konsekvenser för verksamhet och personal baseras på de beräkningar som återfinns i den kostnads-effektiviseringsanalys av Första till Fjärde AP-fonderna som utredningen genomfört i samarbete med Ernst & Young. För en detaljerad redogörelse av antaganden och beräkningar hänvisar vi till bilaga 6.

Sjätte AP-fonden inkluderades inte i nämnda kostnads-effektivitetsanalys. Med cirka 20 miljarder kronor i förvaltad kapital är de betydligt mindre än Första-Fjärde AP-fonderna med ett sammanlagt kapital på cirka 850 miljarder kronor. Däremot har Sjätte AP-fonden 30 anställda att jämföra med genomsnittet på 56 anställda för Första till Fjärde AP-fonderna och kan hänföras till Sjätte AP-fondens investeringsinriktning.³ Enligt utredningens förslag kommer Sjätte AP-fondens innehav (i likhet med övriga fonders innehav) att fördelas på de 3 nya pensionsreservsfonderna. Det är svårt att göra en bedömning avseende vilken bemanning som

³ Anledningen till detta är Sjätte AP-fondens tidigare investeringsstrategi som i huvudsak har varit direktinvesteringar i expansionsbolag vilket är en resurskrävande verksamhet.

krävs för att hantera dessa investeringar och utredningen väljer att inte ta ställning till detta. Istället bedömer vi att redovisade kostnadsbesparingar kan vara i underkant.

Organisationsförändringar av förslaget

Utredningen föreslår att den nya myndigheten ska, förutom att fastställa mål för fondernas förvaltning, administrera fondernas verksamhet. I detta ingår motsvarande uppgifter som i kostnadseffektivitetsanalysen beskrivs som ett *shared service center (SSC)*, som består av en gemensam funktion för IT, back-office och övriga stödfunktioner (se rapport för detaljer).

För att säkerställa fondernas oberoende från varandra krävs att vissa funktioner behålls inom fonderna. Bedömningen särskiljer därför på strategiska processer som bör behållas inom fonderna och operationella processer som kan skötas gemensamt av myndigheten utan att inkräkta på konkurrensen.

Utgångspunkten är därmed att den personal som tillhör kärnverksamheten eller är nära kopplade till förvaltningsmodellen och de strategiska processerna är kvar inom respektive fond, medan övrig personal kommer att ingå i myndigheten. Vidare antas att myndigheten fastställer processer och system som är gemensamt för myndigheten inklusive fonderna. Myndigheten har som uppgift och mål att bedriva administrationen kostnadseffektivt, inom ramen för vad ändamålsenlig och oberoende förvaltning i de tre fonderna kräver. Det finns därmed ett tydligt uppdrag för myndigheten.

Besparingspotential

En gemensam administration för Första till Fjärde AP-fonderna uppskattas att ge en årlig besparingspotential på cirka 50 miljoner kronor.⁴ Områdena för besparing illustreras i Tabell 15.1.

I uppskattningen ingår att personalen minskar från cirka 206 till 192 årsverken. Ett årsverke motsvarar en heltidsanställd.⁵ Beräkningarna antar att den strategiska bemanningen i fonderna är oförändrad och att personalminskningarna sker inom IT, administration och HR som tillhör den lägre lönekategorin.

⁴ Mellan 35-60 miljoner kronor.

⁵ I Första-Fjärde AP-fonderna är skillnaden liten mellan antalet anställda och antalet årsverken.

Tabell 15.1 Bedömd Besparingspotential

Miljoner kronor

	Kostnad 2011	Ny total kostnad	Varav kostnad för SSC	Varav Kostnad för fyra Fonder	Besparingspotential
Personal	391	371	55	316	-20
IT och system	126	110	27	82	-17
Depåbank	41	38	0	38	-3
Lokal	37	32	5	27	-5
Köpta tjänster	45	45	10	36	0
Övrigt	41	38	8	30	-3
Totalt	682	634	105	529	-48

Källa: Första-Fjärde AP-fonderna, egna beräkningar.

Utredningens förslag innebär att myndigheten tillsätter fondstyrelserna för respektive pensionsreservsfond. Fondstyrelsernas formella första uppgift blir att anställa en fondchef som bemannar fonden efter kompetensbehov. Kompetensbehovet kommer att bero på den förvaltningsmodell och investeringsstrategi som respektive fond väljer. I praktiken antar utredningen att de tre pensionsreservsfonderna initialt kommer att spegla den sammansättning och kompetens som finns i nuvarande AP-fondsstruktur. De förändrade placeringsreglerna och ett nytt förvaltningsuppdrag kan dock komma att förändra fondernas kompetenskrav, bemanning och inriktning. Utredningen uppskattar därmed att det finns ytterligare kostnadsbesparingar i form av personalkostnader genom att gå från fyra till tre nya fonder. Därtill finns ytterligare potentiella kostnadsbesparingar av att Sjätte AP-fonden integreras med övrigt pensionsreservskapital. Samtidigt ska denna omstrukturering betraktas som en möjlighet att förstärka vissa positioner och kompetensområden som anses underbemannade i dag. Dessutom antas att anpassningen av de nya förvaltningsorganisationerna sker gradvis.

Utredningen förutsätter att den uppskattade kostnadsbesparingen på 50 miljoner kronor per år snarare kan betraktas ligga i det lägre intervallet.

Kostnader för omstrukturering

Vi utgår från att en den nya myndigheten inrättar ett eget kansli som förutom att ansvara för Pensionsreservfondens administration, ska fastställa mål och mandat för förvaltningen av pensionsreserven. Jämfört med scenariot om en gemensam extern administration kommer det därför krävas ytterligare kompetens. Samtidigt antar vi dock att en gemensam administration i en myndighet ger större besparingar jämfört med vad som hade krävts i en extern administration.

Utredningen antar därför att omställnings- och implementeringskostnader för att inrätta Pensionsreservsstyrelsen med tre fonder uppgår till cirka 100 miljoner kronor i engångskostnad baserad på utredningens beräkningar för kostnader för en gemensam extern administration.⁶

Nettoeffekt

Enligt utredningens förslag kommer all verksamhet att ligga inom ramen för myndigheten vilket gör att fonderna inte kommer att belastas för mervärdesskatt för de tjänster som utförs inom myndigheten.⁷ Det är svårt att uppskatta hur snabbt omstruktureringen kan genomföras då det i hög grad beror på hur snabbt myndigheten kan vara på plats och bemannas med styrelse och ledning. Uppskattningsvis kan det ta upp till två år vartefter besparingarna kan göra sig gällande.

Myndighetens ansvar är att sträva efter högsta grad av samordning utan att kompromissa med fondernas självständighet. Det finns därmed ytterligare besparingspotential som kommer att utvecklas över tid. Utredningens förslag innebär att myndigheten har ett uppdrag att löpande söka effektiviseringar och samordning, så länge fondernas oberoende och förutsättningar för ändamålsenlig förvaltning i investeringsverksamheten inte påverkas.

⁶ Detta baseras på antagandet att fonderna köper administrativa tjänster från denna administration och att fonderna ska befrias från mervärdesskatt. Annars uppskattas kostnaderna att bli högre. I utredningens förslag kommer administrationen finnas inom myndigheten varför mervärdesskatten inte påverkar nämnvärt.

⁷ Enligt Ernst & Youngs analys av ett shared service center uppskattas den årliga besparingen till 50 miljoner kronor eller 22 miljoner kronor beroende på om fonderna ska befrias från moms eller inte. Med en implementeringskostnad på 100 miljoner kronor beräknas återbetalningstiden för omstruktureringen till 4 år eller 7 år.

15.5.1 Effekter på statens budget

Omställning av personal

AP-fonderna berörs inte av statliga kollektivavtal.⁸ Kostnader för omställning av personal belastar AP-fonderna och får inga direkta effekter på statens budget. Däremot belastar de pensionssystemet men kostnaderna anses försumbara.

Kompensation för ingående mervärdesskatt

Utredningen föreslår att myndigheten ska ha rätt till kompensation för ingående mervärdesskatt i linje med vad som gäller för andra myndigheter. Uppskattningsvis utgör ingående mervärdesskatt en kostnad för AP-fonderna på 20-30 miljoner kr årligen vilket då skulle utgöra en kostnad för statens budget. Utredningen har inom ramen för utredningsuppdraget inte möjlighet att föreslå någon finansiering för den kostnad som rätten till kompensation innebär för statsbudgeten. Samtidigt innebär ju förslaget att pensionsystemet tillförs medlen till nytta för pensionärerna.

15.5.2 Samhällsekonomiska kostnader av omstrukturering av verksamhet och personal

Utredningens förslag innebär att effektiviseringar medför att tjänster försvinner under implementeringsskedet och möjligtvis också därefter. De kortsiktiga avvecklingskostnaderna belastar pensionsystemet och ingår i uppskattade omstruktureringarkostnader. Utredningen bedömer att personalen har en hög utbildnings- och kompetensnivå och är attraktiva på arbetsmarknaden. Det är därför inte troligt att det innebär någon fortsatt kostnad för samhället.

⁸Enligt förordningen (1976:1021) om statliga kollektivavtal sluter Arbetsgivarverket kollektivavtal på statens vägnar (2 §). Detta gäller dock inte för AP-fonderna, eftersom regeringen i ett särskilt beslut (2000-03-30, dnr Fi2000/1609) bemyndigat respektive fond att sluta egna avtal. En konsekvens av detta är att de statliga avtalen, bland annat ALFA, pensionsavtalet PA03 och Trygghetsavtalet inte är gällande för fonderna.

15.6 Konsekvenser för finansiella marknader

Utredningens utgångspunkt är att portföljens sammansättning ska bestämmas av en professionell investeringsorganisation. Förväntade konsekvenser av detta är att respektive fond utnyttjar sin komparativa fördel vid skapandet och implementeringen av strategin vilket i sin tur minimerar effekter på marknaden. Utredningen avstår från att anta någon långsiktig portföljsammansättning eftersom den kommer att variera över tid och mellan respektive fond.

Jämfört med situationen för AP-fondernas etablering för drygt tio år sedan är förhållandena andra i dag. Dels har marknaderna växt i både storlek och omsättning och internationaliserats i högre grad. Dels gick man från en förvaltning vars portföljer innehöll en betydligt mindre andel aktier än vad de nya reglerna tillät. I förarbetena gjordes också antaganden om fondernas långsiktiga portföljer som skulle utgöras av 45 procent aktier, 50 procent räntor och 5 procent i övrigt.

AP-fonderna etablerades efter en period med långvariga börsuppgångar. När reglerna tillät en högre aktieandel och med lagens mål om hög avkastning, ledde det till att fonderna investerade en stor del av kapitalet i aktier vilket skulle visa sig vara en dålig timing eftersom börserna sjönk kraftigt i samband med att IT-bubblan sprack. Utredningen väljer att inte ta ställning till vad som kan vara en lämplig portfölj eller lämplig förvaltningsmodell, eftersom den portfölj som skulle varit optimal de senaste fem åren inte behöver vara det de kommande åren. Det är upp till fondstyrelserna att välja förvaltningsmodell och att bedöma lämplig portfölj inom ramen för den riskbudget som myndigheten fastställer.

Principiellt kan man anta vissa förändringar för att illustrera potentiella marknadseffekter. På de utländska ränte- och aktie-marknaderna bedöms pensionsreservsfonden vara en marginell aktör och förväntas inte påverka i någon betydande utsträckning även om det skulle ske större portföljförändringar inom en eller flera av fonderna.

AP-fondernas gemensamma andel av svenska obligationsmarknaden är i dag cirka 7 procent. Svenska räntor utgör uppskattningsvis ungefär hälften av fondernas respektive ränteportföljer. Om pensionsreservsfonderna gemensamt skulle välja att halvera eller dubbla sin allokering till svenska räntor, skulle det betyda att den gemensamma andelen av den svenska räntemarknaden skulle

minska till cirka 3,5 procent eller öka till 14 procent att jämföra med de svenska försäkringsbolagens andel av 43 procent (Sveriges Riksbank (2011)). Utredningens bedömning är att eventuella allokeringsförändringar skulle genomföras under en längre period och på ett effektivt sätt för att undvika någon större marknadspåverkan. En motsvarande halvering eller dubbling av det internationella ränteinnehavet bedöms inte påverka de internationella marknaderna alls. Effekten skulle i så fall vara på den svenska kronans växelkurs mot USD och Euro och diskuteras närmare nedan.

Utredningen föreslår att nuvarande regler om att varje fond får utgöra max 2 procent av börsvärdet samt max 10 procents röstandel behålls. Med förslaget att reducera antalet fonder till 3 innebär det i praktiken en lägre gräns för pensionsreservens tillåtna andel av svenska börsen från nuvarande 8 procent till 6 procent. Som framgår i kapitel 8 och 10 har dessa restriktioner inte utgjort några större hinder för AP-fondernas investeringsverksamhet hittills. AP-fondernas andel på den svenska börsen uppgår *gemensamt* till cirka 1,7 procent och 95 procent av alla innehav utgörs av bolag där AP-fonderna *gemensamt* äger 5 procent eller mindre av bolaget. Utredningens bedömning är att större portföljförändringar kan påverka enskilda bolag men inte den svenska börsen generellt.

Valutamarknaden påverkas av handel i utländska räntor och aktier. Det finns ingen fullständig statistik över omsättningen i svenska kronor på valutamarknaden men Riksbanken samlar in omsättningsstatistik från sina motparter i valutatransaktioner där den ena delen av valutatransaktionen utgörs av svenska kronor. Enligt Riksbankens statistik i ”Den svenska finansmarknaden 2011” uppgick den genomsnittliga omsättningen i kronor till 328 miljarder kronor per dag under 2010 varav avistatransaktionerna⁹ utgjorde cirka 72 miljarder kronor i genomsnitt (Sveriges Riksbank 2011). Växelkurser är generellt svåra att uppskatta. På längre sikt styrs växelkursen av fundamentala faktorer som förd penningpolitik och över/underskott i bytesbalansen. På kort sikt påverkar dock olika förändringar på de finansiella marknaderna, som i sin tur beror på marknadsaktörernas förväntningar och riskbedömningar.

Ett exempel på ett större valutaflöde är det som inträffar i slutet av varje år då årets intjänade premiepensionsmedel ska investeras i

⁹ På engelska kallad spot. Avista eller spotpriser kan betraktas som nuvarande marknadspris och innebär i praktiken att betalning och leverans sker senast två bankdagar efter affärsavslut.

de fonder PPM-spararna har valt att investera i. Då en hel del av pengarna investeras i utländska fonder skapas ett tillfälligt säljtryck på kronan.¹⁰ Flödet av kronor som ska växlas till utländsk valuta uppskattas till i storleksordningen 15 miljarder kronor men bedöms i dessa sammanhang endast ha marginella effekter på kronkursen. Som resonerats i samband med effekter på aktie- och räntemarknaden tar utredningen för givet att en eventuell allokering sker professionellt för att minimera eventuell marknadspåverkan. Potentiella effekter på valutan av eventuella förändringar i fondernas portföljer får därmed anses vara försumbara.

15.6.1 Effekter på svensk riskkapitalförsörjning

Utredningen föreslår att nuvarande begränsning av investeringar i onoterade tillgångar tas bort samt att direktinvesteringar ska tillåtas. Detta innebär att de tre pensionsreservfonderna potentiellt kan öka andelen riskkapital i sina portföljer både genom fondinvesteringar och via saminvesteringar eller andra former av direktinvesteringar. Allt annat lika bör detta vara gynnsamt för svensk riskkapital på sikt. Samtidigt avvecklas myndigheten Sjätte AP-fonden vars huvudsakliga mandat är att investera i just svenskt och nordiskt riskkapital.¹¹

Som redogörs i kapitel 10 och kapitel 12 är riskkapital ett brett begrepp där expansionsbolag (venture cap) skiljer sig väsentligt i karaktär från mogna bolag (buy out). Investeringar i expansionsbolag kräver en helt annan investeringsorganisation än investeringar i mogna bolag. De internationella pensions- och pensionsreservfonderna som AP-fonderna ofta jämförs med investerar nästan uteslutande i mogna bolag. Detta sker via fonder eller tillsammans med fonderna genom saminvesteringar.

¹⁰ "Morning Alert" från SEB 2010-12-14: Under dagen växlas de pengar som PPM-sparare valt att placera i utlandet. Vi uppskattar årets utflöde till 15-18 mdr. Effekten på kronan är trots flödets storlek endast marginell och tillsammans med att det negativa säsongsmonstret för kronan (vecka 48-51) är på väg att ta slut ser utsikterna fortsatt bra ut. Ett varningens finger höjs dock för illikvida marknader under jul- och nyårsledigheten.

¹¹ I kapitel 12 redogörs närmare för potentiella effekter på olika delar av svensk riskkapitalmarknad av en avveckling av Sjätte AP-fonden. Utredningens förslag innebär inte nödvändigtvis att kapitalet styrs bort från riskkapitalmarknaden, endast att formerna för förvaltningen förändras.

Effekter på riskkapitalmarknaden för mogna bolag

Svenska och nordiska buy out-aktörer har en attraktiv avkastningshistorik och kan därför antas vara en attraktiv investering för både nationella och internationella investerare. Pensionsreservfondernas uppdrag är att skapa avkastning till nytta för pensionsystemet. Under förutsättningen att svenska buyout aktörer fortsätter generera en hög avkastning borde marknaden gynnas av utredningens förslag.

Effekter på riskkapitalmarknaden för expansionsbolag

Sjätte AP-fondens uppdrag har tolkats på olika sätt beroende på aktuell styrelse. Lagens formulerade uppdrag att skapa högsta möjliga avkastning till pensionsystemet har därför i varierande grad kompletterats med uppdraget att gynna svenskt riskkapital. Huvuddelen av Sjätte AP-fondens investeringsverksamhet har skett genom direktinvesteringar i bolag i uppstarts och expansionsfas. Denna del har uppvisat en historiskt dålig avkastning som uppmärksammas både av fonden själv och av Riksdag och Regering.

År 2011 fattade styrelsen beslut om en ny strategi som innebär att man överger direktinvesteringar i expansionsbolag. Fokus kommer i stället vara på investeringar i mogna bolag via fonder och direkt där fonden har en bra historisk avkastning. Beslutet innebär att investeringar i expansionsbolag enbart kommer att göras via venture cap-fonder. Nuvarande investeringar kommer att avvecklas på sikt men inga nya investeringar kommer att göras direkt i expansionsbolag. Eventuella effekter för svenska expansionsbolag påverkas därför inte av utredningens förslag utan är en konsekvens av fondens redan beslutade strategiomläggning.

Slutligen konstaterar utredningen att McKinsey (2011) har genomfört en utredning på uppdrag av Näringsdepartementet där man konstaterar att det finns relativt god tillgång på riskkapital i Sverige även när Sjätte AP-fonden exkluderas. McKinsey anser att bristen på kapital berör företag i den tidigaste tillväxtfasen där det finns ett behov av statlig stödfinansiering. Denna verksamhet bedöms inte vara en angelägenhet för förvaltningen av Sveriges pensionsreservfond.

15.7 Övriga konsekvenser

Enligt förordningen (2007:1244) om konsekvensutredning vid regelgivning ska en bedömning av om regleringen överensstämmer med eller går utöver de skyldigheter som följer av Sveriges anslutning till Europeiska unionen. Utredningen har inte gjort en sådan bedömning då det saknar relevans. Förordningen anger också att det bör ske en bedömning av om särskild hänsyn behöver tas när det gäller tidpunkten för ikraftträdande och om det finns behov av speciella informationsinsatser. Utredningen bedömer att så inte är fallet utöver vad som redogörs för i förslaget.

Enligt 7 § i Förordningen ska en redogörelse lämnas för vissa ytterligare frågeställningar, dvs. om regleringen kan få effekter av betydelse för företags arbetsförutsättningar, konkurrensförmåga eller villkor i övrigt. Enligt utredningens bedömning kommer den föreslagna regleringen inte i sig medföra effekter utöver vad som redovisas i kapitel 15 och kapitel 16.

Utredningen bedömer också att förslagen inte har betydelse för de olika områden som anges i 15 § kommittéförordningen (1998:1474), nämligen den kommunala självstyrelsen, brottsligheten och det brottsförebyggande arbetet, för sysselsättning och offentlig service i olika delar av landet, för små företags arbetsförutsättningar, konkurrensförmåga eller villkor i övrigt i förhållande till större företags, för jämställdheten mellan kvinnor och män eller för möjligheterna att nå de integrationspolitiska målen.

Utredningen bedömer heller inte att förslagen leder till några betydande konsekvenser för miljön.

16 Författningskommentar

16.1 Förslag till lag om förvaltning av pensionsreserven

Härigenom förskrivs följande

1 kap. Inledande bestämmelser

1 § I denna lag finns bestämmelser om den statliga myndigheten Pensionsreservsstyrelsen som administrerar och förvaltar de tre pensionsreservfonder: Första pensionsreservfonden, Andra pensionsreservfonden och Tredje pensionsreservfonden (fonderna).

Inom myndighetens finns tre från varandra oberoende fondstyrelser som ansvarar för investeringsverksamheten i vardera en fond.

I 6 § lagen (2000:981) om fördelning av socialavgifter, 8 § lagen (1998:676) om statlig ålderspensionsavgift och 6 § lagen (1994:1744) om allmän pensionsavgift anges vilka medel som ska föras till fonderna.

Bestämmelser om Sjunde AP-fonden finns lag (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder).

Bestämmelsen anger lagens tillämpningsområde. I lagen finns bestämmelser om myndigheten Pensionsreservsstyrelsen som förvaltar de tre pensionsreservfonderna. Fondernas placeringsverksamhet sköts av tre från varandra oberoende fondstyrelser inom myndigheten.

Myndighetens rättsliga ställning

2 § Avtal och andra rättshandlingar som myndigheten ingår är bindande för staten. Detta gäller dock inte om motparten insåg eller borde ha insett att avtalet eller rättshandlingen inte föll inom myndighetens verksamhetsområde eller att den som handlat för myndigheten överskred sin befogenhet.

Paragrafen motsvarar 1 kap. 3 § i den nuvarande lagen.

3 § Myndigheten företräder staten vid domstol inom sitt verksamhetsområde.

Paragrafen motsvarar i sak 3 kap. 1 tredje stycket i den nuvarande lagen. Den motsvarar vad som gäller för myndigheter under regeringen.

Fondernas rättsliga ställning.

4 § Fonderna kan inte förvärva eller ta på sig skyldigheter. Fonden kan inte heller föra talan inför domstol eller någon annan myndighet.

Bestämmelsen är ny. Fonderna är inte några självständiga rättssubjekt utan bara fonder som förvaltas av myndigheten. Motsvarande bestämmelse finns i 4 kap. 2 § första stycket lagen (2004:46) om, investeringsfonder.

5 § Vid förvaltningen av fondmedel handlar myndigheten i eget namn med och ska då ange fondens beteckning.

Paragrafen är ny. Vid förvaltningen av fonderna handlar myndigheten i eget namn men anger även fondens beteckning. Motsvarande bestämmelse finns i 4 kap. 2 § tredje stycket lagen om, investeringsfonder

Medelstillelning och pensionsutbetalning

6 § Försäkringskassan ska omgående till Pensionsmyndigheten överföra de medel som enligt 6 § lagen (2000:981) om fördelning av socialavgifter ska föras till fonderna. Pensionsmyndigheten ska omgående till var och en av fonderna överföra en tredjedel av de medel som enligt 6 § lagen om fördelning av socialavgifter, 8 § lagen (1998:676) om statlig ålderspensionsavgift och 6 § lagen (1994:1744) om allmän pensionsavgift ska föras till dessa fonder.

Paragrafen motsvarar i sak 2 kap. 1 § i den nuvarande lagen.

7 § Pensionsmyndigheten ska, i den mån andra medel inte står till förfogande, från fonderna rekvirera de medel som behövs för att finansiera försäkringen för inkomstpension och tilläggspension enligt socialförsäkringsbalken.

Pensionsmyndigheten ska också från fonderna rekvirera de medel som behövs för att föra över värdet av pensionsrätt för inkomstpension och värdet av rätt till tilläggspension enligt lagen (2002:125) om överföring av värdet av pensionsrättigheter till och från Europeiskagemenskaperna.

Vid tillämpningen av första och andra styckena ska var och en av fonderna tillskjuta en tredje del av medlen.

Paragrafen motsvarar i sak 2 kap. 2 § i den nuvarande lagen.

Förvaltningen av fonderna

8 § Myndigheten ska på ett ansvarsfullt sätt förvalta fonderna så att de blir till största möjliga nytta för försäkringen för inkomstgrundad ålderspension genom att uppnå högsta möjliga avkastning inom vald risknivå.

Den totala risknivån i förvaltning av fonderna ska anpassas till försäkringen för inkomstgrundad ålderspension åtagande att betala ut framtida pensioner och framtida medelstillelning.

Fonderna ska vidare förvaltas så att det finns nödvändig beredskap för att kunna överföra medel till Pensionsmyndigheten enligt 1 kap. 6 §.

Paragrafen är delvis ny. Den anger myndighetens uppdrag avseende förvaltningen av fonderna. Fonderna ska på ett ansvarsfullt sätt förvaltas så att de blir till största möjliga nytta för pensionssystemet. Detta innebär att högsta möjliga avkastning ska eftersträvas. Risknivån ska bestämmas utifrån pensionssystemets förväntade framtida pensionsutbetalningar och medelstilleddning. Acceptabel risknivå kommer därmed att variera över tid. Vid ett förväntat längre utflöde av buffertkapitalet dvs. i perioder när inbetalningarna till systemet understiger pensionsutbetalningarna ställs det högre krav på likviditet i förvaltningen.

Tredje stycket motsvarar med viss redaktionell justering 4 kap. 1 § tredje stycket i nuvarande lag.

Lånerätt

9 § Om de medel som förvaltas i en fond inte räcker till för att fonden ska kunna fullgöra sina skyldigheter enligt denna lag, får fonden låna medel i Riksgäldskontoret.

Paragrafen motsvarar 2 kap. 4 § i den nuvarande lagen.

Kostnaderna för verksamheten

10 § Myndigheten får ur var och en av fonderna ta medel för de förvaltningskostnader som uppkommit för respektive fond. Om kostnaderna avser flera av fonderna ska de fördelas mellan fonderna på ett skäligt sätt.

Paragrafen är ny och anger att kostnaderna för förvaltningen tas ur fonderna. Bestämmelsen motsvarar 5 kap. 1 § fjärde stycket i den nuvarande lagen som gäller Sjunde AP-fonden.

2 kap. Myndighetens ledning

Ledning

1 § Myndigheten leds av en styrelse vars ledamöter utses av regeringen.

Paragrafen är ny. Myndigheten leds av en styrelse som utses av regeringen.

2 § Styrelsen företräder myndigheten.

Paragrafen motsvarar 2 kap. 1 § tredje stycket i den nuvarande lagen. Styrelsen har det övergripande ansvaret för förvaltningen av fonderna. Fondstyrelserna ansvar är uttömmande reglerat i 3 kap. lagen. Styrelsen övergripande ansvar måste utövas med respekt för fondstyrelsernas oberoende. Styrelsens övergripande ansvar för förvaltningen kommer ibland annat i uttryck genom att det är styrelsen som utser fondstyrelsen.

Styrelsen

3 § Styrelsen består av elva ledamöter som utses för en tid av tre eller fyra år. Regeringen utser ordförande i styrelsen.

Ledamöter i styrelsen får inte vara underåriga, i konkurs, underkastade näringsförbud eller ha förvaltare enligt 11 kap. 7 § föräldrabalken.

Paragrafen är ny. Första stycket första meningen motsvarar 3 kap. 1 § första stycket sista meningen i den nuvarande lagen med den ändringen att antalet ledamöter i styrelsen är 11. Andra meningen i första stycket är ny och anger att regeringen utser ordförande i styrelsen.

Andra stycket motsvarar 3 kap. 2 § andra stycket i den nuvarande lagen med den ändringen att kravet på svenskt medborgarskap har tagits bort.

Entledigande

4 § Regeringen får entlediga en ledamot av styrelsen i förtid. En ledamot ska entledigas i förtid, om ledamoten, begär det. Om en ledamot entledigas eller uppdraget annars upphör i förtid, ska en ny ledamot utses enligt för den återstående tiden.

Paragrafen motsvarar i sak 3 kap. 5 § i den nuvarande lagen.

Jäv

5 § En styrelseledamot får inte handlägga en fråga om

1. avtal mellan styrelseledamoten och myndigheten,
2. avtal mellan myndigheten och tredje man, om styrelseledamoten i frågan har ett väsentligt intresse som kan strida mot fondens, eller
3. avtal mellan myndigheten och en juridisk person som styrelseledamoten ensam eller tillsammans med någon annan får företräda.

Bestämmelsen i första stycket 3 gäller inte om myndighetens motpart är ett företag i vilket fonden innehar fler än hälften av rösterna för samtliga aktier eller andelar i den juridiska personen.

Med avtal som avses i första och andra styckena jämställs rättegång eller annan talan.

Paragrafen motsvarar 3 kap. 8 § i den nuvarande lagen.

Sammanträden

6 § Ordföranden ska se till att styrelsen sammanträder i den omfattning som behövs. Om en styrelseledamot begär det, ska ordföranden sammankalla styrelsen.

Kallelse till sammanträde utfärdas av ordföranden. I kallelsen ska de ärenden anges som ska förekomma vid sammanträdet.

Paragrafen motsvarar 3 kap. 6 § i den nuvarande lagen.

Beslutsförhet

7 § Styrelsen är beslutför om fler än hälften av antalet ledamöter är närvarande. Vid bedömningen av om styrelsen är beslutför ska styrelseledamöter som är jäviga enligt 5 § anses som inte närvarande. Beslut får inte fattas i ett ärende, om inte såvitt möjligt samtliga ledamöter dels har fått tillfälle att delta i ärendets behandling, dels har fått ett tillfredsställande underlag för att avgöra ärendet.

Som styrelsens beslut gäller den mening som fler än hälften av de närvarande röstar för vid sammanträdet eller, vid lika röstetal, den mening som ordföranden ansluter sig till. Är styrelsen inte fulltalig, ska de som röstar för beslutet dock utgöra fler än en tredjedel av hela antalet styrelseledamöter.

Vid styrelsens sammanträden ska protokoll föras. Protokollet undertecknas av ordföranden och den ledamot som styrelsen utser. Om någon ledamot i samband med beslut anmäler skiljaktig mening, ska denna antecknas i protokollet.

Paragrafen motsvarar 3 kap. 7 § i den nuvarande lagen.

Uppdrag att handla på styrelsen vägnar

8 § Styrelsen ska utse en person som ska sköta den löpande förvaltningen av myndighetens angelägenheter.

Paragrafen motsvarar med viss språklig justering 3 kap. 9 § första meningen i den nuvarande lagen.

9 § Styrelsen får uppdra åt en enskild ledamot, åt den som enligt 14 ska ha hand om den löpande förvaltningen eller åt någon annan att avgöra ärenden. Styrelsen ska ange vilken behörighet som ett sådant uppdrag medför. Beträffande den som inte är styrelseledamot gäller vad som sägs i 3 § andra stycket samt 5 §.

Paragrafen motsvarar 3 kap. 10 § i den nuvarande lagen.

Ersättning

10 § Regeringen bestämmer arvoden och andra ersättningar till ledamöterna i styrelsen.

Paragrafen motsvarar 3 kap 11 § i den nuvarande lagen.

3 kap. Fonderna

Fondstyrelser

1 § Inom myndigheten finns tre från varandra oberoende beslutsorgan, fondstyrelser, med ansvar för investeringsverksamheten.

Fondstyrelserna har till uppgift att:

1. besluta om grunderna för fondens långsiktiga investeringsriktning utifrån de mål som fastställts enligt 4 kap. 1 §,
2. besluta om den löpande förvaltningen av fondens medel, och
3. utöva rösträtt i de enskilda bolag som fonden äger andelar i.

Paragrafen är ny. De ska finnas tre fonder som ska förvaltas oberoende av varandra. Inom myndigheten finns således tre fondstyrelser som ansvarar för investeringsverksamheten – beslut om långsiktig investeringsinriktning och löpande förvaltning – och beslut om hur rösträtten ska utövas i de bolag som fonden har andelar i.

Fondstyrelserna ansvarar för beslut om långsiktig investeringsinriktning (strategisk allokering) och den löpande förvaltningen (taktisk allokering). Genomförandet av investeringsbesluten sker genom myndighetens förvaltarorganisation eller av externa förvaltare enligt 4 kap. 6 §. (Se kommentaren till 5 kap. 3 §)

2 § En fondstyrelse består av fem ledamöter som utses av styrelsen på en tid av tre eller fyra år.

Ledamöter i styrelsen får inte vara underåriga, i konkurs, underkastade näringsförbud eller ha förvaltare enligt 11 kap. 7 § föräldrabalken.

Paragrafen är ny. Den har en motsvarighet i 2 kap. 3 § förslaget som gäller myndighetens styrelse.

Fondstyrelsernas ansvars område innebär att det ledamöter i första hand kommer att utses utifrån sin kompetens inom kapitalförvaltning.

3 § Styrelsen får entlediga en ledamot av fondstyrelsen i förtid. En ledamot ska entledigas i förtid, om ledamoten, begär det. Om en ledamot entledigas eller uppdraget annars upphör i förtid, ska en ny ledamot utses enligt för den återstående tiden.

Bestämmelsen är ny. Den har en motsvarighet 2 kap. 4 § förslaget som gäller myndighetens styrelse.

Jäv

4 § En ledamot i fondstyrelsen får inte handlägga en fråga om

1. avtal mellan ledamoten och myndigheten,
2. avtal mellan myndigheten och tredje man, om ledamoten i frågan har ett väsentligt intresse som kan strida mot myndigheten fondens, eller
3. avtal mellan myndigheten och en juridisk person som ledamoten ensam eller tillsammans med någon annan får företräda.

Bestämmelsen i första stycket 3 gäller inte om myndighetens motpart är ett företag i vilket fonden innehar fler än hälften av rösterna för samtliga aktier eller andelar i den juridiska personen.

Med avtal som avses i första och andra styckena jämställs rättegång eller annan talan.

Bestämmelsen är ny. Den har en motsvarighet 2 kap. 5 § förslaget som gäller myndighetens styrelse.

Sammanträden

5 § Ordföranden ska se till att fondstyrelsen sammanträder i den omfattning som behövs. Om en ledamot i fondstyrelsen begär det, ska ordföranden sammankalla fondstyrelsen.

Kallelse till sammanträde utfärdas av ordföranden. I kallelsen ska de ärenden anges som ska förekomma vid sammanträdet.

Bestämmelsen är ny. Den har en motsvarighet 2 kap. 6 § förslaget som gäller myndighetens

6 § En fondstyrelse är beslutför om fler än hälften av antalet ledamöter är närvarande. Vid bedömningen av om styrelsen är beslutför ska styrelseledamöter som är jäviga enligt 11 § anses som inte närvarande. Beslut får inte fattas i ett ärende, om inte såvitt möjligt samtliga ledamöter dels har fått tillfälle att delta i ärendets behandling, dels har fått ett tillfredsställande underlag för att avgöra ärendet.

Som fondstyrelsens beslut gäller den mening som fler än hälften av de närvarande röstar för vid sammanträdet eller, vid lika röstetal, den mening som ordföranden ansluter sig till. Är styrelsen inte fulltalig, ska de som röstar för beslutet dock utgöra fler än en tredjedel av hela antalet styrelseledamöter.

Vid fondstyrelsens sammanträden ska protokoll föras. Protokollet undertecknas av ordföranden och den ledamot som styrelsen utser. Om någon ledamot i samband med beslut anmäler skiljaktig mening, ska denna antecknas i protokollet.

Bestämmelsen är ny. Den har en motsvarighet 2 kap. 7 § förslaget som gäller myndighetens.

Uppdrag att handla på fondstyrelsens vägnar

7 § Fondstyrelsen ska utse en fonddirektör som ska sköta den löpande förvaltningen av fonden.

Bestämmelsen är ny. Fondstyrelsen ska utse en person att sköta den löpande förvaltningen av fonden. Bestämmelsen har en motsvarighet 2 kap. 8 § förslaget som gäller myndighetens styrelse.

8 § Fondstyrelsen får uppdra åt en enskild ledamot, åt den som enligt 8 ska ha hand om den löpande förvaltningen eller åt någon annan att avgöra ärenden. Fondstyrelsen ska ange vilken behörighet som ett sådant uppdrag medför. Beträffande den som inte är styrelseledamot eller verkställande direktör gäller vad som sägs i 2 § andra stycket samt 4 §.

Bestämmelsen är ny. Den har en motsvarighet 2 kap. 8 § förslaget som gäller myndighetens styrelse.

Ersättning

9 § Styrelsen bestämmer arvoden och andra ersättningar till ledamöterna i fondstyrelserna.

Bestämmelsen är ny. Styrelsen beslutar arvode för ledamöterna i fondstyrelsen.

4. Investeringsverksamheten

Mål och riktlinjer för investeringsverksamheten

1 § Styrelsen ska fastställa gemensamma mål för fondernas investeringsverksamhet med beaktande av 1 kap 8 §.

Styrelsen ska innan den beslutar om mål för investeringsverksamheten samråda med fondstyrelserna och Pensionsmyndigheten.

Det av styrelsen fastställda målet ska prövas minst var tredje år.

Paragrafen är ny. Det ankommer på styrelsen att fastställa mål för investeringsverksamheten med beaktande av det uppdrag som finns angivet 1 kap. 5 § lagen. Målen kan komma att utformas på olika sätt. Det kan exempelvis ske i form av avkastningsmål, risktolerans

och krav på likviditet över tid för att fonderna ska kunna fullgöra sin uppgift att svara för utbetalningar till pensionssystemet. Målen ska vara gemensamma för de tre fonderna.

Styrelsen ska innan den beslutar om mål för förvaltningen samråda med fondstyrelserna och Pensionsmyndigheten. Samrådet med Pensionsmyndigheten sker för att styrelsen ska få en aktuell och utförlig bild av pensionssystemets framtida medelstilleddning och pensionsutbetalningar, dvs. pensionssystemets finansiella ställning. Det är Pensionsmyndighetens huvudsakliga uppgift i samrådet att stå för detta underlag. Fondstyrelserna ska bistå med sin kunskap om på vilka möjligheter och risker det finns på finansmarknaden.

Styrelsen ska sedan sammanväga detta till ett mål för förvaltningen av fonderna.

Även om fondstyrelserna och Pensionsmyndigheten ska tillhandahålla underlag för styrelsen arbete med att ta fram mål så har styrelsen även möjlighet att hålla kompetens på dessa områden själv eller inhämta extern konsulthjälp.

Målen ska prövas minst var tredje år. Det får dock förutsättas att samtliga, styrelsen, fondstyrelserna och Pensionsmyndigheten från respektive utgångspunkt kontinuerligt överväger om målen fortfarande är relevanta och ger tydliga signaler om en omprövning är på plats. Även om målen ska prövas minst var tredje år så ska dock inte målen i sig vara treåriga utan det kan förutsättas att de – som i dag – beslutas med en tidshorisont som minst sträcker sig 40-50 år i tiden.

2 § Styrelsen ska fastställa

1. riktlinjer för utövande av rösträtt i enskilda företag, samt
2. riktlinjer för miljö och etikhänsyn i investeringsverksamheten.

Styrelsen får fastställa andra övergripande riktlinjer för investeringsverksamheten som den bedömer som nödvändiga.

Paragrafen är ny. Utöver mål för investeringsverksamheten ska styrelsen även fastställa riktlinjer för utövande av rösträtt i enskilda företag samt riktlinjer för miljö och etikhänsyn.

Fondstyrelserna förvaltning av fonderna

3 § Fondstyrelserna ska utifrån målen för investeringsverksamheten förvalta fondmedlen genom att på ett aktsamt sätt göra investeringar och ingå andra avtal.

Paragrafen är ny. Den anger, i sin enkelhet, grunderna för investeringsverksamheten. De kvantitativa placeringsbegränsningarna har tagits bort ur lagen och ersatts av en kvalitativ reglering. Fonderna ska förvaltas på ett aktsamt sätt. I detta ligger att fondens medel ska placeras så att god riskspridning mellan olika tillgångslag och marknader uppnås. Fondstyrelserna ska självständigt från varandra förvalta fonden för att uppnå de av styrelsen fastställda målet. Risk ska bedömas utifrån den egna fondens investeringar och inte som någon samlad ”systemrisk” för pensionsreserven som helhet. Riskfaktorer förknippade med pensionssystemet ställning ankommer det på styrelsen att beakta i samband med att målet för fondstyrelserna beslutas. Det är således inte en omständighet som fondstyrelsen ska beakta i investeringsverksamheten.

Avsaknaden av kvantitativa placeringsregler för fonderna innebär att fondstyrelserna ges stor frihet i investeringsverksamheten. Fondstyrelserna är därmed inte bara begränsade till investera det som normalt kan ingår i den traditionella finansmarknaden utan även andra investeringar är tillåtna. I dag föreligger det t.ex. vissa tveksamheter om fonderna kan vara med att bilda bolag i andra länder för att uppnå en fördelaktig skattemässig behandling för investeringar i det landet. Det finns utifrån den föreslagna bestämmelsen inget som hindra detta.

Begränsning av ägandet i svenska aktier

4 § Var och en av fonderna får inneha sådana aktier i svenska aktiebolag som är upptagna till handel på en reglerad marknad i Sverige till ett marknadsvärde som uppgår till högst två procent av det totala marknadsvärdet av sådana aktier i bolagen.

Vid tillämpning av första stycket ska inte beaktas

1. sådana aktier i bolagen som ingår i svenska eller utländska fonder i vilka fonden innehar andelar som inte medför rätt att rösta för aktierna, och

2. aktier i fastighetsbolag i vilka fonden innehar så många aktier att röstetalet för dem överstiger tio procent av röstetalet för samtliga aktier i bolaget.

Paragrafen motsvarar i huvudsak 4 kap. 6 § i den nuvarande lagen

Röstandelsbegränsning

5 § Ingen av fonderna får inte inneha så många aktier eller andra andelar i svenska aktiebolag som är upptagna till handel på en reglerad marknad i Sverige att röstetalet för dem överstiger tio procent

Begränsningen i första stycket gäller inte

1. sådana aktier eller andra andelar i fastighetsbolag som är upptagna till handel på en reglerad marknad eller en motsvarande marknad utanför EES och i vilka bolag fonden innehade minst hälften av röstetalet för samtliga aktier eller andra andelar i bolaget när aktierna eller de andra andelarna togs upp till handel,

2. andelar i svenska och utländska fonder som inte medför rätt att utöva rösträtt för de aktier eller andra andelar i företag som ingår i dessa fonder, och

3. aktier som fonden innehade i bolaget innan bolagets aktier upptogs till handel.

Paragrafen motsvarar delvis 4 kap. 7 § i den nuvarande lagen

Andra stycket 3 anger att begränsningen inte gäller om fonden ägt aktierna i bolaget redan innan aktierna upptogs till handel.

Förvaltningsuppdrag

6 § Fondstyrelserna får uppdra åt ett värdepappersinstitut eller någon annan kapitalförvaltare, som i sitt hemland står under betryggande tillsyn av en myndighet eller något annat behörigt organ, att förvalta den egendom som ingår i fonden.

Paragrafen motsvarar 4 kap. 18 § första stycket i den nuvarande lagen. Det finns inget krav på att fondstyrelserna ska lämna uppdrag till externa förvaltare. En stor del av genomförandet av placeringsbesluten kommer att kunna verkställas av myndighetens förvaltarorganisation. De fria placeringsreglerna gör dock att fondstyrelserna har möjlighet att investera på många olika marknader. Myndigheten kan inte på ett kostnadseffektivt hålla kompetens inom alla de marknader som fondstyrelserna kommer att vilja investera i. Detta innebär att det även fortsättningsvis finnas ett stort behov av att använda sig av externa förvaltare. Det finns vidare inget som hindrar att hela förvaltningen läggs ut externt om fondstyrelsen bedömer det vara den mest effektiva förvaltningsmodellen.

5 kap. Administrativa bestämmelser

1 § Styrelsen beslutar om den i ort i Sverige där myndigheten ska ha sitt säte och huvudkontor.

Myndigheten får dessutom bedriva verksamhet vid kontor till det antal och på de orter som styrelsen bestämmer.

Paragrafen är ny och anger att styrelsen beslutar var myndighetens säte och huvudkontor är beläget.

Det kan för myndigheten vara värdefullt att vara representerad även på andra orter i Sverige eller utomlands än där huvudkontoret är beläget. Myndigheten har därför enligt andra stycket möjlighet att – efter beslut av styrelsen – öppna kontor på andra orter.

2 § Styrelsen ansvarar för verksamheten och ska se till att den bedrivs effektivt och enligt gällande rätt, att den redovisas på ett tillförlitligt och rättvisande sätt samt att myndigheten hushållar väl med statens medel.

Paragrafen är ny. Styrelsen ansvarar för verksamheten. Denna allmänna kvalitetsförklaring beträffande verksamheten motsvarar vad som gäller för myndigheter under regering och riksdag.

Styrelsen som en del i att av sitt övergripande ansvar leda och samordna verksamheten inom myndigheten. Samordningen får dock inte inskränka fondstyrelsernas oberoende i investerings-

verksamheten även om samordning alltid i vid mening kommer att påverka under vilka förutsättningar fondstyrelsernas arbete bedrivs.

3 § Styrelsen ska

1. besluta en arbetsordning,
2. i arbetsordningen besluta de närmare föreskrifter som behövs om myndighetens organisation, arbetsfördelningen, delegeringen av beslutanderätt inom myndigheten och formerna i övrigt för verksamheten, samt
3. besluta en verksamhetsplan för myndigheten.

Paragrafen är ny. Styrelsen ska besluta en arbetsordning som reglerar organisation och vissa lednings- och beslutsfrågor.

Myndigheten disponerar inte helt över den egna organisationen då det i 3 kap. lagen regleras att det inom myndigheten ska finnas tre fondstyrelser. Fondstyrelsernas ansvar är uttömmande reglerat i 3 kap.1 §. Det ankommer på styrelsen att se till att fondstyrelserna har tillgång till tillräckliga resurser så att de kan fullgöra sitt uppdrag på ett bra sätt.

Styrelsen övergripande ansvar innebär att det är den som ansvar för organisationen som genomför placeringsbesluten, dvs. köper och säljer värdepapper m.m. efter anvisningar från fondstyrelserna. Styrelsen kan i arbetsordningen besluta att vardera fondstyrelsen ska ha möjlighet att bygga upp en egen organisation som genomför placeringsbesluten. Om styrelsen bedömer att det finns betydande kostnadsbesparingar med en gemensam organisation och en sådan inte har någon betydande påverkan på fondstyrelsernas självständighet – som den kommer till uttryck i 3 kap. 1 § – kan styrelsen besluta om en gemensam organisation. En gemensam genomförandeorganisation kan t.ex. komma i fråga om handel med obligationer, indexförvaltning i aktier eller genomförande av andra placeringsbeslut där valet av underliggande tillgång helt och hållet styrs av placeringsbeslutet.

4 § Styrelsen ska säkerställa att det vid myndigheten finns en intern styrning och kontroll som fungerar på ett betryggande sätt.

Med intern styrning och kontroll avses den process som syftar till att fonden med rimlig säkerhet fullgör de krav som

framgår av första stycket. I denna process ska ingå momenten riskanalys, kontrollåtgärder, uppföljning och dokumentation.

Paragrafen är ny. Den motsvarar i huvudsak vad som gäller för övriga myndigheter under regering och riksdag.

5 § Inom myndigheten ska det finnas en internrevision. Styrelsen besluta om riktlinjer och revisionsplan för internrevisionen samt åtgärder med anledning av internrevisionens iakttagelser och rekommendationer.

Paragrafen är ny. Den motsvarar i huvudsak vad som gäller för övriga myndigheter under regering och riksdag.

6 § Internrevisionen ska utifrån en analys av verksamhetens risker självständigt granska om styrelsens interna styrning och kontroll är utformad så att myndigheten med rimlig säkerhet fullgör de krav som framgår av 2 §.

Internrevisionen ska bedrivas enligt god sed för internrevision och internrevisor.

Paragrafen är ny. Den motsvarar i huvudsak vad som gäller för övriga myndigheter under regering och riksdag.

7 § Myndigheten har rätt till kompensation för belopp, motsvarande ingående skatt enligt mervärdesskattelagen (1994:200), som hänförs till verksamheten.

Fonden har dock inte rätt till kompensation om den ingående skatten omfattas av begränsningar i avdragsrätten enligt 8 kap. 9, 10, 15, eller 16 § mervärdesskattelagen.

Paragrafen är ny. Den motsvarar vad som gäller för övriga myndigheter under regering och riksdag.

Ekonomiska förpliktelser

8 § Myndigheten får ikläda staten sådana ekonomiska förpliktelser som är nödvändiga för att den löpande verksamheten ska fungera tillfredsställande.

Då staten blir ansvarig för allt som fonden åtar sig bör det rudimentärt regleras vad fonden får göra även när det gäller administrativa åtaganden. Myndigheten ska dock alltid enligt 5 kap. 2 § hålla väl med statens medel.

9 § Myndigheten får mot avgift tillhandahålla

1. tidskrifter och andra publikationer,
2. informations- och kursmaterial,
3. konferenser och kurser, och
4. information i elektronisk form.

Varor och tjänster enligt första stycket får tillhandahållas bara om verksamheten är av tillfällig natur eller av mindre omfattning. Avgiften beräknas så att den högst täcker myndighetens kostnader för verksamheten.

Paragrafen är ny. Paragrafen anger att myndigheten mot avgift får ta ut avgifter för viss verksamhet av tillfällig natur av mindre omfattning. Bestämmelsen motsvarar i huvudsak vad som gäller för övriga myndigheter under riksdag och regering.

10 § Myndigheten får ta ut avgifter för kopior, avskrifter och utskrifter av allmänna handlingar. Avgifterna ska bestämmas med ledning av de regler som gäller för myndigheter under regeringen.

Paragrafen är ny. Myndigheten får ta ut avgifter för kopior, avskrifter och utskrifter av allmänna handlingar. Bestämmelsen motsvarar i huvudsak vad som gäller för övriga myndigheter under riksdag och regering.

11 § Myndigheten får disponera avgiftsintäkter från frivilligt efterfrågade varor och tjänster som myndigheten tillhandahåller enligt 9-10 §§.

Paragrafen är ny. Myndigheten disponerar de avgifter som den får ta ut enligt 9-10 §§. Bestämmelsen motsvarar i huvudsak vad som gäller för övriga myndigheter under riksdag och regering.

Personalansvarsnämnd

12 § Hos myndigheten ska det finnas en personalansvarsnämnd med den person som enligt 2 kap. 14 § utsetts att sköta den myndighetens löpande verksamhet som ordförande. Nämnden ska därutöver bestå av, förutom personalföreträdarna, de ledamöter som fonden utser. Följande frågor ska prövas av ansvarsnämnden:

1. skiljande från anställning på grund av personliga förhållanden, dock inte i fråga om provanställning,
2. disciplinansvar,
3. åtalsanmälan,
4. avstängning.

Personalansvarsnämnden är beslutför när ordföranden och minst hälften av de andra ledamöterna är närvarande.

Paragrafen är ny. Bestämmelsen motsvarar i huvudsak vad som gäller för övriga myndigheter under riksdag och regering.

6 kap. Redovisning och revision m.m.

Räkenskapsår

1 § Myndighetens räkenskapsår är kalenderår.

Paragrafen motsvarar 6 kap. 1 § i den nuvarande lagen.

Löpande bokföring, verifikationer och arkivering

2 § Myndigheten ska, i överensstämmelse med god redovisningssed,

1. löpande bokföra alla affärshändelser,
2. se till att det finns verifikationer för alla bokföringsposter samt systemdokumentation och behandlingshistorik,
3. bevara all räkenskapsinformation och sådan utrustning och sådana system som behövs för att presentera räkenskapsinformationen, samt
4. för varje räkenskapsår avsluta den löpande bokföringen med en årsredovisning enligt bestämmelserna i 3 §.

Paragrafen motsvarar 6 kap. 2 § i den nuvarande lagen.

Årsredovisning

3 § En årsredovisning ska bestå av

1. en balansräkning,
2. en resultaträkning,
3. noter, och
4. en förvaltningsberättelse.

Balansräkningen, resultaträkningen och noterna ska upprättas som en helhet och ge en rättvisande bild av myndighetens ställning och resultat. Förvaltningsberättelsen ska innehålla en rättvisande översikt över utvecklingen av myndighetens verksamhet, ställning och resultat.

Paragrafen motsvarar i huvudsak 6kap. 3 § första och andra stycket i den nuvarande lagen.

4 § Samtliga ledamöter i myndighetens styrelse ska skriva under årsredovisningen. Har en avvikande mening om årsredovisningen antecknats till styrelsens protokoll, ska yttrandet fogas till redovisningen.

Årsredovisningen ska senast den 15 februari året efter räkenskapsåret överlämnas till revisorerna.

Sedan revisionsberättelse enligt 8 § kommit myndigheten till handa, ska den och årsredovisningen genast överlämnas till regeringen.

Paragrafen motsvarar med någon justering 6 kap. 4 § i den nuvarande lagen.

Revisorer

5 § Regeringen utser två revisorer som granskar myndigheten. En revisor ska vara gemensam för myndigheten och sjunde AP-fonden. Revisorerna ska vara auktoriserade.

Den revisor som är gemensam för fonderna ska samordna revisionen av myndigheternas förvaltning.

Revisorerna får anlita biträde när de fullgör sitt uppdrag.

Paragrafen motsvarar 6 kap 5 § i den nuvarande lagen.

6 § En revisor ska utses längst för tiden till dess resultaträkning och balansräkning fastställts under tredje kalenderåret efter det år då revisorn fick förordnandet.

Regeringen får entlediga en revisor i förtid. En revisor ska entledigas i förtid om revisorn begär det.

Om en revisors uppdrag upphör i förtid, ska en ny revisor utses för den återstående tiden.

Paragrafen motsvarar 6 kap. 6 § i den nuvarande lagen.

7 § Regeringen bestämmer arvoden och andra ersättningar till revisorerna.

Paragrafen motsvarar 6 kap. 7 § i den nuvarande lagen.

Revisionsberättelse

8 § För varje räkenskapsår ska revisorerna lämna en revisionsberättelse.

Revisionsberättelsen ska innehålla en redogörelse för omfattningen och resultatet av revisorernas granskning och inventering av de tillgångar som fonden förvaltar samt uppgift om huruvida det finns någon anmärkning mot årsredovisningen, bokföringen eller i övrigt mot förvaltningen. Revisorerna får också framställa de erinringar som de anser nödvändiga.

En revisor som är av skiljaktig mening eller i övrigt anser det nödvändigt med ett särskilt uttalande får ange detta i revisionsberättelsen, om revisorn inte lämnar en egen revisionsberättelse.

Revisorerna ska överlämna revisionsberättelsen till styrelsen senast fjorton dagar efter det att de fick årsredovisningen enligt 4 §.

Paragrafen motsvarar 6 kap. 8 § i den nuvarande lagen.

Fastställande av resultat och balansräkning

9 § Regeringen ska senast den 1 juni året efter räkenskapsåret fastställa myndighetens resultaträkning och balansräkning.

Paragrafen motsvarar 6 kap. 9 § i den nuvarande lagen.

Årsberättelse för pensionsreservfonderna

10 § Myndigheten ska varje räkenskapsår upprätta en årsberättelse för vardera pensionsreservfonden.

Årsberättelsen ska upprättas på ett överskådligt sätt och enligt god redovisningssed.

Tillgångarna ska i årsberättelsen tas upp till marknadsvärdet.

Årsberättelser ska innehålla den information som behövs för att man ska kunna bedöma varje pensionsreservfonds utveckling och ställning.

Paragrafen är ny. Fonderna är ett kapital som förvaltas av myndigheten. Fondernas ställning och utveckling är därmed inte del av myndighetens årsredovisning utan detta ska redogöras för i en av myndigheten upprättad för varje fond särskild årsberättelse. Årsberättelsen ska upprättas i enlighet med god redovisningssed. Investeringsfonder som omfattas av lagen (2004:46) om investeringsfonder redovisar i enlighet med Finansinspektionens föreskrifter (FFFS 2008:11) om investeringsfonder. Föreskrifterna till den del de avser årsberättelsen är till stor del anpassade till årsredovisningslagen (1995:1554) och lagen (1995:1559) om årsredovisning i kreditinstitut och värdepappersbolag och de internationella regelverk (bland annat IFRS) som dessa lagar genomför. Årsberättelsen bör i huvudsak upprättas i enlighet med detta regelverk. I lagen ska det dock inte hänvisas till detta regelverk. Fonderna står inte under finansinspektionens tillsyn och det kan finnas skäl att avvika från regelverket bland annat eftersom skyddet för fondspararen inte gör sig gällande på samma sätt i detta sammanhang. Om avvikelser sker bör styrelsen emellertid tydligt ange och motivera varför det sker.

Att tillgångarna ska redovisas till marknadsvärde följer av 58 kap. 15 § socialförsäkringsbalken.

11 § Samtliga ledamöter i myndighetens styrelse ska skriva under årsberättelserna. Har en avvikande mening om antecknats till styrelsens protokoll, ska yttrandet fogas till berättelsen.

Årsberättelserna ska senast den 15 februari året efter räkenskapsåret överlämnas till revisorerna.

Sedan revisionsberättelse kommit myndigheten till handa, ska den och årsberättelserna genast överlämnas till regeringen.

Paragrafen är ny. Den motsvarar vad som gäller i fråga om myndighetens årsredovisning enligt 6 kap. 4 §.

12 § Myndighetens revisorer ska granska de räkenskaper som ligger till grund för vardera pensionsreservsfondens årsberättelse. Revisionsberättelsen, med eventuella anmärkningar, ska i sin helhet återges i årsberättelsen.

En revisor som är av skiljaktig mening eller i övrigt anser det nödvändigt med ett särskilt uttalande får ange detta i revisionsberättelsen, om revisorn inte lämnar en egen revisionsberättelse.

Revisorerna ska överlämna revisionsberättelsen till styrelsen senast fjorton dagar efter det att de fick årsberättelsen enligt 11 §.

Paragrafen är ny. Myndighetens revisorer ska granska de räkenskaper som ligger till grund för årsberättelserna. Revisionsberättelserna, med eventuella anmärkningar, ska i sin helhet återges i årsberättelsen. Andra och tredje stycket motsvarar förslagets 6 kap. 8 § tredje och fjärde stycket.

Styrelsen utvärdering

13 § Myndighetens styrelse ska samtidigt med att årsredovisning, revisionsberättelsen samt årsberättelserna överlämnas till regeringen också överlämna en egen utvärdering av fondstyrelsernas förvaltning av fonderna med utgångspunkt i de mål för placeringsverksamheten som fastställts enligt 4 kap. 1 § och de riktlinjer som fastställts enligt 4 kap 3 §.

Paragrafen är ny. Styrelsen ska samtidigt med årsredovisningen och revisionsberättelsen överlämna en egen uppföljning av förvaltningen av fondmedlen. Utvärderingen ska ta sin utgångspunkt i målen för placeringsverksamheten samt de riktlinjer som styrelsen fastställer. Att styrelsens utvärderas fondstyrelsens arbete och offentliggör resultatet av utvärderingen är en viktig del i arbetet att skapa och vidmakthålla allmänhetens förtroende för systemet. Styrelsen kommer att överta delar av den årliga utvärdering som regeringen utför i dag. Styrelsen ska inte utvärdera sig själv. Utvärderingen avser därför inte hur väl de mål för placeringsverksamheten som satts svarar mot 1 kap. 7 lagen i lagen eller om de riktlinjer som uppställts är väl avvägda. Regeringen utvärderar detta enligt 7 kap. 1 §. Styrelsen utvärdering avser istället hur väl fondstyrelsernas investeringsverksamhet svarat upp mot de mål som satts enligt 4 kap. 1 §. Utvärderingen måste ske på en relativt lång sikt. Dock kan utvärderingen av hur fonden har levt upp till fastställda riktlinjer ske på årlig basis.

Överlämnande till riksdagen

14 § Regeringen ska senast den 1 juni året efter räkenskapsåret överlämna myndighetens årsredovisning, årsberättelserna samt styrelsens utvärdering av fondstyrelsernas förvaltning till riksdagen.

7 kap. Övriga bestämmelser

Regeringens utvärdering

1 § Regeringen ska från och med år 2015 och därefter vart tredje år i en skrivelse till riksdagen myndighetens administration och förvaltning av fonderna.

Om regeringen vid utvärderingen anlitat någon med särskild fackkunskap, ska kostnaden för detta betalas av myndigheten.

Regeringen ska överlämna utvärderingen till riksdagen senast den 1 juni det år då utvärderingen utförts.

Paragrafen är ny. Regeringen utvärderar i dag fondernas förvaltning av fondmedlen årligen. Av 6 kap. 12 § framgår att myndighetens styrelse årligen ska utvärdera fondstyrelsernas förvaltning. Dock ska inte styrelsen utvärdera sig själv. Regeringen ska därför vart tredje år utvärdera myndighetens administration och förvaltning av fonderna. Utvärderingen ska i första hand avse det arbete som bedrivits av myndighetens styrelse och inte fondstyrelsernas operativa förvaltning.

Anmälningsskyldighet

2 § Ledamöter i styrelsen och fondstyrelsen, revisorer i myndigheten samt de arbetstagare och uppdragstagare hos myndigheten som styrelsen bestämmer ska skriftligen anmäla sitt innehav av finansiella instrument som anges i 1 kap. 1 § lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument och förändringar i innehavet.

Styrelsen bestämmer hur anmälan enligt första stycket ska ske.

Paragrafen motsvarar 7 kap 2 § i den nuvarande lagen.

1. Denna lag träder i kraft den 1 augusti 2014. Bestämmelserna om medelstildelning och pensionsutbetalning i 1 kap. 6 och 7 §§ träder dock i kraft först den 1 januari 2015.

2. Genom denna lag upphävs lag (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder) till den del lagen avser Första AP-fonden, Andra AP-fonden, Tredje AP-fonden och Fjärde AP-fonden den 1 januari 2015.

3. Genom denna lag upphävs lag (2000:193) om Sjätte AP-fonden den 1 januari 2015.

4. De tillgångar som vid utgången av 2014 förvaltas av Första-Fjärde AP-fonden samt sjätte AP-fonden ska den 1 januari 2015 föras till Pensionsreservsstyrelsens. Tillgångarna ska värdemässigt fördelas lika mellan Första pensionsreservsfonden, Andra pensionsreservsfonden och Tredje pensionsreservsfonden efter beslut av myndighetens ledning.

5. Pensionsreservsstyrelsen får från vardera Första-Fjärde AP-fonden rekvirera de medel som behövs för myndighetens verksamhet fram till och med den 31 december 2014. Var och en av Första-Fjärde AP-fonden ska tillskjuta en fjärdedel av medlen.

16.2 Övriga lagförslag

Förslagen innebär att hänvisningarna till den nuvarande lagen ändras till att avse den föreslagna nya lagen.

Särskilda yttranden

Sakkunniga:

Gudrun Ehnsson

Sarah McPhee

Thomas Norling

Lars Rohde

Paul Söderlind

Gabriel Urwitz

Ulf Wissén

Om buffertkapitalutredningens huvudförslag

Utredningens arbete har syftat till att finna lösningar för hur förutsättningarna kan förbättras för att bedriva en effektiv förvaltning av pensionsreserven.

Utredningens uppdrag är formulerat i ett direktiv som styrt utredaren. Utredaren har valt att vara trogen direktivets riktmärke att antalet fonder inte ska understiga tre.

Utredningens huvudförslag åstadkommer en bättre styrmodell, tydligare roller och bättre förutsättningar för en mer ändamålsenlig kapitalförvaltning än i det nuvarande AP-fondssystemet.

Det är dock vår uppfattning att utredningens förslag inom ramen för direktivet, inte leder fram till den bästa förvaltningsmodellen, vilket utredningens betänkande tydligt belyser.

Det är vår uppfattning att riktmärket om tre fonder inte tar hänsyn till viktiga insikter, såväl vetenskapliga som praktiska, om hur effektiv pensionskapitalförvaltning ska bedrivas. Det två viktigaste slutsatserna från dessa insikter är att:

1. Den optimala tillgångsallokeringen av den samlade pensionsreserven kan bara uppnås genom en sammanhållen fond. Den bör drivas av en professionell ledning som utifrån mandat, upp-

drag och mål utformar den underliggande investeringsverksamheten.

2. En effektiv pensionsreservförvaltning kräver en sammanhållen specialistkompetens som förutom förståelsen för kapitalmarknader bör ha kompetens nog att hantera den bredd som det samhällsmässiga uppdraget kräver. Bredden i dessa kompetenser är unik och kan vara svår att uppbringa varför det uppfattas som kontraproduktivt att sprida det på flera enheter. Denna kompetens blir lättast att attrahera och framför allt att utveckla inom en sammanhållen reservfond med en storlek som ger den internationell närvaro.

Mot bakgrund av detta förordar vi det alternativa förslag som utredningen presenterar i bilaga 2. Det alternativa förslaget tar sin utgångspunkt i vad vi bedömer vara bäst för pensionssystemet och framtida pensionärer, en bättre och effektivare förvaltning, högre förväntad avkastning och lägre kostnader. Dessutom ligger förslaget i linje med etablerad forskning och internationell erfarenhet rörande institutionell kapitalförvaltning. Förvaltas pensionsreserven i en fond blir kopplingen mycket tydligare mellan pensions åtagande och kapitalförvaltningens långsiktiga agerande.

Vi är väl medvetna om att ett historisk viktigt motiv för det nuvarande systemet med flera fonder var den s.k. maktfrågan – ägarinflytandet över främst svenska börsbolag. Enligt vår uppfattning har i dag de gamla argumenten för vikten av att sprida pensionsreservsystemets kapital på flera fonder kraftigt försvagats. Den viktigaste förändringen som skett är den allmänna globaliseringen av de finansiella marknaderna och då inte minst den svenska börsen. Detta har lett att AP-fonderna tillsammans kan bli en stor ägare i svenska börsbolag men inte alls har samma relativa dominans som när systemet sjösattes.

Vi noterar vidare att flera andra länder, inte minst Danmark och Norge har valt enfondsmodellen, trots att dessa fonder relativt BNP är större än AP-fonderna tillsammans.

*Särskilt yttrande av
sakkunnig Sarah McPhee*

Det saknas idag en tydlig koppling mellan AP-fondernas förvaltning av pensionsreserven och pensionssystemet i stort. Något som tar sig många uttryck. Det har varit ett finansiellt turbulent årtionde med påvert resultat i AP-fondsystelet. Regeringen har trots detta inte offentligt granskat varken de (skilda) målen som fonderna har satt för sin tillgångsförvaltning eller granskat huruvida dessa mål är relevanta och riktiga för pensionssystemet.

Regeringens har i de årliga utvärderingarna fokuserat på att jämföra fondernas kapitalförvaltning sinsemellan eller i förhållande till verksamheter med explicita åtaganden. Frågan om fondernas mål för förvaltningen t.ex. riskerar att bidra till svängningar i pensionsutbetalningar har inte har berörts offentligt.

Utredningens förslag betonar vikten av ett utökat och strukturerat samarbete mellan förvaltningen av buffertkapitalet och Pensionsmyndigheten, vilket i sig är bra. Förslaget syftar till att skapa en stark koppling till pensionssystemets krav som det dominerade kriteriet för formulerandet av mål i termer av avkastning, risktolerans och tidshorisont. Inom regeringen ansvarar finansdepartementet för frågor rörande AP-fonderna samtidigt som övriga delar av pensionssystemet sorterar under socialdepartementet. En kompetent förvaltning av buffertkapitalet är ett grundläggande krav. Det är dock inte en förutsättning för att uppnå detta att frågor om förvaltningen av buffertkapitalet handläggs av finansdepartementet. Finansdepartementets kompetens inom kapitalförvaltning är mycket behövligt oavsett huvudmannaskap för fonderna.

Emellertid blir pensionssystemets hela funktionssätt och samhällsmässiga konsekvenser allt mer politiskt viktigt. Lagren mellan statens pay as you go system, premiepensionssystem, AP-fondernas buffert, tjänstepensionssystem och skattesubventionerat privatpensionssparande kan samspela på många sätt och riskerar att ha oönskade effekter mellan samhällsgrupper om inte dessa system belyses samlat. För att ta ett aktuellt exempel: höjning och sänkning av pensionerna ska granskas och där måste betydelsen eller den sannolika låga betydelsen av AP fondernas avkastning tas i beräkningen. Ännu längre fram kan demografiska eller arbetsmarknadsdrivna överraskningar tillsammans med AP fondernas naturliga minskning också påverkar hela systemet. Det är effektivare att se detta som en helhet.

Jag är medveten om att det inte är utredningens uppdrag att lämna förslag om hur regeringen ska organisera sig. Samtidigt går det inte att bortse från att den nödvändiga kopplingen mellan förvaltningen av pensionsreserven och pensionssystemet skulle underlättas om ansvaret inom regeringskansliet för den myndighet som förvaltar pensionsreserven ligger på det departement som ansvarar för pensionssystemet i stort, d.v.s. socialdepartementet.

Separate opinion

Special Advisers:

Gudrun Ehnsson

Sarah McPhee

Thomas Norling

Lars Rohde

Paul Söderlind

Gabriel Urwitz

Ulf Wissén

Concerning the main proposal of the Buffer Capital Inquiry

The work of the Inquiry has aimed to find solutions to how to improve the conditions for conducting effective fund management of the pension reserve.

The remit of the Inquiry is formulated in terms of reference which steered the Inquiry Chair. The Inquiry Chair has chosen to be faithful to the terms of reference benchmark that the number of funds should not be less than three.

The Inquiry's main proposal, presented in chapter 13, will bring about a better governance model, clearer roles and better conditions for more appropriate capital management than the current AP fund system.

However, it is our view that the Inquiry's proposal within the framework of the terms of reference will not lead to the best management model, as the Inquiry report clearly highlights.

It is our view that the benchmark of three funds does not take account of important insights, both academic and practical, into how effective pension capital management is to be conducted. The two most important conclusions of these insights are that:

1. The optimal risk management and asset allocation of the total pension reserve can only be achieved via a cohesive portfolio. It should be run by a professional leadership which, based on its mandate, mission and objective, shapes the underlying investment operations.
2. Effective pension reserve management requires a concentration of specialist competence which, apart from an understanding of capital markets, should have a high enough level of competence to handle the breadth that this societal assignment requires. The breadth of these competencies is unique and they can be difficult to procure, which is why spreading them over several units is counterproductive. This competence becomes easiest to attract and above all develop within a cohesive reserve fund of a size that gives it relevant resources and global presence.

In light of this, we recommend the alternative proposal presented by the Inquiry in Annex 2. The alternative proposal is based on what we assess to be best for the pension system and future pensioners – better and more effective management, higher expected returns and lower costs. In addition, the proposal is in line with established research and international experience concerning institutional pension fund management. If the pension reserve is managed in a single fund framework, the link between pension commitments and the long-term investment decisions will become much clearer.

We are well aware that a historically important reason for the current system with multiple funds was the question of power – influence over primarily Swedish listed companies. It is our view that the old arguments for the importance of spreading the pension reserve system's capital across several funds have now weakened dramatically. The most important change that has taken place is the general globalisation of the financial markets and, not least, of the Swedish stock exchange. This has meant that the AP funds can together become a large owner in Swedish listed companies, but with nowhere near the same relative dominance as when the system was launched.

Furthermore, we note that several other countries, not least Denmark and Norway, have chosen a single fund model, despite the fact that these funds, relative to GDP, are greater than the AP funds together.

Referenser

- Allianz Global Investors. (2010). *Doing Good by Investing Well? Pension Funds and Socially Responsible Investment: Results of an Expert Survey*. International Pension Papers. Hämtat från http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1607730 den 6 oktober 2011.
- Ambachtsheer K., Capelle R., Lum H., (2006), Pension Fund Governance Today: Strengths, Weaknesses, and Opportunities for Improvement', *Financial Analysts Journal*, October 2006. <http://www.rotman.utoronto.ca/icpm/2.pdf>
- Ambachtcheer, K. (Februari 2011). Private Equity, Scale and Agency Costs: Implications for Organization Design. *The Ambachtcheer letter*.
- Ambachtsheer, K. (2011). How Should Pension Funds Pay Their Own People? *Rotman International Journal of Pension Management*, Vol 4, Issue1, ss.18-25.
- Ambachtsheer, K. (2011). Retirement Income Systems and Investment Organizations: Global Perspectives. *A Discussion Document Prepared for the SIFR Roundtable*. Stockholm.
- Andonov, A., Bauer, R. M., & Cremers, K. (Januari 2012). Can Large Pension Funds beat the market? Asset Allocation, Market Timing, Security Selection and the Limits of Liquidity. *Working Paper*. Hämtat från http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=965388 den 17 januari 2012.
- ATP. (2012). The ATP group annual report 2011. www.atp.dk.
- Bauer, R. M., Cremers, K., & Frehen, R. G. (den 29 April 2010). Pension Fund Performance and Costs: Small is Beautiful. *Working Paper*. Hämtat från http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1885536&rec=1&srcabs=965388 den 15 februari.

- Bertram, R., & Zvan, B. (2009). Pension Fund Governance and Incentive Compensation. *Rotman International Journal of Pension Management*, Vol 2, Issue 1, ss. 30-33.
- Cerin, P. (2011). Finansanalytikers bedömning av miljö-och sociala faktorer. i L. G. Hassel, L.-O. Larsson, & E. Nore (Red.), *Hållbar utveckling-från risk till värde* (ss. 73-82). Författarna, Studentlitteratur och PWC.
- Clark, G. L., & Monk, A. (2010). The Norwegian Government Pension Fund: Ethics over efficiency. *Rotman International Journal of Pension Management*, Vol 3, Issue 1, ss. 14-19.
- Clark, G., & Monk, A. (2011). Pension Reserve Funds: Aligning Form and Function. *Rotman International Journal of Pension Management*, Vol 4, Issue 2, ss. 18-25.
- Clark, G., & Urwin, R. (2008). Best- Practice pension fund governance. *Journal of Asset management*, Vol 9, issue 1, ss. 2-21.
- CPP Investment Board. (2011). Canada Pension Plan Investment Board Annual report 2011. www.cppib.ca
- Dagens Industri. (den 30 April 2012). Hämtat från <http://www.di.se/#!/artiklar/2012/4/30/missar-miljarder-patiska-regler/> den 16 Maj 2012
- Davis, P., & Hu, Y.-W. (2009). Should Pension Investing be Regulated? *Rotman International Journal of Pension Management*, Vol 2, Issue 1, ss. 34-42.
- Departementspromemoria Ds 1998:7. *Överföringspromemorian.*
- Departementspromemoria Ds 1999:39. *AP-fondspromemorian.*
- Departementspromemoria Ds 2004:25. *Sjätte AP-fonden i det reformerade pensionssystemet.*
- Departementspromemoria Ds 2007:75. *Styretredningen.*
- Dyck, A., & Pomorski, L. (juli 2011). Is Bigger Better? Size and Performance in Pension Plan Management. *Rotman School of Management Working Paper No. 1690724*. Hämtat från <http://ssrn.com/abstract=1690724> den 17 januari 2012.
- Elton, E. J., & Gruber, M. J. (1995). *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis* (Femte upplagan uppl.). Canada: John Wiley & Sons Inc.
- Fama, E.F., (1965). The Behavior of Stock Market Prices. *Journal of Business*, ss. 34-105.

- Fama, E.F., (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *Journal of Finance*, Vol 25, Issue 2, ss. 383-417.
- Fama, E. F., & French, K. R. (December 2009). Luck versus skill in the cross-section of mutual fund returns. University of Chicago, forthcoming in the *Journal of Finance*. Hämtat från http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1356021&rec=1&srcabs=965388 den 16 februari 2012.
- Finansutskottets betänkande 2003/04:FiU6. *AP-fondernas verksamhet 2002 (Skr. 2002/03:130)*.
- Finansutskottets betänkande 2004/05:FiU6. *Redovisning av AP-fondernas verksamhet 2003 (Skr. 2003/04:130)*.
- Finansutskottets betänkande 2005/06:FiU6. *AP-fondernas verksamhet 2004 (Skr. 2004/05:130)*.
- Finansutskottets betänkande 2006/07:FiU6. *Redovisning av AP-fondernas verksamhet 2001-2005 (Skr 2005/06:210)*.
- Finansutskottets betänkande 2007/08:FiU6. *Redovisning av AP-fondernas verksamhet 2002-2006*.
- Finansutskottets betänkande 2008/09:FiU6. *AP-fondernas verksamhet t.o.m. 2007*.
- Finansutskottets betänkande 2009/10:FiU6. *AP-fondernas verksamhet t.o.m. 2008*.
- Finansutskottets betänkande 2010/11:FiU6. *Redovisning av AP-fondernas verksamhet 2009*.
- Finansutskottets betänkande 2011/12:FiU6. *AP-fondernas verksamhet t.o.m. 2010*.
- Grossman, J.S & Stiglitz, E.J. (1980). On the Impossibility of Informationally Efficient Markets (ss. 393-408). *The American Economic Review*, Vol. 70, No. 3.
- Hamilton, I. (2011). Så blev AP-fonderna ansvarsfulla investerare. i H. G. Lars, L. Lars-Olle, & N. Elisabeth, *Hållbar utveckling från risk till värde* (ss. 31-39). Författarna, Studentlitteratur och PriceWaterhouseCoopers i Sverige AB.
- Henrekson, M., & Jakobson, U. (2011). Globaliseringen och eroderingen av den svenska modellen för bolagsstyrning. *Ekonomisk Debatt*, Årgång 39 Nr 3, ss. 5-20.

- Ilmanen, A. (2011). *Expected Returns. An Investors Guide to Harvesting Market Rewards*. Chichester, West Sussex, United Kingdom: John Wiley & Sons Ltd.
- International Working Group of Sovereign Wealth Funds. (Oktober 2008). *Sovereign Wealth Funds. Generally accepted principles and practices "Santiago Principles"*. Hämtat från <http://www.iwg-swf.org/index.htm> den 4 februari 2012
- International Monetary Fund (IMF). (September 2004). *Global Financial Stability Report. Market Developments and Issues*. World Economic and financial surveys. Hämtat från IMF: <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2004/02/index.htm> den 18 maj 2012.
- Iwarson, T. (2006). AP-fonderna och tillgångsklassen råvaror. *Ekonomisk debatt*, Årgång 34, Nr 5, ss. 47-51.
- Iwarson, T. (den 19 januari 2012). Råvaror som Investering. *Presentationsmaterial från intern hearing för Buffertkapitalsutredningen*. Stockholm.
- Kollegiet för Svensk Bolagsstyrning. <http://www.bolagsstyrning.se>. Hämtat den 24 april 2012
- Konstitutionsutskottets betänkande 2009/10:KU20 s. 79
- KPMG Financial Risk Management. (2005). *Utvärdering av AP-fondernas kostnader år 2004*. Utvärdering på uppdrag av Finansdepartementet.
- Lerner, J., Schoar, A., & Wong, W. (april 2007). Smart Institutions, Foolish Choices: The Limited Partner Performance Puzzle. *The Journal of Finance*, Vol LXII, Issue 2, ss. 731-764.
- Lo, A. (den 30 december 2011). *Adaptive Markets and the new World Order*. Hämtat från ssrn: <http://ssrn.com/abstract=1977721> den 20 januari 2012
- Lo, A. W., & MacKinlay, C. (2001). *A Non-Random Walk Down Wall Street*. Hämtat från Princeton University Press: <http://press.princeton.edu/titles/6558.html> den 30 April 2012
- Lum, H. (December 2007). *CEM Insights*. Hämtat från www.cembenchmarking.com: <http://www.cembenchmarking.com/Files/Documents/InternalManagementUS.pdf>
- Markowitz, H.M. (Mars 1952). Portfolio Selection. *The journal of Finance*, Vol. 7, No. 1, ss. 77-91.

- Markowitz, H.M., (1959). *Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments*. New York: John Wiley & sons.
- Malkiel, B. G. (2003). The Efficient Market Hypothesis and Its Critics. *Journal of Economic Perspectives*, Vol 17, No 1, ss. 59-83.
- McKinsey & Co. (2010). Utvärdering av AP-fondernas verksamhet 2009. *Regeringens Skrivelse 2009//10:130, Redovisning av AP-fondernas verksamhet t.o.m 2009*.
- McKinsey & Co. (2011). Utvärdering av AP-fondernas verksamhet 2010. *Regeringens Skrivelse 2010//11:130, Redovisning av AP-fondernas verksamhet t.o.m 2010*.
- McKinsey & Co. (2011). Översyn av statliga riskkapitalaktörer, N2011/2462/ENT.
- McKinsey & Co. (2012). Utvärdering av AP-fondernas verksamhet 2011. *Regeringens Skrivelse 2011//12:130, Redovisning av AP-fondernas verksamhet t.o.m 2010*.
- Miller, T., & Flynn, C. (Oktober 2010). *CEM Insights*. Hämtat från <http://www.cembenchmarking.com/>: http://www.cembenchmarking.com/Files/Documents/October_2010_CEM_Insights.pdf
- Ministry of Finance, N. Z. (den 14 maj 2009). www.nzsuperfund.co.nz
- Murray, D. (den 5 Maj 2011). SWF's: Myths and realities. *Global Sovereign Funds Roundtable*. London.
- Murray, D. (Maj 2012). Konversation via telefon. (Langensjö, M. och Sterte, Å., Intervjuare)
- Myners, P. (2001). *Institutional Investment in the United Kingdom: A review*. (Myners principles).
- New Zealand Superannuation Fund. (2009). www.nzsuperfund.co.nz.
- New Zealand Superannuation Fund. (2011). *Annual Report 2011*. www.nzsuperfund.co.nz.
- OCCAM Associates. (2010). *Samordning av administrativa funktioner mellan AP-fonderna*. Utvärdering på uppdrag av Första-Fjärde AP-fonderna.
- OECD. (November 2002). *OECD Financial Market Trends, No. 83*. Paris, Frankrike: OECD.

- OECD. (2006). *OECD Guidelines on Pension Fund Asset Management*. Paris, Frankrike: OECD
- OECD. (5 Juni 2009). *OECD Guidelines on Pension Fund Governance*. Paris, Frankrike: OECD.
- OECD. (Juli 2011). *Pension Markets in Fokus*. Paris, Frankrike: OECD.
- Pensionsmyndigheten. (2012). *Orange Rapport, Pensionssystemets årsredovisning 2011*. Stockholm: Pensionsmyndigheten.
- Pensionsmyndigheten. (den 12 januari 2012). *Anslagsbelastning och prognos för anslag inom Pensionsmyndighetens ansvarsområde budgetåren 2010—2014*. Hämtat från www.pensionsmyndigheten.se: <http://www.pensionsmyndigheten.se/4822.html> den 12 januari 2012
- Pensionsmyndigheten. (den 5 Mars 2012). *AP-fonderna inkomster, utgifter, fondkapital och avkastning*. Hämtat från [www.pensionsmyndigheten.se](http://secure.pensionsmyndigheten.se/download/18.4d9316841361c390b2d80001581/PID119132_v1.0%2BAP_fondsutveckling.pdf): http://secure.pensionsmyndigheten.se/download/18.4d9316841361c390b2d80001581/PID119132_v1.0%2BAP_fondsutveckling.pdf den 3 April 2012
- Pensionsmyndigheten. (2012). *Orange Rapport 2011 Pensionssystemets årsredovisning*. Stockholm: Pensionsmyndigheten.
- Pensionsmyndigheten. (2012). *Utvärdering av vissa beräkningsregler i pensionssystemet. Rapport till regeringen*. Stockholm: Pensionsmyndigheten.
- Pensionsmyndigheten. (2012). *AP-fonderna och ålderspensionsavgifter 1960-2011*. Excelfil hämtad från [pensionsmyndigheten.se](http://www.pensionsmyndigheten.se): <http://www.pensionsmyndigheten.se/4453.html>
- Pomorski, L. (Maj 2012). Konversation via e-post. (Sterte, Å., Intervjuare)
- Prequin. (2012). *The 2012 Prequin Sovereign Wealth Fund Review*. www.prequin.com
- Prequin. (2012). *The 2012 Prequin Global Private Equity Report*. www.prequin.com
- Proposition 1959:100. *Förslag till lag om försäkring för allmän tilläggspension m.m.*
- Proposition 1973:97. *Förslag till lag om ändring av reglementet angående allmänna pensionsfondens förvaltning*.

- Proposition 1983/84:50. *Proposition om löntagarfonder*
- Proposition 1987/88:11. *Proposition om ändringar i reglementet för allmänna pensionsfonden m.m.*
- Proposition 1987/88:167. *Proposition om en femte AP-fondsstyrelse.*
- Proposition 1991/92:36. *Proposition om avveckling av löntagarfonderna.*
- Proposition 1995/96:25. *En politik för arbete, trygghet och utveckling (Tillväxtpropositionen).*
- Proposition 1995/96:171. *En sjätte AP-fondsstyrelse.*
- Proposition 1999/2000:46. (20000). *AP-fonden i det reformerade pensionssystemet.*
- Raymond, R. (den 3 Maj 2012). Chief Investment Strategist Total Portfolio Management, CPPIB. (Langensjö, M. och Sterte, Å., Intervjuare)
- Regeringens skrivelse Skr. 2009/10:130. *Redovisning av AP-fondernas verksamhet t.o.m. 2009.*
- Regeringens skrivelse, Skr 2006/07:130. *Redovisning av AP-fondernas verksamhet t.o.m 2006.*
- Regeringens skrivelse, Skr 2007/08:130. *Redovisning av AP-fondernas verksamhet t.o.m. 2007.*
- Regeringens skrivelse, Skr 2010/11:130. *Redovisning av AP-fondernas verksamhet t.o.m. 2010.*
- Regeringens skrivelse, Skr 2011/12:130. *Redovisning av AP-fondernas verksamhet t.o.m. 2011.*
- Regeringens skrivelse, Skr. 2008/09:130. *Redovisning av AP-fondernas verksamhet t.o.m. 2008.*
- Regeringens skrivelse, Skr.2005/06:2010. *Redovisning av AP-fondernas verksamhet 2001-2005.*
- Regeringens skrivelse, Skr.2008/09:130. *Redovisning av AP-fondernas verksamhet t.om. 2008.*
- Regeringskansliet. (2011). *Statens ägarpolicy och riktlinjer för företag med statligt ägande.* Finansdepartementet. Stockholm: Regeringskansliet.
- Regeringskansliet. (2012). *Verksamhetsberättelse för företag med statligt ägande 2011.* Finansdepartementet. Stockholm: Regeringskansliet.

- Rohde, L. Vd ATP. Flera konversationer via personliga möten, telefonsamtal och e-posttillfällen. (Langensjö, M. och Sterte, Å., Intervjuare)
- Samuelson, P. (1965). Proof That Properly Anticipated Prices Fluctuate Randomly. *Industrial Management Review*, Vol 6, ss. 41-49.
- SIS ägarservice. (Maj 2012). Sammanställning av ägardata. (A. Dahl, Sammanställare)
- Sjätte AP-fonden. (2012). *Utvärdering av Sjätte AP-fonden (Styrelsens utvärdering av Sjätte AP-fondens verksamhet 2011)*.
- SOU 2004:105. (2004). *Utdelning av överskott i inkomst-pensionssystemet*. Betänkande från kommittén om en översyn av möjligheterna att fastställa och fördela utdelningsbara överskott iden inkomstgrundade ålderspensionens fördelningssystem.
- SOU 2007:75. (2007). *Att Styra staten – regeringens styrning av sin förvaltning*. Betänkande av Styretredningen.
- SOU 2008:107. (2008). *Etiken miljön och pensionerna*. Betänkande från kommittén om AP-fondernas etik- och miljöansvar.
- Sovereign Wealth Funds news. (2011).
<http://www.sovereignwealthfundsnews.com/>. Hämtat från <http://www.sovereignwealthfundsnews.com/ranking.php> den 25 April 2012
- Stefansson, A. (den 19 januari 2012). Private Equity i pensionsförvaltning. *Presentationsmaterial från intern hearing för Buffertkapitalsutredningen*. Stockholm.
- Stewart, F., & Severinson, C. (2012). Review of the Swedish national pension funds. *OECD Working Papers on Finance, Insurance and Private Pensions, No 17*. OECD Publishing.
- Strömberg, P. (den 19 januari 2012). Investing in Private Equity. *Presentationsmaterial från intern hearing för Buffertkapitalsutredningen*. Stockholm.
- Svenska Dagbladet (den 30 april 2011). Hämtat från http://www.svd.se/naringsliv/nyheter/varlden/oljefonden-forlorade-10-miljarder-pa-etik_7123849.svd den 4 maj 2012.
- Svenska Dagbladet (den 12 april 2011). Hämtat från http://www.svd.se/naringsliv/valfard-ger-godavinster_5993677.svd den 4 maj 2012.

- Svenska Dagbladet (den 16 juli 2011). Hämtat från http://www.svd.se/naringsliv/valfard-ger-godavinster_5993677.svd den 18 juli 2012.
- Sveriges Riksbank. (2000). *Den Svenska Finansmarknaden 1999*. Stockholm: Sveriges Riksbank.
- Sveriges Riksbank. (2011). *Den Svenska Finansmarknaden 2010, samt tillhörande tabellbilaga in excel*. Stockholm: Sveriges Riksbank. Hämtat från <http://www.riksbank.se/sv/Press-och-publicerat/Rapporter/Den-svenska-finansmarknaden/> februari 2012.
- Sveriges riskkapitalförening, SVCA. (april 2011). *Riskkapitalåret 2010. Med analys och statistik om riskkapitalbolagens aktiviteter*. Hämtat från www.svca.se: <http://www.svca.se/PageFiles/807/SVCA%20Riskkapital%c3%a5ret%202010.pdf>
- Top 1000 Funds*. Hämtat från <http://www.top1000funds.com/analysis/2012/04/20/cem-study-reveals-in-house-savings/> den 30 April 2012.
- Towers Watson. (September 2011). *P&I/TW Top 300 Pension Funds. Analysis as at 2010 year end*. Hämtat från towerswatson.com den 7 mars 2012.
- UNEP and Mercer. (2007). *Demystifying responsible Investment Performance. A review of key academic and broker research*. Paris: The Asset Management Working Group of the United Nations Environment Programme Finance Initiative and Mercer.
- United Nations Global Impact. *United Nations Global Compact*. Hämtat från <http://www.unglobalcompact.org/> den 15 Maj 2012
- Viel Lamare, N. (den 21 Mars 2011). Uppföljning av SOU 2008:107 Första, Andra, Tredje och Fjärde AP-fonderna.
- World Economic Forum. (2010). *Globalization of Alternative Investments, Working Papers Volume 3, The Global Economic Impact of Private Equity Report 2010*. Switzerland: World Economic Forum.
- Yermo, J. (2008). *Governance and Investment of Public Pension Reserve Funds in Selected OECD Countries*. OECD Publishing.

Kommittédirektiv



Översyn av AP-fondernas regelverk

Dir.
2011:84

Beslut vid regeringssammanträde den 29 september 2011

Sammanfattning

En särskild utredare ska utvärdera lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder) och lagen (2000:193) om Sjätte AP-fonden, med syfte att förbättra förutsättningarna för en kostnadseffektiv förvaltning av pensionssystemets buffertkapital.

Med målet att skapa en långsiktig effektiv förvaltning av buffertkapitalet ska utredaren bl.a.

- utvärdera Första–Fjärde AP-fondernas uppdrag och placeringsregler, mot bakgrund av vikten av en effektiv styrning, hittillsvarande erfarenheter av fondernas förvaltning och förändrade marknadsmässiga förutsättningar,
- undersöka möjliga effektiviseringar av förvaltningen av buffertkapitalet, med beaktande av buffertkapitalets utveckling, risken för maktkoncentration och behovet av riskspridning och
- utvärdera Sjätte AP-fondens uppdrag, mål och placeringsregler med utgångspunkt i pensionssystemets behov och Sjätte AP-fondens kompetens.

Utredaren ska föreslå nödvändiga författningsförändringar.

Direktiven har tagits fram i samråd med Pensionsgruppen.

Uppdraget ska redovisas senast den 1 augusti 2012.

Bakgrund

Första–Fjärde och Sjätte AP-fonderna (buffertfonderna) förvaltar buffertkapitalet i inkomstpensionssystemet. Bufferten i systemet hanterar över- och underskott mellan avgifter och pensioner. Behovet av en buffert, och dess storlek, grundas i förväntade påfrestningar till följd av den demografiska utvecklingen. Buffertfondernas uppdrag är att bidra till inkomstpensionssystemets långsiktiga finansiering genom att långsiktigt maximera avkastningen i förhållande till risken i placeringarna. Den totala risknivån i förvaltningen ska vara låg. AP-fondernas uppdrag är alltså att verka för pensionsspararnas och pensionärernas bästa.

Buffertkapitalet uppgick vid utgången av 2010 till 895 miljarder kronor, vilket motsvarade 12 procent av inkomstpensionssystemet tillgångar. Under kommande 30 år förväntas buffertkapitalet successivt minska. Pensionsmyndigheten beräknar att buffertkapitalet 2040 uppgår till drygt 400 miljarder kronor, i dagens penningvärde.

Buffertfondernas roll beslutades i den s.k. fempartiöverenskommelsen om det reformerade allmänna ålderspensionssystemet. Reformen sjösattes 1999. I reformen ingick inrättandet av Första–Fjärde AP fonderna, som fick identiska uppdrag att förvalta globalt diversifierade värdepappersportföljer. Sjätte AP-fonden, som bildades 1996 och har i uppdrag att investera på den svenska riskkapitalmarknaden, ingick inte i överenskommelsen.

AP-fonderna är statliga myndigheter som styrs genom lag, vilket motiveras av ett krav på oberoende från regeringen i förvaltningen av fondmedlen. Regleringen finns i lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder) respektive lagen (2000:193) om Sjätte AP-fonden. För varje AP-fonds verksamhet ansvarar en styrelse, vars ledamöter utses av regeringen. Till Första–Fjärde AP-fondernas styrelser har organisationer som företräder arbetsmarknadens parter rätt att föreslå fyra av nio ledamöter. Enligt dessa lagar är regeringen ålagd att i efterhand utvärdera AP fondernas verksamhet. Utvärderingen ska ske årligen och överlämnas i en skrivelse till riksdagen.

Behovet av en översyn

Avkastningen på buffertkapitalet påverkar pensionernas utveckling över tid. Därför är det viktigt att säkerställa att avkastningen blir så god som möjligt. Förutsättningarna att nå detta mål grundas i AP-fondernas regelverk, som anger ramarna för hur buffertkapitalet ska förvaltas.

Buffertfondernas regelverk har varit i stort sett oförändrat under en tioårsperiod eller längre. Första–Fjärde AP-fonderna har verkat under samma regler sedan 2001 och Sjätte AP-fonden med något undantag sedan fonden bildades 1996. Sjätte AP-fonden står fortfarande utanför fempartiöverenskommelsen om pensionssystemet och regleras genom en egen lag. Med undantag för en lagändring 2007, då möjligheten att utsätta högst tio procent av fondkapitalet för valutarisk infördes, har det inte skett någon förändring av fondens uppdrag och placeringsregler.

Gjorda erfarenheter av nuvarande regelverk och omvärldsförändringar pekar på ett behov av att se över regelverket, i syfte att säkerställa bästa möjliga förutsättningar för förvaltningen av buffertkapitalet.

Omvärldsförändringarna rymmer finansmarknadernas ständiga utveckling. För kapitalförvaltare har utvecklingen inneburit att investeringsmöjligheterna har vidgats och medfört nya förutsättningar att uppnå riskspridning. Alternativ till aktier har blivit vanligare bland långsiktiga kapitalförvaltare. Bland placeringsmöjligheter som vuxit finns onoterade aktier, infrastruktur och råvaror. I takt med att olika ekonomier också blir allt mer integrerade, och därmed även de finansiella marknaderna, noteras en ökad samvariation mellan olika geografiska aktie- respektive räntemarknader. För kapitalförvaltare innebär detta att förutsättningarna att åstadkomma önskvärd riskspridning ser annorlunda ut i dag jämfört med för tio år sedan. Tillväxtmarknadernas andel av världsmarknaden har också vuxit.

Denna utveckling har aktualiserat en debatt kring AP-fondernas placeringsregler. Frågan handlar om utformningen av reglerna (kvantitativa nivåer) och om nivåerna i sig medger bästa förutsättningar för AP-fonderna att nå målet om långsiktigt hög avkastning i förhållande till risken i placeringarna.

AP-fonderna styrs genom ett allmänt formulerat uppdrag kombinerat med dessa kvantitativa placeringsregler. I ett internationellt perspektiv kan detta betraktas som ett mellanting mellan tjänste-

pensionsfonder, som har precisa åtaganden i form av kända kollektiv av förmånstagare, ofta i kombination med en kvalitativ placeringsregel (prudent person rule), och statliga förmögenhetsfonder som saknar tydliga åtaganden och i stället styrs genom detaljerade placeringsregler. Bland offentliga pensionsfonder finns andra kombinationer med t.ex. ett i uppdraget angivet avkastningsmål med kvalitativa eller kvantitativa placeringsregler. I ett internationellt perspektiv är det även ovanligt att fördela förvaltningsuppdraget på flera händer.

Det är AP fondernas styrelser som fastställer mål för verksamheten, baserat på analys av pensionssystemets åtagande. Målen för Första–Fjärde AP fonderna varierar i dag mellan 3,8 och 5,0 procent i real avkastning per år. Variationen är i och för sig en konsekvens av att pensionssystemets åtagande inte går att beräkna på motsvarande sätt som för en tjänstepensionsfond som har ett känt kollektiv. Men till skillnad från kravet på oberoende mellan fonderna i placeringsverksamheten får fonderna samarbeta i analysen av skuldsidan.

En fråga som har diskuterats är AP fondernas kostnader, eftersom kostnaderna direkt belastar pensionssystemet. Fondernas förvaltningskostnader har behandlats inom ramen för regeringens utvärdering av AP fondernas verksamhet och av riksdagen. Bland annat har det handlat om möjliga kostnadsbesparingar genom administrativt samarbete mellan fonderna och om kostnader förenat med aktiv förvaltning. För att förvaltningen av buffertkapitalet på bästa sätt ska kunna bidra till pensionssystemet måste den vara kostnadseffektiv, dvs. uppnå en hög avkastning efter kostnader.

Inte bara investeringsmöjligheterna på marknaden utan även förvaltningsformerna bland kapitalförvaltare har utvecklats under det senaste decenniet. En konsekvens av marknadsutvecklingen är att långsiktiga kapitalförvaltare söker nya placeringsstrategier för att nå en långsiktigt hög avkastning och riskspridning. Därtill har konkurrensen ökat mellan leverantörer. Detta, i kombination med innovativa förvaltningsstrategier, har medfört en polarisering mellan påtagligt aktiv förvaltning och passiv förvaltning. Vad som ska avses med god praxis inom långsiktig kapitalförvaltning har därmed förändrats under tioårsperioden.

Tidigare utredningar

Under den tioårsperiod som Första–Fjärde AP-fonderna verkat under nuvarande regler har riksdagen efterfrågat, och regeringen genomfört, dels en översyn av AP-fondernas kostnadseffektivitet, dels en utvärdering av AP-fondernas riktlinjer för miljö och etik. Utvärderingen av fondernas kostnadseffektivitet, som utfördes av externa konsulter, ingick i regeringens utvärdering av AP-fondernas verksamhet 2004 (skr. 2004/05:130 Redovisning av AP-fondernas verksamhet t.o.m. 2004). Slutsatsen från granskningen var att det då fanns möjliga besparingar, både inom nuvarande struktur och genom förändringar i regelverket.

Utvärderingen av Första–Fjärde och Sjunde AP fondernas riktlinjer för miljö och etik tog formen av en offentlig utredning (SOU 2008:107 Etiken, miljön och pensionerna). Betänkandet har remitterats och regeringen har hanterat de av utredningens förslag som inte kräver lagändring (regeringens skrivelse 2008/09:130 Redovisning av AP-fondernas verksamhet t.o.m. 2008). Utredningen lämnade också lagförslag, som ännu inte har omhändertagits.

Uppdraget att se över AP-fondernas regelverk

Avgränsningar

De politiska förutsättningarna för fempartiöverenskommelsen om AP fonderna i det reformerade pensionssystemet ska beaktas, nämligen

- fonderna ska ha renodlat finansiella mål och inte ta näringspolitiska eller ekonomisk-politiska hänsyn,
- fonderna ska inte ha ett dominerande inflytande som ägare i bolag noterade på reglerade marknader i Sverige,
- fonderna ska bedriva förvaltning oberoende av varandra, i synnerhet när det gäller aktier som har emitterats av inhemska börsnoterade företag.

Uppdrag och placeringsregler

Första–Fjärde AP-fondernas förvaltning omges av kvantitativa placeringsregler.

Utredaren ska överväga om skälen för kvantitativa placeringsregler fortfarande är giltiga eller om en kvalitativ instruktion är möjlig (liknande den s.k. prudent person rule som tillämpas för tjänstepensionsfonder). Denna bedömning ska grundas på förvaltningsuppdragets innehåll (vilken grad av ledning som detta ger) och vikten av en effektiv styrning av fonderna. Utredaren ska även, om det bedöms möjligt, föreslå ett mer utvecklat och tydligt mål för AP fondernas förvaltning under förutsättning att detta kan förväntas bidra till en mer effektiv styrning av fonderna.

Oavsett vad utredaren föreslår i de hänseenden som nyss nämnts ska de placeringsregler som finns i dag granskas mot bakgrund av förändrade förutsättningar och erfarenheter av AP fondernas förvaltning. Det avser bl.a. begränsningar som syftar till att minska risken i Första–Fjärde AP fondernas portföljer (minst 30 procent räntebärande instrument med låg risk) och begränsningar som avser andelen onoterade tillgångar respektive andelen valutarisk. Översynen ska inkludera en kartläggning av bästa branschpraxis. Behovet av förändrade placeringsregler ska analyseras dels som isolerad företeelse, dels med beaktande av övriga delar i översynen.

Kostnadseffektivitet

Utredaren ska se över förutsättningarna för en kostnadseffektiv förvaltning av buffertkapitalet. Det ska ske med utgångspunkt i AP-fondernas funktion att finansiera nuvarande och framtida pensioner. Översynen ska beakta de samlade erfarenheterna av fondernas förvaltning under mer än tio år och den nuvarande fondstrukturen. Dessutom ska utestående frågor som rör AP fondernas kostnadseffektivitet granskas.

Kapitalförvaltning är förenad med stordriftsfördelar. Utvecklingen på de globala kapitalmarknaderna illustrerar betydelsen av stordrift i konkurrensen om specialister, strategiska samarbetspartner och leverantörer av förvaltningstjänster. Till det kommer att den finansiella bufferten i inkomstpensionssystemet väntas minska till följd av den demografiska utvecklingen. Fördelar som följer med stordrift ska vägas mot nackdelar i form av risken för att en

koncentration av fondkapitalet kan medföra en motsvarande koncentration av ägandet av börsföretag. Detta kan vara problematiskt i förhållande till svenska börsföretag men bör inte ge upphov till motsvarande problem i förhållande till utländska börsföretag, eftersom Första–Fjärde AP fonderna i dessa fall äger mindre andelar av röster och kapital. Det finns även skäl att beakta den riskspridning som kan bli följden av att fördela ansvaret för buffertkapitalet på flera händer.

Översynen ska innefatta samtliga buffertfonder (Första–Fjärde och Sjätte AP-fonderna) och argumenten för en uppdelning av buffertkapitalet mellan flera fonder som har identiska förvaltningsuppdrag ska, mot bakgrund av de beskrivna för- och nackdelarna, granskas på nytt. Översynen ska också inkludera alternativa lösningar. Av kostnadsskäl kan det finnas skäl att reducera antalet fonder, medan risken för maktkoncentration och behov av riskspridning talar för att ha flera fonder. Ett riktmärke bör vara att buffertfonderna inte ska reduceras till färre än tre. En annan alternativ lösning som ska ingå är möjligheten att differentiera förvaltningsuppdragen, med beaktande av behovet av en effektiv styrning och vikten av att upprätthålla ett ansvar för den samlade portföljstrukturen och buffertkapitalets totala riskexponering. Analysen ska vara allsidig och innefatta en avvägning mellan

- behovet av kostnadseffektivitet, definierad som högsta möjliga avkastning efter kostnader,
- risken för maktkoncentration, särskilt i förhållande till bolag noterade på reglerade marknader i Sverige och
- nyttan av riskspridning.

Därutöver ska outnyttjade möjligheter till effektivisering av förvaltningen analyseras. Regeringen har i skrivelse till riksdagen framhållit effektiviseringar som är möjliga genom samarbete mellan Första–Fjärde AP-fonderna, inom ramen för befintliga regler. Som ett resultat av det har fonderna beslutat om samverkan angående administrativa tjänster, men inte om ett mer utvecklat samarbete. I augusti 2010 hade samverkan mellan fonderna genererat en kostnadsbesparing på ungefär tolv miljoner kronor årligen och tre miljoner kronor som engångseffekt. Den årliga kostnadsbesparingen motsvarar en procent av Första–Fjärde AP fondernas förvaltningskostnader. Möjligheten att driva samarbetet längre bör prövas, t.ex.

gällande it-system, lokaler och administration. Ett sådant alternativ är flera fonder som bedriver förvaltning oberoende av varandra men som har en gemensam administration.

AP-fonderna beslutar själva om verksamhetens kostnader, vilket har få motsvarigheter i offentlig förvaltning (Riksbanken är ett annat exempel). Till skillnad från privata aktörer på finansmarknaderna sker ingen kapitalanskaffning under konkurrens, eftersom Första–Fjärde AP fondernas kapital har tilldelats genom lag. Det finns skäl att allsidigt pröva också argumenten för AP-fondernas rätt att själv besluta om sina kostnader, mot bakgrund av faktiska erfarenheter av fondernas förvaltning. Utredaren ska överväga möjligheten att införa en mer direkt styrning av fondernas kostnader, utöver den möjlighet som regeringen har att uttrycka sin mening i den årliga skrivelsen till riksdagen. Styrningen av fondernas kostnader får dock inte leda till att fondernas oberoende i placeringspolitiken undergrävs.

Första–Fjärde AP-fonderna har ett outnyttjat utrymme för renodling av fondernas förvaltning eftersom var och en i påtaglig utsträckning bedriver både aktiv och passiv förvaltning, respektive intern och extern förvaltning (minst tio procent extern förvaltning är ett krav enligt gällande regelverk). Lämpligheten av att flera AP-fonder bedriver en bred och likartad förvaltningsverksamhet ska prövas och förslag till renodling lämnas. Utredaren ska bl.a. överväga om det är lämpligt att var och en av fonderna på samma gång fungerar som kapitalägare och kapitalförvaltare eller om rollerna bör separeras.

Sjätte AP-fonden

Sjätte AP-fondens uppdrag, mål och placeringsregler ska ses över med utgångspunkt i det samlade buffertkapitalet och Sjätte AP fondens expertis. Utredaren ska bl.a. överväga möjligheten att förtydliga fondens funktion inom pensionssystemets ramar.

Mot bakgrund av Sjätte AP-fondens specialiserade uppdrag att investera på den inhemska riskkapitalmarknaden bör utredningen analysera eventuella konsekvenser för den inhemska riskkapitalförsörjningen av ändrade placeringsregler på detta område. Målsättningen är att den inhemska riskkapitalförsörjningen inte ska minska till följd av eventuella förändringar av Sjätte AP-fondens roll.

Övriga frågor

Det finns också ett behov att se över vissa tekniska frågor i de lagar som styr AP-fonderna.

Krav på ledamöter i AP-fondernas styrelser

Före den 1 januari 2011 följde av regeringsformen ett krav på svenskt medborgarskap för ledamöter av styrelser i myndigheter omedelbart under regeringen. Lämpligheten av detta krav för AP-fondernas vidkommande ifrågasattes redan för tio år sedan när lagen om allmänna pensionsfonder infördes (prop. 1999/2000:46 s. 128). Mot bakgrund av grundlagsregleringen slogs ändå i lagen fast ett medborgarskapskrav för ledamöterna i Första–Fjärde och Sjunde AP-fonderna. Genom den grundlagsreform som trädde i kraft den 1 januari 2011 togs emellertid kravet på svenskt medborgarskap i regeringsformen bort. Det finns därför nu en öppning i grundlag för att utse ledamöter som inte är svenska medborgare.

För Sjätte AP fonden krävs enligt lagen om Sjätte AP fonden att styrelseledamöter ska vara bosatta i Sverige.

Utredaren ska mot denna bakgrund utreda behovet av att upprätthålla ett krav på svenskt medborgarskap respektive bosättning i Sverige för AP-fondernas ledamöter.

Redovisning och revision

Med motiveringen att redovisningsreglerna kan behöva anpassas över tid finns i lag inte fastställt vilka redovisningsprinciper som fonderna ska tillämpa. Under senare år har också en utveckling ägt rum och AP fondernas redovisningsprinciper skiljer sig i dag från de som gäller för finansiella företag. Utredaren ska därför analysera behovet av att förtydliga lagens krav på god redovisningssed. Utgångspunkt för utredningen ska vara att samma redovisningsprinciper ska gälla som för jämförbara finansiella företag. Utredaren ska också beakta behovet av öppenhet, i syfte att främja allmänhetens förtroende för AP-fondernas verksamhet.

Därtill ska utredaren utvärdera nuvarande regler kring revision av AP fonderna, i syfte säkerställa att dessa är ändamålsenliga. Detta bör ske mot bakgrund av den utveckling som skett sedan fonderna bildades.

Regeringens utvärdering av AP-fondernas verksamhet

Regeringen är enligt lag ålagd att senast den 1 juni varje år överlämna en sammanställning av fondernas årsredovisningar och utvärdering av fondernas verksamhet till riksdagen. I linje med buffertfondernas uppdrag om att uppnå långsiktigt hög avkastning utvärderar regeringen fondernas resultat över minst fem år. Under senare år har utvärderingen i ökad utsträckning kommit att fokusera på fondernas långsiktiga strategiska beslut, som utvärderas över en period på tio år. Skälet är de strategiska beslutens betydelse för fondernas resultat. En årlig utvärdering av fondernas resultat krymper utrymmet och resurserna för djuplodande analys.

Utredaren ska analysera om kraven på regeringens uppföljning, genom sammanställning av fondernas årsredovisningar och utvärdering av fondernas verksamhet, kan differentieras. En möjlighet som bör övervägas är en ordning liknande den som gäller för utvärderingen av Riksgäldskontorets statsskuldsförvaltning, vilken innebär att regeringen fr.o.m. 2012 vartannat år ska utvärdera förvaltningen av statsskulden. En sådan ordning ska inte hindra en årlig uppföljning av AP-fondernas resultatet.

Investeringar i aktier av administrativa skäl

AP-fonderna får endast investera i aktier inom ramen för sin placeringsverksamhet. Det innebär att AP-fonderna inte har möjlighet att äga aktier av administrativa skäl. Sådant behov kan t.ex. uppstå vid administrativt samarbete med andra fonder eller i samband med investeringar i utländska onoterade aktier (i syfte att undvika att klassificeras som rörelsedrivande i det andra landet). Utredaren ska därför analysera om sådan möjlighet bör införas.

Författningsförslag

Utredaren ska ta fram nödvändiga författningsförslag som övervägandena inom uppdraget ger anledning till.

Konsekvensbeskrivningar

Utredaren ska analysera effekterna för pensionssystemet av förslagen. Det innefattar att analysera och bedöma effekterna på fondernas avkastning och risk. Analysen ska baseras på att risk och avkastning tolkas i termer av utgående pensioner. Utredaren ska

vidare uppskatta besparing respektive kostnad av att genomföra föreslagna förändringar i AP fondernas förvaltning av buffertkapitalet.

Utredaren ska analysera och bedöma konsekvenserna på de finansiella marknaderna (aktie-, ränte- och valutamarknaderna) av de förslag som utredningen lämnar. Det innefattar effekter av eventuella förändringar i fondernas ägarroll, i synnerhet på den inhemska marknaden.

I den utsträckning förslag lämnas till en mer direkt styrning av AP-fondernas kostnader ska utredaren analysera och bedöma den förväntade effekten på fondernas resultat samt påverkan på AP-fondernas oberoende i placeringspolitiken.

Analysen ska beakta buffertkapitalets förväntade utveckling.

Om förslagen innebär offentligfinansiella eller samhällsekonomiska konsekvenser i övrigt ska dessa redovisas.

Resultaten av analyserna ska beaktas i de förslag som lämnas.

Samråd och redovisning av uppdraget

Utredaren ska beakta dels erfarenheterna av nuvarande regelverk, dels internationell erfarenhet av liknande verksamhet som den AP-fonderna bedriver. I utredarens arbete ska därför AP fonderna på lämpligt sätt involveras och en internationell utblick ingå.

Pensionsgruppen ska vid lämpliga tillfällen informeras om utredningens arbete.

Uppdraget ska redovisas senast den 1 augusti 2012.

(Finansdepartementet)

Bilaga 2 Alternativt förslag

I denna bilaga redogör utredningen för ett alternativt förslag och den bedömning och de skäl som stödjer förslaget, inklusive en konsekvensanalys.

1.1 Bakgrund

Direktivets riktmärke för antalet fonder är att antal fonder ej bör understiga tre. I kapitel 13 redogör utredningen för sina överväganden och förslag utifrån detta riktmärke.

En effektiv styrning och därmed en ändamålsenlig organisation är nyckeln till en förvaltning av pensionsreserven som säkerställer ett uthålligt pensionssystem. Under utredningens arbete har det blivit uppenbart att det finns ytterligare åtgärder att vidta i syfte att öka förutsättningarna för en effektiv kapitalförvaltning vilket skulle gynna pensionssystemet och nuvarande och framtida pensionärer. Utredningens alternativa förslag tar sin utgångspunkt i vad vi bedömer vara bäst för pensionssystemet, oaktat restriktioner och avgränsningar i utredningens direktiv.

Förutsättningarna för institutionell pensionskapitalförvaltning har förändrats avsevärt de senaste 10-15 åren vilket beskrivs i kapitel 3.

1.2 Ett alternativ förslag

Förslag: En myndighet inrättas med den roll som beskrivs i avsnitt 13.5 vilket innefattar att besluta målet för förvaltningen av pensionsreserven. Ansvaret för förvaltningen av kapitalet ska delegeras till en (1) oberoende fondstyrelse inom myndigheten. Inom givet mandat är det fondstyrelsens uppgift att på ett aktsamt sätt förvalta medlen för att uppnå högsta möjliga avkastning. Kapitalförvaltningsorganisationen ska utformas i en gemensam och sammanhållen enhet där en ledning får i uppdrag att utforma struktur och organisation utifrån krav på kompetens, pensionssystemets krav, marknadsförutsättningar och andra påverkande omvärldsfaktorer. Fondstyrelsen får även uppdrag att ett värdepappersinstitut eller annan kapitalförvaltare att förvalta delar av fondens tillgångar.

Pensionsreservsfondens andel av svenska börsen får utgöra max 4 procent av det totala börsvärdet och att röstandelen i ett enskilt bolag ska begränsas till 5 procent.

Som redovisas i kapitel 13 föreslår utredningen att en ny myndighet, Pensionsreservsstyrelsen, inrättas med ansvar att sätta mål för förvaltningen av kapitalet och delegera mandat till förvaltningsorganisationen inom myndigheten. Strukturen på myndigheten i detta alternativa förslag illustreras i Diagram 1.1 och liknar den i utredningens huvudförslag (Kapitel 13). Den enda skillnaden är att fondkapitalet förvaltas i en (1) gemensam investeringsverksamhet i stället för i tre (3).

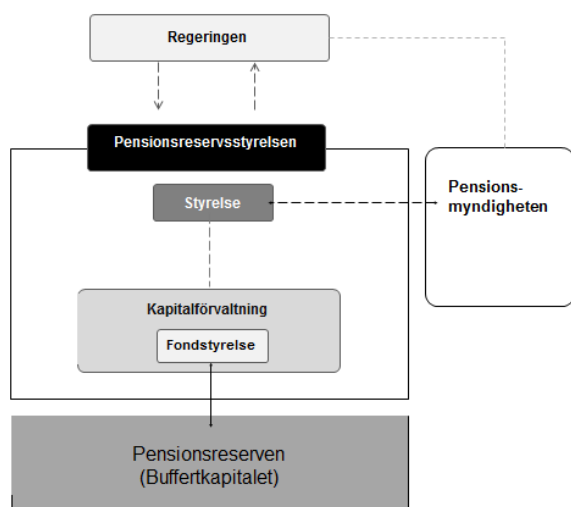
Utredningen bedömer att en gemensam och enhetligt strukturerad kapitalförvaltning ger ett sammanhållet helhetsansvar för pensionsreservsfondens löpande förvaltning med hänsyn till pensionssystemet och marknadsförutsättningar. Att organisera förvaltningen i en gemensam enhet skapar förutsättningar för en globalt konkurrenskraftig organisation genom att utnyttja stordriftsfördelar. Ett större kapital ger också möjlighet till betydande kompetensbredd och specialisering genom en effektivare resursanvändning. Detta ger i sin tur förutsättningar för en verkligt robust diversifiering utan överlappningar och med en sammanhållen riskkontroll. Vidare möjliggör en gemensam enhet flexibilitet att dela upp förvaltningen i specialiserade investeringsenheter, som kan bedrivas i olika former, såsom värdepappersfonder, investmentbolag,

avgränsade enheter eller annan lämplig form och delportföljer, nationellt och globalt om det gynnar förvaltningen av kapitalet.

Sammantaget bedömer utredningen att en gemensam enhet ger de bästa förutsättningarna för förvaltningen att utnyttja pensionsreservsfondens största komparativa fördel, nämligen att vara en långsiktig investerare. Utredningen bedömer också att detta förslag beaktar det faktum att pensionsreserven förväntas minska i storlek de kommande åren.

Detta alternativa förslags styrstruktur och professionalisering av förvaltningen säkerställer en mer oberoende förvaltning av pensionsreserven.

Diagram 1.1 Övergripande illustration av utredningens alternativa förslag på struktur och styrmodell för pensionsreservsfonden



Som diskuteras i kapitel 8 är dagens uppdelning på fem sinsemellan oberoende AP-fonder suboptimalt för förvaltningen av pensionsreserven som helhet. Uppdelningen orsakar onödiga kostnader i form av lägre riskjusterad avkastning. Med en gemensam totalportfölj kommer kapitalet att förvaltas med hänsyn till den totala risken för pensionsreserven i relation till dess roll i pensions-systemet. En sammanhållen fondförvaltning ger också förutsätt-

ningar för en effektiv förvaltning med ett tydligt ansvar för allokering och riskkontroll.

De senaste årens erfarenheter har visat att samvariationer mellan olika tillgångar varierar. Att kontinuerligt kunna bedöma hur olika tillgångar och dess inbördes korrelation påverkar risk och avkastning för hela pensionsreserven möjliggör en effektivare diversifiering och riskkontroll.

Akademiska studier och praktisk erfarenhet pekar på en rad stordriftsfördelar inom kapitalförvaltning. En sammanhållen enhet skulle inledningsvis utgöra ett stort kapital vilket ökar dess betydelse som global aktör och öppnar för nya investeringsmöjligheter och ökar förutsättningarna för att vara en intressant motpart i långsiktiga investeringar. Även om var och en av AP-fonderna i dag har ett relativt stort kapital anser de bedömarna utredningen talat med att en förändring från 200 miljarder till 870 miljarder skulle skapa en betydligt intressantare aktör för andra att samarbeta med och öppna nya dörrar¹. Ett ökande intresse för dessa tillgångsslag bland institutionella förvaltare kommer sannolikt att öka konkurrensen om dessa investeringstillfällen och höja tröskeln för vad som krävs i kompetens och storlek på kapital. Pensionsreservens största komparativa fördel är att man kan vara en verkligt långsiktig investerare något som borde kunna utnyttjas i större omfattning för att dra nytta av bland annat de likviditetspremier som finns att hämta på marknaden. En enhetlig förvaltning skapar intressegemenskap med pensionssystemets krav snarare än fokusering på kortsiktig konkurrens mellan fonderna, som saknar betydelse för pensionssystemet.

En sammanhållen större enhet skulle också gynna kompetensförsörjningen genom att ge utrymme för en kombination av kompetensbredd och specialisering och därmed höja ambitionsnivån. Nyckeln till att lyckas bättre än andra är förmågan att agera självständigt på egna (bra) idéer vilket kräver resurser för forskning och utveckling parallellt med löpande analys och förvaltning. En arbetsmiljö som uppmuntrar utveckling och innovation kommer att locka till sig både akademisk och praktisk expertis vilket borde öka dynamiken ytterligare. I dagens kostnadspressade AP-fonder saknas resurser för annat än den löpande förvaltningen och mer av vad som kan beskrivas som projektorienterad research, vilket också påverkar den totala ambitionsnivån.

¹ Företrädare för danska ATP, kanadensiska CPPIB, Australia Future Fund och akademiker.

Att samordna kapitalet i en enhet skulle också ge en flexibilitet för att anpassa organisationen efter förändrade marknadsförutsättningar, dels strategimässigt men också geografiskt. Den gemensamma fonden kan mycket väl bestå av ett antal investeringsenheter med olika specialistkompetens som geografiskt befinner sig på olika platser inom Sverige eller globalt. Den bedömning kan göras är att det vore klokt att ta till vara de kompetenser och förvaltningsmodeller som byggts upp i dagens system.

En gemensam enhet skulle inledningsvis vara av betydande storlek både i absoluta och relativa termer vilket kan väcka farhågor om maktkoncentration på den svenska marknaden. Frågan om maktkoncentration motiverar strikta regler för pensionsreservsfondens ägande på svenska börsen. Vi föreslår därför att begränsning av pensionsreservsfondens andel av svenska börsen sätts till fyra procent samt att röstandelen i ett enskilt bolag ska begränsas till 5 procent. Begränsningar i sig som inte torde ha någon negativ effekt på den långsiktiga förvaltningen av pensionsreserven. Problemet är dock avtagande då kapitalet förväntas minska framöver samtidigt som den internationella trenden går mot fler och större statliga investeringsfonder och pensionsfonder.

1.3 Konsekvenser av förslaget

Bedömning: Det alternativa förslagets besparingspotential är betydligt större och har bättre förutsättningar att uppnå en högre avkastning än huvudförslaget. Kostnaderna för omstrukturering bedöms vara i stort samma som för huvudförslaget.

Förbättrad nettoavkastning

I utredningens förslag i kapitel 15 görs ett försiktigt antagande om att en effektivare styrning och struktur kan uppnå en förbättrad nettoavkastning trots att en struktur med flera oberoende fonder behålls. I kapitel 8 beskrivs akademiska och praktiska erfarenheter av vad som kännetecknar en effektiv kapitalförvaltningsorganisation. Det alternativa förslaget tar fasta på dessa erfarenheter och bedömer att ytterligare avkastningspotential och nytta för pensionssystemet kan komma från:

- En gemensam enhet ger flexibilitet att anpassa organisationen.
- En totalportfölj för hela pensionsreserven gör att förvaltningen bedrivs med hänsyn till den totala risken för kapitalet i relation till dess roll i pensionssystemet.
- Större kapital ger möjlighet att dra nytta av stordriftsfördelar i relation med externa aktörer och skapar förutsättningar att genom egen ökad specialistkompetens, kunna delta i investeringar som tidigare inte varit möjligt.
- En flexibel och globalt konkurrenskraftig organisation och större kapital attraherar kompetens.
- En större aktör har ytterligare förutsättningar att förhandla arvoden, ersättningar och priser med externa förvaltare och andra finansiella partners.

Studier pekar på att en bättre styrning påverkar avkastningen positivt. Försök att kvantifiera de positiva effekterna indikerar 1-2 procentenheter per år vilket är en bedömning av värderingar som gjorts av individer inom olika förvaltningsorganisationer baserat på principer för en effektiv styrning. Det alternativa förslaget i form av ett tydligare mål, en bättre styrning och en större och flexibel kapitalförvaltningsenhet ger goda förutsättningar att uppfylla de

principer som kännetecknar en effektiv styrning och professionell förvaltning. Ett antagande om 1 procents bättre avkastning per år för det alternativa förslaget som helhet inte är en orimlig bedömning. Detta skulle betyda 8,5 miljarder extra per år till nytta för pensionssystemet beräknat på kapital på 850 miljarder kronor.

Övriga konsekvenser

Det alternativa förslaget bygger på utredningens förslag med den skillnaden att Pensionsreservstyrelsen i det detta förslag bara administrerar och förvaltar en fond. Den konsekvensanalys som görs i kapitel 15 är även i stort giltig för det alternativa förslaget. Dock kommer överlappningen och tredubblingen av vissa funktioner som huvudförslaget oundvikligen leder till, pga. Utredningsdirektivets riktmärke om minst tre fonder, inte att uppstå. Det alternativa förslagets besparingspotential kommer därmed att vara större än huvudförslagets medan kostnader för omstrukturering bedöms vara i stort lika.

Konsekvenserna för de finansiella marknaderna bedöms vara desamma som i utredningens förslag.

1.4 Författningsförslag

Nedan följer det alternativa lagförslaget. Förslaget bygger på utredningens förslag med den stora skillnaden att Pensionsreservstyrelsen i det alternativa förslaget bara administrerar och förvaltar en fond. Problematiken med att upprätthålla fondernas inbördes oberoende finns därmed inte kvar. Det är dock fortfarande av vikt att upprätthålla fondstyrelsens självständighet och ansvar mot styrelsen ifråga om den löpande investeringsverksamheten. Det som anges i författningskommentaren till utredningens lagförslag rörande detta gör sig lika starkt gällande i det alternativa förslaget.

Förslag till lag om förvaltning av pensionsreserven

1 kap. Inledande bestämmelser

1 § I denna lag finns bestämmelser om den statliga myndigheten Pensionsreservsstyrelsen som administrerar och förvaltar pensionsreservfonden.

Inom myndighetens finns en fondstyrelse som ansvarar för investeringsverksamheten.

I 6 § lagen (2000:981) om fördelning av socialavgifter, 8 § lagen (1998:676) om statlig ålderspensionsavgift och 6 § lagen (1994:1744) om allmän pensionsavgift anges vilka medel som ska föras till fonden.

Bestämmelser om Sjunde AP-fonden finns lag (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder).

Myndighetens rättsliga ställning

2 § Avtal och andra rättshandlingar som myndigheten ingår är bindande för staten. Detta gäller dock inte om motparten insåg eller borde ha insett att avtalet eller rättshandlingen inte föll inom myndighetens verksamhetsområde eller att den som handlat för myndigheten överskred sin befogenhet.

3 § Myndigheten företräder staten vid domstol inom sitt verksamhetsområde.

Fondernas rättsliga ställning.

4 § Fonden kan inte förvärva eller ta på sig skyldigheter. Fonden kan inte heller föra talan inför domstol eller någon annan myndighet.

5 § Vid förvaltningen av fondmedel handlar myndigheten i eget namn med och ska då ange fondens beteckning.

Medelstillelning och pensionsutbetalning

6 § Försäkringskassan ska omgående till Pensionsmyndigheten överföra de medel som enligt 6 § lagen (2000:981) om fördelning av socialavgifter ska föras till fonden. Pensionsmyndigheten ska omgående till fonden överföra de medel som enligt 6 § lagen om fördelning av socialavgifter, 8 § lagen (1998:676) om statlig ålderspensionsavgift och 6 § lagen (1994:1744) om allmän pensionsavgift ska föras till dessa fonden.

7 § Pensionsmyndigheten ska, i den mån andra medel inte står till förfogande, från fonden rekvirera de medel som behövs för att finansiera försäkringen för inkomstpension och tilläggspension enligt socialförsäkringsbalken.

Pensionsmyndigheten ska också från fonderna rekvirera de medel som behövs för att föra över värdet av pensionsrätt för inkomstpension och värdet av rätt till tilläggspension enligt lagen (2002:125) om överföring av värdet av pensionsrättigheter till och från Europeiskagemenskaperna.

Förvaltningen av fonderna

8 § Myndigheten ska på ett ansvarsfullt sätt förvalta fonden så att de blir till största möjliga nytta för försäkringen för inkomstgrundad ålderspension genom att uppnå högsta möjliga avkastning inom vald risknivå.

Den totala risknivån i förvaltning av fonden ska anpassas till försäkringen för inkomstgrundad ålderspension åtagande att betala ut framtida pensioner och framtida medelstillelning.

Fonden ska vidare förvaltas så att det finns nödvändig beredskap för att kunna överföra medel till Pensionsmyndigheten enligt 1 kap. 6 §.

Lånerätt

9 § Om de medel som förvaltas i fonden inte räcker till för att fonden ska kunna fullgöra sina skyldigheter enligt denna lag, får fonden låna medel i Riksgäldskontoret.

Kostnaderna för verksamheten

10 § Myndigheten får ur fonden ta medel för de förvaltningskostnader som uppkommit.

2 kap. Myndighetens ledning

Ledning

1 § Myndigheten leds av en styrelse vars ledamöter utses av regeringen.

2 § Styrelsen företräder myndigheten.

Styrelsen

3 § Styrelsen består av elva ledamöter som utses för en tid av tre eller fyra år. Regeringen utser ordförande i styrelsen.

Ledamöter i styrelsen får inte vara underåriga, i konkurs, underkastade näringsförbud eller ha förvaltare enligt 11 kap. 7 § föräldrabalken.

Entledigande

4 § Regeringen får entlediga en ledamot av styrelsen i förtid. En ledamot ska entledigas i förtid, om ledamoten, begär det. Om en ledamot entledigas eller uppdraget annars upphör i förtid, ska en ny ledamot utses enligt för den återstående tiden.

Jäv

5 § En styrelseledamot får inte handlägga en fråga om

1. avtal mellan styrelseledamoten och myndigheten,
2. avtal mellan myndigheten och tredje man, om styrelseledamoten i frågan har ett väsentligt intresse som kan strida mot fondens, eller
3. avtal mellan myndigheten och en juridisk person som styrelseledamoten ensam eller tillsammans med någon annan får företräda.

Bestämmelsen i första stycket 3 gäller inte om myndighetens motpart är ett företag i vilket fonden innehar fler än hälften av rösterna för samtliga aktier eller andelar i den juridiska personen.

Med avtal som avses i första och andra styckena jämställs rättegång eller annan talan.

Sammanträden

6 § Ordföranden ska se till att styrelsen sammanträder i den omfattning som behövs. Om en styrelseledamot begär det, ska ordföranden sammankalla styrelsen.

Kallelse till sammanträde utfärdas av ordföranden. I kallelsen ska de ärenden anges som ska förekomma vid sammanträdet.

Beslutsförhet

7 § Styrelsen är beslutför om fler än hälften av antalet ledamöter är närvarande. Vid bedömningen av om styrelsen är beslutför ska styrelseledamöter som är jäviga enligt 5 § anses som inte närvarande. Beslut får inte fattas i ett ärende, om inte såvitt möjligt samtliga ledamöter dels har fått tillfälle att delta i ärendets behandling, dels har fått ett tillfredsställande underlag för att avgöra ärendet.

Som styrelsens beslut gäller den mening som fler än hälften av de närvarande röstar för vid sammanträdet eller, vid lika röstetal, den mening som ordföranden ansluter sig till. Är styrelsen inte fulltalig, ska de som röstar för beslutet dock utgöra fler än en tredjedel av hela antalet styrelseledamöter.

Vid styrelsens sammanträden ska protokoll föras. Protokollet undertecknas av ordföranden och den ledamot som styrelsen utser. Om någon ledamot i samband med beslut anmäler skiljaktig mening, ska denna antecknas i protokollet.

Uppdrag att handla på styrelsen vägnar

8 § Styrelsen ska utse en person som ska sköta den löpande förvaltningen av myndighetens angelägenheter.

9 § Styrelsen får uppdra åt en enskild ledamot, åt den som enligt 14 ska ha hand om den löpande förvaltningen eller åt någon annan att avgöra ärenden. Styrelsen ska ange vilken behörighet som ett sådant uppdrag medför. Beträffande den som inte är styrelseledamot gäller vad som sägs i 3 § andra stycket samt 5 §.

Ersättning

10 § Regeringen bestämmer arvoden och andra ersättningar till ledamöterna i styrelsen.

3 kap. Fonden

Fondstyrelser

1 § Inom myndigheten finns ett beslutsorgan, fondstyrelsen, med ansvar för investeringsverksamheten.

Fondstyrelsen har till uppgift att:

1. besluta om grunderna för fondens långsiktiga investeringsinriktning utifrån de mål som fastställts enligt 4 kap. 1 §,
2. besluta om den löpande förvaltningen av fondens medel, och
3. utöva rösträtt i de enskilda bolag som fonden äger andelar i.

2 § Fondstyrelsen består av fem ledamöter som utses av styrelsen på en tid av tre eller fyra år.

Ledamöter i styrelsen får inte vara underåriga, i konkurs, underkastade näringsförbud eller ha förvaltare enligt 11 kap. 7 § föräldrabalken.

3 § Styrelsen får entlediga en ledamot av fondstyrelsen i förtid. En ledamot ska entledigas i förtid, om ledamoten, begär det. Om en ledamot entledigas eller uppdraget annars upphör i förtid, ska en ny ledamot utses enligt för den återstående tiden.

Jäv

4 § En ledamot i fondstyrelsen får inte handlägga en fråga om

1. avtal mellan ledamoten och myndigheten,

2. avtal mellan myndigheten och tredje man, om ledamoten i frågan har ett väsentligt intresse som kan strida mot myndigheten fondens, eller

3. avtal mellan myndigheten och en juridisk person som ledamoten ensam eller tillsammans med någon annan får företräda.

Bestämmelsen i första stycket 3 gäller inte om myndighetens motpart är ett företag i vilket fonden innehar fler än hälften av rösterna för samtliga aktier eller andelar i den juridiska personen.

Med avtal som avses i första och andra styckena jämställs rättegång eller annan talan.

Sammanträden

5 § Ordföranden ska se till att fondstyrelsen sammanträder i den omfattning som behövs. Om en ledamot i fondstyrelsen begär det, ska ordföranden sammankalla fondstyrelsen.

Kallelse till sammanträde utfärdas av ordföranden. I kallelsen ska de ärenden anges som ska förekomma vid sammanträdet.

6 § Fondstyrelsen är beslutför om fler än hälften av antalet ledamöter är närvarande. Vid bedömningen av om styrelsen är beslutför ska styrelseledamöter som är jäviga enligt 11 § anses som inte närvarande. Beslut får inte fattas i ett ärende, om inte såvitt möjligt samtliga ledamöter dels har fått tillfälle att delta i ärendets behandling, dels har fått ett tillfredsställande underlag för att avgöra ärendet.

Som fondstyrelsens beslut gäller den mening som fler än hälften av de närvarande röstar för vid sammanträdet eller, vid lika röstetal, den mening som ordföranden ansluter sig till. Är styrelsen inte fulltalig, ska de som röstar för beslutet dock utgöra fler än en tredjedel av hela antalet styrelseledamöter.

Vid fondstyrelsens sammanträden ska protokoll föras. Protokollet undertecknas av ordföranden och den ledamot som styrelsen utser. Om någon ledamot i samband med beslut anmäler skiljaktig mening, ska denna antecknas i protokollet.

Uppdrag att handla på fondstyrelsens vägnar

7 § Fondstyrelsen ska utse en fonddirektör som ska sköta den löpande förvaltningen av fonden.

8 § Fondstyrelsen får uppdra åt en enskild ledamot, åt den som enligt 8 ska ha hand om den löpande förvaltningen eller åt någon annan att avgöra ärenden. Fondstyrelsen ska ange vilken behörighet som ett sådant uppdrag medför. Beträffande den som inte är styrelseledamot eller verkställande direktör gäller vad som sägs i 2 § andra stycket samt 4 §.

Ersättning

9 § Styrelsen bestämmer arvoden och andra ersättningar till ledamöterna i fondstyrelserna.

4. kap. Investeringsverksamheten

Mål och riktlinjer för investeringsverksamheten

1 § Styrelsen ska fastställa gemensamma mål för fondernas investeringsverksamhet med beaktande av 1 kap 8 §.

Styrelsen ska innan den beslutar om mål för investeringsverksamheten samråda med fondstyrelsen och Pensionsmyndigheten.

Det av styrelsen fastställda målet ska prövas minst var tredje år.

2 § Styrelsen ska fastställa

1. riktlinjer för utövande av rösträtt i enskilda företag, samt
2. riktlinjer för miljö och etikhänsyn i investeringsverksamheten.

Styrelsen får fastställa andra övergripande riktlinjer för investeringsverksamheten som den bedömer som nödvändiga.

Fondstyrelserens förvaltning av fonden

3 § Fondstyrelsen ska utifrån målen för investeringsverksamheten förvalta fondmedlen genom att på ett aktsamt sätt göra investeringar och ingå andra avtal.

Begränsning av ägandet i svenska aktier

4 § Fonderna får inneha sådana aktier i svenska aktiebolag som är upptagna till handel på en reglerad marknad i Sverige till ett marknadsvärde som uppgår till högst fyra procent av det totala marknadsvärdet av sådana aktier i bolagen.

Vid tillämpning av första stycket ska inte beaktas

1. sådana aktier i bolagen som ingår i svenska eller utländska fonder i vilka fonden innehar andelar som inte medför rätt att rösta för aktierna, och

2. aktier i fastighetsbolag i vilka fonden innehar så många aktier att röstetalet för dem överstiger tio procent av röstetalet för samtliga aktier i bolaget.

Röstandelsbegränsning

5 § Fonden får inte inneha så många aktier eller andra andelar i svenska aktiebolag som är upptagna till handel på en reglerad marknad i Sverige att röstetalet för dem överstiger fem procent

Begränsningen i första stycket gäller inte

1. sådana aktier eller andra andelar i fastighetsbolag som är upptagna till handel på en reglerad marknad eller en motsvarande marknad utanför EES och i vilka bolag fonden innehade minst hälften av röstetalet för samtliga aktier eller andra andelar i bolaget när aktierna eller de andra andelarna togs upp till handel,

2. andelar i svenska och utländska fonder som inte medför rätt att utöva rösträtt för de aktier eller andra andelar i företag som ingår i dessa fonder, och

3. aktier som fonden innehade i bolaget innan bolagets aktier upptogs till handel.

Förvaltningsuppdrag

6 § Fondstyrelsen får uppdra åt ett värdepappersinstitut eller någon annan kapitalförvaltare, som i sitt hemland står under betryggande tillsyn av en myndighet eller något annat behörigt organ, att förvalta den egendom som ingår i fonden.

5 kap. Administrativa bestämmelser

1 § Styrelsen beslutar om den i ort i Sverige där myndigheten ska ha sitt säte och huvudkontor.

Myndigheten får dessutom bedriva verksamhet vid kontor till det antal och på de orter som styrelsen bestämmer.

2 § Styrelsen ansvarar för verksamheten och ska se till att den bedrivs effektivt och enligt gällande rätt, att den redovisas på ett tillförlitligt och rättvisande sätt samt att myndigheten hushållar väl med statens medel.

3 § Styrelsen ska

1. besluta en arbetsordning,
2. i arbetsordningen besluta de närmare föreskrifter som behövs om myndighetens organisation, arbetsfördelningen, delegeringen av beslutanderätt inom myndigheten och formerna i övrigt för verksamheten, samt
3. besluta en verksamhetsplan för myndigheten.

4 § Styrelsen ska säkerställa att det vid myndigheten finns en intern styrning och kontroll som fungerar på ett betryggande sätt.

Med intern styrning och kontroll avses den process som syftar till att fonden med rimlig säkerhet fullgör de krav som framgår av första stycket. I denna process ska ingå momenten riskanalys, kontrollåtgärder, uppföljning och dokumentation.

5 § Inom myndigheten ska det finnas en internrevision. Styrelsen besluta om riktlinjer och revisionsplan för internrevisionen samt åtgärder med anledning av internrevisionens iakttagelser och rekommendationer.

6 § Internrevisionen ska utifrån en analys av verksamhetens risker självständigt granska om styrelsens interna styrning och kontroll är utformad så att myndigheten med rimlig säkerhet fullgör de krav som framgår av 2 §.

Internrevisionen ska bedrivas enligt god sed för internrevision och internrevisorer.

7 § Myndigheten har rätt till kompensation för belopp, motsvarande ingående skatt enligt mervärdesskattelagen (1994:200), som hänför sig till verksamheten.

Fonden har dock inte rätt till kompensation om den ingående skatten omfattas av begränsningar i avdragsrätten enligt 8 kap. 9, 10, 15, eller 16 § mervärdesskattelagen.

Ekonomiska förpliktelser

8 § Myndigheten får ikläda staten sådana ekonomiska förpliktelser som är nödvändiga för att den löpande verksamheten ska fungera tillfredsställande.

9 § Myndigheten får mot avgift tillhandahålla

1. tidskrifter och andra publikationer,
2. informations- och kursmaterial,
3. konferenser och kurser, och
4. information i elektronisk form.

Varor och tjänster enligt första stycket får tillhandahållas bara om verksamheten är av tillfällig natur eller av mindre omfattning. Avgiften beräknas så att den högst täcker myndighetens kostnader för verksamheten.

10 § Myndigheten får ta ut avgifter för kopior, avskrifter och utskrifter av allmänna handlingar. Avgifterna ska bestämmas med ledning av de regler som gäller för myndigheter under regeringen.

11 § Myndigheten får disponera avgiftsintäkter från frivilligt efterfrågade varor och tjänster som myndigheten tillhandahåller enligt 9–10 §§.

Personalansvarsnämnd

12 § Hos myndigheten ska det finnas en personalansvarsnämnd med den person som enligt 2 kap. 14 § utsetts att sköta den myndighetens löpande verksamhet som ordförande. Nämnden ska därutöver bestå av, förutom personalföreträdarna, de ledamöter som fonden utser. Följande frågor ska prövas av ansvarsnämnden:

1. skiljande från anställning på grund av personliga förhållanden, dock inte i fråga om provanställning,
2. disciplinansvar,
3. åtalsanmälan,
4. avstängning.

Personalansvarsnämnden är beslutför när ordföranden och minst hälften av de andra ledamöterna är närvarande.

6 kap. Redovisning och revision m.m.

Räkenskapsår

1 § Myndighetens räkenskapsår är kalenderår.

Löpande bokföring, verifikationer och arkivering

2 § Myndigheten ska, i överensstämmelse med god redovisningssed,

1. löpande bokföra alla affärshändelser,
2. se till att det finns verifikationer för alla bokföringsposter samt systemdokumentation och behandlingshistorik,
3. bevara all räkenskapsinformation och sådan utrustning och sådana system som behövs för att presentera räkenskapsinformationen, samt
4. för varje räkenskapsår avsluta den löpande bokföringen med en årsredovisning enligt bestämmelserna i 3 §.

Årsredovisning

3 § En årsredovisning ska bestå av

1. en balansräkning,
2. en resultaträkning,
3. noter, och
4. en förvaltningsberättelse.

Balansräkningen, resultaträkningen och noterna ska upprättas som en helhet och ge en rättvisande bild av myndighetens ställning och resultat. Förvaltningsberättelsen ska innehålla en rättvisande översikt över utvecklingen av myndighetens verksamhet, ställning och resultat.

4 § Samtliga ledamöter i myndighetens styrelse ska skriva under årsredovisningen. Har en avvikande mening om årsredovisningen antecknats till styrelsens protokoll, ska yttrandet fogas till redovisningen.

Årsredovisningen ska senast den 15 februari året efter räkenskapsåret överlämnas till revisorerna.

Sedan revisionsberättelse enligt 8 § kommit myndigheten till handa, ska den och årsredovisningen genast överlämnas till regeringen.

Revisorer

5 § Regeringen utser två revisorer som granskar myndigheten. En revisor ska vara gemensam för myndigheten och sjunde AP-fonden. Revisorerna ska vara auktoriserade.

Den revisor som är gemensam för fonderna ska samordna revisionen av myndigheternas förvaltning.

Revisorerna får anlita biträde när de fullgör sitt uppdrag.

6 § En revisor ska utses längst för tiden till dess resultaträkning och balansräkning fastställts under tredje kalenderåret efter det år då revisorn fick förordnandet.

Regeringen får entlediga en revisor i förtid. En revisor ska entledigas i förtid om revisorn begär det.

Om en revisors uppdrag upphör i förtid, ska en ny revisor utses för den återstående tiden.

7 § Regeringen bestämmer arvoden och andra ersättningar till revisorerna.

Revisionsberättelse

8 § För varje räkenskapsår ska revisorerna lämna en revisionsberättelse.

Revisionsberättelsen ska innehålla en redogörelse för omfattningen och resultatet av revisorernas granskning och inventering av de tillgångar som fonden förvaltar samt uppgift om huruvida det finns någon anmärkning mot årsredovisningen, bokföringen eller i övrigt mot förvaltningen. Revisorerna får också framställa de erinringar som de anser nödvändiga.

En revisor som är av skiljaktig mening eller i övrigt anser det nödvändigt med ett särskilt uttalande får ange detta i revisionsberättelsen, om han inte lämnar en egen revisionsberättelse.

Revisorerna ska överlämna revisionsberättelsen till styrelsen senast fjorton dagar efter det att de fick årsredovisningen enligt 4 §.

Fastställande av resultat och balansräkning

9 § Regeringen ska senast den 1 juni året efter räkenskapsåret fastställa myndighetens resultaträkning och balansräkning.

Årsberättelse för pensionsreservsfonden

10 § Myndigheten ska varje räkenskapsår upprätta en årsberättelse för pensionsreservsfonden.

Årsberättelsen ska upprättas på ett överskådligt sätt och enligt god redovisningssed.

Tillgångarna ska i årsberättelsen tas upp till marknadsvärdet.

Årsberättelsen ska innehålla den information som behövs för att man ska kunna bedöma varje pensionsreservsfonds utveckling och ställning.

11 § Samtliga ledamöter i myndighetens styrelse ska skriva under årsberättelsen. Har en avvikande mening om antecknats till styrelsens protokoll, ska yttrandet fogas till berättelsen.

Årsberättelsen ska senast den 15 februari året efter räkenskapsåret överlämnas till revisorerna.

Sedan revisionsberättelsen kommit myndigheten till handa, ska den och årsberättelsen genast överlämnas till regeringen.

12 § Myndighetens revisorer ska granska de räkenskaper som ligger till grund för pensionsreservsfondens årsberättelse. Revisionsberättelsen, med eventuella anmärkningar, ska i sin helhet återges i årsberättelsen.

En revisor som är av skiljaktig mening eller i övrigt anser det nödvändigt med ett särskilt uttalande får ange detta i revisionsberättelsen, om revisorn inte lämnar en egen revisionsberättelse.

Revisorerna ska överlämna revisionsberättelsen till styrelsen senast fjorton dagar efter det att de fick årsberättelsen enligt 11 §.

Styrelsen utvärdering

13 § Myndighetens styrelse ska samtidigt med att årsredovisning och revisionsberättelse överlämnas till regeringen också överlämna en egen utvärdering av fondstyrelsen förvaltning av fonden med utgångspunkt i de mål för placeringsverksamheten som fastställts enligt 3 kap. 1 § och de riktlinjer som fastställts enligt 3 kap 3 §.

Överlämnande till riksdagen

14 § Regeringen ska senast den 1 juni året efter räkenskapsåret överlämna myndighetens årsredovisning, fondens årsberättelse samt styrelsens utvärdering av fondstyrelsernas förvaltning till riksdagen.

7 kap. Övriga bestämmelser

Regeringens utvärdering

1 § Regeringen ska från och med år 2016 och därefter vart tredje år i en skrivelse till riksdagen myndighetens administration och förvaltning av fonden.

Om regeringen vid utvärderingen anlitar någon med särskild fackkunskap, ska kostnaden för detta betalas av myndigheten.

Regeringen ska överlämna utvärderingen till riksdagen senast den 1 juni det år då utvärderingen utförts.

Anmälningsskyldighet

2 § Ledamöter i styrelsen och fondstyrelsen, revisorer i myndigheten samt de arbetstagare och uppdragstagare hos myndigheten som styrelsen bestämmer ska skriftligen anmäla sitt innehav av finansiella instrument som anges i 1 kap. 1 § lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument och förändringar i innehavet.

Styrelsen bestämmer hur anmälan enligt första stycket ska ske.

1. Denna lag träder i kraft den 1 augusti 2014. Bestämmelserna om medelstildelning och pensionsutbetalning i 1 kap. 6 och 7 §§ träder dock i kraft först den 1 januari 2015.

2. Genom denna lag upphävs lag (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder) till den del lagen avser Första AP-fonden, Andra AP-fonden, Tredje AP-fonden och Fjärde AP-fonden den 1 januari 2015.

3. Genom denna lag upphävs lag (2000:193) om Sjätte AP-fonden den 1 januari 2015.

4. De tillgångar som vid utgången av 2014 förvaltas av Första-Fjärde AP-fonden samt sjätte AP-fonden ska den 1 januari 2015 föras till Pensionsreservsfonden.

5. Pensionsreservsstyrelsen får från vardera Första-Fjärde AP-fonden rekvirera de medel som behövs för myndighetens verksamhet fram till och med den 31 december 2014. Var och en av Första-Fjärde AP-fonden ska tillskjuta en fjärdedel av medlen.

Annex 2 Alternative proposal

In this annex the Inquiry presents an alternative proposal, and the assessment and arguments supporting it, including an impact assessment.

1.1 Background

The terms of reference is that the number of funds should not be less than three, according to the remit of the Inquiry. In Chapter 13, the Inquiry presents its considerations and proposals based on this benchmark.

Effective governance, and thus an appropriate organisation, is central to managing the Pension Reserve in a way that it support and ensures a sustainable pension system. During the course of the Inquiry, it has become apparent that there are additional measures to take in order to improve the conditions for effective capital management which would benefit the pension system and current and future pensioners. The Inquiry's alternative proposal takes its cue from what we assess to be in the best interests of the pension system, notwithstanding restrictions and limitations in the Inquiry's terms of reference.

The conditions for institutional pension capital management have changed considerably during the past 10 to 15 years, as is described in Chapter 3.

1.2 An alternative proposal

Proposal: An Agency is established with the role described in section 13.5, which includes determining the objective for the management of the pension reserve. Responsibility for the management of the capital is to be delegated to a single independent Fund Board within the Agency. Within the mandate given, it will be the Fund Board's responsibility to manage the pension reserve prudently to achieve the highest possible returns. The asset management organisation is to be a single and cohesive entity with a leadership tasked to create a structure and organisation based on competency requirements, pension system requirements, market conditions and other external factors of influence. The fund board may also instruct a securities intermediary or external asset managers to manage parts of the fund's assets.

The pension reserve fund's share of the Swedish stock exchange may not exceed 4 per cent of total market capitalisation and the share of voting power in an individual company will be limited to 5 per cent.

As presented in Chapter 13, the Inquiry proposes the establishment of a new agency, the Pension Reserve Board, with responsibility for setting investment objectives for the capital management and delegating mandates to the agency's fund boards asset management organisations. The structure of the agency in this alternative proposal resembles that of the Inquiry's main proposal (Chapter 13). The sole difference is that the capital will be managed in a single investment operation rather than three.

The Inquiry's assessment is that a single and uniformly structured capital management operation will provide cohesive overall responsibility for the ongoing management of the pension reserve fund with regard to the pension system and market conditions. Organising fund management as a single entity creates the conditions for establishing a globally competitive organisation by achieving economies of scale. A larger fund also facilitates considerable competence breadth and specialisation through the more effective use of resources. In turn, this provides for genuinely robust risk diversification without overlaps and with cohesive risk-control. Furthermore, a single entity provides the flexibility to

separate the asset management activities into specialised investment units that can be run in various forms, such as mutual funds, investment companies, limited units or other appropriate forms and sub-portfolios, nationally and globally, if this benefits the management of capital.

Overall, it is the Inquiry's assessment that a single entity provides the best conditions for the fund management to make the most of the pension reserve fund's greatest comparative advantage, namely of being a true long-term investor. It is also the assessment of the Inquiry that this proposal takes into account the fact that the pension reserve is expected to decrease in size in coming years.

The governance structure and professionalisation of the asset management contained in this alternative proposal ensures more independent management of the pension reserve.

As discussed in Chapter 8, the current division into five mutually independent AP funds is suboptimal for the management of the pension reserve as a whole. The division causes unnecessary costs in the form of lower risk-adjusted returns. With a single total portfolio, the capital will be managed in a way that takes account of total risk for the pension reserve in relation to its role in the pension system. Cohesive fund management also provides conditions for effective management with clear responsibility for asset allocation and risk management.

Experience gained in recent years has shown that covariance between different assets varies. Being able to continually assess how different assets and their mutual correlation affect risk and returns for the entire pension reserve makes more effective diversification and risk control possible.

Academic studies and practical experience point to a number of economies of scale within capital management. Initially, a cohesive entity would represent a large pool of capital, which would increase its significance as a global actor, open doors for new investment opportunities and improve the prospects of being regarded as an important and long-term partner in different investment areas. Even if each of the AP funds today have a relatively large capital, the experts the Inquiry has worked with are of the view that a change from SEK 200 billion to more than SEK 800 billion would create a significantly more interesting actor for others to cooperate with and would potentially give new investment opportunities.¹

¹ Representatives of the Danish national supplementary pension, the Canada Pension Plan Investment Board, the Australian Future Fund and academics.

Growing interest in these asset classes among institutional asset managers will likely increase competition for these investment opportunities and raise the bar for what is required in terms of competence, resources and capital size. The greatest comparative advantage of the pension reserve is its ability to be a genuinely long-term investor, which should be exploited to a greater extent in order to benefit from, among other things, the liquidity premiums available in the market. Cohesive management will create a convergence of interests with the requirements of the pension system, rather than a focus on short-term competition between the funds, which is irrelevant to the pension system.

A cohesive larger entity would also benefit skills provision by providing scope for a combination of both competency breadth and specialisation, thus raising the ambition level. The key to succeeding is the ability to act independently on one's own (good) ideas, which requires resources for own research, innovation and development in parallel with ongoing analysis and portfolio management. A working environment that encourages development and innovation will attract both academic and senior expertise, which should also increase dynamism further. In today's cost-pressed AP funds, resources are lacking for anything other than day-to-day management and a more project-oriented research effort, which also affects the overall level of ambition.

Coordinating the capital in a single entity would also provide flexibility to adapt the organisation to changing market conditions, both strategically and geographically. The single fund could very well comprise a number of investment units with different specialist competence in different locations in Sweden or around the world. It is the Inquiry's view that it would be wise to use the skills and asset management models that have been built up in the current system.

Initially, a single entity would be of significant size, both in absolute and relative terms, which can give rise to misgivings concerning concentration of power in the Swedish market. The issue of power concentration warrants stringent rules on the pension reserve fund's level of ownership on the Swedish stock exchange. We therefore propose limiting the pension reserve fund's share of the Swedish stock exchange to 4 per cent and its voting share in an individual company to 5 per cent. These limitations are unlikely to have a negative effect on the long-term management of the pension reserve. The problem is diminishing however, since the capital is

expected to decrease in the future, while the international trend is for more and larger state investment funds and pension funds.

1.3 Consequences of the proposal

Assessment: The savings potential of the alternative proposal is significantly larger and has better prospects of achieving higher returns than the main proposal. The costs of restructuring are assessed as being more or less the same as for the main proposal.

Improved net returns

In the Inquiry's proposals in Chapter 13, a cautious assumption is made that more effective governance and structure can produce improved net returns despite retaining a structure with several independent fund management boards. Chapter 8 describes academic and practical experience of what characterises an effective asset management organisation. Based on this experience, the assessment contained in the alternative proposal is that additional returns potential and benefit to the pension system can come from:

- A single entity provides the flexibility to adapt the relevant organisational structure.
- A total portfolio for the entire pension reserve means that fund management can be conducted in a way that takes account of total risk to the capital in relation to its role in the pension system.
- A larger fund gives the opportunity to benefit from economies of scale in relation to external actors and, through more in-house specialist competence, creates enabling conditions to participate in investments that previously have not been possible.
- A flexible and globally competitive organisation and a larger fund will attract competence och specialist expertice.
- A larger fund is better placed to negotiate fees, remuneration and prices with external fund managers and other financial partners.

Studies indicate that improved governance affects returns positively. Attempts to quantify the positive effects indicate improvement of 1–2 percentage points annually, which is an assessment of appraisals made by individuals at different fund management organisations based on established principles for effective pension fund management governance. This alternative proposal, with a clearer objective, better governance and a larger and flexible asset management entity, offers good prospects of living up to the principles that characterise effective governance and professional fund management. A returns increase of 1 per cent per year is not an unreasonable hypothesis for the alternative proposal as a whole. This would mean SEK 8.5 billion extra annually to the benefit of the pension system, based on capital of SEK 850 billion.

Other consequences

The alternative proposal is based on the Inquiry's main proposal, the difference being that in this proposal the Pension Reserve Board only administers and manages a single fund. The impact assessment conducted in Chapter 15 is also more or less valid for the alternative proposal. However, the duplication and triplication of some functions that the main proposal unavoidably leads to, due to the Inquiry terms of reference benchmark of at least three funds, will not arise. The savings potential of the alternative proposal will thus be greater than that of the main proposal while the costs of restructuring are assessed as being more or less equal.

The consequences for the financial markets are assessed as being the same as in the Inquiry's main proposal.

Bilaga 3 Externa uppdrag och intervjuade personer

1.1 Förteckning över externa uppdrag

OECD Financial Affairs Division; Fiona Stewart och Clara Severinson, OECD

Internationell jämförelse och analys av buffertfonderna

Oxford Financial Management Advisors; professor Gordon Clark, Oxford University och Ashby Monk, Stanford University

Utvärdering och analys av strukturer och styrmodeller

Ernst & Young AB

Kostnadsanalys

Adalbjörn Stefansson Consulting AB (ASCAB)

Löpande konsultstöd

Erik Valtonen Consulting

Löpande konsultstöd

Textfixarna

Textredigering

1.2 Förteckning av aktörer som på olika sätt bidragit till utredningen

1.2.1 Internationella och svenska finansiella aktörer

Utredningen har under arbetets gång träffat och samtalat med ett stort antal aktörer, banker, investmentbanker, kapitalförvaltare, konsulter etc. som på olika sätt har anknytning till AP-fonderna. Dessa möten har gett utredningen inblick och förståelse i nuvarande förhållanden och av hänsyn till de berörda avstår vi från att publicera uppgifter om dessa.

1.2.2 AP-fonderna

Utredningens arbete har bedrivits nära AP-fonderna. De har tjänstfullt bidragit genom att ställa upp på flertalet möten och genom att bistå med olika typer av underlag till utredningen. Möten har hållits med samtliga fonders styrelseordförande, styrelsedamöter, ledande befattningshavare och personal.

1.2.3 Övriga personer

Nedan redovisas individer som på olika sätt bidragit till utredningen genom möten eller andra kontakter.

David	As, van	Directeur Bouw Pension Fund
Pontus	Averstad	Partner, McKinsey & Company
Ingvar	Backle	Svenskt Näringsliv
Daniel	Barr	Avdelningschef, Riksgälden
Malin	Björkmo	Nuera konsult, tidigare tjänster inom Finansinspektionen och Regeringskansliet. Författade ESO-rapporten "Fyra dyra fonder"
Henrik	Gade Jepsen	Chief Investment Officer, ATP, Danmark
Lars	Gavelin	Ämnesråd och bitr enhetschef, Finansdepartementet
Hans	Gidhagen	Svenskt Näringsliv
Kathryn	Graham	Director at British Telecom Pension Scheme, Trustee of Hedge Fund Standards Board
Peter	Hansson	Verkställande Direktör, Sparinstitutens Pensionskassa
Anna	Hedborg	Tidigare bland annat bitr. socialminister, sjukförsäkringsminister, medlem i Pensionsgruppen bakom pensionsreformen och styrelseordförande AP1.

Theo	Kockens	Grundare och CEO, Cardano Group
Bo	Könberg	Landshövding i Södermanlands län, styrelseledamot i Pensionsmyndigheten. Tidigare bl.a. biträdande socialminister och ordförande i Pensionsgruppen bakom pensionsreformen.
Josh	Lerner	Professor of Investment Banking, Harvard Business School
Stefan	Lundbergh	fil.dr. i ekonomisk statistik och verksam som Head of innovation center på nederländska APG, ordförande för Rotman ICPM Research Committee samt styrelseledamot vid Fjärde AP-fonden.
Vanja	Lundby Wedin	f.d. Ordförande, LO
Jim	MacLachlan	Towers Watson
David	Murray	Avgående ordförande för Australia Future Fund, hedersordförande för International Forum for Sovereign Wealth Funds (IFSWF)
Petter	Odhnoff	f.d. CIO, Andra AP-fonden
Alvin G.	Oerlemans	Managing Director, APG
Anna	Peyron	Auktoriserad Revisor, Ernst & Young
Lukasz	Pomorski	Assistant Professor of Finance, Rotman School of Management, University of Toronto
Donald M.	Raymond	Chief Investment Strategist, Total Portfolio Management Canada Pension Plan Investment Board (CPPIB)
Oliver	Rousseau	Chief Executive Director, Fonds de Reserve Pour Les Retraites
Hans	Sterte	Kapitalförvaltningschef, Skandia Liv
Annika	Sundén	Chef för ledningsstaben, Pensionsmyndigheten
Chris	Sutton	Towers Watson
Adri	van der Wurff	Member of Executive Board, APG Group
Juan	Yermo	Head of the Private Pensions Unit in the Financial Affairs Division of the OECD

REVIEW OF THE SWEDISH NATIONAL PENSION FUNDS

by Clara Severinson and Fiona Stewart

About the OECD

The Organisation of Economic Co-operation and development is an international organisation made up of 34 Member countries: Australia, Austria, Belgium, Canada, Chile, the Czech Republic, Denmark, Estonia, Finland, France, Germany, Greece, Hungary, Iceland, Ireland, Israel, Italy, Japan, Korea, Luxembourg, Mexico, the Netherlands, New Zealand, Norway, Poland, Portugal, the Slovak Republic, Slovenia, Spain, Sweden, Switzerland, Turkey, the United Kingdom and the United States. The Commission of the European Communities takes part in the work of the OECD.

The mission of the OECD is to promote policies that will improve the economic and social well-being of people around the world. The OECD works by data collection, policy analysis and peer reviews, covering a broad range of topics – from education and health to environmental policies, to investment and taxation.

Through its Insurance and Private Pensions Committee, the OECD has issued Core Principles for Occupational Pension Regulation, guidelines on Pension Fund Governance and Pension Fund Asset Management, as well as other recommendations on pension issues approved by the 34 Member governments.

Clara Severinson and Fiona Stewart work in the Financial Affairs Division of the OECD's Directorate for Financial and Enterprise Affairs. Though drawing on OECD Council approved recommendations and other work supported by OECD committees, the views expressed herein are those of the authors and do not necessarily reflect those of the OECD or the governments of its Member countries. The authors are solely responsible for any errors.

REVIEW OF THE SWEDISH NATIONAL PENSION FUNDS

Executive Summary

1. The OECD has been requested by Sweden's National Pension Fund Inquiry to provide high-level guidance as to international experiences and good practices in relation to the Inquiry's review of the First through Fourth National Pension Funds (AP1 through AP4) and the Sixth National Pension Fund (AP6).

2. The Inquiry has been tasked by the Swedish government to look at a number of both broader and specific issues such as the overall strategic investment objectives of the funds, whether the existing investment restrictions on the funds are appropriate, the level of efficiency of the current fund structure, board member requirements, accounting and auditing of the funds and scope and timing of government evaluations.

3. This paper summarizes the OECD's proposals for the Inquiry's consideration. The paper does not attempt to answer all of the questions posed by the Swedish government to the Inquiry, but rather presents an international perspective on some of the broader, key issues based on OECD Member Country experiences and OECD good practices. The comments made in this paper focus mainly on the general size and structure of the funds, the investment framework and the governance of the funds.

4. On a combined basis, the Swedish AP Funds are large compared to public pension reserve funds in most other countries, although significantly larger funds exist in the United States, Japan, Norway, Saudi Arabia and Korea. The internal management of the AP funds appears to be strong with governance and risk management structures in place (including experienced leadership and engaged board members) that appear to broadly follow OECD guidelines.

5. Sweden's four-fund structure is unique among global pension reserve funds. One of the most contentious issues to be examined by the Inquiry is whether the four-fund structure has been effective. The original idea behind the design of the AP funds as four distinct and independently operated entities was to reduce the impact of the funds on the domestic market, diversify management risk, enhance performance through competition and to mitigate the

risk of political interference (Björkmo and Lundbergh, 2010). Arguments against a multi-fund structure have tended to focus on the level of costs, potential for economies of scale from having a smaller number of funds, consolidating expertise and the number of board members, as well as potentially stronger governance and greater resilience from outside influence from having one large fund rather than several smaller funds.

6. The OECD has no strong view as to whether the current number of funds or fewer funds is optimal and leaves this to the Inquiry and the Swedish government to establish. However, it should be noted that the other reserve funds around the world do not seem to encounter major difficulties operating on a centralized basis. In terms of operating costs, the AP funds 1 to 4 do appear to be in line with their international peers, even on a disaggregated basis, and low compared to the aggregated operating costs of traditional pension funds in OECD countries. It is important to note that the risk of political interference of reserve funds is pervasive especially in times of economic distress. Having a multi-fund structure may work to increase the independence of the funds' operations, yet on the other hand, the visibility of one large fund as opposed to several small funds may also serve to protect it from outside influence. The risk of political interference is, however, not necessarily tied to the number of funds. Finally, it is important to note that strong governance and oversight structures are powerful measures in mitigating political risk, but cannot altogether eliminate it.

7. The over-arching investment mandate of the AP Funds 1 to 4 encoded in Swedish law is to provide as high investment return as possible, while not taking undue risk. The funds must also be in a position to pay out benefits if requested by the Swedish Social Insurance Agency. The actual interpretation of this mandate is left to each of the funds, and the resulting investment objectives are disparate and inconsistent. The lack of a distinct, specific and long-term investment objective that is consistent across the funds has meant that the funds' performance has had no clear and objective target against which their performance could be measured.

8. A more powerful, consistent and specific investment mandate across the AP funds that is approved by Parliament would help make the evaluation of their performance more transparent and easier to establish. This investment objective could be expressed in

terms of a targeted funding ratio, cash outflow schedule and a long-term real rate of return target and would serve to keep the funds answerable to the electorate on a more objective basis. Furthermore, changes to the funds' structure based on future reviews may be more readily motivated based on such an objective measurement, as could it help to protect the funds against undue political pressure.

9. Our main suggestions for consideration by the Inquiry Board are summarised as follows:

- **Establish an independent committee that is responsible for issues related to the AP funds:** This independent committee should be answerable to Parliament (and could, for instance, potentially be a part of or an extension of the current parliamentary Pensions Group). Its role would be to “own” issues related to the AP funds, such as establishing the over-arching investment objective, establishing performance measurement criteria, nominating board members. The committee could also serve to promote public awareness of the role of the AP funds within the Swedish pension system.
- **Establish one targeted and measurable long-term investment objective for all the AP funds:** One clear and specific long-term investment objective should be set for all the AP funds against which their long-term performance can objectively be measured. This over-arching and long-term investment objective should have Parliamentary approval. It should be clearly expressed and could directly take into account the expected timing and amounts of the cash in- and out-flows of the AP funds, the expected financial impact of demographic changes, the long-term funding target of the funds in relation to the pension system's liabilities and the level of expected investment return versus the acceptable level of risk that the balancing mechanism would be triggered and pensioner benefits cut.
- **Measure performance against this long-term investment objective:** Currently, the performance of the funds seem to be mainly measured in relation to each other and based on the level of their annual operating costs (which appear to be low if compared internationally). This appears largely to be due to the lack of a clear and specific investment objective that would apply consistently to all the AP funds. Performance should primarily

be measured directly against an over-arching and long-term investment objective, as described in the bullet point above.

- **Implement the Prudent Person Rule:** As a general principle, the OECD supports the implementation of the prudent person rule. If the goal is to reduce risk, then this can be done specifically in the over-arching investment objective described above and in the strict governance and oversight of the funds rather than via specific investment restrictions. Such restrictions could in fact lead to suboptimal portfolios and over-exposure to certain types of assets. Furthermore, restrictive investment regulations leaves the AP funds with less room to adopt varying investment strategies, and thus takes away some of the potential benefits of competition and diversification from having four different funds. The implementation of a less restrictive investment framework should furthermore be supported in each fund by a written investment policy describing primarily how each fund would intend to meet the over-arching investment objective and their strategic asset allocation policies.
- **Clarify the mandate of the AP6 Fund and align the governance and operation of the fund with that mandate:** The mandate of the AP6 fund is to invest its assets in the Swedish venture capital market, within the framework for what is in the best interest of the pension system. Unlisted assets and other alternative investments can be an important investment class for pension funds. However, it is unclear to what extent such investments in and of themselves are in the best interest of the pension system. If AP6 is to be maintained, then its role and importance within the pension system should be clarified. As investment in unlisted assets takes expertise and specialisation, one potential option could be to embed the AP6 fund and its exposure to unlisted assets within the other AP funds. Any investments made by AP6 would then need to be motivated within the overall framework of the Prudent Person Rule.
- **Strengthen the selection process for the Governing Boards:** The selection process of the governing boards of the AP funds currently appears to be ad hoc and not transparent. The OECD supports implementing fit and proper criteria for board members, a balance of skills between members and a transparent and rigorous selection process. Furthermore, there appears to be no

particularly compelling reason to limit Governing Board members to Swedish citizens. Board Member candidates would need to follow a transparent nomination process, and meet pre-defined fit and proper criteria for the Board in aggregate.

10. The guidance and proposals made in this paper draw on previous work done by the OECD and are based on international good practices identified in this previous work. In recent years, the OECD has analysed the governance and investment arrangements of public pension reserve funds around the world and monitored their investment performance in the OECD's annual Pension Markets in Focus newsletter.

11. The basis for the proposals made in this paper is the OECD's Core Principles of Occupational Pension Regulation and the associated guidelines on "Pension Fund Asset Management" and "Pension Fund Governance". Particularly relevant to this review is the OECD's 2008 report Governance and Investment of Public Pension Reserve Funds in Selected OECD Countries. Furthermore, the OECD has done similar reviews for the pension reserve funds in Japan and Korea.

I. Introduction

12. The OECD supports the establishment of reserves to prefund social security benefits as these funds allow governments to respond to the fiscal pressures from ageing populations (tax smoothing/improving debt position of the government) and international diversification can provide (long-term) exposure to other countries experiencing less of a demographic decline. However, the OECD also recognizes that such funds face some unique challenges as compared to traditional pension funds due to their size, their broader mandate and the sometimes difficult balance between political and economic considerations.

13. The pension reserve system in Sweden has a unique structure in that it is divided into four separate funds, known as AP1 through AP4. One quarter of the social security contributions made towards the state pension system are directed into each of these four funds. In turn, each of the four funds pays out one quarter of benefits due from the state pension system. In addition there is a

separate AP6 fund which invests exclusively in private equity. The AP6 fund receives no contributions and pays no benefits.

14. The AP7 fund relates to the mandatory individual pension savings accounts and is not subject to the current Inquiry. No further mention of AP7 will be made in this paper.

15. Based on our interviews, it is our understanding that the AP Funds 1 through 4 have no formal obligations with respect to future pension payments, but can be called on by the Pensions Authority to make payments due. In effect, the funds act to an extent as a “clearinghouse” for cash flows in the state pension system, where on a monthly basis, one quarter of contributions into the state pension system are deposited into each of the funds and one quarter of payments due are paid out of each fund. Any excess of contributions in over payments out would remain in the funds and any shortfall would be a loss to the funds.

16. As of year-end 2010, the total assets in the AP Funds 1 through 4 plus AP Fund 6 was SEK 895 billion which is equal to 12 % of the total liabilities of the state pension system (Pensionsmyndigheten, 2010). Over the coming thirty years due to mainly demographic changes, the payments to be made from the pension system are expected to significantly outsize the payments to be made into the system and by 2040, the size of the buffer funds AP1 to 4 and 6 is expected to have decreased to SEK 400 billion (Ministry of Finance, 2011).

II. Structure, Size and Operating Costs of the Funds

Multi-Fund Structure of the AP Funds

17. Sweden is unique in that it is the only country which utilizes a structure of multiple pension reserve funds. The multiple fund structure was originally set up for the following reasons (Björkmo and Lundbergh, 2010):

- To reduce market impact;
- To diversify management risks;
- To allow competition to reduce costs and improve performance; and,
- To reduce political interference.

18. Historical factors appear to have played a part in the creation of the multi-fund structure, as well. The single pension reserve fund that was the predecessor to the AP funds had several boards that were transformed into the boards of the AP funds 1 to 4 at their creation. Furthermore, the AP6 fund received its assets from a portion of the disbanded wage-earners funds ("löntagarfonder") that existed in the 1980's and consisted mainly of pooled profits from Swedish corporations (Whyman, 2004 and Björkmo, 2009).

19. The question has been raised by the Inquiry as to whether the current structure of four AP funds plus the AP6 fund should be maintained? Obtaining economies of scale could argue for a smaller number of funds, whereas the risk of concentration of power and market impact could argue for several smaller and independently operated funds. Whether the multi-fund structure has achieved the four goals as listed above, and the relative importance of these four goals, will be left to the Inquiry Board and the Swedish government to establish.

20. From an international perspective, other reserve funds around the world have either not specifically identified the four goals listed above in relation to having a single fund versus several funds, or they have approached these challenges in different ways.

Size of Funds

21. The size of the National Pension Funds in Sweden is large in absolute terms and as a percentage of GDP – with only the Saudi Arabian and Norwegian funds representing significantly higher percentages of GDP, with the Japanese and Korean funds being on a par.

Table 1 Size of public pension reserve fund markets in selected OECD countries and other major economies, 2010

Country	Name of the fund or institution	Established in	Assets		
			USD billions	% of GDP	% increase
Selected OECD countries					
United States	Social Security Trust Fund	1940	2,609.0	17.9	2.7
Japan (1)	Government Pension Investment Fund	2006	1,312.8	25.9	n.d.
Korea	National Pension Fund	1988	280.4	27.6	16.7
Canada	Canadian Pension Plan	1997 (CPP/IB) / 1965 (CPP)	136.0	8.6	13.0
Sweden	National Pension Funds (AP1-AP4 and AP6)	2000	124.7	27.2	8.1
Spain	Social Security Reserve Fund	1997	85.3	6.1	7.3
Australia	Future Fund	2006	65.8	5.5	8.4
France	Pension Reserve Fund	1999	49.0	1.9	11.1
Ireland	National Pensions Reserve Fund	2000	32.3	15.9	9.3
Belgium	Zilverfonds	2001	23.3	5.0	4.3
Norway	Government Pension Fund - Norway	2006	23.1	5.6	16.9
Portugal	Social Security Financial Stabilisation Fund	1989	12.8	5.6	2.5
New Zealand (2)	New Zealand Superannuation Fund	2001	11.2	7.9	17.1
Chile	Pension Reserve Fund	2006	3.8	1.9	12.2
Mexico	IMSS Resene	n.d.	3.6	0.3	-6.7
Poland	Demographic Reserve Fund	2002	3.4	0.7	39.1
Total selected OECD countries (3)			4,776.5	19.9	5.0
Other major economies					
Saudi Arabia	General Organisation for Social Insurance (1,4)	1969	400.0	106.4	n.d.
China	National Social Security Fund	2001	126.5	2.2	10.3
Argentina	Sustainability Guarantee Fund	2007	45.7	12.3	26.4
Total other major economies (3)			572.2	75.9	14.6
Memo item: Sovereign Wealth Funds with a pension focus (5)					
Norway	Government Pension Fund - Global	1990	509.1	122.8	16.6
Russian Federation	National Wealth Fund	2008	88.4	5.9	-2.7

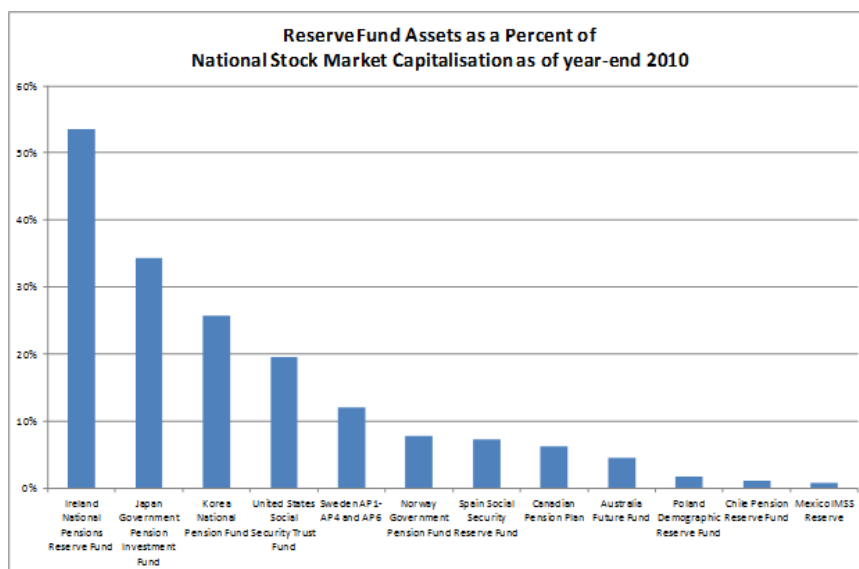
Source: Pension Markets in Focus, July 2011.

22. The trend around the world is for pension funds (not just reserve funds) to get larger and indeed government and regulatory authorities have been finding ways to encourage this trend. For example in the United States pension funds have been working together to gain economies of scale, whilst in Canada and the Netherlands large funds (such as OMERS in Canada and PGGM in the Netherlands) are now allowed to compete for external assignments. Centralizing is coming to the UK with the introduction of the NEST (National Employment Savings Trust) system, whilst in Australia the licensing of trustees caused the number of superannuation funds to decline. It should also be noted that mandatory systems in countries with less developed capital markets (such as in Latin American and Eastern Europe) operate with only a handful of large funds.

23. As a percentage of stock market capitalisation, the AP funds in combination represent a relatively large level of stock market capitalisation which would highlight the importance of international diversification to their portfolios to reduce their potential domi-

nance on the Swedish markets. The AP funds are, however, significantly smaller when compared to the relative size of some of the other reserve funds around the world (notably the Irish and the Asian pension reserve funds).

Figure 1 Size of public pension reserve fund markets in selected OECD countries and other major economies, vs. Stock Market Capitalization 2010



Source: OECD Global Pension Statistics and the World Federation of Exchanges.

24. Other public pension reserve funds have found different ways to reduce their potential market impact. For example, the Norwegian reserve fund has, for example, split its fund into a domestic and an international component in order to reduce market impact.

Meanwhile, in the United States Social Security Trust Fund has invested exclusively in US Treasury obligations backed by the full faith and credit of the US government. Some critics, however, have questioned whether this funding from within the US government for US government obligations amounts to true additional security for pensioners (Buffin Partners, 2011).

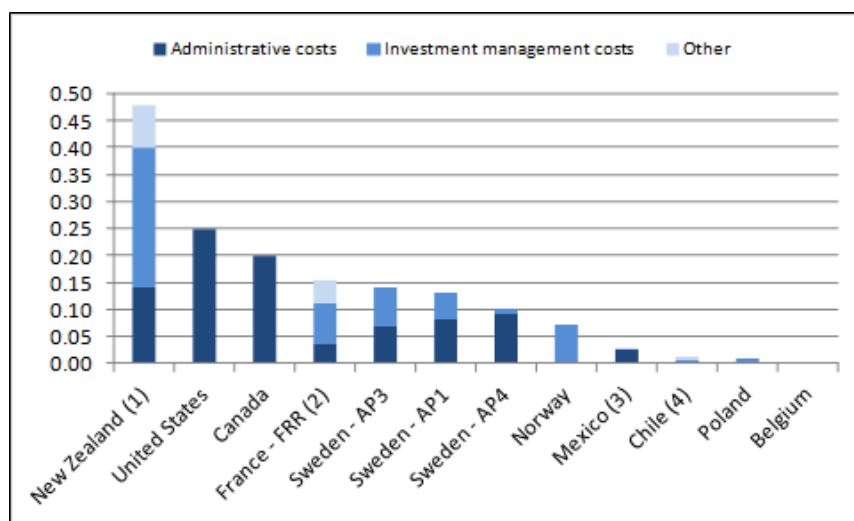
The Level of Costs

25. In 2010, the OECD received self-reported data on operating costs from AP 1, 3 and 4 as well as from pension reserve funds in some other countries. Based on the data received, the operating costs of the AP funds appear to be in the middle of the range compared to the operating costs of public pension reserve funds in other OECD countries.

26. In 2010, the Swedish AP funds had lower total operating costs as a percent of total assets than the larger funds in the United States, Canada and France and a higher percentage of operating costs compared to some of the smaller funds. New Zealand had the highest costs of the pension reserve funds that provided data to the OECD for 2010. This may be to some extent explained by the small size of the New Zealand pension reserve fund and hence less economies of scale. Also, the New Zealand pension reserve fund invests relatively heavily in private equity and hedge funds which can be expensive (OECD Pension Markets in Focus, July 2011).

27. It is important to note, however, that comparing operating costs across countries can be difficult given different reporting methods and the variety of roles that funds play in various countries. Therefore, the results of these charts can only be considered as a broad indicator of differences in cost across countries.

Figure 2 Total pension reserve funds' operating costs by type in selected OECD countries, 2010 (as a % of assets under management)

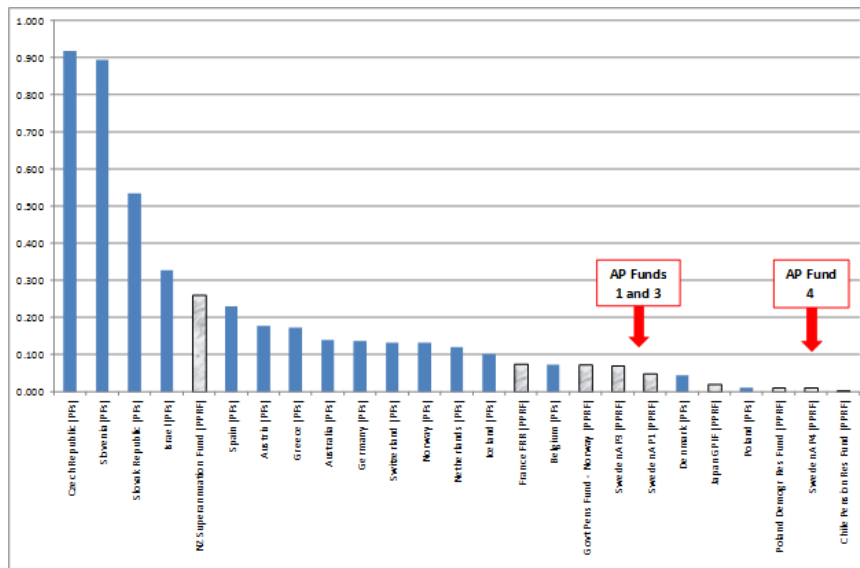


Source: Pension Markets in Focus, July 2011.

28. The OECD also keeps statistics on investment management costs. If the total investment management costs of traditional pension funds over their aggregate assets across countries were compared to the investment management costs of the AP funds and other pension reserve funds, then the AP funds would be on the lower end of this comparison in 2010 (together with the majority of the pension reserve funds). The lower level of investment management costs would make sense given the typically larger size of public pension reserve funds compared to traditional pension funds and associated economies of scale.

It should be noted that Sweden's occupational defined contribution pension system is lauded internationally for being a very low-cost system, so there may be areas where good practices from the occupational pension system could be shared. It is important to note that investment management cost data is often underreported due to difficulties in identifying fees in certain types of investments. The data shown in Figure 3 has not been audited and should be viewed as a broad comparison only.

Figure 3 Total pension funds and pension reserve funds' investment management costs in selected OECD countries, 2010 (as a % of assets under management)



Source: OECD Global Pension Statistics.

29. In 2010, the costs associated with administration of the AP funds in total was SEK 820 million, divided roughly equally among them. Based on the 2009 review of the AP funds by the Swedish government, the level of administrative costs over the total fund assets has been roughly around ten basis points since 2005, whereas it was over twice that level the two years prior.

30. It should be noted that the 2010 administrative costs of the AP 6 was approximately level with the administrative costs of the other AP funds in terms of SEK spent, despite its assets being roughly one-tenth the size of the other funds. This would place the AP 6 fund on the high end of operating costs as a percentage of total assets on an international basis. However the unlisted, direct nature of the investment of AP6 inevitably makes it more expensive to run. It should be noted that the New Zealand pension reserve fund is small and invests more heavily in private equity and hedge funds compared to other funds and it also has relatively high operating costs.

31. The issue has been raised in the previous 2009 AP Fund review and elsewhere whether the costs of the AP funds could be reduced if they were consolidated due to economies of scale. Keith Ambachtsheer at the International Centre for Pensions Management (ICPM) has done extensive research on the relationship between pension fund size, governance and performance¹. A 2011 study by Dyck and Pomorski found that the largest funds included in their study outperformed smaller funds on the order of 43–50 basis points per annum.

32. To summarise, given that the AP funds 1 to 4 do not have excessive operating costs on an international basis if measured as a percentage of fund assets, and have in fact a lower cost measure than some significantly large public pension reserve funds, the basis for further cost reduction may not be major. Furthermore, given that the costs do not appear to be excessive by international standards, the performance measure of the funds made in the current and future reviews could arguably focus more on the performance of the funds against their long-term objectives as well as the long-term net investment return, and consider operating costs as a complementary, rather than as a primary performance criteria.

33. Finally, it should be noted that the OECD has not reviewed the remuneration policies of the AP Funds in depth, but they appear to follow good practice. That said, such policies should work to promote performance in alignment with the long-term investment goals of the funds. Remuneration policies should be careful not to reward short-term performance to the detriment of the long-term objectives of the funds.

Political Interference

34. Political pressure and interference of public pension reserves remains a high risk around the world, especially in times of economic stress. A structure of multiple, independent funds is a compelling approach to addressing this risk as well as the risk of concentrating too much power in a few hands. On the other hand, the visibility of one large, properly governed and independent fund may serve as greater protection to outside interference as compared to the relative anonymity of several smaller funds. That said, meas-

¹ See research at www.rijpm.com/research_paper/research-papers

uring the effectiveness of various approaches to mitigating political risk is quite difficult given the numerous shapes such risk can take. Given that the assets in a pension reserve fund ultimately belong to current and future pensioners, the funds and their management should ultimately be answerable to a country's electorate which means they can never be fully independent of the political process.

35. It is important to note, however, that susceptibility to political pressure does not have to be correlated to the number of funds. The very public nature of the funds' mission and the large amounts of money involved can make them an inviting target. Furthermore, the line between decisions made based on political and investment considerations is not always fully distinct. For example, during the financial crisis in early 2009, the Irish parliament directed the Irish pension reserve fund assets to invest in two ailing banks.² Proponents said this was a decision based on investment considerations, whereas critics argued that it was a misuse of the funds' assets. Another example of a significant change in a reserve fund's mandate during the crisis was in France where the government moved the date of the first payout from the pension reserve fund from the original scheduled date in 2020 to immediate payments as of 2011.³ Political considerations could also come into play is when investment decisions are made based on "ethical" grounds. Defining what is ethical and what is not and to what extent such investment decisions favour a particular political agenda over providing the highest pensions possible to current and future beneficiaries can be difficult to establish.

36. In 2009, the government issued a directive asking the AP funds to use their ownership rights in Swedish companies to help align the companies' compensation policies with the government's guidelines (Regeringskansliet, 2009). This directive raised the question as to what extent the decision-making power of the AP funds is independent of the government, and to what extent it should be independent.

37. The government should clarify whether the AP funds are independent in their exercise of voting rights. If it is decided that the AP funds cannot use their voting rights in listed companies to vote

² See <http://www.nprf.ie/InvestmentStrategy/investmentStrategy.htm>

³ See <http://www.fondsdereserve.fr/spip.php?article511>

against government policies, then if they can vote and how they can vote should be established in a clear and transparent manner.

38. To summarize, political interference and the concentration of power remains a risk in many countries, especially during times of economic uncertainty. Proper governance, transparency and disclosure and appropriate levels of risk control and supervision can mitigate, but not altogether eliminate this risk. Governance and oversight are further discussed in the governance section of this paper, found below.

III. Investment Framework

Mandate and High-Level Objectives: AP funds 1 to 4

39. The mandate of the Swedish AP funds 1 to 4 as defined by law is to “manage fund assets in such a manner so as to achieve the greatest possible return on the income-based retirement pension insurance. The total risk level of the investments made by the Funds must be low.”⁴ In addition, the funds must be able to transfer funds to the Swedish Social Insurance Agency as required.

40. This type of over-arching mandate describing the ultimate purpose of the AP funds is typical for pension reserve funds. Given that this over-arching mandate tends to be quite broad, the government or the governing board of national pension reserve funds must furthermore interpret their mandate in order to set their long-term investment objectives. The long-term investment objective guides the funds in fulfilling their mandates by providing more specific long-term targets for the funds’ investments, and would also ideally provide some type of guidance, structure or benchmark against which the funds’ performance could be objectively measured. Pension reserve funds such as the Canada Pension Plan and the New Zealand Superannuation Fund have expressed their long-term investment objectives in a transparent, targeted and measurable manner, whereas some other pension reserve funds’ long-term investment objectives are more vague in their formulation.

⁴ From the English translation provided by the Buffer Fund Inquiry of the National Pension Insurance Funds Act, “Lag (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder)”.

Table 2 Mandates and Investment Objectives of Public Pension Reserve Funds

Reserve Fund	Objective
CPP Canada	<p>The mandate of the CPP is "To invest in the best interest of Canada Pension Plan contributors and beneficiaries and to maximize investment returns without undue risk of loss." (Source: http://www.cppib.ca/About_Us/)</p> <p>The fund is expected to cover 20–25 % of the projected value of accrued benefits for current contributors and beneficiaries.</p> <p>Based on the most recent tri-annual sustainability review made by the Chief Actuary of Canada, given the current rate of contributions to the system, the fund's annual investments will need to earn a 4 % real rate of return, net of expenses, over the review's 75-year horizon.</p> <p>Source: CPP Investment Board 2011 Annual Report</p>
FRR France	<p>"The Fund is being established for the purpose of managing the sums that are allocated to it in order to build up reserves intended to contribute to the long-term sustainability of PAYGO pension plans.</p> <p>The FRR then determines the general investment policy based on "the principles of caution and diversification of risks in line with the objectives and timeframe for utilisation of the Fund's resources". (Source: FRR Foundational Texts)</p> <p>The investment objectives of the FRR were significantly changed by pension reforms made in 2010. Before the change, the FRR had been expected to have cash outflows between 2020 and 2040. After the reform, the cash outflows will instead have to be made much sooner, between 2011 and 2024.</p> <p>Source: http://www.fondsdereserve.fr/spip.php?article512</p>
National Pension Reserve Fund Ireland	<p>The mission statement of the Commission (the governing board) as adopted in 2001 is:</p> <p>"To meet as much as possible, within prudent risk parameters to be agreed by the Commission, of the cost to the Exchequer of social welfare and public service pensions to be paid from the year 2025 until the year 2055, as provided for in the National Pensions Reserve Fund Act, 2000."</p> <p>In March 2010, the mission statement was amended to include the following supplementary objective:</p> <p>"to outperform the cost of five year government debt over rolling five year periods at a 75 % probability level."</p> <p>Source: http://www.nprf.ie/InvestmentStrategy/investmentStrategy.htm</p>
GPIF Japan	<p>The mandate of the GPIF in Japan is to invest the assets so as to contribute to the long-term financing of public pension expenditures.</p> <p>The long-term performance goal is set by the Ministry of Health and Welfare. The target, long-term rate of return should be sufficient to maintain a stable ratio of reserves to annual public pension expenditure. The long-term real rate of return target is currently 1.1 % p.a. above the rate of nominal wage increase.</p>
National Pension Fund Korea	<p>The National Pension Fund of Korea's mandate is "maintaining and increasing the value of the fund in order to achieve the long-term stability of the fund."</p> <p>The fund's investment policy statement defines a long-term goal to align its return with the pace of GDP growth.</p> <p>Measureable objectives are set out in the Fund Management Guidelines, which are determined by the Management Committee. These are real economic growth plus CPI growth rate plus an adjustment factor determined by risk tolerance level which is set by a 5 year risk shortfall of 10 % (i.e. risk of 5-year accumulated return being less than 5-year accumulated CPI).</p>
New Zealand Super-annuation Fund	<p>The mandate of the governing board (the "Guardians") is stated in the New Zealand Superannuation and Retirement Income Act 2001:</p> <p>The Guardians must invest the Fund on a prudent, commercial basis and, in doing</p>

	<p>so, must manage and administer the Fund in a manner consistent with</p> <p>(a) best-practice portfolio management; and</p> <p>(b) maximising return without undue risk to the Fund as a whole; and</p> <p>(c) avoiding prejudice to New Zealand’s reputation as a responsible member of the world community.</p> <p>No capital withdrawal is allowed from the Fund in any financial year commencing before 1 July 2020, although according to the Fund’s 2011 annual report, withdrawals are not expected to be made until 2031.</p> <p>The Guardians must develop and comply with their “Statement of Investment Policies, Standards and Procedures”. As of 2011, this statement requires the fund’s investment return:</p> <p>(i) to exceed the compound New Zealand Treasury Bill over rolling 20 year periods; and,</p> <p>(ii) to exceed the benchmark return for the Reference Portfolio which is comprised of simple, low-cost, passive exposures, as follows:</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th>Asset Class</th> <th>Percentage of Reference Portfolio</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Global equities</td> <td>70 %</td> </tr> <tr> <td>NZ equities</td> <td>5 %</td> </tr> <tr> <td>Global listed property</td> <td>5 %</td> </tr> <tr> <td>Total Growth</td> <td>80 %</td> </tr> <tr> <td>Total Fixed Interest</td> <td>20 %</td> </tr> <tr> <td>TOTAL</td> <td>100 %</td> </tr> </tbody> </table>	Asset Class	Percentage of Reference Portfolio	Global equities	70 %	NZ equities	5 %	Global listed property	5 %	Total Growth	80 %	Total Fixed Interest	20 %	TOTAL	100 %
Asset Class	Percentage of Reference Portfolio														
Global equities	70 %														
NZ equities	5 %														
Global listed property	5 %														
Total Growth	80 %														
Total Fixed Interest	20 %														
TOTAL	100 %														
<p>Norway Government Pension Fund Global</p>	<p>According to the Government Pension Fund Act of 2005, the mandate of Norway’s Government Pension Fund Global is to “support government saving to finance the National Insurance Scheme’s expenditure on pensions and support long-term considerations in the use of petroleum revenues.”</p> <p>The fund is not strictly intended to finance pension expenditures and the fund has no formal pension obligations. Norges Bank Executive Board manages the fund and according to their website (www.nbim.no), no political decision has been made as to when the fund may be used to pay pension costs.</p> <p>The Ministry of Finance sets the investment strategy for the fund with the goal of generating the highest possible return with moderate risk, as follows:</p> <p>“Responsible management of the fund shall safeguard and build financial wealth for future generations. The Ministry of Finance has decided that 60 percent of the fund shall be invested in equities, 35–40 percent in fixed-income securities and as much as 5 percent in real estate. All the fund’s investments shall be outside Norway.” (source: http://www.nbim.no/en/About-us/faq/)</p>														

41. The interpretation of the AP funds’ over-arching mandate and the establishing of a high-level investment objective is done by each of the four AP funds independently. In practice, this has translated into four very distinct long-term investment objectives for AP Funds 1 through 4, subject to strict investment restrictions codified by law. The lack of a coordinated and targeted investment objective for all of the AP funds and the lack of a concrete and common long-term performance measure has led the funds to

mainly benchmark their performance against each other. The establishment of an overarching and specific investment objective against which long-term performance can be measured is essential.

42. The interpretation of the over-arching mandate by the four AP funds as expressed in their investment objectives of are as follows (as defined in their 2010 annual reports):

Table 3 Current Investment Objectives of AP Funds 1 to 4

	AP1	AP2	AP3	AP4
Objective	5.5 % nominal return after costs over a rolling 5-year period	Average annual real rate of return of 5 %. Per an interview with AP2, this target has been determined to minimize the risk of the balancing mechanism being activated over a 30-year period.	A long-term real-return of 4 %.	Average annual real rate of return of 4.5 %.

Source: Interviews with the AP funds and the 2010 Annual Reports of AP Funds 1 to 4.

43. The over-arching mandate of the AP funds established in the law makes no reference to pension liabilities or the role which the AP funds are expected to play in the pension system as a whole. According to the 2010 annual report of the pension system, the pension system's total liabilities are currently funded by about 12 % by the assets of the AP funds 1 to 4 and 6. The remaining 88 % of the pension system's total liabilities are expected to be funded by future social security contributions made by Swedish workers. Any funding shortfall would mean that the so-called "balancing mechanism"⁵ would be implemented and pension benefits would be adjusted downward accordingly (Pensionsmyndigheten, 2010). The balancing mechanism was established to help keep the system financially in balance and to ensure a better balance between contributions into the system versus payments out between generations.

44. As of year-end 2010, the AP funds held SEK 895 billion – and this amount is expected to decline to SEK 400bn by 2040 (Ministry

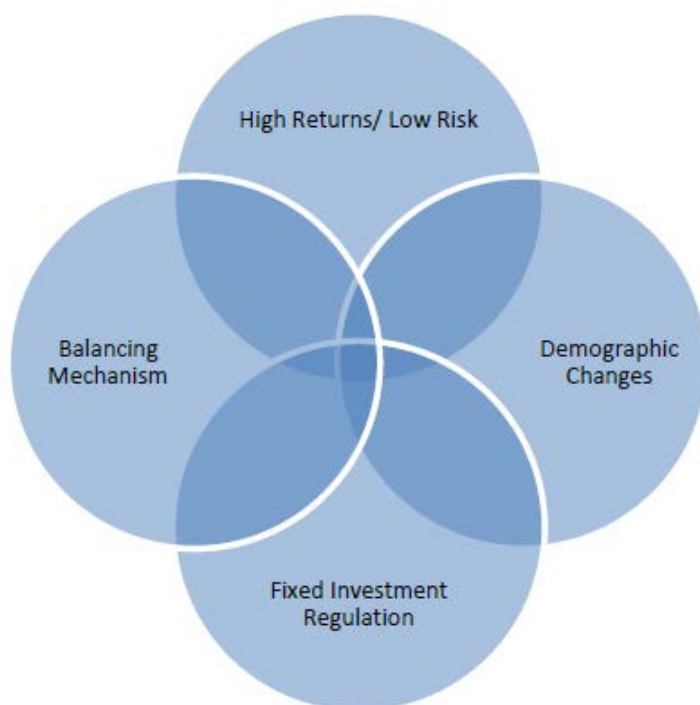
⁵ If the assets of the pension system (the buffer fund plus the estimated value of assets in the form of contribution revenues) fall below the liabilities (accrued notional pension capital and capital value of outgoing pensions), then indexation of pensions in payment and returns credited to notional accounts are reduced by the ratio of assets to liabilities. The balance ratio for the year t is used to calculate the balance number or the need for activating the balancing mechanism in the year $t+2$. During a recovery period, which makes up for any reduction in benefits, pensions can be raised by more than inflation. See Swedish chapter of *OECD Pensions at a Glance*.

of Finance, 2011) due largely to demographic changes and pension benefits earned from the pre-2000 reformed public pension system. However, neither this pay out structure, nor the expected decline in the value of the AP funds, is made explicit in the high level objectives of the funds.

45. Likewise no reference is made to the fact that the performance of the AP funds has a direct impact on the payment of pension benefits, through the balancing mechanism. As these two factors are key elements of the purpose and functioning of the buffer funds they should be more explicitly included in the high-level, over-arching objective of the funds. Furthermore, the level of acceptable risk that the balancing mechanism be implemented and benefits cut, and the associated social, financial and political implications that this would entail, should be directly taken into account when establishing the long-term return versus risk target.

46. It is interesting to note that the internal asset liability management (ALM) models of the AP funds have led them to the current and rather ambitious investment return targets – which they have not been able to meet, on average, over the past 10 years. To illustrate the somewhat conflicting considerations that come into play, if the investment objective of the AP funds over the long-term is to maintain or improve the current 12 % funding level of the pension system balance sheet, then this could imply that the funds take on a high level of risk in order to achieve high long-term returns (particularly if the total, underfunded level of the pension system as a whole is taken into account – which is driving the high investment return targets which the funds have set themselves). However, if the main objective of the funds is to minimize the risk of the balancing mechanism being triggered, then this would seem to imply a much lower level of risk. Given these considerations and the contradicting impacts they could have on the strategic asset allocations of the funds, the role that the funds are expected to play in the pension system as a whole and their ultimate goals with respect to funding levels, the balancing mechanism, and buffering the impact of demographic changes should be clarified.

Figure 4 Considerations relating to AP Funds' Role in Swedish Pension System



47. The OECD recommends following the international good practice followed by, for example, the Canada Pension Plan and by the New Zealand Superannuation Fund. A clear high level investment objective in terms of a funding ratio, payout time and consequent real rate of return target should be put in place which is the same for all the funds. This should be established (and reviewed) by an independent body of experts answerable to Parliament (possibly a group that would also be responsible for setting performance measurement criteria, nominating board members, etc.). The funds should report to Parliament on their performance relative to these objectives.

48. It is extremely important that the objectives of the fund are set in law with parliamentary approval. The experience of other reserve and pension funds around the world in the wake of the financial and economic crisis has been that the long-term objectives of the funds have been overturned for shorter-term political needs.

Clearly there needs to be a mechanism in place to review and alter the objectives of the fund as circumstances arise (changing demographic factors etc.) – but this needs to be balanced with proper independence and oversight to ensure that the funds are able to operate in order to fulfil the long-term goals of the pension system.

49. The monitoring of the funds should be done over a long-term basis in line with their long-term nature and investment targets. One consequence of having more than one fund is that the individual funds' investment performance tends to be regularly compared to each other rather than to the overall goal of funding the public pension system. One advantage of multiple funds is that this system promotes competition among the funds, and introduces some diversification in terms of the asset liability management (ALM) processes and models used. However, a potential consequence is that herd-like investment behaviour may also be encouraged.

Investment Policy

50. The OECD guidelines note that the governing body of a pension fund should set forth in a written statement and actively observe an overall investment policy.

51. As a minimum, the policy should cover:

- How the fund intends to achieve the over-arching investment mandate of the funds;
- The strategic asset allocation (main asset classes);
- The extent to which external managers may be used and how they are to be selected and monitored;
- To what extent and how active investment management will be pursued; and
- The criteria for assessing the performance of the reserve fund and the different portfolio components.

52. This is even more important for reserve funds. Reserve funds, like pension funds, require a clear mission statement and measurable objectives to enhance their efficient management and raise the accountability of the governing body. Reserve funds do not nor-

mally have national competitors or even peers, as is the case with pension funds. Hence, their performance (including not just investment performance but also their operational efficiency) can only be benchmarked against any initial objectives set or, as far as relevant, against foreign reserve funds. Furthermore, reserve funds support pension systems that do not typically have a full-funding goal in mind. Therefore, investment objectives may not always be readily established with regards to liabilities, time horizon or risk aversion. Reserve funds should have clear mandates and specific measurable objectives, such as a funding ratio and investment return targets. The performance of the board should be measured against these objectives.

53. OECD guidelines note that the strategic asset allocation of a pension fund should be put in place to deliver the investment objectives of the fund. The asset allocation should be set in the statement of investment policy and there should be a process for a regular review of that policy by the governing board, at least every three years.

54. The setting of restrictions on broad asset classes should be left to the board of the reserve fund as part of the design of the investment policy.

55. The AP funds broadly comply with the OECD recommendations in terms of their investment policies. The issue is that, as discussed above, the overall investment objective set by the AP legislation is so broad that the fund's investment policies effectively have become their long-term investment objectives. In other words, the funds are effectively setting their own long-term investment objectives independently of each other which in our view does not altogether align with international good practice.

Prudent Person Rule

56. The *OECD Guidelines on Pension Fund Asset Management* support the use of the prudent person rule to meet a fund's investment objectives. This would also be the general recommendation for pension reserve funds. The guidelines do acknowledge that investment limits can also be used, providing they are consistent with this policy and do not inhibit adequate diversification or impede the use of asset-liability matching techniques. Reserve funds usually

face additional restrictions intended to ensure diversification or to avoid direct control of corporations. Given the high level of expertise and strong risk-management functions in place at the AP funds, there does not seem to be any reason to believe that the application of the prudent person rule would expose the reserve funds to undue risk.

57. If risk control is seen as an issue and considered a motivation for not implementing the prudent person rule, then oversight of the funds by an external supervisory body (such as the authority which oversees private pension funds) could be put in place. Indeed, the OECD would recommend such a move whatever the structure and investment backdrop for the funds. If the regulation is designed to address the issue of the potential market impact of the funds, this can be dealt with in other ways than via investment restrictions (as discussed below).

58. The previous OECD review of public pension reserve funds noted that the investment rules for the Swedish funds were potentially restrictive (Yermo, 2008). The following restrictions by asset class have been applied since 2001:

- Only investments in capital market instruments which are quoted and marketable are permitted. Direct loans are prohibited.
- No more than 5 % of the funds' assets may be invested in unlisted securities. These investments must be made indirectly via portfolio management funds or similar.
- At least 30 % of the funds' assets must be invested in low-risk, interest-bearing securities.
- No more than 40 % of assets may be exposed to currency exchange risk.

59. The funds also cannot invest in commodities.

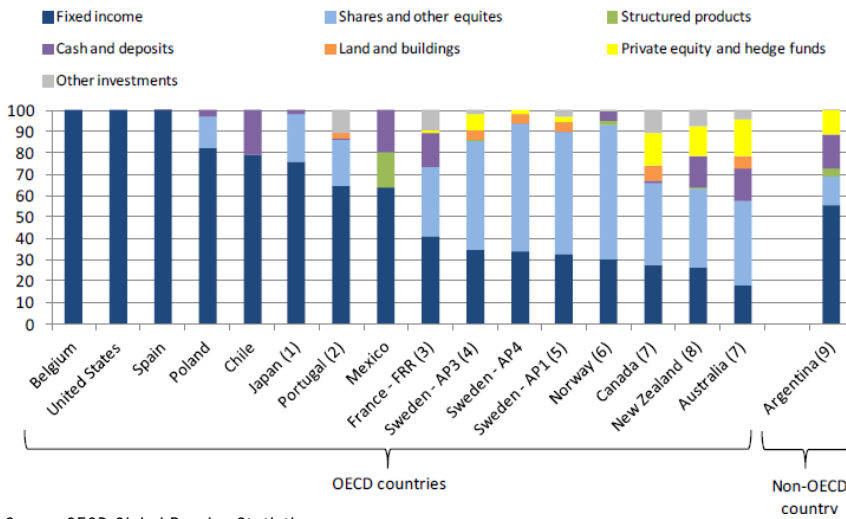
60. Regulations also apply which are intended to ensure diversification or to avoid direct control of corporations by reserve funds.

- No more than 10 % of a fund's assets may be exposed to one issuer or group of issuers.
- Shares held in listed Swedish corporations may not exceed 2 % of total market value.

- Each fund may not own more than 10 % of the votes of any single listed company.

61. These investment rules are more restrictive than other reserve funds – with major investment limitations only being in place in Ireland, Japan and Korea (see Yermo 2008). The requirement that at least 30 % of the funds’ assets must be invested in low-risk, interest bearing securities does not comply with the *OECD Guidelines on Pension Fund Asset Management*, which do not recommend any floors on asset classes as these can distort markets. This restriction was put in place when private pension funds in Sweden were subject to similar investment regulation restrictions. However, these funds are now regulated by the prudent person rule, and there does not seem to be any reason why the AP funds should therefore continue to be bound by this rule – which they find restrictive, and could lead to suboptimal portfolios and potential over-exposure to certain types of unrestricted assets. The investment restrictions mean that the diversification of the AP funds is less than some of their international counterparts, although they are more diversified than others.

Figure 5 Asset allocation of public pension reserve funds in selected OECD and non-OECD countries, 2010



Source: OECD Global Pension Statistics.

62. Furthermore, restrictive investment regulation works to undermine the purpose of having four independent and competing buffer funds. The investment regulations restrict how the funds can construct their portfolios, which end up looking fairly similar, taking away some of the potential benefits of competition and diversification.

63. That said, the restrictions on over-exposure to a single issuer, voting rights of a listed company or the Swedish domestic market would seem more appropriate to maintain. These types of restrictions are common in jurisdictions that implement the prudent person rule (OECD, 2006).

64. At least 10 % of the AP assets must be managed by external fund administrators – to fulfil the government’s wish to isolate funds from political pressure. The OECD do not make specific recommendations on the issue of internal vs. external management, but notes that the increasing scale of pension funds around the world has allowed the leading funds to build their internal resources, capacity and expertise. Combining the AP funds or sharing certain functions may also allow them more scope to build centres of expertise in various investment categories and to invest in assets which require knowledge and scale (such as direct infrastructure investments, such as the leading Canadian funds are making).

The Sixth AP Fund

65. The AP Fund 6 is governed by a separate law from AP funds 1 to 4. AP6 pays out no benefits and receives no contributions and has approximately one-tenth the assets of each of the other four AP funds. The AP6 fund’s mandate is to, within the framework of what is in the interest of the pension system, invest its assets in Swedish venture capital.⁶ According to its website, the AP6 fund invests in unlisted small and medium growth companies, either directly or indirectly through funds.

66. The OECD has made no review as to the need for funding in the Swedish private equity or venture capital markets. Unlisted assets and other alternative investments such as infrastructure, both domestic and foreign, can be an important investment class

⁶ See the law 2000:193 on the Sixth AP Fund.

for pension funds. However, there seems to be no clear or direct link between the mandate for the AP6 fund to invest solely in the Swedish venture capital market and the best interest of the beneficiaries of the pension system.

67. The role of the AP6 fund within the pension system should be clarified. Furthermore, the decision as to which companies and projects to invest in and to what extent such investments are made should be made transparent and objective and be tied directly to the goal of providing the highest possible return. Otherwise, there is a large risk that such decisions could be at least perceived to raise questions of independence and conflicts of interest. Furthermore, the performance of the AP 6 fund and the level of its operating costs in relation to its level of assets should be directly measured in relation to its contribution to the overall goal of providing the highest possible return given the level of acceptable risk for the ultimate beneficiaries of the Swedish pension system.

68. The mandate of the AP6 fund should clarify that its investments must be motivated by the best interest of the pension system, in line with the mandate for the other AP funds. Investment in unlisted assets takes expertise and specialisation which would argue for maintaining AP6 as an entity. One potential solution may be to embed the AP6 fund and its private equity exposure within the other AP funds. Merging or embedding AP6 within the other AP funds may improve the transparency and governance of such private equity investments and clarify the mandate.

69. Furthermore, should the other AP funds wish to make a strategic decision to invest in, for example, Swedish start-up companies or buy-out funds, then they would be free to do so under the prudent person rule as long as such investments are in the best interest of the pension systems' beneficiaries, fit within their investment mandate, make sense in terms of their broader asset allocation strategy and are duly approved by the governance board. In other words, the decision to invest in the Swedish venture capital market should be made in the exact same manner as any other investment decision made by the AP funds.

70. On the other hand, if the objective of the government is to support Swedish industry, better defined policy tools could be used that are distinct and separate from the financing of the pension system.

71. To summarise, if the AP 6 fund is to be maintained, then its mandate should be clarified and aligned with the best interest of the pension system. Also, the need for investment in private equity and venture capital should be formally expressed and aligned with the overall investment mandate of the AP funds, should be made consistent with the broader strategic asset allocations of the AP funds, and should not be limited to the domestic market. Furthermore, should the Swedish government decide that specific financing for the domestic private equity and venture capital market is a priority to be maintained, then there may be an argument for doing this independently and without any ties to the state pension system whatsoever.

III. Governance Issues

72. In terms of the governance of these funds, the OECD notes that the main feature of public pension reserve funds is that their ultimate beneficiaries do not have legal or beneficial ownership over the fund's assets – leaving them potentially exposed to state influence (particular as may lack oversight body/clear objectives/peer comparisons).

73. The OECD *Guidelines on Pension Fund Governance*⁷ also apply to reserve funds – but they need additional safeguards to promote better protection from political manipulation – in particular special care over the appointment of the board (which usually contains government representatives). It should be noted that proper governance can mitigate the risk of political interference – though public pension reserve funds and pension funds can remain exposed to such interference especially in times of economic distress.

74. The AP funds appear to have highly experienced management teams in place, including at the CIO and CEO level. The internal running of the funds is not seen as an issue by the OECD based on our high-level review. Remuneration does not appear to be excessive and is subject to government guidelines. The prestige of the positions and salaries that are broadly competitive with the indus-

⁷ See <http://www.oecd.org/dataoecd/18/52/34799965.pdf> The guidelines cover issues such as the governing board, the role of accountants and actuaries, reporting and disclosure.

try appear to make it possible for the AP funds to recruit high quality staff.

75. Overall, the AP funds generally appear to follow OECD governance recommendations, such as the requirement for independent audit and oversight. The risk-management systems of the funds appear to be well organized (for example with a Chief Risk Office reporting directly to the Board⁸).

76. The selection process for the governing board, however, could be made more transparent and rigorous, as discussed below.

Autonomy of the Governing Body

77. As the OECD guidelines point out, the governing body of the pension fund is the key body in governance terms. The governing body is the central strategic decision-making organ of a reserve fund. Its main function is approving the investment policy for the fund, and specifically, the strategic asset allocation. The governing body also monitors the executive and operational staff of the fund and is responsible for fulfilling the fund's mission and complying with regulations. Given the critical importance of the governing body, it is understandable that efforts at insulating reserve funds from political risk have focused on this. The role of the governing body is even more important for public pension funds and especially for reserve funds as they are usually the single players in the sector and hence they cannot readily be compared against their national peers, as is often done with private pension funds (though one can, however, compare reserve funds across countries, as is done in this paper). A strong, qualified board of directors, as far removed as possible from political influence, is therefore an essential feature of a well-governed reserve fund.

78. The OECD finds that a segregated and independent governing body that is established expressly for overseeing a pension reserve fund is preferable as a protection against political interference, especially if a government ministry is responsible for administering the pension system's benefits. In practice, however, the governing body of a reserve fund may also be a government ministry or the board of the social security institution.

⁸ This is one recommendation made in the OECD Good Practices for Pension Funds' Risk-management Systems <http://www.oecd.org/dataoecd/19/6/46864889.pdf>

79. Furthermore, ideally reserve funds should be served operationally by an autonomous management entity, dedicated exclusively to the administration and investment of the reserve fund assets.

80. Sweden, along with Canada, France, Ireland and New Zealand follow this approach preferred by the OECD.

81. The approach taken by a number of countries to management and governance is described below.

Table 4 Management entities and governing bodies of reserve funds

Country	Management Entity	Governing Body
Canada	Canada Pension Plan (CPP) Investment Board (a public sector corporation)	Board of Directors of the CPP Investment Board
France	Pension Reserve Fund (FRR)	Supervisory Board of the FRR
Ireland	National Treasury Management Agency	National Pensions Reserve Fund Commission
Japan	Government Pension Investment Fund (GPIF)	Chairman of the GPIF and the Ministry of Health, Labour and Welfare
Korea	Fund Management Centre of the National Pension Service (the country's social security institution)	National Assembly
New Zealand	Guardians of New Zealand Superannuation (a public sector corporation)	Board of the Guardians of New Zealand Superannuation
Norway	Norges Bank Investment Management (an arm of the Central Bank) for the "Global" fund and "Folektrygdfondet" (National Insurance Fund) for the "Norway" fund	Norwegian Parliament and the Ministry of Finance

Source: Yermo, 2008, "Governance and Investment of Public Pension Reserve Funds in Selected OECD Countries."

Membership and Selection of the Governing Body

82. As the ultimate authority with responsibility for the management of the reserve fund, the composition and functioning of the governing body are the first and main determinant of the fund's performance. An experienced, well-functioning board will ensure that proper monitoring, incentive and control mechanisms are put into place to achieve the fund's objectives.

83. The OECD governance guidelines note that the membership of the governing body of a pension fund should be subject to minimum suitability (or non-suitability) standards in order to ensure a

high level of integrity, competence, expertise and professionalism in the governance of the pension fund. Furthermore, the governing body should collectively have the necessary skills and knowledge to oversee all the functions performed by a pension fund, and to monitor those delegates and advisors to who such functions have been delegated. While it may not be necessary for all board members to be experts in finance, the board must collectively possess the necessary skills to carry out its oversight function effectively.

84. Special care needs to be taken with the selection and appointment of the board of reserve funds, given the potential for political interference and the appointment of directors to serve largely as representatives of specific stakeholders⁹. The role of independent directors appears to be even more needed than in private pension funds.

85. The size of the board is also important. Though it should reflect the nature and scope of the organization, if too large, efficient decision making can be impeded. Board members should be appointed following a transparent selection and nomination process. While the government often appoints directors to represent non-government interests, it is likely that the influence that the government has on their nomination process seriously limits the ability of the appointed directors to independently execute their functions. One way to reduce the direct influence of government in the appointment of directors and reduce the scope for cronyism is to establish a nominating committee of experts (selected by the government) who in turn nominate the directors of the reserve fund following a transparent recruitment process. This appointment structure is followed by the Canadian and New Zealand reserve funds.

86. Termination clauses are also important to avoid the capricious dismissal of members of the governing body by government.

⁹ Social security institutions usually have tripartite representation in their governing body (governments, employers and employees).

Table 5 Summary of Board Nomination Process

Country	Fit and proper criteria	Nomination	Length of appointment	Removal
Canada	Directors are chosen based on financial experience and other criteria.	Directors are appointed by the Finance Minister from a list drawn by a nomination committee.	Directors have three-year terms for a maximum of three terms (9 years maximum).	Directors may only be removed for cause.
France	Two of the twenty members of the supervisory board must be individuals with recognized credentials in fields considered to be relevant to the FRR's stated missions.	Members are appointed by parliament (two), the senate (two), various Ministries (four), trade unions (five) and employer and self-employed associations (five).	Members that are not appointed by governmental authorities have 6 year terms.	
Ireland	Commissioners must have expertise and experience at senior level in any of the following areas: investment, economics, law, actuarial practice, civil service, trade union representation, etc. Civil servants cannot be Commissioners. A commissioner shall be disqualified from being a member of the Commission where he or she is bankrupt, is convicted of an offence involving fraud or dishonesty, or is disqualified or restricted from being a director of any company.	Commissioners are appointed by the Minister of Finance, except the CEO of the management entity, who is an ex-officio member of the Commission.	All Commissioners other than the CEO of the management entity have five year terms, renewable for a second consecutive term.	A commissioner may be removed by the Minister of Finance if the member has become incapable through ill-health of performing his or her functions, or has committed stated misbehaviour, or his or her removal appears to the Minister to be necessary for the effective performance by the Commission of its functions.
Japan	The Chairman and investment committee members must have experience in economic or financial matters.	The Chairman is appointed by the Ministry of Health, Labour, and Welfare.		
Korea	The national assembly is the main governing body.	Not applicable.	Not applicable.	Not applicable.
New Zealand	All board members must have experience, training and expertise in investment management.	Board members are appointed by the Ministry of Finance via a nominating committee.	Board members are appointed for up to 5 years.	Board members can be dismissed for reasons that in the Minister's opinion justifies the removal.
Norway	The governing body is parliament and the ministry of finance.	Not applicable.	Not applicable.	Not applicable.

Source: OECD Financial Market Trends 2008.

87. Overall, the governance structure of the AP Funds appears to be strong and to follow OECD recommendations. Sound governance and risk-management structures appear to be in place, for example, with established codes of conduct, risk management committees, the chief executive officer and the chief risk officer reporting to the governing boards, internal and external audits, and regular reporting and disclosure.

88. That said, greater clarity could be given in terms of reporting lines to government. The pension reform that originally established the AP funds was the result of a compromise between the five main Swedish political parties, and any further major reforms would need to be driven by the parliamentary Pensions Group.

89. It is not entirely transparent which authority has ultimate responsibility for the pension system – given that the State Pension Authority (which administers benefits) is under the Department for Social Affairs, whereas the AP funds are under the Ministry of Finance and the parliamentary Pensions Group drives major reform. Furthermore, communication of the role and the importance of the AP funds in the Swedish pension system with the Swedish public seems to be quite limited. Greater public awareness as to the role of the AP funds may help build the public's confidence in the system. One idea that could be explored would be the establishment of an independent committee answerable to Parliament (potentially as a part of or an extension of the existing Pensions Group) that would be responsible for issues surrounding the AP funds such as objective setting, performance measurement, board member nominations and communication with the public.

90. In their previous report on public pension reserve systems (Yermo 2008), the OECD notes that one potential drawback of this segregated governance model practiced in Sweden is that investment management is separated from the actuarial and payments functions of the social security system. This separation may be impacting the AP funds and partly explain the lack of clarity in their goals and objectives (see previous discussion).

Governing Board Nominations

91. The board members of the AP funds are appointed by the government – which is standard practice for public pension reserve funds around the world. However, aside from the employer and employee nominated trustees, it is not clear how the board members are selected (indeed the process could be described as somewhat “ad hoc”).

92. International good practice suggests that the independence of the AP Boards could be made more secure if an independent nomination committee (as discussed in the previous section) were responsible for selecting the Board members. This would allow for a more transparent and independent process. The nominations would be approved by Parliament rather than the government, again to ensure greater independence and stability, with the boards reporting to Parliament on an annual basis.

93. The Boards of the AP funds in Sweden currently consist of nine representatives, including four elected following proposals from organisations representing employers and employees (two nominations each). The Chair and Vice Chair are from these four nominations. This is not out of line with the size of the Boards of reserve funds in other countries (which range from seven in New Zealand and Ireland to twenty in France). In addition, several of the other Boards (such as in France) include representatives of employers and employees – which is not unreasonable provided that they have the appropriate skills and are approved by an independent nominating committee. Indeed these representatives (if appropriately selected) can bring a welcome broad perspective to the boards, representing Swedish society as a whole. Current law requires board members to have Swedish nationality.

94. The OECD has not made a detailed review of the skill level of the AP funds’ board members, although it does appear as if the board members are, on balance, quite engaged and dedicated. In the interviews made with stakeholders, feedback was received that a handful of board members have strong investment experience, but on an overall basis, the level of investment experience on the boards could be augmented, which would give the boards greater capacity and credibility when discussing with and assessing the executives running the fund.

95. Based on our high-level review, there does appear to be some scope to strengthening the nominations process for the governing boards of the AP Funds, in particular to make the process more transparent and rigorous, following pre-defined selection criteria.

96. The selection criteria for the governing board members does not appear to be well-defined. The OECD would propose that overall requirements for experience and skills be defined on a collective basis for each fund and disclosed. Each individual board member would not need to meet all of the skills and experience required, but should complement the other board members, and as a whole, each board should meet the fit-and-proper criteria on a collective basis.¹⁰

97. A “template” for the necessary skills for any board to have could be outlined by the independent nominating committee which proposes candidates, which would also help with the transparency of the selection process. The timeline and process for selection, as well as the reasons for which a board member can be removed from their position should also be clarified (for transparency and to further ensure independence from political interference).

98. In addition, given that there are four reserve funds, the number of suitable directors which have to be recruited is larger. Consolidating the funds together would allow for the appointment of one high level and highly experienced Board. It is currently not allowed to recruit foreign nationals as AP Board Members. This is not generally forbidden for the reserve funds in other countries. However, in order to attract the best possible candidates, this restriction should be lifted. This would seem more practical in Sweden than in some other countries given that language barriers are generally less of an issue. The Board Members of the AP funds are remunerated according to government policies, where as they serve on a voluntary basis in some countries – such as in France. Given the prestige of such appointments, remuneration is unlikely to be the driving factor for candidates to sit on the AP Boards and therefore does not appear to be a major issue.

¹⁰ This is consistent with the OECD Guidelines for Pension Fund Governance
<http://www.oecd.org/dataoecd/18/52/34799965.pdf>

IV. Conclusion

99. In summary, the OECD proposes that a consistent, clear and measurable objective with a long-term horizon be implemented for all the AP funds. This objective should be approved by the Swedish parliament and regularly reviewed. It could be expressed in terms of the expected timing and size of the pension system's cash-flows, the long-term funding target of the AP funds in relation to the pension system's liabilities and the acceptable risk/return trade-off. The performance of the AP funds should be measured primarily against this long-term objective.

100. The investment regulations for the funds should be based on the prudent person principle, with oversight by an independent supervisory authority.

101. The Inquiry should also consider the position of the AP6 fund and clarify its mandate in relation to the best interests of the beneficiaries of the pension system. The Inquiry may wish to further consider whether the AP6 Fund's current venture capital mandate be maintained and, if so, how to make its investment decisions transparent. If providing funding to the domestic venture capital market remains a political priority, consideration could be made as to whether the AP 6 fund should be separated completely from the pension system.

102. The extent to which the decision-making powers of the AP funds are independent from the government should be confirmed. More clear reporting lines could also be established within the government, potentially with an independent committee answerable to Parliament as the "owner" of issues relating to the AP funds such as nominating board members, setting the overall objective of the funds, establishing performance measurement criteria and communicating the role of the funds to the Swedish public.

103. To help ensure independence, the board members of the Funds should be nominated by this independent committee, and the nominees should be confirmed by Parliament. The nomination process should be transparent and criteria for the skills and knowledge required collectively by the governing boards should be established. Furthermore, the requirement for Swedish citizenship of members of the governing boards could be lifted.

REFERENCES

- Björkmo, M. (2009), *Fyra dyra fonder? Om effektiv förvaltning och styrning av AP-fonderna*, Rapport till expertgruppen för studier i offentlig ekonomi 2009:4.
- Björkmo, M., Lundbergh, S. (2010), *Restructuring Sweden's AP Funds for Scale and Global Impact*, Rotman International Journal of Pension Management, Volume 3, Issue 1 Spring 2010.
- Buffin Partners Inc. (August 2011), *The Social Security Trust Fund: The Lent or Spent Dilemma*, Commentary, Sparta, NJ.
- CPP Investment Board (2011), *Annual Report 2011*, Toronto, Ontario.
- Dyck, A. and Pomorski, L. (2011), *Is Bigger Better? Size and Performance in Pension Plan Management*, Rotman School of Management, University of Toronto.
- Kim, W. and F. Stewart (2011), *Reform on Pension Fund Governance and Management: The 1998 Reform of Korea National Pension Fund*, OECD Working Papers on Finance, Insurance and Private Pensions, No. <http://www.oecd.org/dataoecd/37/60/47029412.pdf>
- Ministry of Finance (2011), *Kommittédirektiv 2011:84: Översyn av AP-fondernas regelverk*, Beslut vid regeringssammanträde den 29 september 2011, Stockholm.
- OECD, (2008), *Governance and Investment of Public Pension Reserve Funds in Selected OECD Countries*, Financial Market Trends No. 94 Volume 2008/1, Paris, France.
- OECD (2009a), *OECD Guidelines on Pension Fund Governance*, Paris, France.
- OECD (2009b), *OECD Recommendation on Core Principles of Occupational Pension Regulation*, Paris, France.
- OECD (2009c), *OECD Guidelines on Pension Fund Asset Management*, Paris, France. OECD
- OECD/IOPS (2011a), *OECD/IOPS Good Practices for Pension Funds' Risk Management Systems*, Paris, France.
- OECD (2011b), *Pensions at a Glance 2011: Retirement-income Systems in OECD and G20 Countries*, OECD Publishing, http://dx.doi.org/10.1787/pension_glance-2011-en

- OECD (2011c), *Pension Markets in Focus*, Issue No. 8 July 2011, Paris, France.
- Pensionsmyndigheten (2010), *Orange Report: Annual Report of the Swedish Pension System 2010*, Stockholm.
- Regeringskansliet (2009), *Riktlinjer för anställningsvillkor för ledande befattningshavare i AP-fonderna*,
<http://www.regeringen.se/content/1/c6/12/47/86/33d5d8d5.pdf>
- Stewart, F. and J. Yermo (2010), *Options to Improve the Governance and Investment of Japan's Government Pension Investment Fund*, OECD Working Papers on Finance, Insurance and Private Pensions, No. 6
<http://www.oecd.org/dataoecd/39/2/46798132.pdf>
- Sveriges regering (1995), *Proposition 1995/96:171 En sjätte AP-fondstyrelse m.m.*,
<http://www.inarchive.com/page/2010-07-23/>
http://www.riksdagen.se/webbnav/?nid=37&doktyp=prop&dok_id=GJ03171&rm=1995/96&bet=171
- Sveriges regering (2009), *Skrivelse (2009/10:130) Redovisning av AP-fondernas verksamhet t.o.m. 2009*, Stockholm.
- Sveriges riksdag (2000), *Lag (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder)*, Svensk författningssamling 2000: 192, changed through SFS 2011:1074.
- Sveriges riksdag (2000), *Lag (2000:193) om Sjätte AP-fonden*, Svensk författningssamling 2000: 193, changed through SFS 2007:709.
- Whyman, P. (2004), *An Analysis of Wage-Earner Funds in Sweden: Distinguishing Myth from Reality*, Economic and Industrial Democracy 2004 25: 411, DOI: 10.1177/0143831X04044833, Department of Economic History, Uppsala University, Sweden.
- Yermo, J. (2008), *Governance and Investment of Public Pension Reserve Funds in Selected OECD Countries*, OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions, No. 15,
<http://www.oecd.org/dataoecd/26/53/40194872.pdf>

“The Governance of Pension Funds and Pension Reserve Schemes: Implications for the Swedish AP Funds”

Gordon L Clark (Oxford University) and Ashby H B Monk (Stanford University)

Summary

In this report, we set-out the principles and policies associated with the management of pension reserve funds, noting their close relationships with Anglo-American pension funds. This leads to a brief overview of our research programme, and the new realities driving institutional innovation in the sector. We outline the findings from our evaluation of the Swedish AP funds, and we report on common concerns about the evident shortcomings in the current AP fund system. The report closes with a series of recommendations for the redesign of the system.

Introduction

Pension funds and pension reserve schemes are significant institutions in many countries, offering participants, sponsors, and governments the opportunity to pre-fund and manage accumulated assets on behalf of current and future beneficiaries. These funds and schemes often underwrite a significant portion of beneficiaries' expected or promised future retirement incomes, supplementing government benefits and guarantees. As such, the effective regulation, governance and management of these funds have become crucial lynchpins for the social welfare of present and future generations of retirees (and taxpayers). There is an extensive academic literature on the design and governance of pension funds, much of which is focused upon the Anglo-American experience of workplace pensions (see Clark 2000). Pension reserve schemes have received less attention even as their importance grows (Clark and Monk 2011).

Pension reserve schemes are often used by governments to partially fund Social Security retirement commitments. Government sponsors utilise entities modelled on the pension fund institution as vehicles for managing and investing earmarked assets on behalf of current and future citizens. In this manner, pension reserve schemes mimic and match the attributes of Anglo-American pension funds, taking advantage of widely-accepted institutional arrangements and, where possible, the principles and practices associated with best practice investment management (Clark and Urwin 2008a). Nonetheless, the form and functions of a pension reserve fund can differ from a traditional pension fund in that it may not have explicit liabilities but be subject to constraints or rules on its investment activities. Accordingly, pension reserve schemes come with their own challenges and considerations in attaining best practice governance and management.

In some countries, pension reserve schemes run parallel to existing supplementary pension plans (as in Canada). In a small number of countries, public and private supplementary pension plans have been offered the option of being incorporated into government-sponsored public utilities (as in United Kingdom) (Clark 2012). In the Swedish case, five separate AP funds were established to manage and invest a portion of the assets of the national pension system. The existence of these funds is owed to legislation passed in 2001, following public debate about the need for a sustainable national model of retirement saving for Swedish citizens. This model was recognised around the world as an innovative solution to the problems associated with realising an adequate retirement income given an ageing population, competing claims on government expenditure, and the pressures faced by small countries due to economic globalisation. As 'buffer funds', these organisations act like large pension funds and provide partial insurance against the year-to-year and long-term liabilities of the Swedish pension system.

As part of the Buffer Fund inquiry, we were asked to provide advice and commentary on the following four issues:

- the principles and policies of pension reserve fund governance;
- the common governance shortfalls amongst pension reserve funds and how these shortfalls can be remedied in a generic sense;

- the costs and benefits of good governance, including reference to the experience of other similar institutions including pension funds, and;
- a gap analysis of the Swedish system as it pertains to the best practice frameworks developed by Clark and Urwin (2008a, 2008b, 2010), and Clark and Monk (2011).

Research Programme

To make an informed assessment of the Swedish AP system, we undertook an extensive review of the existing academic and industry literature on the topic. Recent government reports on the system were collected and assessed. Interviews were undertaken with a wide variety of stakeholders in the system, including past government ministers, government officials, and social partners. Site visits took place with each AP fund, involving discussions with the relevant CEOs, CIOs, and other employees. As part of the consultation process, we had the privilege of talking to each AP chairperson. Consultation also took place with informed observers of the Swedish AP system. As well, two presentations were made to the Buffer Fund panel.

Assessment of the structure and performance of the Swedish AP system was undertaken in the light of our research programme on the governance and management of pension reserve schemes, pension funds, endowments, and sovereign wealth funds. This research has its origins in a 2006 report Clark and his colleagues produced for the UK National Association of Pension Funds on the governance of UK pension funds and the decision-making competence of UK pension fund boards. This report focused upon the size, composition, skills and expertise of these institutions, given the UK government's commitment to maintaining boards of management that combine expertise with stakeholder representation (see Clark et al. 2006, 2007).

Crucial findings from this research included recognition that many pension fund trustees are subject to common behavioural biases. It was also found that domain-specific skills and relevant expertise can make a positive difference to board decision-making. Likewise, it was found that effective governance and management of pension institutions are important in fostering the various skills needed to sustain these institutions. This research was then

extended in Clark and Urwin (2008a, 2008b), which focused upon the principles of best practice, the role of leadership, and the procedures whereby decisions are taken in these institutions both at the board level and in the funds themselves. We identified a clear relationship between the resources expended on effective governance and the performance of these types of institutions as reflected in risk budgets and the nature and scope of investment.

In the light of the global financial crisis, our research has sought to establish the ways in which pension institutions have coped with market volatility and relatively poor performance (measured against historical norms). It was found that funds that augmented the skills of their boards, reinforced board members' commitment to the goals and objectives of the funds, and clarified the roles and responsibilities of boards in relation to fund executives tended to be more effective in risk management, tactical and strategic asset allocation, and in dampening the volatility of fund performance (Clark and Urwin 2010).

This research has been extended by Clark and Monk to an assessment of pension reserve schemes similar in constitution and purpose to the AP Funds in Sweden. Here, we have sought to identify the principles of best practice as regards the relationships between government (sponsors) and these types of institutions. We suggest that these relationships are best seen as reciprocal, based upon a shared commitment to the goals and objectives of the institution, and characterised by a high degree of knowledge and understanding on the part of the sponsor (Clark and Monk 2011).

New Realities

The logic underpinning pension fund investment is owed to the principles and practices of financial theory, including modern portfolio theory, the efficient market hypothesis, and the concomitant expected relationship between risk and return (Merton and Bodie 2005). Widely recognised, these principles and practices have been the reference points for investment management for 25 years and more. So, for example, investment strategy has been framed by expectations as regards the equity risk premium (over government bonds), the costs and benefits of active versus passive investment, and the ways in which risk and return relate to one another (e.g., risk should be rewarded by commensurate returns).

Over the past decade or so, however, developed financial markets have been affected by a series of financial crises that have begun to erode the plausibility of this model of investment management. The Asian and Russian crises (1997–1998), the LTCM debacle (1998), the TMT bubble and bust (2000–2002), the sub-prime bubble and bust (2007–2009), and the Euro sovereign debt crisis (2011–) have separately and together introduced a level of uncertainty in markets that has forced practitioners to reconsider conventional assumptions about the nature and performance of financial markets. The Swedish AP system, established as the TMT bubble unwound, has had to cope with these new realities, which have driven considerable change and innovation throughout the investment management industry.

One consequence of these new realities has been a greater focus upon the effectiveness of fund governance in Sweden and elsewhere. At one level, the available empirical evidence suggests that the size of a fund is positively correlated with long-term investment returns. In effect, the size of a fund is a proxy for the resources available to an institution when framing and implementing investment strategy (Clark 2004). In Clark and Urwin (2008a), these resources are shown to include the time available to make decisions, the expertise available to inform those decisions, and the mechanisms or means by which decisions are made and then implemented. More often than not, small funds have less time and less expertise available when contemplating investment strategy; more often than not, their decision-making is reactive to markets rather than strategic with respect to market prospects.

A second consequence of these new realities has been greater focus upon risk management, distinguishing between the assessment and control of the risks associated with investment strategy and practice of portfolio investment by asset class. Some of the most innovative funds have established risk management officers that report directly to senior executives and their governing boards. More generally, in Clark and Urwin (2008a) it is suggested that the relationship between the risks assumed by funds and their capacity to assess those risks should be symmetrical, such that institutions' risk budgets and governance budgets should cohere with one another. This applies to individual funds and systems of funds.

Another consequence of these new realities has been the realisation that optimistic assumptions about long-term target rates of return are unlikely to be realised unless funds are willing to take

significant risks on the opportunities available at the margins of markets (Clark and Monk 2012). Many US public sector pension funds continue to assume that returns will be in the order of 8 to 10 per cent per year over the long-term (forestalling reconsideration of funding levels and the risk preferences of sponsors and participants). These are significant issues and are recognised as such around the world.

One more consequence of the new realities has been the recognition by investors that their investment time-horizons have become too short, as market volatility, pressure from stakeholders, and the distorted incentives driving the behaviour of external managers have compressed the duration of investment strategies. This is problematic. By allowing their time horizon to creep closer to the present day, institutional investors, and in particular pension reserve schemes, have given away one of their key competitive advantages in the marketplace: time. More than likely, there is an 'illiquidity premium' that long-term investors such as pension reserve funds can collect. Further, there are asset classes with attractive risk and return characteristics, such as timberland, which are really only the domain of long-term investors.

In the wake of the most recent crisis, funds have had a renewed focus on how they access financial markets. It is widely believed that external asset managers are (in many cases) not worth the high costs they charge. This renewed interest in asset management fees has prompted consideration of the costs and benefits of in-house investing, through co-investments, clubs, or even more innovative and rare models, such as seeding vehicles.

These are some of the new realities of finance, driving change and innovation at a remarkable pace. The changing nature of global financial markets offers considerable opportunities for the long-term investor, notwithstanding attendant costs and uncertainties. Taking advantage of these opportunities requires a sophisticated and dynamic governance apparatus, able to adapt to changing circumstances and able to articulate and implement a coherent investment management system that can cope with short-term volatility in the face of long-term opportunities.

The Governance 'Problem'

Ideally, form should follow function: the design of an institution should be consistent with its desired functions such that there is a clear and unambiguous link between the structure of an institution and its intended goals (Summers 2006). Few institutions begin with such an advantage. More often than not, compromises are made when institutions are created and powers and responsibilities are allocated to the component parts of institutions (Roe 2006). Even if the form of an institution is well-matched with desired functions, as the environment changes and new demands are made on these institutions, it is likely that mismatches will develop. Governance refers to the mechanisms and procedures whereby the resources of an institution and its component parts are mobilised to realise certain goals and objectives.

The governance budget of an institution is a finite and measurable set of resources. In our research, we have shown that some institutions under-invest in governance whereas others over-invest in governance. In the former case, underinvestment in governance can result in an institution overreaching (going beyond what it can reasonably accomplish given its resources). In other cases, overinvestment in governance can result in bureaucratic inertia (systematically producing shortfalls in performance). As such, there is a close relationship between the size of an institution's governance budget, its goals and objectives, and what might reasonably be expected in terms of realising those goals and objectives (Clark and Urwin 2008a).

Where institutions operate in changing national and global environments, characterised by anticipated changes in underlying conditions as well as punctuated by unanticipated shifts in system-wide stability, there is a premium on adaptation and innovation (Lo 2004; Brennan and Lo 2010). On the one hand, if governance is effective, and if institutions are flexible in terms of their form and functions, institutions can adapt and innovate accordingly. On the other hand, institutions may lag behind changing realities and become caught somewhere between the past, present, and future. In some cases, where governance is unable to bridge the gap between inherited institutional form and changing realities, institutions may have to be abandoned and/or redesigned.

It is notable that most financial institutions, including the AP funds, face four types of governance problems. First, they must

govern themselves with respect to the changing environment. Second, they must govern the relationship between their sponsors and themselves, including other stakeholders that are relevant to the institutions' goals and objectives. Third, they must govern their relationships with external providers whether directly by contract or by ongoing commercial relationships which require oversight and scrutiny (Clark and Monk 2012). Fourth, they must govern their relationships with other institutions, especially those with whom they share similar interests and responsibilities.

Each of these governance problems is demanding in its own right. Together, however, they may paralyse an institution, impede its effectiveness, or mesh together in ways that reinforce poor institutional performance. Not surprisingly, the most effective institutions rank-order these issues assigning priority to one while managing the others so as to make good on their goals and objectives. It is also apparent that funds that find it difficult to govern themselves, and find it difficult to maintain coherent relationships with their sponsors and stakeholders, also struggle to govern their relationships with external providers and their relationships with similarly placed institutions.

Principles of Best Practice

As reported in Clark and Urwin (2008a, 2008b, 2010) and in Clark and Monk (2011), we can summarise the principles of best practice according to 4 separate headings: institutional coherence, the skills and expertise of funds, the processes whereby decisions are made and implemented, and the relationship between the institution and its sponsor. It is important to emphasise that the size of funds (AuM) is a crucial determinant of institutional resources. However, some large funds are paralysed by bureaucracy and complexity, just as some small funds are fleet-of-foot and more innovative than size would suggest.

Institutional coherence: the formal arrangement of an organisation's powers and responsibilities, sustaining the effective link between goals and objectives and their realisation in practice. Here, the clarity of an institution's mission statement and the commitment of the sponsor to that mission statement are essential ingredients in the effective performance of an institution. Equally important is an explicit link between the institution's mission statement and its

investment objectives, with appropriate governance and risk budgets resourcing investment strategy. Each element in the investment value chain is managed in accordance with its potential payoff and the risks assumed in doing so.

Skills and expertise (human capital): the qualities that boards and senior executives bring to the governance and management of the institution, including the appropriate division of responsibilities according to the available skills and expertise. In effective institutions, boards are of a certain size (6–9 people) and are comprised of individuals who, separately and together, have the depth and range of skills consistent with their responsibilities. Boards delegate to fund executives the roles and responsibilities consistent with their skills and expertise (in areas of investment management and financial markets). Terms of appointment, levels of compensation, and the mechanisms whereby board members and senior executives are reviewed are consistent with the continuity of commitment and domain-specific expertise.

Process of decision-making: the mechanisms whereby institutional goals and objectives are realised, distinguishing between the types of decision-making, the consequences of decision-making, and the degree to which decisions are time-dependent or time-sensitive. The allocation of decision rights within the institution distinguishes between, for example, strategic policy issues and tactical investment strategy recognising the very different skills needed in these two domains, and the costs of consequences of blurring these distinctions. Equally important, boards should have the competence to delegate to fund executives the appropriate responsibilities and have the capacity to evaluate the decisions made by fund executives against institutional standards and market standards.

Sponsor–fund relationships: the authority and scope of independence delegated to financial institutions by their sponsors, sustaining their roles and responsibilities particularly over the long term. With authority and independence comes an obligation to inform the sponsor, and relevant stakeholders. Equally, authority and independence should be consistent with the time horizon of the institution's mandate and its investment goals and objectives. Further, the appointment of board members and senior executives should match the institution's mandate and its goals and objectives distinguishing, for example, that time horizon from the short-term imperatives facing sponsors and stakeholders.

Summary of Findings

Having conducted in-depth case studies of each of the AP funds, we evaluated the AP funds against the standards of governance set in Clark and Urwin (2008a, 2008b, 2010), and Clark and Monk (2011). Below, we provide a summary of the ‘gaps’ or ‘short comings’ as regards the governance of the AP funds in relation these standards. Note that this list highlights opportunities for constructive change rather than reporting on all aspects of these funds.

There is a lack of clarity as to the mission of the AP funds. Is their role...

- to insure long-term pension obligations?
- to maximise short-term returns at least cost?
- to prevent the “break” being invoked and affecting pension contributions and payments?

There is a lack of clarity as to who is the sponsor or client of the AP funds:

- abstract conceptions of the sponsor as Swedish citizens etc. are not helpful;
- the interest of the finance ministry appears short-term rather than long-term;
- few stakeholders appear to be knowledgeable of the operations of AP funds.

There is considerable ambiguity as to funds’ *proper* investment objectives. Each fund has:

- made its own assessment of its share of the liabilities of the pension system;
- put forward its own fund-specific long-term investment return targets and associated risks;
- lacked an over-arching ‘policy maker’ that can evaluate the plausibility of these investment objectives in relation to the performance of the whole system.

There are considerable doubts about the competence and skills of AP boards:

- the available skills vary a great deal between funds;
- the appointment process tends not to take into account fund requirements;
- low compensation levels cut against commitment, notwithstanding responsibilities.

The composition of AP boards tends to constrain effective decision-making:

- there are shortfalls in the knowledge and understanding of investment strategies;
- these shortfalls are especially significant when considering alternative investments;
- the boards encourage convention by converging on strategies pursued by other APFs.

There is ambiguity as to the powers of fund executives:

- formal statements of delegated responsibilities are rare;
- amplifies the problems faced by funds when dealing with market volatility;
- ‘managing’ the expectations of boards has become important in these circumstances.

There is also concern about the skills of fund executives and portfolio managers:

- preoccupation with costs may impair recruitment of the most talented individuals;
- this is particularly true for those that have skills and experience outside of conventional asset classes;
- these types of skills are especially important given the risks incurred by each fund.

AP funds face a very challenging environment:

- their notional share of pension liabilities results in ambitious rate of return targets;
- the scope of effective investment strategies are constrained by investment rules;
- one consequence is over-reliance on certain asset classes and the assumption of high levels of risk.

Information management systems are crucial for effective decision-making:

- the obsession with costs cuts against large-scale investment in information architecture;
- this creates a patchwork network of fund-specific information systems;
- combining bespoke systems with various (different) external suppliers is not ideal.

Reported Priorities

Throughout our interviews, we kept a checklist of the issues raised by respondents that require resolution. Whatever the shape and size of the AP system going forward, the following issues were identified by respondents as crucial for the future of the AP system.

Respondents believe that it is crucial to:

- clarify who is the sponsor; and
- clarify the objectives or mandate of the AP system and the specific AP funds therein.

Just as important is clarification of the relationship between the sponsor and the funds including:

- reconciliation of fund-specific target rates of return with system-wide risk exposure; and
- reduce or eliminate investment restrictions on asset classes.

Notwithstanding the status of AP funds' board members, it was noted that many board members believe that the time given to the funds is fungible (given their other demanding roles and responsibilities in the public and private sectors). In this respect, it is crucial to

- reform the procedures regarding board appointment;
- clarify board members' responsibilities and the powers of fund executives;
- set compensation levels consistent with responsibilities.

A number of issues were deemed important but less significant, including the following:

- the costs of services, including investment management;
- the recruitment and compensation of younger staff;
- the headcount of each AP fund.

Most respondents indicated that size (AuM) is not a problem:

- at about €20 billion, the AP funds are 'large' compared to peers (in the UK, US, Australia);
- AP funds have access to global service providers and investment managers;
- AP funds are desired clients, even if at the margin of markets (e.g. London hedge funds).

On the other hand, there would appear to be constraints related to size:

- innovation is difficult, being costly and often requiring scarce skills;
- risk diversification is a challenge, accentuated by investment restrictions;
- access to global opportunities typically relies upon external providers;
- large European institutions have highly competitive compensation regimes; especially for the most needed talent.

Implications and Conclusions

It is rare for a national retirement system to be reconsidered both in its entirety and with respect to the functionality or otherwise of its institutions. More often than not, these types of systems are adapted incrementally; attempts are generally made to reconcile the gap between functional effectiveness and changing realities. The Swedish system is widely recognised around the world as more ‘fit for purpose’ than many other systems because of the reforms taken in the late 1990s and the institutional framework, including the buffer funds, established in 2000/2001. Most other developed economies have systems that owe their origins to the decades immediately following the Second World War.

At the same time, the new realities have brought to the fore issues and considerations that warrant concern: the buffer fund institutions may not be as effective as hoped, and the challenges they face going forward over the coming decades may undercut their viability. In our assessment of the governance of these institutions, we have drawn upon our experience with other similar institutions, pension funds, endowments, and sovereign wealth funds. One lesson to be learned from our research is that no institution is ever perfect. Equally, it is apparent that institutional innovation in response to changing circumstances can reap enormous social benefits.

We have had the privilege of meeting many stakeholders in the current system. We were especially pleased to meet those that had responsibility for the reform process and institutional design. Amongst those that were responsible for the design of the system and those currently responsible for its oversight, management, and implementation, there is widespread recognition that crucial issues are still to be resolved. Here, then, is an opportunity to make good on the remarkable vision that sustained the reform process and institutional design. In this respect, three issues stand out:

First, the relationship between the notional ‘sponsor’ and the AP funds: the current arrangement would seem to be unsatisfactory, more often than not emphasising short-term issues at the expense of a genuine long-term perspective on the AP funds’ mandate and their goals and objectives.

Second, the ‘missing’ oversight institution and the relationship between the AP funds: the AP funds would benefit from an oversight institution which carries with it strategic responsibilities for

the entire system, the representative functions of a Swedish social institution, and the responsibility for allocating investment and risk mandates to fund managers.

Third, the coexistence of five separate funds: the current arrangement of AP funds has not resulted in beneficial competition between funds. Rather, there are many pressures on these funds to converge rather than compete, just as there are many pressures on these funds not to cooperate or to share services.

In our view, these problems can be resolved in favour of a more effective and dynamic Buffer Fund system. Given the new realities, and the emergence of very large competing institutions in Europe and around the world, the best solution would be to create a single two-tiered institution based upon a supervisory board and an executive board (and its related investment institution).

References (research programme)

- Clark, G. L. 2000. *Pension Fund Capitalism*. Oxford: Oxford University Press.
- Clark, G. L. 2004. Pension fund governance: expertise and organizational form. *Journal of Pension Economics and Finance* 3: 233–53.
- Clark, G. L. 2012. From corporatism to public utilities: workplace pensions in the 21st century. *Geographical Research* 50:31–49.
- Clark, G. L., Caerlewy-Smith, E. and Marshall, J. C. 2006. Pension fund trustee competence: decision making in problems relevant to investment practice. *Journal of Pension Economics and Finance* 5: 91–110.
- Clark, G. L., Caerlewy-Smith, E. and Marshall, J. C. 2007. The consistency of UK pension fund trustee decision-making. *Journal of Pension Economics and Finance* 6: 67–85.
- Clark, G. L. and Monk, A. H. B. 2010. The Norwegian Government pension fund: ethics over efficiency. *Rotman International Journal of Pension Management* 3(1): 14–19.
- Clark, G. L. and Monk, A. H. B. 2011. Pension reserve funds: aligning form and function. *Rotman International Journal of Pension Management* 4(2): 18–25.

- Clark, G. L. and Monk, A. H. B. 2012. The scope of financial institutions: in-sourcing, outsourcing, and off-shoring. Available at www.ssrn.com *Journal of Economic Geography* (forthcoming)
- Clark, G. L. and Urwin, R. 2008a. Best-practice pension fund governance. *Journal of Asset Management* 9(1): 2–21.
- Clark, G. L. and Urwin, R. 2008b. Making pension boards work: the critical role of leadership. *Rotman International Journal of Pension Management* 1(1): 38–45.
- Clark, G. L. and Urwin, R. 2010. Innovative models of pension fund governance in the context of the global financial crisis. *Pensions: An International Journal* 15(1): 62–77.

Other References

- Brennan, T. J. and Lo, A. 2010. Impossible frontiers. *Management Science* 56:905–23.
- Lo, A. 2004. The adaptive markets hypothesis: market efficiency from an evolutionary perspective. *Journal of Portfolio Management* 30: 15–29.
- Merton, R. and Bodie, Z. 2005. The design of financial systems: towards a synthesis of function and structure. *Journal of Investment Management* 3: 1–23.
- Roe, M. J. 2006. Legal origins, politics, and stock markets. *Harvard Law Review* 120: 460–527.
- Summers, R. S. 2006. *Form and Function in Legal Systems*. Cambridge: Cambridge University Press.

Kostnadseffektiviseringsanalys av Första–Fjärde AP-fonderna



Slutrapport

Rapportöversikt

Avsnitt 1 ger en sammanfattning av de resultat och slutsatser Ernst & Young kommit fram till i sin analys av fondernas kostnader och effekten av två scenarier.

Avsnitt 2 beskriver bakgrunden till utredningen, uppdragets syfte och mål samt genomförande.

Avsnitt 3 redogör för Första–Fjärde AP-fondernas portföljsammansättning och kostnader 2011.

Avsnitt 4–5 innehåller för respektive scenarioanalys:

- Beskrivning av scenario
- Potential för kostnadseffektivisering
- Genomförbarhet och implementeringskostnader
- Risker och möjligheter
- Resultat och slutsatser

Avsnitt 6 summerar och jämför nuläget, Scenario 1 och 2.

Bilaga 1 innehåller tilläggsinformation till Scenario 1.

Sammanfattning

Buffertkapitalsutredningen (Fi 2011:11) har anlitat Ernst & Young som rådgivare för genomlysning av Första–Fjärde AP-fondernas kostnader som stöd till utredningen. Analysens syfte är att ge Buffertkapitalsutredningen underlag för vidare analys om möjliga kostnadseffektiviseringar av förvaltningen av buffertkapitalet. Analysen baseras på data från 2011 som respektive fond har sammanställt och verifierat. Fonderna analyseras inte enskilt utan endast som en helhet och uppdraget syftar inte till att utvärdera fondernas kostnadseffektivitet.

Uppdraget omfattar analys av nuläget samt två framtida tänkbara scenarier. Det första scenariot analyserar största möjliga samordning inom ramen för dagens regelverk med fyra oberoende fonder. Fonderna antas samla de administrativa funktionerna och lägga ut dessa till ett oberoende externt bolag, i rapporten benämnt Shared Service Center. Det andra scenariot avhandlar alternativet att konsolidera Första–Fjärde AP-fonderna till en enhet och samla hela kapitalet i en fond för att tillvarata största möjliga skalfördelar.

Första–Fjärde AP-fondernas löpande förvaltningskostnader¹ uppgår 2011 till cirka 1 100 mkr. Ställt i förhållande till genomsnittligt förvaltad kapital² 2011 motsvarar det cirka 12,7 baspunkter (bps)³. Inkluderas prestationsarvoden, som uppgår till cirka 246 mkr, kostar den löpande förvaltningen cirka 15,5 bps. Ett antal kostnadsslag har valts att lämnas utanför ramen för denna analys då de är komplexa och svårare att exakt fastställa. Det gäller främst kostnader relaterade till transaktion och anskaffning. Därmed antas dessa kostnader vara konstanta i de olika scenarior som analyseras.

Analysen ger vid handen en uppskattad årlig besparingspotential på cirka 50 mkr (4 procent) vid bildandet av ett Shared Service Center. Sett enbart till rörelsekostnaderna⁴ innebär detta en besparingspotential om 7 procent. Detta ger en löpande förvaltningskostnad på cirka 12,1 bps baserat på 2011 års genomsnittliga kapital. Om fonderna som i dag, behöver betala moms på externa

¹ Fondernas totala kostnader inklusive direkta (fasta) provisionskostnader (se utförlig beskrivning av kostnader i avsnitt 3 i rapporten).

² Genomsnittligt kapital 2011 var cirka 864 000 mkr och är uträknat som "ingående volym (2010-12-31) + utgående volym (2011-12-31) / 2.

³ Kostnad i förhållande till förvaltad kapital = (Kostnad/förvaltad kapital)*10 000.

⁴ Fondernas totala kostnader exklusive provisionskostnader och depåbankskostnader (se utförlig beskrivning av kostnader i avsnitt 3 i rapporten).

tjänster, begränsas besparingspotentialen till cirka 20 mkr per år, vilket istället ger en löpande förvaltningskostnad på 12,4 bps.

Den totala kostnaden för att genomföra implementeringen av detta scenario uppskattas till i storleksordningen 100 mkr. Tiden för att planera och implementera förändringen uppskattas till 18–24 månader. Det ger en återbetalningstid inklusive implementeringsprojektet på cirka fyra år alternativt 7 år beroende på momssituationen. Ytterligare kostnadseffektivisering kan antas på längre sikt genom ständiga förbättringar och mognare processer.

Den årliga besparingspotentialen vid konsolidering till en fond uppskattas till cirka 260 mkr (24 procent). Sett enbart till rörelsekostnaderna är besparingspotentialen 38 procent. Det ger en löpande förvaltningskostnad på cirka 9,7 bps baserat på 2011 års genomsnittliga kapital.

Den totala kostnaden för att genomföra implementeringen uppskattas till i storleksordningen 300 mkr. Tiden för att planera och genomföra förändringsprojektet uppskattas till cirka 18–24 månader. Det ger en återbetalningstid på cirka 3 år. Gällande detta Scenario finns det också potential till ytterligare kostnadseffektivisering då fondens storlek kan antas ge en förstärkt förhandlingsposition på marknaden. Detta gäller alla typer av kostnader, även spread, courtage och kostnader för extern förvaltning, vilka har valts att lämnas utanför denna rapport.

Det bör också poängteras att den här typen av förändringar är förenade med ett antal risker som måste tas i beaktande vid ett beslut. För respektive scenario redovisas en kortfattad riskanalys.

Scenarioanalysen i denna rapport görs utan att kostnader ställs i relation till avkastningen. Analysen utgår ifrån att förvaltningen och portföljallokeringen (och därmed avkastningen) är oförändrad.

1 Introduktion

1.1 Bakgrund till översyn

Buffertfondernas uppdrag är, enligt Kommittédirektivet (2011:84), att bidra till finansiering av framtida pensionsutbetalningar genom att långsiktigt maximera avkastningen i förhållande till bibehållen låg riskprofil. Framtida utbetalningsmönster och rådande marknadsförhållanden föranleder dock ett behov av att se över gällande regelverk.

Buffertkapitalsutredningen (Fi 2011:11) ska utvärdera lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder) med syfte att förbättra förutsättningarna för en kostnadseffektiv förvaltning av pensionssystemets buffertkapital. Utredningen ska bl.a. undersöka möjliga effektiviseringar av förvaltningen av buffertkapitalet, med beaktande av buffertkapitalets utveckling, risken för maktkoncentration och behovet av riskspridning.

Då Första–Fjärde AP-fondernas kostnader direkt belastar pensionssystemet har fondernas förvaltningskostnader behandlats inom ramen för regeringens utvärdering av fondernas verksamhet. För att förvaltningen av buffertkapitalet på bästa sätt ska kunna bidra till pensionssystemet måste den vara kostnadseffektiv.

Kostnadseffektivitet för Första–Fjärde AP-fonderna har tidigare utretts och inkluderar exempelvis KPMG (2005), Ernst & Young (2009) och Occam (2010). Även McKinsey & Company (2008–2011) har haft uppdraget av Finansdepartementet att genomföra en årlig utvärdering av AP-fondernas verksamhet. Vidare har en tidigare statlig utredning, Björkmo (2009:4), diskuterat effektiv förvaltning och styrning av AP-fonderna.

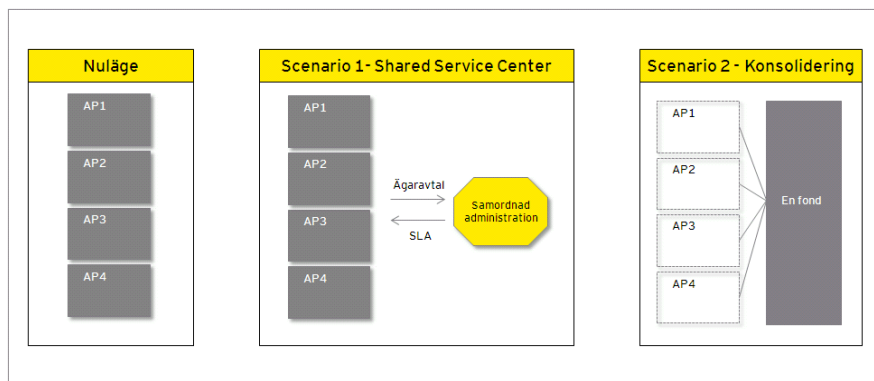
1.2 Uppdragets syfte, omfattning samt avgränsningar

Syfte och omfattning

Buffertkapitalsutredningen (Fi 2011:11) har anlitat Ernst & Young som rådgivare för genomlysning av Första–Fjärde AP-fondernas kostnader som stöd till utredningen.

Analysens syfte är att ge Buffertkapitalsutredningen underlag för vidare analys om möjliga kostnadseffektiviseringar av förvaltningen av buffertkapitalet. Uppdraget omfattar tre olika analysområden, dels att presentera nuläget, dels att analysera potential för kostnadseffektivisering inom ramen för två scenarios som är varandras ytterligheter. Scenario 1 utreder största möjliga samordning inom ramen för dagens regelverk med fyra oberoende fonder, medan Scenario 2 avhandlar största möjliga samordning utan att ta hänsyn till dagens regelverk.

Figur 1 Rapportens tre analysområden



De tre olika områdena är valda för att ligga till grund för Buffertkapitalsutredningens fortsatta diskussion där hänsyn kommer att tas till andra påverkande faktorer. Därmed kan fler scenarios, som ligger i gränslandet mellan de som tas upp inom ramen för denna rapport, komma att vara av intresse i det slutliga betänkandet.

I enlighet med uppdraget baseras rapporten på data från 2011 som respektive fond har sammanställt. Respektive fonds inrapporterade uppgifter har slutligen verifierats av fondens representanter.

Avgränsningar

Fonderna har enligt uppdraget inte analyserats enskilt utan endast som en helhet.

Ernst & Youngs uppdrag har varit att analysera och presentera kostnaderna och möjligheter till effektivisering av verksamheten med utgångspunkt i 2011 års förvaltningsmodeller. Alla antaganden för Scenario 1 bygger på att fondernas respektive förvaltningsmodell behålls intakt. För Scenario 2 antas att fondernas sammantagna förvaltningsmodell behålls intakt.

Enligt uppdraget presenteras kostnader i denna analys utan att sättas i relation till avkastningen. Det är dock viktigt att i en vidare analys inte se på kostnader isolerat när stordriftsfördelar och kostnadseffektivitet studeras. Det primära uppdraget för buffertfonderna är att uppnå högsta möjliga nettoavkastning, och inte enbart låga kostnader. Ernst & Young vill poängtera att kostnaderna alltid måste ställas i relation till exempelvis avkastning, risk och diversi-

fiering. I analysen presenterar dock Ernst & Young samordningsmöjligheter som inte bedöms att påverka avkastningen.

Uppdraget syftar inte till att utvärdera fondernas nuvarande kostnadseffektivitet.

2 Genomförande

Under uppdraget har kvantitativ och till viss del kvalitativ data samlats in från Första–Fjärde AP-fonderna vilken löpande har sammanställts och analyserats. Ett par möten har genomförts med fonderna och buffertkapitalutredningen gemensamt, därutöver har Ernst & Young träffat fonderna var och en för sig för att förtydliga viss data. Förutom information från fonderna själva har externa källor använts. Uppdraget har genomförts under perioden februari–mars månad 2012.

2.1 Insamling av data

Första–Fjärde AP-fonderna är i dag, till viss del, organiserade på olika sätt och använder sig av olika förvaltningsmodeller. För att kunna skapa en jämförlig bild och undvika skillnader i terminologi och tolkningar, har Ernst & Young tillsammans med fonderna arbetat fram en struktur till vilken informationen om respektive fond har anpassats. Därav har en del uppskattningar gjorts av fonderna som inte bygger på en detaljerad aktivitetsanalys. Skillnader kan därför uppstå på grund av olika tolkningar, men bedöms vara så begränsade att de inte har någon väsentlig inverkan på beskrivningen av de faktiska kostnaderna. För att kvalitetssäkra respektive fonds kostnader har Ernst & Young genomfört möten och avstämningar med fonderna. Respektive fonds inrapporterade uppgifter har slutligen verifierats av fondens representanter.

2.2 Beskrivning av genomförda analyser

För scenarioanalysen har Ernst & Young uppskattat kostnaden för att driva buffertkapitalförvaltningen inom ramen för de valda scenarierna, samt uppskattat den årliga potentiella kostnadseffektiviseringen. Ernst & Young har även uppskattat genomförbarheten att gå från dagens modell med fyra oberoende fonder till respektive

scenario, både kvalitativt vilka möjligheter och risker som kan materialiseras och kvantitativt genom att uppskatta kostnaden för övergången.

Valet av de två olika scenarierna, utöver nuläget, grundar sig i en diskussion mellan Ernst & Young och Buffertkapitalutredningen. För resonemang om ett antal andra samordningsmöjligheter inom dagens struktur hänvisas till bilaga 1.

Årlig kostnadseffektivitet för Scenario 1 och 2 har uppskattats med utgångspunkt i 2011 års data såsom beskrivet i nuläget. Uppskattning av möjliga skalfördelar har gjorts för respektive funktion och kostnadslag utifrån skalan låg, medel eller hög. Därefter har en estimering av besparingspotential i antal årsverken och/eller kronor gjorts. Besparingspotential och kostnad har uppskattats i ett spann mellan lägsta och högsta möjliga summa. I Scenario-beskrivningarna presenteras oftast mittpunkten i spannet. I tabeller och text presenteras många gånger avrundade belopp vilket leder till att summeringen kan se ut att misstämma.

Under uppdraget har Ernst & Young genomfört möten med Buffertkapitalutredningen för att diskutera uppdragets inriktning och slutsatser.

3 Nulägesbeskrivning

3.1 Inledning och förutsättningar

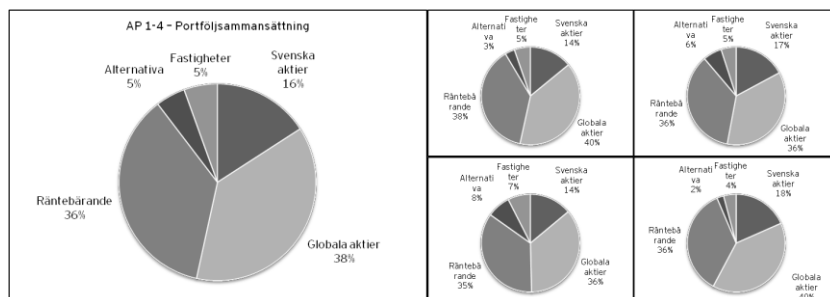
Nulägesbeskrivningen redogör för Första–Fjärde AP-fondernas portföljsammansättning och kostnader. Sammanställningen avgränsas till räkenskapsårets utfall 2011 och i de fallen där en ögonblicksbild krävs (t.ex. antal anställda) är vald tidpunkt 2011-12-31.

3.2 Portföljsammansättning

Det genomsnittliga kapitalet⁵ för Första–Fjärde AP-fonderna uppgår till 864 500 mkr, se fördelning i figur 1. På högsta allokeringsnivå är det endast mindre skillnader mellan Första–Fjärde AP-fondernas portföljsammansättningar.

⁵ Genomsnittligt kapital är uträknat som "ingående volym (2010-12-31) + utgående volym (2011-12-31) / 2".

Figur 2 Portföljsammansättning, genomsnittligt kapital 2011



För att göra en så korrekt analys som möjligt av kostnaderna, framförallt för intern och extern förvaltning, har Ernst & Young från fonderna även mottagit det förvaltrade kapitalet som 2011 års kostnader skall relateras till. Denna volym uppgår till 840 600 mkr. Skillnaden består främst i att kostnader för onoterade tillgångar baseras på åtaget kapital (committed capital) och inte på marknadsvärdet. Vidare inkluderas inte likviditetshantering (t.ex. kassa och bankmedel) i mottagen volymdata. Volymen, som presenteras i kommande avsnitt, är således något mindre än det faktiska fondkapitalet.

Vid presentation av fördelning och kostnader för förvaltningsstil (aktiv/passiv, internt/extern) används den av fonderna erhållna volymen som kostnaderna relateras till. Vid övrig jämförelse används det genomsnittliga kapitalet 2011.

3.2.1 Förvaltningsstil

Nedan åskådliggörs Första–Fjärde AP-fondernas förvaltning i förhållande till aktiv eller passiv samt intern eller extern förvaltning. Uppdelning har gjorts på fondernas noterade (handlas på en reglerad marknad, t.ex. aktier och räntor) respektive onoterade (alternativa investeringar, t.ex. Private Equity och fastigheter) portfölj.

Definition av förvaltningsstilar

Aktiv risk⁶ eller tracking error visar på hur mycket förvaltaren av en viss fond, ett tillgångsslag eller dylikt avviker från marknaden (ett visst index). Det råder delade meningar om hur stor avvikelse från marknaden som en förvaltare ska ta för att förvaltningen ska räknas som antingen aktiv, enhanced eller passiv. I inledningen av uppdraget kom Buffertkapitalutredningen och Första–Fjärde AP-fonderna gemensamt fram till nedan definition av förvaltningsstil där aktiv risk per förvaltningsstil ligger något lägre än många andra fondförvaltares definitioner.

Aktiv förvaltning

Portföljförvaltning där den egna portföljen har en annan sammansättning än index i syfte att uppnå en högre avkastning. *Aktiv risk över 1 procent.*

Enhanced (Semi-passiv/aktiv) förvaltning

Portföljförvaltning med en något högre aktiv risk än passiv förvaltning, dvs. en indexnära förvaltning med ett begränsat aktivt inslag. Även kallad semi-passiv/aktiv förvaltning. *Aktiv risk över 0,25 procent och under 1 procent.*

Passiv/Indexförvaltning

Portföljförvaltning där den egna portföljen har samma sammansättning som ett valt index i syfte att uppnå samma avkastning som indexet. Även kallad indexförvaltning. *Aktiv risk upp till 0,25 procent.*

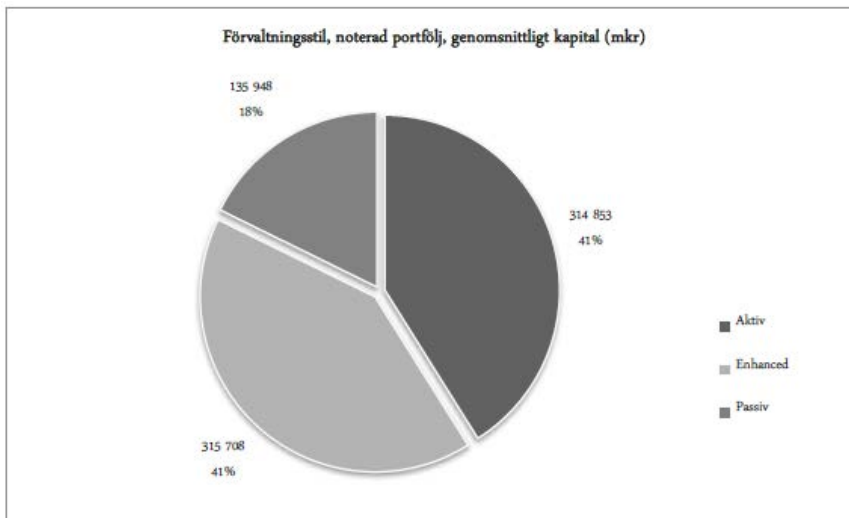
Förvaltningsstil noterad portfölj

Majoriteten av fondernas noterade tillgångar är, enligt ovan definition, aktivt eller enhanced förvaltade. Fonderna menar dock att de internt tar ett aktivt beslut även för den passiva förvaltningen

⁶ Aktiv risk eller tracking error mäts oftast som standardavvikelsen i skillnad mellan den faktiska avkastningen och jämförelseindexets avkastning.

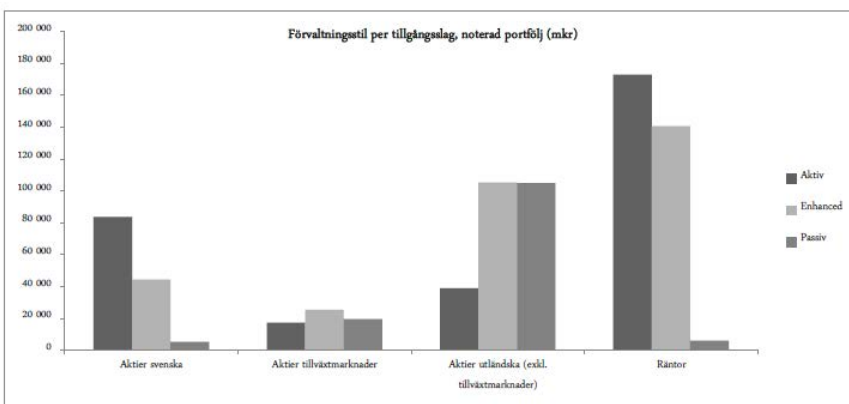
p.g.a. allokeringsbeslut, val av index m.m. Totalt förvaltades 59 procent av den noterade portföljen med en aktiv risk under 1 procent.

Figur 3 Förvaltningsstil, noterad portfölj



Sett till uppdelning per tillgångsslag domineras svenska aktier och räntebärande tillgångar av aktiv förvaltning, medan övrig aktieförvaltning i större utsträckning bedrivs passivt eller enhanced.

Figur 4 Förvaltningsstil per tillgångsslag, noterad portfölj



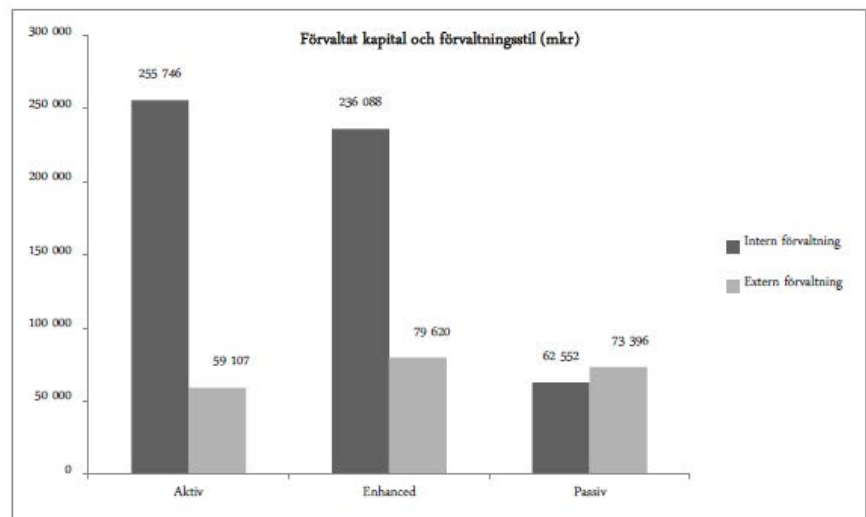
3.2.2 Intern och extern förvaltning

De främsta skälen till att välja extern förvaltning kan dels vara att stordriftsfördelar inte kan uppnås internt för att ge en kostnads-effektiv förvaltning, dels att den specifika kompetens som krävs inte finns eller kan byggas upp internt. Nuvarande regelverk stipulerar att minst 10 procent av kapitalet skall förvaltas externt. I dagsläget är cirka 30 procent av det samlade fondkapitalet externt förvaltad.

Internt/Externt (noterad portfölj)

Av de noterade tillgångarna förvaltas totalt sett cirka 72 procent internt och 28 procent externt. Andelen externt förvaltad kapital varierar fonderna emellan från cirka 18 procent till 38 procent. Vid jämförelse mellan den interna och den externa portföljen visar figur 4 att fonderna internt förvaltar en större andel aktivt och enhanced medan den externa portföljen är mer jämt fördelad.

Figur 5 Förvaltad kapital och förvaltningsstil, noterad portfölj



Internt/Extern (onoterad portfölj)

Skälen till att använda sig av extern förvaltning är desamma för onoterade tillgångar som för noterade. När det gäller investeringar i onoterade bolag förbjuds i vissa fall fonderna enligt lag att göra direktinvesteringar vilket leder till att de investerar via riskkapitalbolag eller fonder. Fondernas portfölj får enligt placeringsreglerna innehålla maximalt 5 procent onoterade aktier. För investeringar i fastigheter finns dock inga begränsningar. Fördelningen mellan intern och extern förvaltning är jämt fördelad, se tabell 1 nedan.

Tabell 1 Onoterad portfölj, genomsnittligt kapital

Onoterad portfölj, genomsnittligt kapital (mkr)	
Intern förvaltning	39 686
Extern förvaltning	34 428
Totalt	74 114

3.3 Kostnader

3.3.1 Beskrivning av kostnader

Rörelsekostnaderna har delats in i 5 kategorier:

- **Personal** inkluderar alla kostnader relaterade till fondernas totala personalstyrka, inklusive kostnader för inhyrd personal och styrelse. Personalkostnad innefattar lön, pension, sociala avgifter, rörlig lön, utbildning samt andra förmåner. Interna konferenser och resor ingår inte i personal utan återfinns i övriga kostnader.
- **Köpta tjänster** inkluderar kostnader för konsulter (löpande och engångskostnader) samt kostnad för revision och outsourcade tjänster.
- **IT och system** innefattar kostnader för alla system som används av fonderna, inklusive eventuella konsultkostnader som är kopplade till specifika system (t.ex. drift och utveckling). IT inkluderar även hårdvara och drift av infrastruktur.
- **Lokal** består av alla kostnader kopplade till lokalerna, såsom hyra, löpande drift och underhåll, el, försäkring m.m.

- **Övriga kostnader** inkluderar exempelvis resor, interna konferenser, porto, telefoni, övriga förbrukningsvaror etc.

Provisionskostnader har delats in i fyra kategorier:

- **Direkta provisionskostnader** omfattar fasta arvoden till externa förvaltare samt fasta avgifter för noterade fonder. Kostnaderna redovisas i resultaträkningen som en avdragspost under rörelsens intäkter. För att få en jämförbar och korrekt bild av verkligheten har Ernst & Young bortsett från upplösningar av momsreserver då vissa fonder har löst upp momsreserver gentemot provisionskostnader och andra inte. Således kan provisionskostnaderna i fondernas årsredovisningar skilja sig mot siffrorna i denna rapport.
- **Depåbankskostnader** innefattar kostnader för bastjänster såsom förvaring av tillgångar samt kostnader för andra clearingbanker. Kostnaden återfinns under provisionskostnader och redovisas i resultaträkningen som en avdragspost under rörelsens intäkter. Kostnader för outsourcing till depåbank, t.ex. redovisning och matchning ingår i köpta tjänster.
- **Prestationsbaserade arvoden** utgår när förvaltare uppnår en avkastning utöver överenskommen nivå där vinstdelning tillämpas. Prestationsbaserade arvoden redovisas inte som kostnader, utan ingår i nettoresultatet för tillgångarna. Ernst & Young har därför valt att illustrera dessa siffror separat.
- **Övriga provisionskostnader** omfattar i detta avseende transaktionskostnader (endast i form av courtage), samt särskilda förvaltningskostnader för onoterade tillgångar. Transaktionskostnader redovisas inte som kostnader utan ingår i nettoresultatet för tillgångarna. Förvaltningskostnader för onoterade tillgångar redovisas, där återbetalning medges innan vinstdelning, som en del av ingående marknadsvärde. Ernst & Young har därför valt att illustrera dessa siffror separat.

Vidare har Ernst & Young och Buffertkapitalutredningen valt att lämna en del kostnader utanför ramen för denna analys då de är komplexa och svårare att fastställa. Det gäller främst kostnader relaterade till transaktion och anskaffning, såsom spread-kostnader, dvs. skillnaden mellan köp- och säljkurs samt anskaffningskostnader relaterade till direktinvesteringar i onoterade tillgångar, t.ex.

fastigheter. Därmed antas dessa kostnader vara konstanta i rapporten.

Dessa kostnader, tillsammans med övriga provisionskostnader ovan, lämnas normalt utanför vid beräkning av löpande förvaltningskostnader (och bps). Dock är de viktiga för fonderna att ha god inblick i och löpande uppföljning av.

3.3.2 Total kostnadsfördelning

De totala samlade kostnaderna för Första–Fjärde AP-fonderna uppgår till cirka 1 095,6 mkr, exklusive prestationsbaserade arvoden och övriga provisionskostnader. Fonden med högst andel av de totala kostnaderna står för cirka 34 procent, och den med lägst andel står för cirka 19 procent. Rörelsekostnaderna uppgår till cirka 641,2 mkr.

I förhållande till genomsnittligt fondkapital uppgår den totala kostnaden, exklusive prestationsbaserade arvoden och övriga provisionskostnader, till cirka 12,7 bps⁷. Rörelsekostnaden i relation till förvaltad kapital uppgår till cirka 7,4 bps.

Tabell 2 Total kostnadsfördelning

Kostnadslag	Kostnad (mkr)	Andel (%)
Personal	390,6	35,6 %
IT system	126,5	11,5 %
Direkta provisionskostnader	413,9	37,8 %
Depåbank	40,5	3,7 %
Köpta tjänster	45,4	4,1 %
Lokal	37,3	3,4 %
Övrigt	41,5	3,8 %
Totala kostnader	1 095,6	100,0 %

3.3.3 Personal

Totala antalet anställda uppgår till 223, motsvarande cirka 206 årsverken⁸. Antalet styrelsemedlemmar uppgår till 36 personer (ingår ej i totalt antal anställda/årsverken).

⁷ Baspunkter = hundra delar procent.

⁸ Årsverken = heltidsanställda (FTE).

Den lägsta personalkostnaden för fonderna uppgår till 93,7 mkr och den högsta till 102,6 mkr. Personalkostnaden per personalkategori varierar mellan 2,15 mkr (front office) och 0,835 mkr (assistenter). Kategorin Övrigt inkluderar exempelvis ägarstyrning, kommunikation, reception, kontorsservice och assistenter.

Tabell 3 Personalkostnad per funktion

Funktion	Kostnad (mkr)	Andel (%)	Antal anställda	Antal årsverken
Front office	228,6	58,5 %	110	103
Middle office	28,6	7,3 %	22	20
Back office	14,7	3,8 %	17	15
HR	8,3	2,1 %	6	6
Ekonomi	12,4	3,2 %	12	10
Juridik/Compliance	12,5	3,2 %	7	7
IT	20,5	5,3 %	19	17
Övrigt	38,1	9,7 %	27	23
VD	23,5	6,0 %	4	4
Styrelse	3,4	0,9 %		
Totalt	390,6	100,0 %	223	206
<i>varav ledningsgrupp</i>	<i>44,9</i>	<i>11,5 %</i>	<i>17</i>	<i>17</i>

Front office uppdelat per tillgångslag

Sett till fördelning av antalet årsverken är Allokering/Exponering störst följd av Räntor/valutor, Utländska aktier, Svenska aktier och Alternativa investeringar. Här föreligger inga stora skillnader i personalkostnader mellan vare sig fonderna eller kategorierna. Två av fonderna skiljer ut affärsregistrering och tre av fonderna har även personer dedikerade till extern förvaltning. För övriga fonder utförs dessa aktiviteter av respektive avdelning.

Personalkostnaden för front office varierar för fonderna mellan cirka 50–66 mkr. Antalet anställda varierar mellan 20–34 och antalet årsverken varierar mellan 17,7–32.

Tabell 4 Kostnad front office

	Totalt	Aktier Svenska	Aktier Utländska	Räntor/ valutor	Alternativa investeringar	Allokering/ Exponering	Extern förvaltning	Affärs- registrering
Personal- kostnad (mkr)	228,6	31,0	41,4	49,1	23,9	61,6	11,3	10,2
Totalt antal anställda	110	17	18	23	15	26	7	5
Totalt antal årsverken	103,4	15,6	19,0	21,6	10,7	25,7	5,6	5,3

Kostnaden för internt förvaltad kapital inom den noterade portföljen uppgår till cirka 500 mkr, inklusive uppskattad andel av personal, IT och system, köpta tjänster, lokal och övriga tjänster (alla direkta kostnader relaterade till extern förvaltning har exkluderats). Genomsnittligt förvaltad kapital i den noterade portföljen är cirka 554 000 mkr vilket ger en intern förvaltningskostnad på cirka 9 bps. Kostnaden fördelat på tillgångsslag är lägst för räntor/valutor, följt av svenska aktier och utländska aktier.

Vad gäller den interna förvaltningen av den onoterade portföljen domineras den av fondernas direktägande i fastigheter. I förhållande till förvaltad kapital kostar denna portfölj cirka 16,4 bps i löpande förvaltningskostnader. Totala löpande förvaltningskostnader för hela den interna portföljen ligger därmed på cirka 9,5 bps.

Tabell 5 Kostnad intern förvaltning noterad portfölj

Kostnad intern förvaltning	Total	Aktier Svenska	Aktier Utländska	Räntor/ valutor	Alternativa investeringar	Allokering/ Exponering
Total kostnad (mkr)	564,4	91,2	114,8	132,4	65,0	160,9
Total volym (mkr)	594 072,9	130 398,2	139 843,5	284 145,0	39 686,2	n/a
Kostnad intern förv.	0,095 %	0,070 %	0,082 %	0,047 %	0,164 %	n/a
Exkl. alternativa investeringar:	0,090 %					

Front office och förvaltningsstil noterad portfölj

Inom den noterade portföljen har aktiv förvaltning högst kostnader eftersom den driver mest personal, se tabell 6. Andel av personal som bedriver aktiv förvaltning uppgår till cirka 61 procent

Tabell 6 Front office och förvaltningsstil

Intern förvaltningskostnad	Kostnad (mkr)	Snittvolym (mkr)	Kostnad (%)
Aktiv	306	255 746	0,120 %
Enhanced	139	236 088	0,059 %
Passiv	54	62 552	0,087 %
Totalt	499	554 387	0,090 %

3.3.4 IT och system

Första–Fjärde AP-fondernas kostnad för IT och system står för cirka 11,5 procent av de totala kostnaderna, se fördelning i tabell 7.

Tabell 7 IT och system

IT och system	Kostnad (mkr)	Antal system	Andel (%)
Portföljssystem	27,3	8	22 %
Risk- och performance-system	12,8	8	10 %
Marknadsdata	45,9	53	36 %
IT drift och support	29,3	n/a	23 %
Handelssystem	3,7	6	3 %
Ekonomi- och HR-system	0,6	8	0 %
Övriga info-tjänster	1,0	10	1 %
Övrigt	5,9	27	5 %
Totalt	126,5	120	100 %

Tre av fonderna använder sig av portföljssystemet SimCorp Dimension, medan en fond använder sig av Wallstreet Suite. Kostnaden för portföljssystem (som också inkluderar Burgiss Private-I⁹ för alternativa investeringar) uppgår till cirka 27 mkr.

Wallstreet Suite är det billigaste portföljssystemet med en kostnad på cirka 2,8 mkr, medan kostnaden för SimCorp Dimension

⁹ Private-I kan även ses som ett handelssystem eller som ett analys/uppföljningssystem.

varierar mellan 6,5 mkr och 8,4 mkr. Burgiss Private-I kostar totalt cirka 2 mkr.

Fonderna använder sig av olika risksystem såsom Wilshire, RiskMetrics, Barra och MSCI/RiskManager¹⁰. För marknadsvärdering och performance-uppföljning används portföljssystemen tillsammans med ett performance-system. Två av fonderna använder sig av PEARL, medan två har egenutvecklade system. Kostnaden för risk- och performance-system uppgår till cirka 12,8 mkr, där risksystemen står för cirka 53 procent.

I kategorin marknadsdata ingår kostnader för prisleverantörer (t.ex. Bloomberg och Reuters), indexleverantörer (t.ex. MSCI/Barra), börsdata (t.ex. Deutsche Börs) och analysdatabaser (t.ex. Factset).¹¹ Kostnaderna för dessa uppgår till cirka 46 mkr. Fondernas leverantörer av marknadsdata skiljer sig något åt men alla använder sig av både Bloomberg och Reuters som prisleverantörer och MSCI som indexleverantör. Vidare finns det ett antal leverantörer som är samma för några av fonderna, där t.ex. tre av fonderna har SIX och Nasdaq/OMX som indexleverantörer.

IT-drift och support inkluderar bl.a. drift av infrastruktur, servrar, serverhall, datacenter, nät, trådlöst nät, lagring, back-up, övervakning m.m., såväl interna kostnader som kostnader för IT-outsourcing. Fonderna har sammantaget 17 årsverken som jobbar med IT och systemadministration (dessa kostnader återfinns i denna rapport under personal).

Handelssystemen består exempelvis av FX-All, TradeSec, TradeWeb och VPD. Övriga info-tjänster inbegriper bl.a. tjänster för mediebevakning såsom Retriever och Cision.

Fonderna använder sig av åtta olika ekonomi- och HR-system 2011, där bl.a. tre av fonderna använder Visma. Andra program som används innefattar Agresso, Excellerator, AGDA och OneStop-Reporting.

I kategorin Övrigt inkluderas exempelvis matchnings- och avstämningssystem, diariesystem och licenser från Microsoft m.m. System för matchning och avstämning skiljer sig åt mellan fonderna beroende på hur mycket de lägger ut på tredjepart. Exempelvis använder sig två av fonderna av Misys och Omgeo för matchning, medan två av fonderna outsourcar detta till sina depåbanker.

¹⁰ Alla risksystem ägs av MSCI.

¹¹ Börsdata och analysdatabaser ingår i övriga informationssystem i tabell ovan.

3.3.5 Depåbankskostnader

Depåbankskostnader uppgår sammantaget till 40,5 mkr. Den fonden med högst kostnad för depåbank uppgår till 14,4 mkr och den med lägst kostnad har en kostnad på 8,2 mkr.

Kostnaderna för depåbank beror delvis på antalet transaktioner och förvaltad kapital som förvaras. Dessutom påverkas kostnaderna av på vilka marknader man är aktiv, exempelvis är avvecklings- och förvaringskostnader generellt högre för tillväxtländer. I dag har två av fonderna Northern Trust (NTRS), en JP Morgan (JPM) och en State Street Bank som depåbank. I tillägg till depåbankerna används dessutom olika clearingbanker såsom Goldman Sachs, Svenska Handelsbanken, JPM, NTRS samt andra parter för andra tilläggs-tjänster. Exempelvis outsourcar tre av fonderna gemensamt collateral management gällande OTC-derivat till SEB.

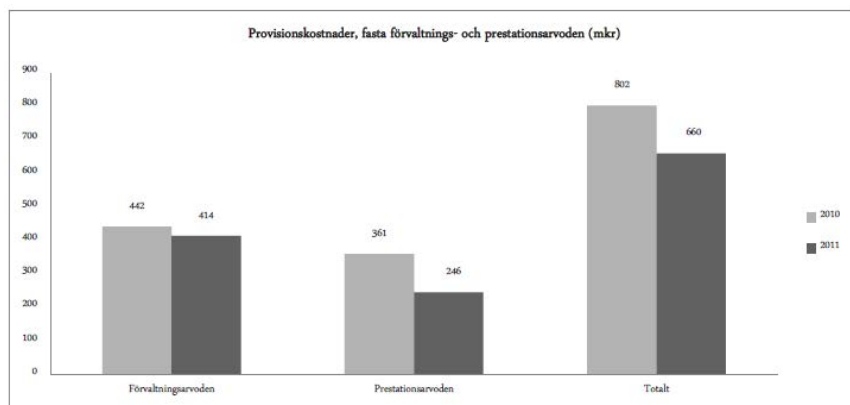
Tre av fonderna har värdepappersutlåning, vilket ger räntei-ntäkter på cirka 169 mkr.

3.3.6 Provisionskostnader

Av fondernas totala kostnader består cirka 38 procent av fasta externa förvaltningskostnader. Inkluderas kostnaderna för prestationsarvoden uppgår provisionskostnaderna till cirka 49 procent av de totala kostnaderna. I förhållande till genomsnittligt externt förvaltad kapital uppgår provisionskostnaderna, inklusive prestationsarvoden, till cirka 26,8 bps.

Provisionskostnader skiljer sig mellan fonderna, från cirka 22 mkr för den fonden med lägst redovisad kostnad till cirka 299 mkr för fonden med högst provisionskostnader. Skillnaderna beror främst på andel externt förvaltad kapital, tillgångsslag och förvaltningsstil (aktiv, enhanced, passiv).

Figur 6 Provisionskostnader, fasta förvaltnings- och prestationsarvoden



Noterade aktier har, i de flesta fall, lägst förvaltningsavgifter följt av räntebärande värdepapper, fastigheter, hedgefonder och onoterade tillgångar. De illikvida tillgångarna är mer komplexa och har därmed ofta högre förvaltningskostnader.

Kostnader för extern förvaltning (noterad portfölj)

De totala kostnaderna för externa förvaltningsarvoden uppgår till cirka 483 mkr för den noterade portföljen, vilket i förhållande till externt förvaltad genomsnittligt kapital ger en kostnad på 22,8 bps.

Tabell 8 Externa förvaltningsarvoden per förvaltningsstil, noterad portfölj

Externa förvaltningsarvoden	Kostnad (mkr)	Snittvolym (mkr)	Kostnad (%)
Aktiv	389,1	59 107	0,658 %
Enhanced	69,3	79 620	0,087 %
Passiv	24,4	73 396	0,033 %
Totalt	482,7	212 123	0,228 %

Kostnader för extern förvaltning (onoterad portfölj)

Kostnaderna uppgår till cirka 177 mkr och inkluderar exempelvis Private Equity-investeringar, riskkapitalfonder, fastighets- jordbruks- och skogsfonder etc. I förhållande till förvaltad kapital uppgår kostnaden till 51,4 bps.

Transaktionskostnader (courtage)

Transaktionskostnader är tillkommande kostnader som är direkt hänförliga till förvärv eller avyttring av en investering.

Courtage utgår vid köp och försäljning av aktier och redovisas som en avgående post under nettoresultatet för aktier. Fonderna gör så för att skapa jämförbarhet med andra tillgångsslag och för att det räknas som en anskaffningskostnad. Kostnader för courtage uppgår till cirka 138 mkr, varav ungefär 34 mkr härrör courtagekostnader för extern förvaltning.

Vid köp och försäljning av andra tillgångsslag utgörs transaktionskostnaden nästan uteslutande av spread, dvs. skillnaden mellan köp- och säljkurs. Dessa kostnader kommer inte att behandlas vidare i denna rapport.

Förvaltningsarvoden för onoterade tillgångar som medger återbetalning före vinstdelning vid avyttring

Ovan redovisade förvaltningsarvoden för alternativa investeringar motsvarar kostnadsförda förvaltararvoden. Utöver dessa finns kostnader som inte kostnadsförs enligt fondernas gemensamma principer då avtalen medger återbetalning av erlagda förvaltningsarvoden före vinstdelning vid avyttring. Dessa uppgår till 462,5 mkr. Dessa arvoden lägger fonderna, i enlighet med praxis och fondens redovisningsprinciper, till anskaffningsvärdet, vilket innebär att de endast påverkar förvaltningsresultatet vid marknadsvärdering.

Avtal externa förvaltare

Enligt information från hemsidor och årsredovisningar använder sig fonderna, i vissa fall, av samma förvaltare. Ernst & Young har även tagit del av oidentifierade och inom marknader och tillgångsslag samlade externa mandat, inklusive prisstruktur. Analys av dessa uppgifter visar på att de externa förvaltarens mandat skiljer sig åt, t.ex. gällande marknader och val av passiv, enhanced eller aktiva förvaltning.

3.3.7 Övriga kostnader

Köpta tjänster

Kostnaden för köpta tjänster uppgår till cirka 45,4 mkr. 10 mkr anses vara jämförelsestörande, på grund av en fonds stämning av tidigare depåbank, och utesluts därmed från köpta tjänster. Skillnaderna mellan fonderna är stora, där den högsta kostnaden är cirka 20,4 mkr och den lägsta cirka 6,8 mkr. Den största skillnaden återfinns i konsultkostnader av engångskaraktär.

Tabell 9 Köpta tjänster

Köpta tjänster	Kostnad (mkr)
Konsultkostnader (löpande)	13,9
Konsultkostnader (engångskostnad)	27,2
Revision	4,3
Totalt	45,4

Lokal

Första–Fjärde AP-fondernas lokaler kostar cirka 37,3 mkr. Lokalernas storlek uppgår till 5 664 kvm, vilket ger en kostnad på cirka 6 600 kr/kvm. Den lägsta lokalkostnaden är cirka 5,2 mkr och den högsta 11,5 mkr. Kostnaden per kvadratmeter varierar mellan 3 430–10 110 kr. Skillnaden beror främst på placeringssort.

Övrigt

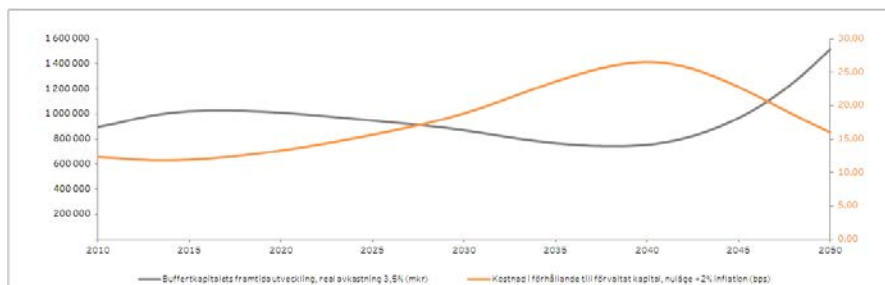
Övriga kostnader uppgår till cirka 41,5 mkr. Fondernas kostnader ligger inom spannet 5,3–11,2 mkr.

3.4 Framtida utveckling av buffertkapitalet

Enligt data från Pensionsmyndighetens Orange rapport 2010 (senaste för denna rapport tillgänglig data) kommer buffertkapitalet inom ramen för Första–Fjärde AP-fonderna successivt att minska fram till 2041 på grund av nettoutflöde för att täcka upp för kommande års underskott i pensionssystemet. Detta trots en uppskattad årlig real avkastning på 3,25 procent för fonderna. Det innebär

att om fondernas omkostnader behålls på dagens nivå (justerat med en årlig inflation på 2 procent) kommer kostnad per förvaltat krona att öka. Dagens förvaltningskostnad på 12,7 bps skulle enligt pensionsmyndighetens uppskattning av förändrat förvaltat kapital uppgå till cirka 13,3 bps 2020 och 26,5 bps 2040, se graf¹² nedan.

Figur 7 Framtida nominell utveckling av buffertkapitalet samt bps (Pensionsmyndighetens Orange rapport 2010)



3.5 Sammanfattning nuläge

Första–Fjärde AP-fondernas löpande förvaltningskostnader uppgår till cirka 1 100 mkr. Ställt i förhållande till förvaltat genomsnittlig volym motsvarar det cirka 12,7 bps. Inkluderas prestationsarvoden, som uppgår till cirka 246 mkr, kostar den löpande förvaltningen cirka 15,5 bps. Det genomsnittliga kapitalet uppgår till cirka 864 500 mkr.

Det är viktigt att inte enbart se till kostnader när kostnads-effektivitet studeras. Det primära är att uppnå hög nettoavkastning, och inte enbart låga kostnader. Ernst & Young vill poängtera att kostnaderna alltid måste ställas i relation till exempelvis avkastning, risk och diversifiering.

¹² Grafen visar nominell avkastning inkl. 2 % inflation (1,0325x1,02) samt kostnader för 2011, också justerade med 2 % för inflation. Då kapitalförvaltning är en löneintensiv bransch kan kostnaderna också komma att öka i högre grad än endast inflationen p.g.a. BNP-tillväxten. Det tillsammans med att Pensionsmyndigheten använder ett avkastningsmål som fonderna historiskt sett har haft svårt att nå, ger en anledning att tro att förvaltningskostnad i förhållande till förvaltat kapital kommer att kunna bli högre än vad grafen visar.

4 Scenario 1

4.1 Bakgrund

Gällande Scenario 1 har utredningen i enlighet med Kommittédirektivet 2011:84 valt att titta närmre på samordningsmöjligheter inom ramen för dagens regelverk. I direktivet anges följande: *”Möjligheten att driva samarbetet längre bör prövas, t.ex. gällande IT-system, lokaler och administration. Ett sådant alternativ är flera fonder som bedriver förvaltning oberoende av varandra men som har en gemensam administration.”*

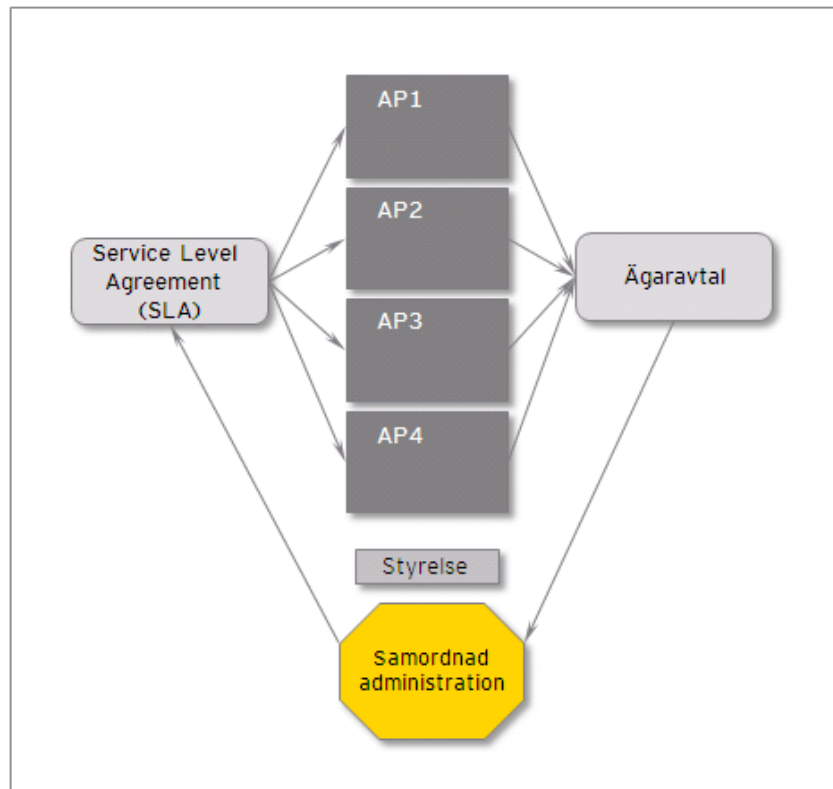
En viktig utgångspunkt för analysen är att samordning ska drivas så långt som möjligt utan att antas kunna störa konkurrensen eller oberoendet fonderna emellan.

Enligt direktivet ska utredningen se till största möjliga samordning inom ramen för dagens struktur med fyra oberoende buffertfonder. Ernst & Young tillsammans med utredningen anser att ett gemensamt så kallat Shared Service Center tar samordningen inom dagens struktur längst. Läs mer om innebörden av ett Shared Service Center i bilaga 1 som du finner sist i denna rapport.

4.2 Beskrivning av Scenario 1

Samordnad administration genom ett Shared Service Center (nedan i rapporten förkortat till SSC) innebär kortfattat att samtliga stöd- och administrativa funktioner samlas till ett oberoende externt bolag. Ett Service Level Agreement (SLA) upprättas för att hantera servicenivåer, prioriteringsordning, pris etc. En minimal inköps- och beställarorganisation etableras inom respektive fond.

Figur 8 Konceptuell bild på ägandestrukturen vid en samordnad administrationsenhet (SSC)



Då konkurrensen ska bevaras intakt fonderna emellan kommer ett antal funktioner behöva behållas inom ramen för de enskilda fonderna. I analysen har Ernst & Young valt att se på fondernas olika processer och funktioner som antingen strategiska eller operationella. Kärnverksamheten och de strategiska processerna lämpar sig sällan att lägga i en extern samordnad administrationsenhet såsom ett SSC, medan de mer operationella processerna fungerar bättre att läggas ut externt.

Utgångspunkten är därmed att all personal som tillhör kärnverksamheten eller är nära kopplade till förvaltningsmodellen och de strategiska processerna är kvar inom respektive fond, medan övrig personal till olika grad är föremål för att ingå i en samordnad administration i ett SSC. Analysen utgår ifrån att frågan om till-

gång till konfidentiell information kan hanteras via sekretessavtal eller liknande.

Eftersom de delar av verksamheterna som direkt påverkas av bildandet av ett SSC omfattar ett relativt litet antal (cirka 100 årsverken) kommer det troligtvis att behövas en större omorganisation för att frambringa verklig lönsamhet med ett SSC. För att SSC ska lyckas och ge största möjliga besparing bör därmed processer och system standardiseras fonderna emellan. Detta omfattar framför allt processer inom ekonomi, HR, IT och back office. Även majoriteten av processerna och rapporterna inom värdering och avkastningsrapportering bör strömlinjeformas. Därmed blir utgångspunkten för Scenario 1 att fonderna kan prioritera, kompromissa och komma överens om en gemensam struktur.

Övergången till mer strömlinjeformade processer kommer att kosta olika mycket och kräva olika mycket arbete för respektive fond beroende dels på dagens struktur, och dels på vilken lösning och IT-stöd som väljs. I denna rapport presenteras en uppskattad total kostnad för alla fonderna med utgångspunkt i hur en ”genomsnittlig” organisation för fonderna skulle kunna se ut.

4.3 Potential för kostnadseffektivisering

Analysen har resulterat i en årlig besparingspotential i spannet 35–60 mkr, vilket ger en mittpunkt på cirka 50 mkr, se nedan tabell 10. I förhållande till genomsnittligt förvaltad kapital 2011 skulle den nya löpande förvaltningskostnaden bli cirka 12,1 bps. Exkluderas externa förvaltningsarvoden, uppgår besparingspotentialen till cirka 7 procent. Enligt gällande momsregler beläggs fondernas köpta tjänster med moms på 25 procent, denna kan de inte dra av och ska därför ses som en kostnad. Kostnaden för moms avseende köp av tjänster från SSC uppskattas uppgå till cirka 26 mkr. Räknas momseffekten in resulterar besparingspotentialen i cirka 20 mkr vilket skulle innebära cirka 12,4 bps i löpande förvaltningskostnader.

Tabell 10 Besparingspotential Scenario 1

	Kostnad (mkr)	Ny kostnad	SSC	Fyra Fonder	Besparings- potential	Besparings- potential (%)
Personal	391	371	55	316	-20	-5 %
IT och system	126	110	27	82	-17	-13 %
Depåbank	41	38	0	38	-3	-6 %
Lokal	37	32	5	27	-5	-14 %
Köpta tjänster	45	45	10	36	0	0 %
Övrigt	41	38	8	30	-3	-7 %
Totalt	682	634	105	529	-48	-7 %
Totalt inkl. externa förvaltningsarv.	1 096	1 084	105	529	-48	-4 %

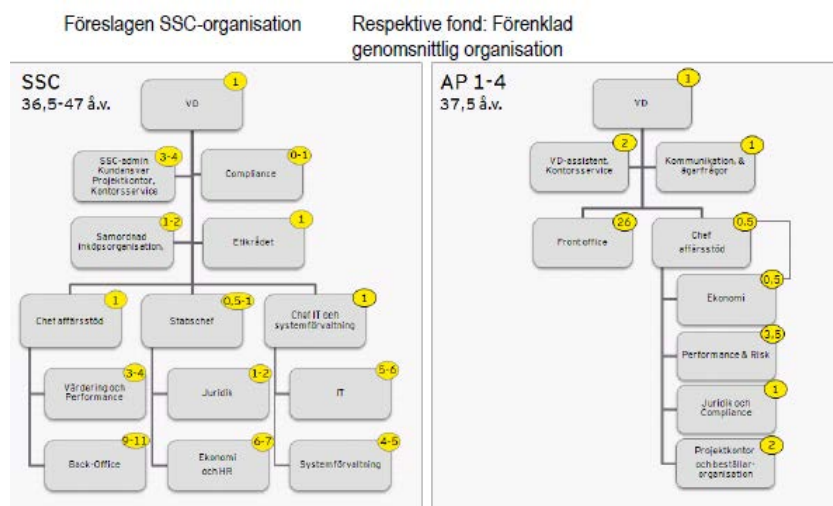
4.3.1 Personal

Totalt uppskattar Ernst & Young att ett SSC kommer att behöva mellan 36,5 och 47 årsverken, medan det i genomsnitt väntas krävas 37,5 (29–46) årsverken inom respektive fond (stort spann beroende av nuläget skillnader i förvaltningsmodell och därmed bemaningen inom front office) Se estimerad fördelning i tabell 11 och figur 9 samt vidare beskrivning nedan.

Tabell 11 Besparingspotential personal inom respektive funktion Scenario 1

(årsverken)	Skalfördel	2011	Scenario 1 Totalt	SSC	Fyra Fonder	Besparings- potential (antal)	Besparings- potential (%)
Middle office	Låg	21,1	18,0	4,0	14,0	-3,1	-14,7 %
Back office	Medel	15,0	10,5	10,5	0,0	-4,5	-30,0 %
IT	Hög	16,7	11,0	11,0	0,0	-5,7	-34,1 %
Ekonomi & HR	Hög	15,2	9,3	7,3	2,0	-6,0	-39,1 %
Juridik/compliance	Låg	6,8	6,0	2,0	4,0	-0,8	-11,1 %
Övriga inkl. op. Chef	n/a	27,8	34,0	7,0	27,0	+6,3	+22,5 %
Förvaltning	n/a	103,4	103,4	0,0	103,4	0,0	0,0 %
Totalt		206	192	42	150	-14	-7 %
<i>Exkl. front office och VD:</i>						-14	-14 %

Figur 9 Uppskattat antal årsverken inom SSC och respektive fond



VD och personalen inom front office uppskattas vara oförändrad, i övrigt påverkas all personalsammansättning inom fonderna. Detta innebär, enligt ovan, att den samlade personalstyrkan uppskattas kunna minskas från 2011 års antal om cirka 206 till cirka 192 årsverken vilket skulle ge en årlig besparing på cirka 20 mkr. Största minskningen av personal sker inom de lägre lönekategorierna. Antalet årsverken som krävs inom ett SSC uppskattas av Occam till 41 årsverken vilket ligger i linje med Ernst & Youngs uppskattningar.

Förutom reduktionen av personal inom olika områden kommer ett antal nya inköps- och administrativa roller att behöva upprättas inom ett SSC. Sannolikt kommer även fonderna att behöva organisera sig på ett mer likartat sätt för att underlätta för ett så kostnadseffektivt SSC som möjligt.

Se bilaga 1 för detaljerat resonemang för respektive funktion.

4.3.2 IT och system

Besparingspotentialen för IT och system uppskattas till spannet 14–20 mkr.

Tabell 12 Besparingspotential IT och System Scenario 1

IT och system	Skalfördel	Ny kostnad (mkr)	Kostnad 2011 (mkr)	Skillnad (mkr)	Skillnad (%)
Portföljssystem	Hög	17	27	-10	-37 %
Handelssystem	Låg	4	4	0	0 %
Marknadsdata	Låg	44	47	-3	-6 %
Ekonomi och HR	Hög	0,3	0,6	0,3	-51 %
Risk & performance	Låg	12	13	-1	-8 %
Övrig IT, drift etc.	Låg/Hög	33	35	-3	-7 %
Totalt		110	126	-17	-13 %

Portföljssystem

Kostnad för portföljssystem beror främst på vilka funktioner som tillhandahålls, antalet tillgångsslag som ska hanteras av systemet, antal användare av systemet/licenser, förvaltad kapital och antal transaktioner.

På marknaden finns i dag portföljssystem för i princip hälften av det pris som tre av fonderna i dag betalar för SCD. I diskussion med SCD 2010 kunde fonderna få ett bättre pris om de gick ihop alla fyra, dock ansågs det vid den tidpunkten inte vara en bra affär dels för att implementeringskostnaden var hög och priset per fond skulle fortfarande bli högre än priset som en av fonderna i dag betalar för Wallstreet Suite. Ernst & Young uppskattar att vid en konkurrenssituation skulle fonderna kunna upphandla nytt gemensamt portföljssystem (eller pressa priset för SCD) och sänka kostnaden till åtminstone 3,5–4,5 mkr i snitt per fond. Det tillsammans med kostnaden för Private I¹³ leder till att den årliga totala kostnaden för portföljssystem skulle placeras i spannet 16–20 mkr, att jämföra med totalt 28 mkr 2011.

Marknadsdata

En konsultfirma, specialiserade bl.a. inom upphandling av marknadsdata, gjorde 2009 en genomlysning av Första–Fjärde AP-fondernas kostnader för dessa system. De konstaterade att kostnaderna för marknadsdata är i linje med deras erfarenheter, men att fonderna

¹³ Private I behandlas här som ett portföljssystem, kan också definieras som ett handelssystem eller ett system för uppföljning.

inte har erhållit några väsentliga rabatter från leverantörerna. De största kostnadsbesparingar kan, enligt den rapporten, uppnås genom en gemensam marknadsdatastrategi. Företaget gav indikationer på att besparingar mellan 3–20 procent var möjliga.

Såsom fonderna är organiserade i dag med fyra olika förvaltningsmodeller kommer användargraden av denna typ av data fortsatt att skilja sig åt. Dock anser Ernst & Young att en gemensam strategi om vilka huvudsakliga system de ska använda kommer att kunna ge en rationalisering av antalet system. Detta tillsammans med en samlad funktion för upphandling inom SSC som ger bättre förhandlingsförmåga, ger förutsättningar för att förhandla ner dessa kostnader. Totalt uppskattar Ernst & Young att en besparing på 5–10 procent (cirka 2–4,5 mkr) kan göras.

Risk & performance

Skalfördelarna är låga inom risk och performance, då de flesta av systemens användare kommer att vara kvar inom respektive fond. Viss besparing inom spannet 5–10 procent (0,6–1,3 mkr) väntas kunna göras genom en gemensam upphandlingsfunktion samt ett lägre antal licenser inom middle office.

Övriga IT-besparingar

Ekonomi och HR samlas inom SSC och antalet system minimeras inom denna kategori vilket bör kunna reducera kostnaderna med minst 50 procent. Även antas den totala drift och underhållskostnaden kunna sänkas i paritet med personalsänkningen cirka 5–10 procent (1,5–3 mkr) på grund av färre användare. Uppskattningen om att färre system kommer att användas bidrar även till en lägre kostnad inom drift och underhåll. Den besparingspotentialen uppskattas stå i paritet med en ökad kostnad för ökad outsourcing av drift, support och underhåll som antas i analysen. Detta leder till att antalet IT-resurser för drift och underhåll kan minskas vilket därmed ger en besparing totalt sett, dock behandlas den sistnämnda posten inom ramen för personalreduktion inom IT ovan.

4.3.3 Depåbank

Priserna på bastjänster har under de senaste åren minskat signifikant och Ernst & Youngs uppfattning är att kostnaderna för Första–Fjärde AP-fondernas depåbankstjänster är relativt låga.

Vid valet av fördelning av depåbankstjänster kan ett antal alternativ övervägas. Antingen väljer fonderna att förlägga alla bas- och tilläggstjänster till en och samma depåbank, vilket kan pressa priserna, dock kan detta medföra en förhöjd risk och en begränsad flexibilitet. Ett mer flexibelt alternativ är att välja en gemensam global depåbank för bastjänsterna medan clearing och tilläggstjänster upphandlas hos annan part. Första–Fjärde AP-fonderna har i dag olika behov som då kan tillgodoses bättre samtidigt som gemensam rapportering och konsoliderad hantering av likvid, utländsk valuta och säkerheter förenklar administrationen. Tilläggstjänster och clearing bör även upphandlas gemensamt för att få bästa möjliga pris. Det leder också till enklare hantering inom SSC. Dock bör viss flexibilitet kvarstå för respektive fond att själva välja part för de tilläggstjänster där de har specifika behov.

Fonderna har sett över möjligheten att göra en gemensam upphandling av depåbank genom ett Londonbaserat konsultbolag som bl.a. har specialiserat sig på att upphandla depåbanker till institutionella investerare. Den rapporten fastställde att inga större besparingar var att hämta då fonderna redan hade bra avtal, dock ansågs samordning inom en global depåbank kunna ge en viss besparing.

Den tidigare konsultrapporten som sett över SSC-alternativet uppger att det finns besparingspotential vid en gemensam upphandling av depåbankstjänster och indikerar att besparingarna kan uppgå till cirka 10 mkr för bastjänster. Ernst & Young anser att depåbankskostnaderna är förhållandevis låga men skulle kunna sänkas med åtminstone 5 procent (2–3 mkr) om fonderna upphandlar depåbank för bastjänsterna gemensamt.

När processerna inom SSC har stabiliserats och är mogna kan fonderna återigen se över möjligheten att lägga ut än mer av redovisning, rapportering och administration på depåbanken för att kunna sänka de totala kostnaderna ytterligare.

4.3.4 Lokal

Ernst & Young har som utgångspunkt att verksamheterna inom respektive fond ska vara kvar inom det centrala affärsdistriktet i Stockholm och Göteborg för att attrahera den bästa personalen. Däremot beräknas ett SSC kunna lokaliseras antingen centralt i någon av de största svenska universitetsstäderna eller i mindre central placering i Stockholms innerstad då lokalpriserna är betydligt lägre i dessa områden. Då kvadratmeterpriserna kan sänkas för SSC lokal, samt att fonderna lokalyta sänks i förhållande till den minskade bemanningen beräknas den totala lokalkostnaden kunna sänkas med cirka 4–6 mkr.

Diskussion ytterligare samordning av Lokaler

Det finns också en möjlighet att placera de tre fonderna som i dag är belägna i Stockholm i samma lokaler. Total kontorsyta per person skulle kunna minskas något men främst kan detta möjliggöra effektivisering inom konferensservice, receptionsytor, IT-servermiljö, etc. Ett antal funktioner som behövs inom respektive fond i nuvarande lokalstruktur skulle kunna minskas ytterligare. Detta gäller främst för funktionerna inom kontorsservice, konferens, reception, vaktmästeri, men även projektledarroller och liknande skulle kunna användas gemensamt. Dessutom möjliggör en gemensam lokal ytterligare kompetensutbyte även utanför SSC-funktionen.

Detta förslag uppskattas ge samma besparing av lokalkostnaden eftersom SSC då också behöver beläggas centralt ihop med fonderna, men att antal kvm per person beräknas kunna sänkas med 2 kvm. Dock skulle en sådan lösning kunna ge ytterligare besparing av cirka 2–3 årsverken inom kontorsservice samt uppskattningsvis cirka 1–2 årsverken inom andra funktioner (t.ex. projektledning). Det uppskattas kunna ge en ytterligare besparing på cirka 2–5 mkr.

På kort sikt uppskattas därmed att nyttjandet av en eller flera lokaler inte påverkar besparingspotentialen nämnvärt, dock kan en sådan lösning främja ytterligare samverkan och därmed ge lägre kostnader på längre sikt.

4.3.5 Köpta tjänster

Inom köpta tjänster återfinns bland annat kostnader för outsourcing (dock ej outsourcing rörande IT som återfinns inom ramen för IT och system). Ernst & Young har i rapporten antagit ökad outsourcing av tilläggstjänster såsom redovisning och matchning till depåbank. Dessa kostnader uppskattar Ernst & Young kommer att stå i paritet med den kostnadssänkning som uppskattas göras inom ramen för en gemensam upphandlingsfunktion inom SSC, därför räknas inga totala besparingar inom köpta tjänster på kortare sikt. På längre sikt finns en större besparingspotential inom köpta tjänster vartefter fondernas processer och projekt kan samordnas.

4.3.6 Övrigt

De övriga kostnaderna består till största del av resor och övriga personalkostnader såsom konferenser, rekrytering, friskvård etc. Då personalen uppskattas minska med cirka 5–10 procent antas även dessa kostnader kunna minska proportionellt, cirka 2–4 mkr.

4.3.7 Front office

Första–Fjärde AP-fonderna är i dag konkurrenter vilket innebär att front office bör behållas separerad från varandra. Det som ändå har diskuterats är möjligheter kring att göra en gemensam upphandling av externa mandat. Dessa är förhandlingsbara och Ernst & Young bedömer att det finns förutsättningar till lägre arvoden vid erbjudande om förvaltning av en större volym.

I dag är de avtal som är tecknade med externa förvaltare sekretessbelagda och kritisk affärsinformation. Val av externa mandat och avtalsupplägg och kontraktstider är kritiska affärsbeslut och är nära sammankopplade med förvaltningsmodellen. Detta gör att samarbetsmöjligheterna är begränsade inom nuvarande struktur. Ernst & Youngs slutsats är att fonderna bör hantera de externa mandaten fristående från varandra för att inte inkräkta på nuvarande förvaltningsmodell. Däremot anser Ernst & Young att vissa möjligheter till samordning finns, t.ex. skulle due diligence av de större aktörerna kunna ske gemensamt inom SSC. I den mån fonderna ser det som möjligt kan upphandlingar av externa mandat i större utsträckning samordnas för att få till stånd bättre villkor.

4.4 Genomförbarhet och implementeringskostnader

4.4.1 Genomförande

Ernst & Young uppskattar att implementeringen av ett SSC tar cirka 18–24 månader att genomföra inberäknat förberedelser och planeringsfas. Förberedelsefasen är omfattande och inkluderar kartläggning av fondernas processer, överenskommelse om ägarstruktur, SLA, IT-strategi inklusive upphandling av nytt portföljssystem och rationalisering av övriga system samt hantering av övertalighet. Dessa förberedelser beräknas ta cirka 6–12 månader. Därefter uppskattas själva implementeringsprojektet ta cirka 12 månader.

Stegvis implementering, att exempelvis IT-migreringen utelämnas i ett första skede, skulle kunna ge personal- och lokalbesparingar inom ett antal funktioner snabbare, till en initialt lägre implementeringskostnad. Det skulle skapa förutsättningar för att inom ramen för det nya SSC arbeta med exempelvis processeffektivisering och utvärdering av vilka IT-system som lämpar sig bäst för migrering etc. I sådant fall görs IT-implementeringen vid ett senare skede. Dock riskerat stora delare av besparingspotentialen att komma långt senare.

4.4.2 Implementeringskostnader

Kostnaden för att implementera ett SSC uppskattas till i storleksordningen 100 mkr. Det förhållandevis stora spannet beror på osäkerheter vid stora transformationsprojekt.

Tabell 13 Uppskattade implementeringskostnader Scenario 1

Aktivitet (mkr)	Lågt	Högt	Mittpunkt
Förstudie och Projektledning	12	14	13
Avtal	5	6	6
Systemmigrering inkl. IT-konsulter	40	60	50
Avveckling personal	15	25	20
Stay-on bonus	7	10	9
Rekrytering personal	1	3	2
Utbildning ny/befintlig personal	3	4	4
Övrigt/Praktiska detaljer (flytt etc.)	2	4	3
Totalt	85	126	106

Förstudie och Projektledning

Under förstudie- och implementeringsfasen kommer ett programkontor att behöva etableras och bemannas med en projektledare, en resurs med verksamhetsinsikt samt en resurs med IT-kompetens. Även resurser som hanterar kommunikation och förändringsledning kommer att behöva arbeta nära programkontoret. En sådan funktion med tre heltidsresurser uppskattas till cirka 12–14 mkr under 18 månader.

Avtal

Uppstartskostnaderna för att bilda det nya SSC bolaget, upprätta nya avtal, SLA, prisstruktur prioriteringsordning etc. inklusive att skriva de avtal som krävs uppskattas till mellan 5 och 6 mkr.

IT-migrering

Ernst & Young uppskattar att migreringen av portföljssystemet kommer att vara den största kostnaden. Investeringskostnaden skiljer sig åt beroende av vilket system som kommer att väljas. Generellt tar det cirka 9–12 månader att byta portföljssystem för en institutionell förvaltare. I denna analys utgår vi ifrån att migreringen sker sekventiellt. Kostnaden uppskattas kring 10–15 mkr per fond för de två första, men att kostnaderna minskar för de resterande implementeringarna. Exempelvis antas att datamigreringsverktyg kan återanvändas, och att projektets resurser blir mer effektiva.

Övrig sammanslagning av systempark för Ekonomi och HR samt delar av risk & performance uppskattar Ernst & Young till cirka 10 procent av den årliga kostnaden. Mindre kostnader för uppsägning av licensavtal kan tillkomma inom marknadsdata.

Den totala kostnaden kommer till stor del att bero på vilket portföljssystem som väljs. Ernst & Young uppskattar att en rimlig totalkostnad för systemmigreringen ligger inom spannet 40–60 mkr.

Avveckling personal:

Kostnad för avveckling av personal beräknas med utgångspunkt i att relativt få personer kommer att behöva sägas upp. Viss kompetensväxling antas, varvid antalet uppsägningar är något högre än redovisad besparingspotential. Cirka 15–25 personer antas bli övertaliga och erhålla ett avgångsvederlag i storleksordningen 6–12 månadslöner. Snittkostnad per anställd inom de administrativa funktionerna är 1,371 mkr/år, total kostnad uppskattas därmed till cirka 15–25 mkr.

Stay-on bonus

En väsentlig risk vid denna typ av förändringar är att ett antal nyckelpersoner väljer att sluta eller att de personer som blir övertaliga behövs i övergångsperioden för att migreringen ska kunna genomföras. Därför behövs incitament för dessa personer. Ernst & Young uppskattar att den kostnaden berör cirka 2–3 personer per fond.

Rekrytering ny personal

Kostnaden för att rekrytera ny personal till nya funktioner och ev. förlust av nyckelkompetens beräknas till cirka 1–3 mkr. Att rekrytera en ny VD uppskattas kosta mellan 0,5 och 1 mkr, strategiska rekryteringar cirka 0,15–0,25 mkr per person.

Utbildning/upplärning ny och befintlig personal

Som en del av projektets förändringsledning kommer all personal att behöva information och utbildning i de nya processerna och eventuella nya system. Kostanden beräknas ligga mellan 0,02 och 0,04 mkr per anställd beroende på vilken roll de har. Totalt estimeras kostnaden till cirka 3–6 mkr.

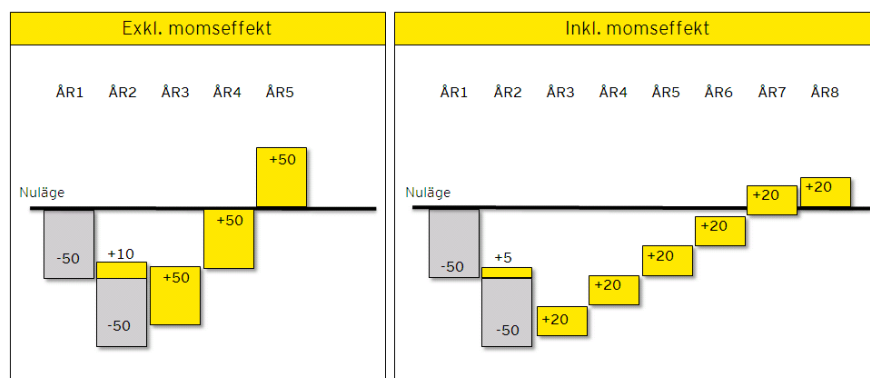
Övrigt

Denna kategori inkluderar bland annat praktiska detaljer såsom flytt.

4.4.3 Uppskattad återbetalningstid

Med en enkel översiktsberäkning antas implementeringskostnaden ha återbetalat sig efter fyra år, inkluderat tiden för implementeringsarbetet. Räknas momseffekten in i besparingspotentialen tar det sju år innan implementeringskostnaden har återbetalat sig.

Figur 10 Schematisk bild – återbetalningstid Scenario 1



4.5 Risker och möjligheter

4.5.1 Risker

- SSC kräver en tydlig ägarstyrning med en stark styrelseordförande och oberoende medlemmar. Dessa måste kunna prioritera till pensionssystemets bästa och påverka respektive fonds prioriteringsordning inom SSC vid varje tillfälle, genom SLA och annan löpande styrning.
- Risk för svårigheter med prioritering av resurser mellan fonderna vid hög belastning.
- Risk för oenighet mellan fonderna eftersom samordning krävs inom de olika funktionerna.

- Administrationen hamnar längre ifrån förvaltningen vilket innebär risk att fonderna bygger upp skuggorganisationer internt för att de inte får den service de anser sig behöva.
- Kostsam lösning i initialskedet, implementeringen kan dra ut på tiden, vilket är en risk i transformationsprojekt.
- Extra kostnader kan uppstå på grund av behov av ledningsresurser och stödfunktioner.
- Besparingspotentialen riskerar att begränsas av att Första–Fjärde AP-fonderna inte kan dra av moms vid externa inköp.
- I förhållande till den besparingspotential som kan uppnås (4–7 procent) tar det förhållandevis lång tid innan full potential uppnås.
- En förutsättning för att på bästa sätt få synergier är att processer strömlinjeformas och IT-miljöerna samordnas. Detta kan både vara kostsamt och påverka fondernas respektive operativa modell till stor del. Därmed finns en risk för påverkan på sättet som respektive fond i dag har organiserat förvaltningsorganisationen på och den förvaltningsmodell som är vald. Till exempel kommer val av depåbank och portföljsystem samt uppsättning av liknande strukturer inom dessa minimera möjligheterna till specialanpassningar för respektive fond vilket kan leda till att vissa fonder inte får, för dem, den bästa lösningen i processer eller systemmiljön.
- Risk för ökad implementeringstid på grund av ovilja, motstånd och skilda kulturer inom dagens fonder.
- Risk att förlora nyckelpersoner.
- Risk att en komplex internprissättningsstruktur ger merarbete.
- Ökade operationella risker när fonderna hamnar längre ifrån back office och IT.

4.5.2 Möjligheter

- Större administration skapar större möjligheter för specialisering, kompetensutveckling m.m.
- Minskat beroende av nyckelpersoner.

- Förbättrad förhandlingsposition vid alla typer av upphandlingar och inköp kan sänka kostnader ytterligare.
- Tydlig debiteringsstruktur åskådliggör kostnader bättre.
- Ett samlat SSC ger utökade möjligheter för att driva större utvecklingsprojekt.
- Att samla de administrativa funktionerna kan komma att resultera i en mer attraktiv arbetsplats där större uppmärksamhet läggs till dessa funktioner.
- Minskad personberoende för funktioner vid semestrar och sjukdom.
- Vartefter att processerna blir mer likriktade möjliggörs för ytterligare kostnadseffektiviseringar.
- Ökad möjlighet för gemensam kostnadseffektiv outsourcing.
- Ett SSC med för fonderna gemensamma processer och IT-strategi förenklar en eventuell framtida sammanslagning av ett par eller alla fonderna.

4.6 Sammanfattning Scenario 1

Analysen visar på en årlig besparingspotential på cirka 50 mkr vid en samordning av fondernas administrativa enheter och stödfunktioner i ett SSC. Det ger en löpande förvaltningskostnad på cirka 12,1 bps baserat på 2011 års genomsnittliga kapital.

De mer strategiska funktionerna såsom front office, förvaltningsnära uppdrag inom risk & performance, ägarstyrning etc. beräknas ligga kvar inom respektive fond, tillsammans med ett antal övriga funktioner.

Den totala kostnaden för att genomföra implementeringen uppskattas till i storleksordningen 100 mkr. Tiden för att kartlägga nuvarande processer, finna synergier, detaljplanera implementeringen och bilda ett SSC (inklusive hitta VD och rätt personal, migrera IT-system etc.) uppskattas till 18–24 månader. Det ger en återbetalningstid på cirka 4 år. Om fonderna som i dag, behöver betala moms på externa tjänster, begränsas besparingspotentialen till cirka 20 mkr per år, vilket istället ger löpande förvaltningskostnad på 12,4 bps och en återbetalningstid på 7 år.

Ernst & Young anser att styrningsfrågan och svårigheter med att lösa prioriteringsordning mellan fonderna utgör den största risken, tillsammans med fondernas eventuella motvilja mot att bilda ett SSC vilken kan medföra svårigheter att genomdriva förändringen.

På lång sikt finns sannolikt ytterligare besparingspotential, främst genom ständig förbättring av processer samt möjligheter till ytterligare outsourcing.

5 Scenario 2

5.1 Beskrivning av Scenario 2

Scenario 2 avhandlar alternativet att konsolidera Första–Fjärde AP-fonderna till en legal enhet och samla hela kapitalet i en fond.

Analysen av detta scenario tar inte hänsyn till frågor såsom marknadspåverkan, konkurrens, diversifiering, politiskt inflytande m.m. vilka dock behandlas inom ramen för Buffertkapitalutredningen som helhet.

I enlighet med uppdraget avhandlar detta scenario största möjliga samordning utan att ta hänsyn till dagens regelverk men med utgångspunkt i att fondernas sammantagna förvaltningsmodell behålls intakt (se avsnitt 3). Ernst & Youngs uppgift är inte att rekommendera och utreda vilken förvaltningsmodell eller tillgångsfördelning som bör tillämpas utan rapporten syftar till att lyfta fram besparingspotential samt implementeringskostnader, allt annat lika.

5.2 Potential för kostnadseffektivisering

Analysen har resulterat i en årlig besparingspotential i spannet 249–268 mkr, vilket ger en mittpunkt på cirka 260 mkr, se nedan tabell 14. Det ger en löpande förvaltningskostnad på 9,7 bps. Störst besparingar förväntas inom personal samt IT och system. Exkluderas externa förvaltningsarvoden uppgår besparingspotentialen till cirka 38 procent.

Tabell 14 Besparingspotential Scenario 2

Kostnadslag	2011 (mkr)	Uppskattad ny kostnad (mkr)	Besparingspotential (mkr)	Besparingspotential (%)
Personal	391	230	-160	-41 %
IT och system	126	76	-51	-40 %
Depåbank	41	37	-3	-8 %
Lokalkostnader	37	19	-19	-50 %
Köpta tjänster	45	36	-9	-20 %
Övrigt	41	24	-17	-41 %
Direkta provisionskostnader	414	414	0	0 %
Totalt	1 096	837	-259	-24 %

5.2.1 Personal

Personalbehovet för den nya fonden estimeras genom att uppskatta skalfördelar inom respektive funktion. Störst personalreducering estimeras kunna göras inom front office. Se kortfattad motivering per kategori i tabell 15 nedan.

Tabell 15 Skalfördelar inom personal Scenario 2

Funktion	Skalfördelar			Förklaring
	Låg	Medel	Hög	
Front office		X		Antalet förvaltare ökar inte i paritet med kapitalets storlek (se detaljer i tabell 17)
Middle office		X		Middle office är frekvensdriven och inte enbart volymdriven
Back office		X		Relativt få inom funktionen i nuläget, överlappningar finns
HR/Personal			X	Färre antal personer samt överlappningar
Ekonomi			X	Överlappningar, t.ex. vid löpande redovisning, bokslut och årsredovisning
Juridik/Compliance	X			Främst besparing inom compliance. Juridik oförändrad p.g.a. fondernas behov av intern juridisk kompetens
IT			X	Färre system och färre antal användare
Övrigt		X		En del överlappningar
VD			X	Endast en VD
Styrelse			X	Endast en styrelse
Totalt		X	X	

Antal årsverken som uppskattas behövas i den nya fonden illustreras i tabell 16.

Tabell 16 Uppskattning av personal Scenario 2

Funktion (årsverken)	Lågt	Högt	Mittpunkt	2011	Skillnad
VD	1	1	1,0	4	-3
Chef affärsstöd	1	1	1,0	4	-3
HR	2	3	2,5	5	-2,5
Kontorsservice/reception	1	2	1,5	20	-8
Controller/Projektkontor	1	2	1,5		
Assistenter	4	4	4,0		
Etikråd	1	2	1,5		
Ägarstyrning och kommunikation	3	4	3,5		
Juridik/Compliance	5	6	5,5	7	-1,5
Middle office	13	14	13,5	21	-7,5
Ekonomi	5	5	5,0	10	-5
Back office	9	10	9,5	15	-5,5
IT	8	9	8,5	17	-8,5
Totalt	54	63	59	103	-44
Front office	60	66	63	103	-40
Totalt	114	129	122	206	-84
Styrelse	9	9	9	36	-27
Total kostnad (mkr)			230	391	-160

För front office uppskattas de största skalfördelarna finnas i svenska aktier, räntor/valutor och allokering/exponering. Inom dessa funktioner finns det väsentliga överlappningar och resursbehovet påverkas inte till lika stor del av kapitalets storlek som inom de andra områdena, se förklaring i tabell 17.

Tabell 17 Skalfördelar inom front office Scenario 2

Funktion	Skalfördelar			Förklaring
	Låg	Medel	Hög	
Aktier Svenska			X	Begränsad hemmamarknad, god tillgång till kompetens
Aktier Utländska	X	X		Mer diversifierad marknad och olika kompetenser inom olika marknader krävs. Vissa överlappningar finns men svårare att få tillgång till kompetens.
Räntor/valutor			X	Hög skalfördel för svenska räntor, medel för utländska. Något begränsad marknad p.g.a. antalet möjliga investeringar.
Alternativa investeringar	X			Olika typer av investeringar och uppföljning av externa mandat driver personal. Dock har de investerat gemensamt i fastigheter vilket ger en viss skalfördel.
Allokering/Exponering			X	Behov av antal anställda ökar inte med kapitalet. Höga skalfördelar inom bl.a. ALM-analys och strategisk allokering
Extern förvaltning	X			Upphandling och analys av externa mandat minskar inte. Besparingar möjliga inom exempelvis due diligence.
Affärsregistrering		X		Storlek på den nya fonden föranleder ett behov av ett execution desk, således kan personalen i de andra avdelningarna bli av med denna arbetsuppgift
Totalt		X		

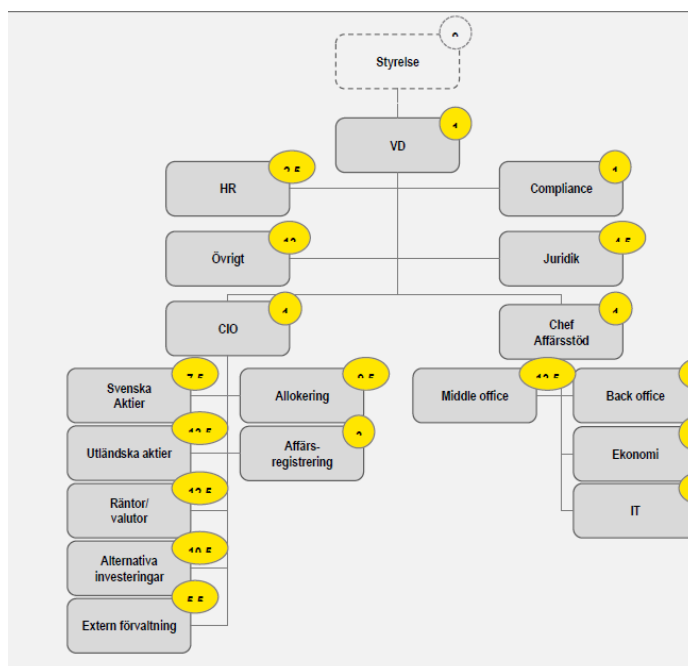
Antal årsverken som uppskattas behövas i front office illustreras i tabell 18. Störst skillnad jämfört med nuläget återfinns i allokering/exponerings-funktionen.

Tabell 18 Uppskattning av personal inom front office Scenario 2

Front office (årsverken)	Lågt	Högt	Mittpunkt	2011	Skillnad
CIO	1	1	1,0	4	-3
Svenska aktier	7	8	7,5	16	-8
Utländska aktier	13	14	13,5	19	-5,5
Räntor	12	13	12,5	22	-9
Allokering/Exponering	9	10	9,5	22	-11,5
Alternativa investeringar	10	11	10,5	11	-0,5
Extern förvaltning	5	6	5,5	6	-0,5
Affärsregistrering	3	3	3,0	5	-2
Totalt	60	66	63	103	-40
Total kostnad (mkr)			141	229	-88

Totalt bedöms den nya fonden behöva cirka 122 årsverken, i jämförelse med nuläget där antalet årsverken uppgår till 206. Personalbehovet uppskattas således minska med cirka 41 procent. Nedan finns ett illustrativt organisationsschema.

Figur 11 Illustrativt organisationsschema Scenario 2



5.2.2 IT och system

En övergripande uppskattning av besparingspotentialen inom IT och system har gjorts. För samtliga kostnader inom denna kategori antas skalfördelarna vara medel till höga.

Tabell 19 Besparingspotential inom IT och system Scenario 2

Funktion	Skalfördel	2011 (mkr)	Scenario 2 (mkr)	Besparingspotential (mkr)	Besparingspotential (%)
Portföljssystem	Medel/Hög	27	15	-12	-44 %
Marknadsdata	Medel	47	29	-18	-39 %
Risk- och performancesystem	Medel	13	8	-5	-36 %
IT (drift, server, hårdvara etc.)	Medel	29	17	-12	-41 %
Handelssystem	Medel	4	2	-1	-39 %
Ekonomi- och HR-system	Hög	0,6	0,3	-0,3	-50 %
Övrigt	Medel	6	3	-2	-41 %
Totalt		126	76	-51	-40%

Portföljssystem

En fond behöver endast ett portföljssystem, gentemot nuvarande fyra. Kostnaden för detta kommer att påverkas av en mängd variabler såsom vilka funktioner som tillhandahålls, antalet tillgångslag som ska hanteras av systemet, antal användare av systemet (licenser), totalt förvaltad kapital och antal transaktioner. Priserna på marknaden varierar och en upphandling krävs för att fastställa exakt kostnad. Ernst & Young uppskattar att den nya fondens storlek kommer att ge en god förhandlingsposition. Det faktum att de flesta av fonderna i nuläget har ett portföljssystem i den högre prisklassen ligger också till grund för ett antagande om en väsentlig besparingspotential. Uppskattningsvis finns en besparingspotential på cirka 40–50 procent av nuvarande årskostnad.

Marknadsdata

Kostnaden för marknadsdata är främst drivet av antalet licenser (t.ex. Bloomberg och Thomson Reuters), och därmed uppskattas kostnaderna kunna minskas i paritet med personalreduceringen inom front- och middle office på cirka 35–45 procent.

Risk- och performance-system

Antalet risk- och performance-system förväntas kunna reduceras vid en konsolidering. Vidare uppskattas personalen som nyttjar dessa system att minska. Uppskattningsvis förväntas en besparingspotential på cirka 30–40 procent.

IT-drift och support

IT-kostnader i form av drift, servrar, hårdvara etc. uppskattas reduceras p.g.a. färre antal system och användare. Reduktionen står även i detta fall i paritet med personalreduktionen.

Övrigt

Användandet av övriga system (handelssystem, ekonomi- och HR-system samt övrigt) förväntas minska i paritet med personalminskningar samt rationalisering av antal system. Exempelvis estimeras handelssystemen att minska i antal p.g.a. en del överlappningar samt en minskning av antal användare i och med personalreduktionen inom front office.

5.2.3 Depåbank

Priserna på bastjänster har under de senaste åren generellt sett minskat signifikant och Ernst & Young anser att depåbankskostnaderna för Första–Fjärde AP-fonderna är förhållandevis låga. Dessa skulle dock kunna sänkas med uppskattningsvis 2–3 mkr genom en större volym. Prissänkning antas också kunna fås vid nyttjandet av fler tilläggstjänster, t.ex. outsourcing av affärsavslutsmatchning, prestationsuppföljning och redovisning. Kostnaden för den outsourcingen hanteras under rubriken köpta tjänster (1.3.5.).

5.2.4 Lokal

Bedömt besparing i lokalkostnader är baserad på den totala personalreduktionen. Ernst & Young utgår ifrån att den nya fonden ligger centralt i Stockholm i syfte att attrahera kompetent personal.

För beräkningen antas därmed marknadsmässiga priser i centrala lägen i Stockholm, samt antalet kvadratmeter som behövs per anställd. Ernst & Young har antagit en dimensionering om cirka 18–20 kvm per person. För de tre fonder som i dag har sitt kontor på centrala adresser i Stockholm uppgår kostnaden till cirka 7 980 kr/kvm. Ernst & Young uppskattar därmed lokalkostnaden till cirka 19,5 mkr.

5.2.5 Köpta tjänster

Kostnaden för köpta tjänster uppskattas kunna reduceras på grund av minskade revisionskostnader och andra samordningsvinster vid köp av tjänster. Exempelvis behöver inte den nya fonden upphandla samma typ av tjänster fyra gånger. I beräkningen innefattas även en viss ökning av köpta tjänster från depåbanken inom områden som matchning och redovisning. Ett samlat upphandlingsförfarande, med den nya fondens stora volym, uppskattas kunna ge ett bättre pris för sådan outsourcing. Totalt uppskattas kostnader för köpta tjänster kunna minskas med cirka 15–25 procent.

5.2.6 Övrigt

Övriga kostnader består främst av kostnader förknippade med antal anställda i organisationen, exempelvis resor och konferenser m.m. Kostnaderna uppskattas därför minska i paritet med den totala personalreduktionen (35–45 procent).

5.2.7 Externa förvaltningsarvoden

Då utgångspunkten för analysen är att titta på besparingspotential inom ramen för 2011 års oförändrade förvaltningsmodell antas samma externa förvaltningsuppdrag som fonderna har 2011. Därmed har Ernst & Young och Buffertkapitalutredningen valt att avstå från att estimeras kostnadseffektivisering av externa förvaltningsarvoden. Dock vill Ernst & Young framhäva att det bör finnas goda möjligheter att påverka kostnaderna för extern förvaltning om dagens fonder konsolideras. Till exempel ger det större kapitalet en bättre förhandlingsposition generellt vilket bör medge lägre pris och därmed lägre kostnader, men även gällande ett antal av de

nuvarande avtalen som är baserade på så kallade trappavtal, där det procentuella arvudet sjunker vid större volymer. När ett större kapital förvaltas inom ramen för en fond skapas också goda förutsättningar för att se över möjligheterna med att öka den interna förvaltningen vilket enligt nulägesanalysen pekar på lägre kostnader. Detta har inte i detalj analyserats då många parametrar gällande tillgång till kompetens och förväntad avkastning måste tas i beaktande vid en sådan analys.

5.3 Genomförbarhet och implementeringskostnader

5.3.1 Genomförande

Ernst & Young ser främst två möjliga alternativ att genomföra en konsolidering av Första–Fjärde AP-fonderna.

Ett alternativ är att tre av fonderna förs in i den fjärdes struktur. Fördelen med en sådan implementering är att en färdig struktur finns etablerad, med fungerande organisation, IT-miljö, avtal med leverantörer etc. Det gör att implementering uppskattningsvis blir billigare och mindre komplex än alternativet att bygga upp en helt ny fond. Däremot finns risken att bli fast i nuvarande system och förvaltningsmodell.

Ett andra alternativ är att bygga upp ett nytt bolag, där de nuvarande fonderna stängs ned och kapitalet/tillgångarna förs över till den nya organisationen. Alternativet möjliggör för förnyelse och optimering då förvaltningsmodell och IT-system väljs utifrån de nya förutsättningarna. Sannolikt är detta alternativ förenat med en högre kostnad.

Ernst & Young har tillsammans med buffertkapitalutredningen beslutat att fokusera på implementeringskostnader för alternativet att starta ett nytt bolag p.g.a. de begränsningar som alternativet att använda en av dagens fonder innebär.

Uppskattningsvis tar hela implementeringsprojektet cirka 18–24 månader inberäknat förberedelser och planeringsfas. Generellt sett antas komplexiteten hos Första–Fjärde AP-fonderna vara relativt låg i jämförelse med andra kapitalförvaltare, främst för att de inte har gränssnittet ut emot kund.

5.3.2 Implementeringskostnader

De största kostnadsposterna för att gå från dagens läge till en konsoliderad fond bedöms vara avveckling av personal samt IT-kostnader, se tabell 20. Det förhållandevis stora spannet beror på osäkerheter vid stora transformationsprojekt.

Tabell 20 Implementeringskostnad Scenario 2

Aktivitet (mkr)	Lågt	Högt	Mittpunkt
Förstudie och Projektledning	25,0	30,0	27,5
Avtal	10,0	12,0	11,0
Upphandling IT-system	2,0	3,0	2,5
System-migrering portföljssystem	40,0	60,0	50,0
Risk och performance	15,0	19,0	17,0
IT infrastruktur	3,0	3,0	3,0
Marknadsdata	4,0	5,0	4,5
Övriga system (handel, ekonomi, övrigt)	1,0	1,0	1,0
Avveckling personal	100,0	175,0	137,5
Stay-on bonus	20,0	20,0	20,0
Rekrytering personal	4,0	4,0	4,0
Utbildning/Change management ny/befintlig personal	6,0	6,0	6,0
Övrigt	0,5	1,0	0,8
Totalt	231	339	284,8

Programkontor

Vid en konsolidering fordras etablering av ett programkontor för att säkerställa att transformationen drivs framåt samt minimera risker och komplikationer. Innan ett definitivt beslut tas om genomförande bör t.ex. en förstudie utföras för att mer detaljerat utreda de olika implementeringsfaserna och minimera riskerna. För programkontoret uppskattas fyra personer i två år, varav en projektledare, en IT-ansvarig, en verksamhetsansvarig samt en ansvarig för särskild utredning av front office.

Avtal

Kostnaderna inkluderar bl.a. uppstartskostnaderna för att bilda det nya bolaget, skriva nya och avsluta avtal med leverantörer osv. Arbetet uppskattas utföras av två jurister i cirka 6 månader.

IT

Endast ett fåtal system kan upphandlas samtidigt på grund av komplexitet, resursbrist och stort antal IT-konsulter och intern personal som är inblandad under en längre tid. Upphandling av nya system estimeras ta cirka ett till två år.

Generellt tar det cirka 9–12 månader att byta portföljssystem, inklusive förstudie och planering. Ernst & Young uppskattar att kostnaden kommer att uppgå till mellan 1,2–1,5 gånger dagens kostnad för portföljssystem p.g.a. överförandet av en stor mängd historisk data ifrån olika komplexa strukturer, gränssnitt till andra system osv. Notera att kan det skilja sig beroende på val av system.

Risk- och performance-system följer upp och värderar portföljer samt säkerställer risknivåer. I och med att den nya organisationen behöver färre system måste en del system stängas ned. Ernst & Young uppskattar att kostnaden kommer att uppgå till mellan 1,2–1,5 gånger dagens kostnad enligt samma resonemang som för portföljssystem.

För IT infrastruktur bedöms cirka två IT-konsulter behövas under 25 veckor för drifts- och underhållsprocesser.

Kostnaden för marknadsdata inkluderar bl.a. uppsägning och nedstängning av system samt utveckling av gränssnitt. Kostnaden för detta uppskattas till 10 procent av den årliga kostnaden.

Övrig sammanslagning av systempark, t.ex. ekonomi- och HR-system uppskattar Ernst & Young, enligt praxis, till cirka 10 procent av den årliga kostnaden.

Avveckling personal

Kostnaden för avveckling av personal är baserat på snittlönen för respektive personalkategori som är föremål för personalreduktion. I detta fall har kostnaden uppskattats genom att ge de övertaliga ett avgångsvederlag på 6–12 månadslöner samt ersättning till tre verkställande direktörer. Fondernas verkställande direktörer har ett

avgångsvederlag på 18 månader. Kostnaden kan bli större vid valet av en helt ny VD.

Stay-on bonus

En väsentlig risk vid denna typ av förändringar är att ett antal nyckelpersoner väljer att sluta eller att de personer som blir övertaliga behövs i övergångsperioden för att migreringen ska kunna genomföras. Därför behövs incitament för dessa personer. Ernst & Young uppskattar att den kostnaden berör cirka 30 personer.

Rekrytering personal

På grund av risken för uppsägningar och/eller behov av mer kompetens uppskattar Ernst & Young att cirka 15 strategiska rekryteringar kommer att utföras. Exempelvis kostar det cirka 0,5–1 mkr att rekrytera en ny VD samt 0,15–0,25 mkr för andra strategiska rekryteringar.

Utbildning/upplärning ny och befintlig personal

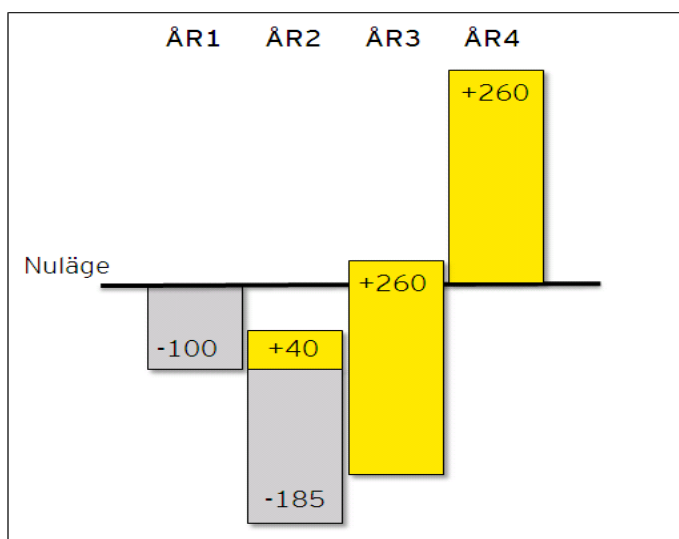
Stora transformationsprojekt innebär utbildning och förändringsledning för ny och befintlig personal för att säkerställa att alla drar åt samma håll. Kostnaden uppskattas uppgå till cirka 0,05 mkr per person.

Övrigt

Denna kategori inkluderar exempelvis praktiska detaljer, t.ex. flytt.

5.3.3 Uppskattad återbetalningstid

Tidigast efter tre år beräknas implementeringskostnaden ha återbetalat sig för Scenario 2, där implementeringskostnaderna är högst år två. Första året med full besparingspotential beräknas år tre. Se figur nedan.



5.4 Risker och möjligheter

5.4.1 Risker

- Kostsam lösning i initialskedet implementeringen kan dra ut på tiden, vilket är en risk i transformationsprojekt.
- Olika kulturer och intressen kan skapa ovilja och motstånd från anställda i de olika fonderna.
- Det finns en risk att flertalet av de nyckelpersoner som förväntas arbeta inom den nya fonden slutar.
- Det blir en ökad operativ risk med endast en fond. Risken kan däremot minskas genom att t.ex. sprida kapitalet på externa förvaltare (vilket även görs i dag), förstärkt riskorganisation, internrevision, utföra externa genomlysningar m.m.
- Ytterligare transaktionskostnader kan komma att uppstå för att justera alla portföljer så att de överensstämmer med den allokering som den återstående/nya fonden vill ha.
- Risk för att avkastningen kan påverkas under övergångsperioden när verksamheten kommer att fokusera på att få ordning på portföljen.

- Risk för påverkan på bl.a. maktkoncentration, konkurrens och diversifiering. Dessa risker utreds inom ramen för Buffertkapitalsutredningen.
- För att scenariot skall kunna bli verklighet krävs en lagändring vilket betyder att beslutet riskerar att dra ut på tiden och nya förutsättningar kan uppstå.

5.4.2 Möjligheter

- Fullt utnyttjande av skalfördelar och betydande besparingspotential.
- Genom att det samlade kapitalet i den nya fonden skulle uppgå till en betydande storlek (864 000 mkr i genomsnittligt förvaltad kapital 2011) fås en stark position på marknaden och således bättre förhandlingsstyrka. Det gör att det kan bli lättare att förhandla sig till bättre priser även i förvaltningen. Transaktionskostnader förväntas bli lägre, såsom courtage och spread.
- Den nya organisationen blir större och således en mer attraktiv arbetsgivare, vilket gör att framtida rekryteringar möjligtvis underlättas.
- Minskat individberoende på grund av större funktioner.
- Större möjligheter att bygga upp intern kompetens, t.ex. inom alternativa investeringar.
- Förvaltningen kan förbättras genom kompetensutbyte.
- Genom ett större kapital till en enskild depåbank ökar förhandlingsförmågan vilket kan möjliggöra ett bättre pris och därmed större ränteintäkter.
- Lägre komplexitet och möjlighet att byta till moderna system.
- Skapar förutsättningar för att utreda möjligheterna om att ta in mer förvaltning internt.

5.5 Sammanfattning Scenario 2

Enligt analysen uppskattas en årlig besparingspotential på cirka 260 mkr vid en konsolidering av Första–Fjärde AP-fonderna. Det ger en löpande förvaltningskostnad på cirka 9,7 bps baserat på 2011

års genomsnittliga kapital. Den totala kostnaden för att genomföra implementeringen uppskattas till i storleksordningen 300 mkr. Tiden för att planera och genomföra förändringsprojektet uppskattas till 18–24 månader. Det ger en återbetalningstid inklusive implementeringsprojektet på cirka 3 år.

För att summera förefaller en konsolidering av Första–Fjärde AP-fonderna vara ett scenario med betydande besparingspotential. Det kan konstateras att stordriftsfördelarna inom kapitalförvaltning är stora, samtidigt som även andra mer kvalitativa aspekter bidrar till möjligheter i andra avseenden. Sett ur kostnadseffektivitet och den relativt korta återbetalningstiden framstår en sammanslagning attraktivt. Däremot måste det vägas mot andra aspekter såsom avkastning, marknadspåverkan, konkurrens, statligt inflytande, diversifiering m.m.

Risker med stora transformationsprojekt är att det kan dra ut på tiden och således är det komplicerat att beräkna den faktiska kostnaden. Däremot har större sammanslagningar lyckats som varit av än mer komplex karaktär än denna. Det som underlättar är att Första–Fjärde AP-fonderna har lägre komplexitet än andra kommersiella kapitalförvaltare då de inte har något kundgränssnitt och relativt nya system.

Den praktiska konsolideringen av fondkapitalet är något som måste utredas mer i detalj.

6 Jämförelse av kostnadseffekter per analysområde

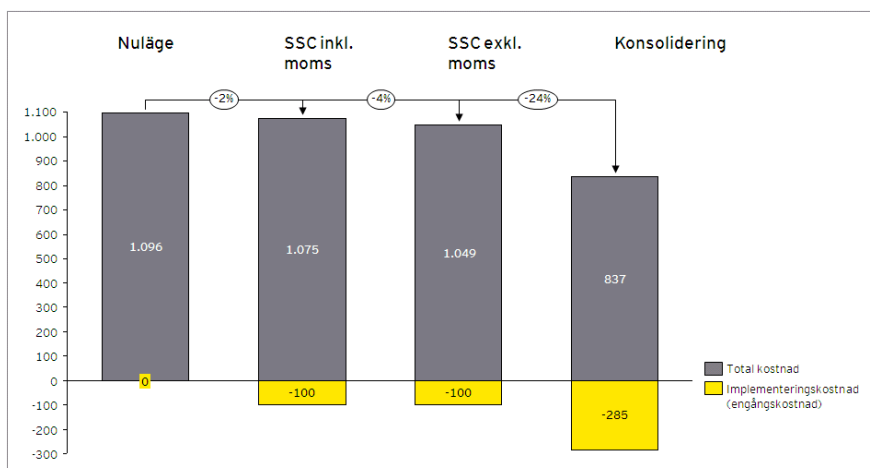
I Nuläget kostar Första–Fjärde AP-fonderna 1 100 mkr vilket ger en löpande förvaltningskostnad på cirka 12,7 bps. Besparingspotentialen är högst i Scenario 2, konsolidering, vilket ger en årlig besparing på 24 procent i förhållande till 2011 års totala kostnader. Exkluderas externa förvaltningsarvoden blir istället den årliga besparingspotentialen 38 procent.

En samordnad administrationsenhet, ett SSC, ger enligt analysen cirka 4 procent i årlig besparing fränsett en eventuell momseffekt. Exklusive externa förvaltningsarvoden uppgår besparingspotentialen för Scenario 1 till cirka 7 procent.

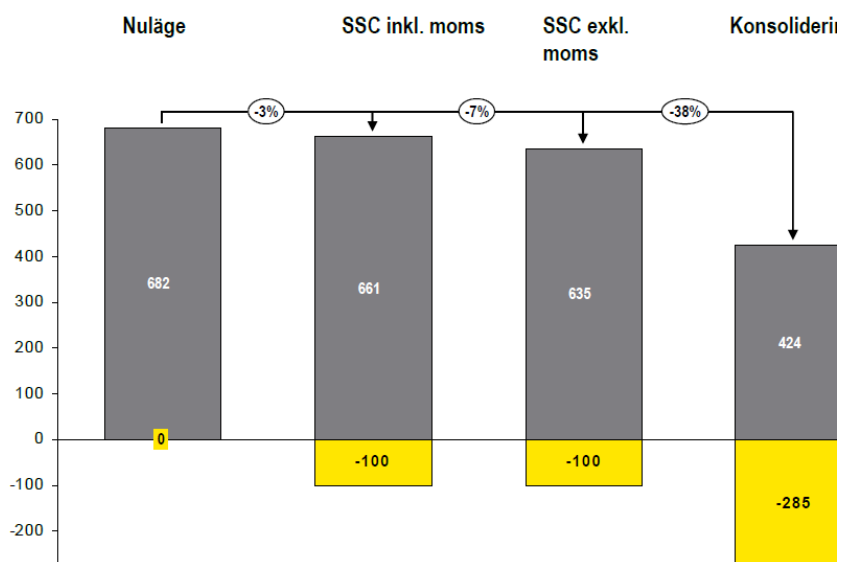
Se jämförelser mellan de analyserade områdena i figurerna 13 och 14 nedan.

Största skillnaden mellan besparingspotentialen i Scenario 1 och 2 ligger i personal och IT, se figur 15 nedan.

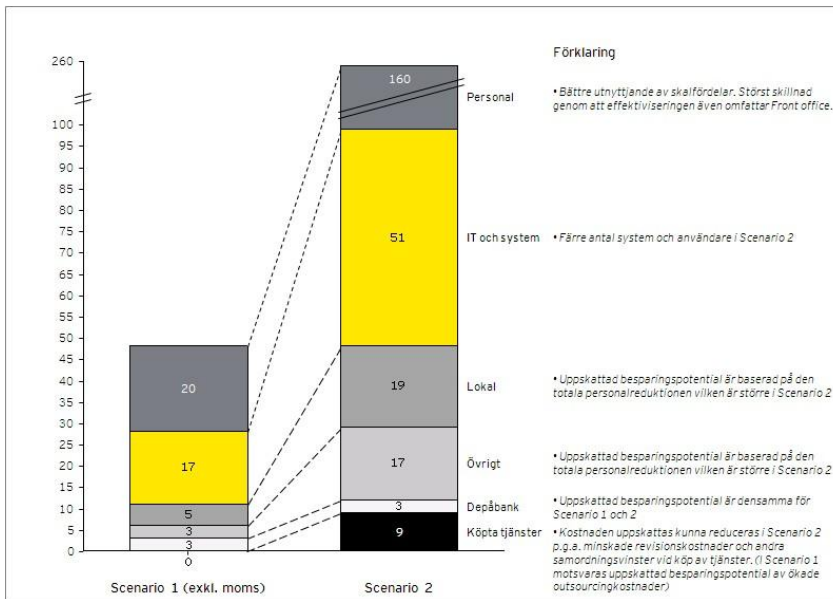
igspotential



Figur 14 Sammanställning av årlig besparingspotential, exklusive externa förvaltningsarvoden

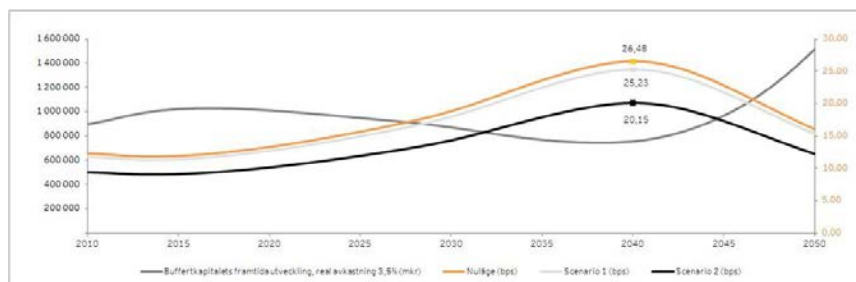


potentiell kostnads-
scenario 2



Sett till Pensionsmyndighetens estimering av ett avtagande kapital framstår också alternativet med en konsoliderad fond ge den lägsta löpande kostnaden (se figur 16 nedan). Rimligtvis kommer också kostnaderna inom nuläge, SSC eller en konsoliderad fond att anpassas i takt med det sjunkande kapitalet. Däremot är kostnads-effektiviseringar uppskattningsvis lättare att genomföra i en konsoliderad fond i jämförelse med flera, i framtiden, betydligt mindre fonder.

Figur 16 Löpande förvaltningskostnad i förhållande till Pensionsmyndighetens estimerade kapital under förvaltning 2020 till 2040. Kostnaderna för Nuläge, Scenario 1 och Scenario 2 har justerats med en inflation på 2 %



Bilaga 1

Scenario 1 – detaljerad effektiviseringsanalys; personal

Middle office

Ernst & Young har antagit att de strategiska och mer affärskritiska processerna som utför förvaltningsnära rapportering och ad hoc-analyser såsom risk, performance, värdering och analys bör finnas kvar inom respektive fond, medan den standardiserade rapporteringen kan läggas ut till SSC. Därmed kan en mindre besparing göras av den standardiserade rapporteringen tack vare samordning. Besparingen uppskattas till totalt 2–3 årsverken. Möjlighet finns också att på längre sikt outsourca hela standardrapporteringen till depåbank vilket skulle kunna ge ytterligare besparing.

Back office

Back office inom fonderna drivs redan i dag av förhållandevis få medarbetare. I analysen antas att all back office-verksamhet flyttas till SSC. Ett par av fonderna har i dag outsourcat delar av back office till depåbanken, exempelvis affärsmatchning och delar av redovisning, vilket enligt uppgift fungerar bra. Därmed antas i denna rapport att dessa delar läggs ut till depåbanken för alla fonder. Vidare genom antagandet att gemensam IT-strategi och portföljsystem införs för alla fonder kommer komplexiteten att minska, processerna att strömlinjeformas och färre resurser kommer att

behövas för portföljadministration, parametersättning, systemutveckling, etc. På grund av ökad outsourcing, ökad specialisering, flexibilitet och andra synergieffekter uppskattas back office kunna minskas från 15 till 9–11 årsverken.

IT

Fonderna antas samordna ett antal system för att möjliggöra maximala synergieffekter. Av särskild vikt är portföljssystemet vilket driver flest resurser och kostnader inom fonderna. I analysen antas också att fler supportfunktioner outsourcas. Färre system, mindre komplexitet, gemensam IT-strategi och support leder till att resurserna beräknas kunna reduceras från 17 årsverken inom IT till mellan 10–12. Sannolikt kommer fonderna också behöva en person som sitter i nära anslutning till fonden för att snabbt kunna lösa problem som uppkommer. Det kan lösas med att personalen är anställd av SSC men sitter ute hos fonderna, dock med intern kompetensöverföring och rotation resurserna emellan för att inte skapa för stort personberoende. Det är också viktigt att kompetens gällande IT finns inom beställarorganisationen inom respektive fond.

Övriga funktioner

Som ovan nämnt antas stora delar av redovisningen kunna läggas ut på depåbanken, medan andra delar av löpande redovisning, personaladministration, utbildning, ledarskapsutveckling, rekrytering och annan HR kommer kunna samordnas inom SSC och därmed skapas skalfördelar tack vare strömlinjeformade processer, samordnade system och internt kompetensutbyte. Uppskattningsvis skulle personalen kunna minskas från 16 till 9–11 årsverken. Detta inkluderar en controllerfunktion som bedöms bäst kvarstå inom respektive fond för mer strategiska uppgifter såsom budgetering, ad hoc analyser och kostnadsuppföljning internt. Denna funktion bör arbeta nära SSC och även fungera som beställarorganisation gällande dessa tjänster.

Juridik kommer fortsatt att behövas inom fonderna, Ernst & Young antar att endast en mindre besparing kan göras inom det området då utvecklingen går mot allt mer komplexa juridiska frågeställningar, samt att kostnaden för extern kompetens är relativt

hög. I rapporten antas att en jurist bör finnas kvar inom respektive fond för att sköta juridik och compliance, dock läggs två resurser i SSC som ska kunna användas av alla fonderna när större utredningar görs eller extraresurser behövs.

Ägar- och kommunikationsfunktionen kommer att krävas inom fonderna samt resurser som hanterar kontaktytan mot SSC. Praktisk receptions- och kontorsservice samt sekreterare för ledningsgruppen och viss intern projektadministration antas också behövas internt på fonderna. Samma typ av resurser kommer att krävas inom SSC. Ny funktion på SSC blir en gemensam inköps- och upphandlingsfunktion som ska kunna driva löpande inköp och upphandling fonderna emellan, häri blir IT-kompetens viktig. Etikrådet inbegrips också inom SSC.

Framgångskriterier för ett Shared Service Center

Shared Service Center förkortas nedan som SSC

- Minimerad inköps- och beställarorganisation behålls internt inom respektive fond.
- SSC funktioner och systemstöd optimeras.
- SSC behöver en väl fungerande ledning, leveransorganisation samt stödfunktioner.
- Arbeta strukturerat med att hitta synergier och uppnå inköps-optimering genom större inköpsvolymmer och metodisk hantering av underleverantörer.
- SSC behöver tillräckliga volymer och standardiserade processer för att utgöra ett konkurrenskraftigt alternativ till andra externa aktörer.
- Funktioner som inte är billigare och bättre än andra leverantörer bör outsourcas.
- SSC behöver organisation och styrning som stimulerar personalen till ledande service inom valda områden.
- SSC ska inneha unik kompetens jämfört med konkurrenterna på marknaden.
- Stora delar av dagens leveransorganisation följer med till det nya SSC för kunskapsöverföring.

- En ny ledningsfunktion och nya stödprocesser krävs i det nya bolaget.
- Fonderna har få operationella resurser.
- Tydliga och standardiserade Service Level Agreements (SLA) ska upprättas mellan SSC och respektive fond.
- Förutom tydliga SLA:er måste utvärderingsstrukturer och KPI:er upprättas för att säkerställa prioriteringsordning utan att ge avkall på konkurrensen mellan fonderna.
- För att skapa största möjliga synergier och stordriftsfördelar och erhålla en tillräcklig lönsamhet snabbare krävs en gemensam IT-strategi. Samordning av IT-system förordas (en mindre potential till kostnadsbesparing och flexibilitet kan dock finnas även om samordning inte sker mellan systemen).
- Intern och extern kommunikation tillsammans med välplanerad och genomförd förändringsledning under implementeringen krävs för att skapa förståelse för strategivalet och förtroende för den framtida tjänsteleveransen.
- Vid upprättandet av ett SSC krävs stora investeringar i intern tid och resurser.

Statens offentliga utredningar 2012

Kronologisk förteckning

1. Tre blir två! Två nya myndigheter inom utbildningsområdet. U.
2. Framtidens högkostnadsskydd i vården. S.
3. Skatteincitament för riskkapital. Fi.
4. Kompletterande regler om personuppgiftsbehandling på det arbetsmarknadspolitiska området. A.
5. Högskolornas föreskrifter. U.
6. Åtgärder mot fusk och felaktigheter med assistansersättning. S.
7. Kunskapsläget på kärnavfallsområdet 2012 – långsiktig säkerhet, haverier och global utblick. M.
8. Skadeståndsansvar och försäkringsplikt vid sjötransporter – Atenförordningen och försäkringsdirektivet i svensk rätt. Ju.
9. Förmån och fälla – nyanländas uttag av föräldrapenning. A.
10. Läsarnas marknad, marknadens läsare – en forskningsantologi. Ku.
11. Snabbare betalningar. Ju.
12. Penningtvätt – kriminalisering, förverkande och dispositionsförbud. Ju.
13. En sammanhållen svensk polis. Ju.
14. Ekonomiskt värde och samhällsnytta – förslag till en ny statlig ägarförvaltning. Fi.
15. Plan för framtagandet av en strategi för långsiktigt hållbar markanvändning. M.
16. Att angöra en kulturbrygga – för stöd till nyskapande kultur. Ku.
17. Psykiatrin och lagen – tvångsvård, straffansvar och samhällsskydd. S.
18. Så enkelt som möjligt för så många som möjligt. – den mjuka infrastrukturen på väg. N.
19. Nationella patent på engelska? N.
20. Kvalitetssäkring av forskning och utveckling vid statliga myndigheter. U.
21. Här finns mer att hämta – it-användningen i småföretag. N.
22. Mål för rovdjuren. M.
23. Mindre våld för pengarna. Ku.
24. Likvärdig utbildning – riksrekryterande gymnasial utbildning för vissa ungdomar med funktionsnedsättning. U.
25. Enklare för privatpersoner att hyra ut sin bostad med bostadsrätt eller äganderätt. S.
26. En ny brottsskadelag. Ju.
27. Färdplan för framtiden – en utvecklad flygtrafiktjänst. N.
28. Längre liv, längre arbetsliv. Förutsättningar och hinder för äldre att arbeta längre. S.
29. Sveriges möjligheter att ta emot internationellt stöd vid kriser och allvarliga händelser i fredstid. Fö.
30. Vital kommunal demokrati. Fi.
31. Sänkta trösklar – högt i tak Arbete, utveckling, trygghet. A.
32. Upphandlingsstödet framtid. S.
33. Gör det enklare! S.
34. Nya påföljder + kort presentation. Ju.
35. Stärkt skydd mot tvångsåktenskap och barnåktenskap. Ju.
36. Registerdata för forskning. Fi.
37. Kulturmiljöarbete i en ny tid. Ku.
38. Minska riskerna med farliga ämnen! Strategi för Sveriges arbete för en giftfri miljö. M.
39. Vägar till förbättrad produktivitet och innovationsgrad i anläggningsbranschen + Bilagedel. N.
40. Innovationsstödande verksamheter vid universitet och högskolor: Kartläggning, analys och förslag till förbättringar – en preliminär delrapport. U.
41. Innovationsstödande verksamheter vid universitet och högskolor: Kartläggning, analys och förslag till förbättringar – slutbetänkande. U.

42. Bättre behörighetskontroll. Ändringar i förordningen (2006:196) om register över hälso- och sjukvårdspersonal. S.
43. Konsumenten i centrum – ett framtida konsumentstöd. Ju.
44. Hemliga tvångsmedel mot allvarliga brott. Ju.
45. Kvinnor och barn i rättens gränsland. U.
46. Dammsäkerhet. Tydliga regler och effektiv tillsyn. N.
47. Harmoniserat inkomstbegrepp. Möjligheter att använda månadsuppgifter i social- och arbetslöshetsförsäkringarna. S.
48. Maritim samverkan. Fö.
49. Tolkning och översättning vid straffrättsliga förfaranden. Genomförande av EU:s tolknings- och översättningsdirektiv. Ju.
50. Nystartszoner. Fi
51. Utvärdering av IPRED-lagstiftningen. Ju.
52. Bostadstaxering – avveckling eller förenkling. Fi.
53. AP-fonderna i pensionssystemet – effektivare förvaltning av pensionsreserven. Fi.

Statens offentliga utredningar 2012

Systematisk förteckning

Justitiedepartementet

- Skadeståndsansvar och försäkringsplikt vid sjötransporter – Atenförordningen och försäkringsdirektivet i svensk rätt. [8]
- Snabbare betalningar. [11]
- Penningtvätt – kriminalisering, förverkande och dispositionsförbud. [12]
- En sammanhållen svensk polis. [13]
- En ny brottskadelag. [26]
- Nya påföljder + kort presentation. [34]
- Stärkt skydd mot tvångsäktenskap och barnäktenskap. [35]
- Konsumenten i centrum – ett framtida konsumentstöd. [43]
- Hemliga tvångsmedel mot allvarliga brott. [44]
- Tolkning och översättning vid straffrättsliga förfaranden. Genomförande av EU:s tolknings- och översättningsdirektiv. [49]
- Utvärdering av IPRED-lagstiftningen. [51]

Försvarsdepartementet

- Sveriges möjligheter att ta emot internationellt stöd vid kriser och allvarliga händelser i fredstid. [29]
- Maritim samverkan. [48]

Socialdepartementet

- Framtidens högkostnadsskydd i vården. [2]
- Åtgärder mot fusk och felaktigheter med assistansersättning. [6]
- Psykiatri och lagen – tvångsvård, straffansvar och samhällsskydd. [17]
- Enklare för privatpersoner att hyra ut sin bostad med bostadsrätt eller äganderätt. [25]
- Längre liv, längre arbetsliv. Förutsättningar och hinder för äldre att arbeta längre. [28]
- Upphandlingsstödet framtid. [32]
- Gör det enklare! [33]
- Bättre behörighetskontroll. Ändringar i förordningen (2006:196) om register över hälso- och sjukvårdspersonal. [42]

- Harmoniserat inkomstbegrepp. Möjligheter att använda månadsuppgifter i social- och arbetslöshetsförsäkringarna. [47]

Finansdepartementet

- Skatteincitament för riskkapital. [3]
- Ekonomiskt värde och samhällsnytta – förslag till en ny statlig ägarförvaltning. [14]
- Vital kommunal demokrati. [30]
- Registerdata för forskning. [36]
- Nystartszoner. [50]
- Bostadstaxering – avveckling eller förenkling. [52]
- AP-fonderna i pensionssystemet – effektivare förvaltning av pensionsreserven. [53]

Utbildningsdepartementet

- Tre blir två! Två nya myndigheter inom utbildningsområdet. [1]
- Högskolornas föreskrifter. [5]
- Kvalitetssäkring av forskning och utveckling vid statliga myndigheter. [20]
- Likvärdig utbildning – riksrekryterande gymnasial utbildning för vissa ungdomar med funktionsnedsättning. [24]
- Innovationsstödjande verksamheter vid universitet och högskolor: Kartläggning, analys och förslag till förbättringar – en preliminär delrapport. [40]
- Innovationsstödjande verksamheter vid universitet och högskolor: Kartläggning, analys och förslag till förbättringar – slutbetänkande. [41]
- Kvinnor och barn i rättens gränsland. [45]

Miljödepartementet

- Kunskapsläget på kärnavfallsområdet 2012 – långsiktig säkerhet, haverier och global utblick. [7]
- Plan för framtagandet av en strategi för långsiktigt hållbar markanvändning. [15]

Mål för rovdjuren. M. [22]
Minska riskerna med farliga ämnen! Strategi
för Sveriges arbete för en giftfri miljö. [38]

Näringsdepartementet

Så enkelt som möjligt för så många som möjligt
– den mjuka infrastrukturen på väg. [18]
Nationella patent på engelska? [19]
Här finns mer att hämta – it-användningen i
småföretag. N. [21]
Färdplan för framtiden
– en utvecklad flygtrafiktjänst. [27]
Vägar till förbättrad produktivitet och
innovationsgrad i anläggningsbranschen +
Bilagedel. [39]
Dammsäkerhet
Tydliga regler och effektiv tillsyn. [46]

Kulturdepartementet

Läsarnas marknad, marknadens läsare
– en forskningsantologi. [10]
Att angöra en kulturbrygga
– för stöd till nyskapande kultur. [16]
Mindre våld för pengarna. [23]
Kulturmiljöarbete i en ny tid. [37]

Arbetsmarknadsdepartementet

Kompletterande regler om personuppgifts-
behandling på det arbetsmarknadspolitiska
området [4]
Förmån och fälla – nyanländas uttag av
föräldrapenning. [9]
Sänkta trösklar – högt i tak
Arbete, utveckling, trygghet. [31]