

Fyra dyra fonder?

Om effektiv förvaltning och styrning av AP-fonderna

Malin Björkmo

*Rapport till
Expertgruppen för studier i offentlig ekonomi
2009:4*



REGERINGSKANSLIET

Finansdepartementet

Förord

När det svenska ålderspensionssystemet reformerades i slutet av 1990-talet, var syftet att skapa ett system som både skulle vara finansiellt stabilt och ge bästa möjliga resultat för pensionsspararna och pensionärerna. En viktig del i det system som infördes är de stora buffertfonderna - Första, Andra, Tredje och Fjärde AP-fonden - som förvaltar cirka 750 miljarder kronor åt blivande och nuvarande pensionärer. Som ett led i pensionsreformen renodlades Första till Fjärde AP-fondernas roll som buffert och långsiktig finansiär i pensionssystemet. Samtidigt infördes betydligt friare placeringsregler för att skapa bättre förutsättningar för en effektiv förvaltning.

Nu har tio år gått sedan reformen och det finns goda skäl att diskutera om AP-fondernas förvaltning av fondkapitalet verkligen ger bästa möjliga resultat. Regeringen har i sina årliga utvärderingar av fonderna påpekat att de totala förvaltningskostnaderna – som belastar fondkapitalet – är höga och att avkastningen inte tycks stå i proportion till kostnaderna. Problembilden förstärks av att fonderna sedan reformen inte har uppnått sina egna mål för avkastningen.

I denna ESO-rapport diskuterar författaren Malin Björkmo den viktiga frågan om möjligheterna att tillvarata eventuella stordriftsfördelar i förvaltningen av fondkapitalet och hur förvaltningen kan organiseras för att ge bästa möjliga utfall. Den slutsats hon drar är att stordriftsfördelarna är så betydande att förvaltningen av buffertkapitalet bör samlas i en enda fond. Hon föreslår också ett antal åtgärder för att förbättra och stärka styrstrukturen, bl.a. att styrelsen för en framtida fond bör vara mindre än var och en av de fyra styrelser som finns i dag, och att styrelseledamöterna bör tillsättas efter förslag av en nomineringskommitté. I detta sammanhang föreslår hon också att vissa begränsningar i fondernas nuvarande placeringsregler ska avskaffas. Författaren tar även upp

frågan om risken för otillbörlig politisk inblandning i förvaltningen av fondkapitalet, och diskuterar möjligheterna att minska denna risk.

Det är viktigt att allmänheten känner ett starkt förtroende för pensionssystemets effektivitet och långsiktiga stabilitet. I detta sammanhang är det av stor betydelse att fondkapitalet förvaltas så effektivt som möjligt. Därmed är det naturligt att Expertgruppen för studier i offentlig ekonomi (ESO) – med sitt uppdrag att självständigt bidra till att bredda och fördjupa underlaget för samhällsekonomiska och finanspolitiska avgöranden – intresserar sig för denna fråga.

Arbetet med rapporten har följts av en referensgrupp under ledning av professor Harry Flam, vice ordförande i ESO:s styrelse. Som alltid i ESO-sammanhang, ansvarar dock författaren själv för innehåll, slutsatser och förslag i rapporten.

Det är min förhoppning att denna rapport ska bidra till den offentliga diskussionen om den framtida förvaltningen av fondkapitalet.

Stockholm i november 2009

Lars Heikensten
Ordförande för ESO

Författarens förord

För en finansiell ekonom med särskilt intresse för kapitalförvaltning, governance och regelverksfrågor är det nästintill ett drömmuppdrag att få skriva en rapport om hur effektiviteten i buffertfondsförvaltningen kan förbättras. Därför tvekade jag inte länge när min tidigare styrelsekollega från Första AP-fonden, Harry Flam, frågade om jag kunde vara intresserad av att skriva en rapport till ESO. Att syftet med ESO:s verksamhet är att bidra till att bredda och fördjupa underlaget för framtida finanspolitiska och samhällsekonomiska beslut, och att stimulera samhällsdebatten, gjorde dessutom uppdraget ytterligare mera meningsfullt och stimulerande.

Men att det är inte bara jag som tycker att frågor kring buffertkapitalets förvaltning är viktiga och intressanta har jag märkt tydligt under arbetets gång. En stor mängd kloka och erfarna personer har frikostigt delat med sig av värdefulla tankar och idéer. Till att börja med vill jag tacka alla de personer, vd:ar, styrelseledamöter och anställda från AP-fonderna, som vid olika möten hjälpt mig med sina erfarenheter och synpunkter. Jag uppskattade mycket de öppenhjärtiga diskussionerna och de många kloka råden.

Jag vill vidare särskilt tacka Keith Ambachtsheer som har fungerat som en viktig inspiratör och idégivare. Det finns få personer som har en sådan insikt som Keith i frågor kring effektiv pensionsfondsförvaltning och governance, och ännu färre som är så engagerade.

För att få bättre insikt i hur pensionsfondsförvaltning sker i andra länder, och särskilt i hur man har löst olika styrningsrelaterade frågor, har jag i projektet träffat ett antal ledande yrkesverksamma personer och branschspecialister från pensionsfundsindustrin i Nederländerna och Kanada. Just i dessa länder finns det ett flertal, ur ett internationellt perspektiv, stora

och framgångsrika pensionsfonder. I Nederländerna träffade jag Jean Frijns och Dick de Beus, som båda har unika erfarenheter från styrelserna i de största pensionsfonderna och ett stort kunnande om och intresse för styrningsfrågor. Jag är mycket tacksam för att de gjorde sig besvär, och var så frispråkiga. Tack också till Roderick Munsters som delade med sig av sina utmaningar som kapitalförvaltningschef för APG (som bland annat sköter kapitalförvaltningen åt en av världens största pensionsfonder). Jag vill även tacka Theo Kockens och Jeroen Tielman för intressanta och inspirerande möten.

När det gäller besöket i Toronto vill jag till att börja med tacka Philip Haggerty som arrangerade ett flertal intressanta och värdefulla möten med ledningspersoner från de största pensionsfonderna i Toronto. I en specialarrangerad workshop hade jag förmånen att få diskutera de särskilda utmaningar som kan finnas i det svenska AP-fondssystemet med bl.a. vd:arna för CPPIB, OMERS och OTPP samt Keith Ambachtsheer. Dessutom delade de generöst med sig av olika lärdomar från Kanada som skulle kunna vara till nytta vid en svensk reform. Stort tack till David Denison, Michael Nobrega och Jim Leach för många insiktsfulla råd och för det stora engagemanget. Tack också till John Macdonald, Blair Cowper-Smith, Jennifer Brown och Jacques Demers. Jag är också tacksam för mötet med annan mycket erfaren pensionsfondsförvaltare, Leo de Bever, som delade med sig av värdefulla tankar kring effektivitet i förvaltningen och möjligheterna att lyckas med aktiv förvaltning.

Även här hemma i Sverige har många kloka personer delat med sig av synpunkter och idéer. För värdefulla pratstunder och diskussioner vill jag särskilt tacka Per Strömberg, Daniel Tarschys, Nicklas Fahlström, Staffan Viotti, Jonas Rinné, Per Håkansson och Erik Thedéen. Ett speciellt tack vill jag rikta till Sven-Ivan Sundqvist och Anders Dahl som gav mig både inspiration och värdefull tillgång till SIS Ägarservice databas. Det var mycket generöst. Tack också till Lars Gavelin, Brita Hammar och Stefan Oskarsson vid Regeringskansliet för bl.a. konkreta beskrivningar av hur systemet fungerar idag.

Jag vill förstås också rikta ett mycket stort tack till den referensgrupp, med både bred och djup kompetens inom pensionsfondsrelaterade frågor, som varit knuten till projektet. Referensgruppen har på ett engagerat sätt varit behjälplig i diskussioner av relevanta frågeställningar och rapportens

inriktning, men också när det gäller sakinnehållet på olika områden. Det har varit mycket värdefullt. Referensgruppen har bestått av Harry Flam (ordförande) från ESO, samt Daniel Barr, Hans Lindberg, Stefan Lundbergh, Sarah McPhee, Ole Settergren och Jan Bernhard Waage. Stefan bidrog också genom att via sitt goda internationella nätverk skapa förutsättningar för mötena i Nederländerna och Kanada. Tack! Ett särskilt stort tack till Åsa-Pia Järliden Bergström, bland annat för all idog hjälp med att göra rapporten läsbar och förhoppningsvis begriplig.

Slutligen vill jag förstås tacka Ola Björkmo som varit ett värdefullt bollplank och stöttat mig under hela arbetet med rapporten.

Det är således många personer som har bidragit på olika sätt i arbetet med rapporten. För fel och brister i rapporten är jag dock ensam ansvarig. Uppdraget från ESO var att skriva en rapport om effektiviteten i buffertkapitalets förvaltning på tid motsvarande tre arbetsmånader. Det innebär, eftersom ämnesområdet är både omfattande och mångfasetterat, att vissa avgränsningar har behövt göras.

Rapportserien kan köpas från Fritzes kundtjänst.

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

Tryckt av Edita Sverige AB
Stockholm 2009

ISBN 978-91-38-23317-7

Innehåll

Sammanfattning	13
Summary of the report.....	27
1 Inledning.....	41
1.1 Bakgrund	41
1.2 Syftet med rapporten	43
1.3 Rapportens uppläggning.....	45
1.4 Metod.....	47
2 AP-fonderna i pensionssystemet	49
2.1 AP-fondernas historia.....	49
2.2 AP-fondernas roll i det nuvarande pensionssystemet	52
2.2.1 Det allmänna ålderspensionssystemet.....	52
2.2.2 Buffertfonderna i inkomstpensionssystemet.....	54
2.3 Buffertfondernas utveckling efter reformen	58
3 Att utnyttja stordriftsfördelar	69
3.1 Stordriftsfördelar i kapitalförvaltning – vad säger teori och empiri?	70
3.2 Utvärdering av nyttan av att ha flera fonder	76
3.2.1 Flera fonder reducerar risken för statligt inflytande	77

3.2.2	Mindre fondstorlek underlättar aktiv förvaltning och minskar risken för marknadsstörningar	83
3.2.3	Konkurrens kan bidra till effektiv förvaltning	86
3.2.4	Diversifiering av risk.....	91
3.2.5	Slutsatser.....	98
3.3	Hur stora kan stordriftsfördelarna i AP-fondsystemet vara?.....	100
3.3.1	Stordriftsfördelar om fyra fonder blir en	100
3.3.2	Alternativa lösningar.....	104
3.4	Sammanfattning och slutsatser.....	106
4	Effektiv styrning av verksamheten.....	109
4.1	Agentteori och statliga pensionsfonder.....	109
4.2	Huvudman och huvudagent	112
4.2.1	Pensionssystemets huvudmän.....	112
4.2.2	Hur ser styrningen ut i dag?.....	113
4.2.3	En myndighet under riksdagen som styrs av ett Buffertfondsfullmäktige	116
4.3	Tydligt uppdrag och mål.....	122
4.3.1	Tydliga mål är nödvändiga.....	122
4.3.2	Sverige i dag.....	123
4.3.3	Förslag till förbättrad ordning	126
4.4	Styrelsen.....	127
4.4.1	Styrelsens uppgifter	127
4.4.2	Styrelsens storlek	130
4.4.3	Kompetens.....	131
4.4.4	Nominering	136
4.4.5	Mandattid	141
4.4.6	Avsättande	142
4.4.7	Arvodering.....	144
4.4.8	Ansvarsskyldighet och uppföljning	149
4.5	Mer om armlängds avstånd.....	152
4.6	Effektiv styrning av den operativa verksamheten	155
4.7	Sammanfattning och avslutande kommentarer om styrningens betydelse.....	156

5	Placeringsregler och förvaltningsmodell	159
5.1	Hur bör en långsiktig pensionsfond investera?	159
5.2	Att dra nytta av långsiktigheten i praktiken.....	162
5.2.1	Risken att bli kortsiktig.....	163
5.2.2	Risken att bli <i>för</i> långsiktig	165
5.3	Placeringsregler.....	167
5.3.1	Om placeringsregler för statliga och privata pensionsfonder.....	167
5.3.2	Första-Fjärde AP-fondernas nuvarande placeringsregler	170
5.3.3	Förslag till nya placeringsregler	175
5.4	Förvaltningsmodell.....	179
5.4.1	Kan en statlig pensionsfond bli en framgångsrik aktiv förvaltare?	180
6	Sjätte AP-fonden och onoterade investeringar i buffertfonden.....	187
6.1	Erfarenheterna i nuvarande system.....	188
6.1.1	Sjätte AP-fondens uppdrag	188
6.1.2	Buffertfondernas totala investeringar i onoterade aktier.....	189
6.1.3	Allokering till onoterade aktier	193
6.2	Förslag till ett nytt system	193
7	Avslutning	197
	Referenser	201
	Bilaga 1 Skrivningar om kostnader i regeringens utvärdering	207
	Bilaga 2 Exempel på pensionsfonders portföljsammansättningar.....	209
	Bilaga 3 Proxy Fund Expected Cost Report	213

Sammanfattning

Bakgrund

Det svenska ålderspensionssystemet reformerades på 1990-talet och fick en utformning som i stora delar fortfarande anses modern och nydanande, också i ett internationellt perspektiv. Målet med reformen var att skapa ett politiskt och finansiellt stabilt system. Medlen blev dels att låta en del av systemet vara fonderat, dels att skapa ett fördelningssystem som är autonomt och självfinansierande. I samband med pensionsreformen infördes också ett nytt regelverk för AP-fonderna. Målet för förvaltningen av buffertkapitalet gjordes tydligare. Dessutom hade gällande organisationsstruktur och placeringsregler blivit föråldrade. AP-fondsreformen innebar att buffertkapitalet, utom den del som förvaltades av sju fondstyrelsen, fördelades lika på fyra nya fonder, Första, Andra, Tredje och Fjärde AP-fonden. Fonderna gavs identiska placeringsregler, som var betydligt friare än de tidigare. Bl.a. gavs kraftigt utökade möjligheter att placera i aktier, i utländska värdepapper och att ta valutarisk. Även detta nya regelverk ansågs modernt och effektivt jämfört med det regelverk många andra pensionsfonder hade vid den tidpunkten. Att kapitalet fördelades på flera fonder, och att stordriftsfördelarna därmed inte utnyttjades, motiverades på flera sätt. Det skäl som framför allt angavs var en oro för att placeringen av ett så stort, koncentrerat, kapital i en enda fond skulle kunna störa marknadens funktionssätt. Ett annat skäl var att en fördelning av kapitalet på flera fonder skulle ge riskspridning. Ytterligare ett skäl var att förvaltningen förmodades bli mer effektiv om fyra fonder fick konkurrera med varandra. Slutligen framgick också att man genom att skapa flera fonder ansåg att risken för statligt inflytande i svenskt näringsliv kunde bli mindre.

Nu har det snart gått tio år sedan AP-fondsreformen, och det finns skäl att göra en översyn av struktur och regelverk. Dels har de

finansiella marknaderna utvecklats, dels finns det lärdomar att dra av hur systemet faktiskt har fungerat. Dessutom finns det förstås alltid anledning att med en viss regelbundenhet se över gällande regelverk så att de är effektiva och ändamålsenliga. Att regelverket avser förvaltningen av ett stort buffertkapital (745 miljarder kronor vid halvårsskiftet 2008) i ett statligt pensionssystem gör detta än mer angeläget.

Till detta kommer att det under senare år har framförts allt mer kritik mot den nuvarande strukturen. Det har hävdats att de totala kostnaderna blivit onödigt höga, och att en sammanslagning av fonderna eller en samordning av olika funktioner skulle kunna minska kostnaderna avsevärt. Kritik har också riktats mot de avkastningar som de olika AP-fonderna levererat. Sedan reformen har inkomstindex ökat med i snitt 3,2 procent per år, medan buffertkapitalets snittavkastning bara varit 1,9 procent, vilket innebär att AP-fonderna under denna tid inte bidragit till finansieringen av pensionssystemet. Den låga totala avkastningen år 2008, -21,6 procent, bidrog dessutom till att det s.k. balanstalet för första gången blev lägre än 1, så att pensionssystemets automatiska balanseringsmekanism kommer att aktiveras. Resultatet har därtill varit likartat i samtliga fonder. Det har hävdats att fondernas portföljsammansättningar har konvergerat, så att de inte skapar den riskspridning som skulle uppnås genom att kapitalet delades upp på flera fonder. En annan källa till kritik är att inte bara den absoluta avkastningen har varit låg, utan att den aktiva förvaltningsverksamheten totalt har inneburit en förlust på 8,5 miljarder kronor före kostnader fram till 2008.

Sammantaget finns således många skäl för att göra en analys av om regelverk och eller organisationsstruktur kan förändras för att skapa bättre förutsättningar för en effektiv förvaltning.

Syftet med rapporten

Syftet med rapporten är att presentera ett förslag till hur ett framtida regelverk för förvaltningen av buffertkapitalet i det statliga pensionssystemet borde vara utformat för att skapa de bästa förutsättningarna för en kostnadseffektiv förvaltning.
--

Vad som mer specifikt avses med syftet förklaras i följande punkter:

- Med *kostnadseffektiv* förvaltning avses i rapporten den förvaltning som på det mest effektiva sättet uppfyller det övergripande mål som riksdagen fastställt för placeringsverksamheten i Första-Fjärde AP-fonden, nämligen att fondmedlen ska förvaltas så att de blir till största möjliga nytta för försäkringen för allmän pension. Detta mål, som i sig är en del av regelverket, tas således som givet. All analys i rapporten avser pensionssystemet isolerat, vilket innebär att inga samhällsekonomiska konsekvenser i övrigt beaktas. Kostnadseffektivitet i kapitalförvaltningssammanhang innebär vidare att förvaltningen ska bedrivas så att nettoavkastningen, dvs. avkastningen minus alla kostnader för att skapa den, blir så bra som möjligt givet målet. Det handlar således inte bara om kostnadsminimering. Vidare tas särskild hänsyn till att de speciella förutsättningar som en statlig pensionsfond har ska kunna tas tillvara. Förutsättningar bör skapas så att möjligheterna att investera långsiktigt kan utnyttjas på ett effektivt sätt.
- Rapporten behandlar *regelverket* för förvaltningen. Med regelverket avses då inte enbart de faktiska lagreglerna utan också organisationsstrukturen med fyra identiska fonder. Även vissa frågor kring styrstruktur, som inte i sig finns i regelverket utan bara impliceras av regelverkstrukturen, behandlas. Däremot är inte syftet att på något sätt utvärdera de enskilda fondernas kostnadseffektivitet. Den frågan behandlas av regeringen i de årliga utvärderingarna.
- Rapporten är inriktad på hur regelverket, och styrningen, påverkar *förutsättningarna* för förvaltningen. Hur bra en förvaltningsorganisation än är kan den inte förväntas prestera bättre än vad som ges av förutsättningarna i form av styrning och placeringsregler. Därför är det viktigt att regelverksförvaltare och lagstiftare fortlöpande utvärderar om förutsättningarna kan förbättras.
- I rapporten presenteras *förslag* till hur regelverket kan förbättras. Utgångspunkten har varit att ta fram så bra förslag som möjligt för framtiden utan att vara låst av vad som gäller. Vissa förslag kan uppfattas som drastiska. Samtidigt är förstås alla förslag bara "förslag". I vissa fall lämnas också alternativa

förslag, och i många fall krävs ytterligare utredning för att veta om ett förslag säkert fungerar eller hur det bör utformas i detalj. Förslagen avser regelverkets framtida utformning men det ges inga konkreta förslag till lagtext. Rapporten behandlar inte heller hur förändringarna ska genomföras rent praktiskt. Ett viktigt underliggande syfte med rapporten är att lyfta fram frågeställningar till diskussion och debatt.

Rapportens innehåll

Rapporten inleds med ett bakgrundsavsnitt som beskriver pensionssystemet och buffertkapitalets roll i det. Därefter beskrivs utvecklingen sedan reformen och det konstateras bland annat att inkomstindex utveckling och den låga avkastningen från buffertkapitalet har inneburit påfrestningar på systemet. En kortfattad genomgång av AP-fondernas resultat görs också, och det visas bl.a. att samtliga AP-fonder kraftigt har underträffat sina avkastningsmål under perioden 2001-2008, att portföljsammansättningarna är snarlika och att den totala avkastningen varierar kraftigt mellan åren. En kort genomgång görs av förlusterna i den aktiva förvaltningen, och dessutom beskrivs AP-fondernas förvaltningskostnader och hur de har utvecklats. År 2007 och 2008 motsvarade de totala förvaltningskostnaderna (exklusive transaktionskostnader) cirka 20 baspunkter (hundra delar procent).

Stordriftsfördelar

Att det finns stordriftsfördelar i förvaltningen av pensionsfonder är naturligt. Det handlar främst om att det finns fasta kostnader i förvaltningen som inte påverkas av det förvaltade kapitalets storlek. Det finns också gott om akademiska studier som visar att det finns ett negativt samband mellan kostnaderna (i procent) och fondens storlek. En studie visar att om kapitalet ökar med en faktor 10 så skulle kostnaderna minska med 0,17 procentenheter. Det är dock naturligt att kostnadsminskningen avtar ju större kapitalet är. Mer, men kanske inte helt, förvånande är att nettoavkastningen i förhållande till index verkar öka mer än kostnaderna minskar, vilket också indikeras i flera studier. Skäl som anges för detta är att en större fond kan ha bättre förmåga att bygga upp bra kompetens

och bra styrningsstruktur och att den kan ha tillgång till bättre investeringsmöjligheter. I Nederländerna och i Kanada har tillsynsmyndigheterna tagit till sig detta och tillåter nu stora pensionsfonder att ta externa uppdrag för att stordriftsfördelarna ska utnyttjas bättre.

Om AP-fonderna skulle läggas samman till en buffertfond skulle den storleksmässigt inte ens hamna på en tjugonde plats vid en internationell jämförelse av pensionsfonder. Den skulle således bli stor, men inte exceptionellt stor. Fonder som t.ex. norska Statens Pensjonsfond Utland, holländska ABP, och amerikanska Calpers är 2-4 gånger större.

Varför valde man då inte att utnyttja möjligheterna till stordriftsfördelar vid AP-fondsreformen år 2000? I lagens förarbeten angavs flera olika skäl till varför fyra identiska fonder skapades. I rapporten analyseras om dessa fortfarande är giltiga.

Endast slutsatserna presenteras här.

- *Skälet att minska marknadseffekter som begränsar förvaltningen och stör marknaden.*

Detta skäl är inte giltigt längre. Marknaderna har utvecklats, nya instrument har tillkommit och investeringsstrategierna har förändrats. Därför är risken liten att en sammanlagd buffertfond skulle begränsas av sin storlek relativt marknaden.

- *Skälet att sprida förvaltningsrisker.*

Detta skäl är inte giltigt. Diversifieringseffekten har varit liten. Konkurrensen har snarast gett likformighet och flockbeteende som har förstärkt den totala risken i systemet.

- *Skälet att skapa konkurrens som ger kostnadspress och förbättrar resultatet.*

Detta skäl är inte giltigt. Förvaltningsresultatet förefaller inte ha påverkats positivt av konkurrensen. Viss kostnadspress kan ha förekommit, men de eventuella effekterna av den är endast marginella i jämförelse med de positiva effekter som ett utnyttjande av stordriftsfördelarna skulle innebära.

- *Skälet att begränsa möjligheter till statligt inflytande.*
Detta skäl kan fortfarande vara giltigt. Möjligheten till statligt inflytande begränsas något genom en uppdelning.

Det är således endast skälet att begränsa möjligheterna till statligt inflytande som fortfarande kan ha någon giltighet. Uppdelningen i fyra fonder löser dock inte problemet fullständigt, och kostnaderna för pensionssystemet blir höga till följd av denna lösning. Det finns dock en enkel lösning som möjliggör att förvaltningen samlas i en fond, utan att vare sig fondens möjlighet till exponering mot den svenska aktiemarknaden behöver begränsas eller det svenska näringslivets tillgång till institutionellt riskkapital behöver påverkas. Genom att låta fondens svenska aktieexponering skapas genom indirekta aktieinnehav, i form av aktiefonder eller derivat, kan fonden få avkastning från aktiemarknaden utan att förfoga över aktiernas rösträtt. Rösträtten får i stället utnyttjas av de fondbolag som buffertfonden upphandlar och väljer ut för förvaltning av aktiefonderna. Buffertfonden kan självklart ställa krav på att ägarstyrningen utövas enligt hög standard, och har också möjlighet att välja att investera i fonder med långsiktiga investeringsperspektiv.

Hur stora är då de potentiella vinsterna av att utnyttja stordriftsfördelarna? För att få en grov uppskattning av detta har CEM Benchmarking anlitats av projektet. Med hjälp av en databas med kostnadsuppgifter från ett stort antal internationella pensionsfonder, har den förväntade kostnadsbesparingen skattats till 4,7 baspunkter. Den uppskattade kostnadsbesparingen skulle motsvara mer än 300 miljoner kronor om året för buffertfonds-förvaltningen. Mot bakgrund av att studier visat att netto-avkastningen också tenderar att bli högre i större fonder kan man uppskatta en potentiell resultatförbättring till 700 miljoner kronor per år. Även om det inte är möjligt att göra en exakt beräkning av effektiviseringsvinsten är det ändå tydligt att en sammanslagning kan få betydande positiva effekter på buffertkapitalets utveckling. Mot bakgrund av detta, och av att eventuella nackdelar med en sammanslagning bör kunna hanteras, finns åtminstone inte ur pensionssystemets synvinkel skäl att välja en mellanlösning med två eller tre fonder, eller bara ett utökat samarbete mellan fonderna. Sådana lösningar skulle inte utnyttja möjliga stordriftsfördelar fullt ut utan innebära en onödig kostnad för pensionssystemet. Det

kapital som förvaltas av Första-Fjärde AP-fonden bör i framtiden förvaltas inom en enda fond.

Styrstruktur

För att kapitalförvaltning ska kunna bli effektiv måste styrningen av den vara utformad så att förutsättningarna verkligen finns för att uppnå det bästa resultatet, givet huvudmännens mål. Detta kan vara väl så viktigt som att utnyttja stordriftsfördelarna. I rapporten beskrivs svårigheter vid styrningen av statliga pensionsfonder med hjälp av agentteori. Utmaningen handlar om att få alla "agenter" i pensionssystemet, framför allt riksdag, regering och AP-fondernas styrelser och anställda, att agera på det sätt som är bäst för de yttersta huvudmännen, nuvarande och blivande pensionärer. Styrningsproblem avseende statliga pensionsfonder är förstås inte unika för Sverige, och diskussionen och förslagen i rapporten lutar sig, där det är relevant, mot en studie (Yermo från 2008, avseende best practice inom OECD.

I detta avsnitt diskuteras inledningsvis idén att förvaltningen av buffertkapitalet skulle ske i en myndighet under riksdagen. Ett "Buffertfondsfullmäktige" skulle inrättas bland annat med uppgift att utse buffertfondens styrelse. Fördelen skulle vara att styrningen därigenom kunde ske närmare huvudmännen. Styrningen skulle kunna struktureras och tydliggöras och förutsättningarna för långsiktighet bli bättre. Detta skulle bidra till att stärka trovärdigheten för styrning och förvaltning. Sammantaget skulle detta kunna resultera i effektivare styrning och bättre förutsättningar för en god utveckling av buffertkapitalet.

Efter det inledande avsnittet görs en genomgång av konkreta styrningsfrågor som har betydelse för att skapa förutsättningar för en effektiv förvaltning. Dessa frågor är relevanta oavsett om buffertkapitalet förvaltas i en myndighet under riksdagen eller inte. Till att börja med konstateras att de mål som i dag anges i lagtext och förarbeten är allmänt skrivna och delvis svårtolkade. Det överläts åt styrelserna att göra egna målformuleringar som därmed varierar något mellan fonderna. Detta försvårar utvärderingen och kan minska effektiviteten.

Vidare diskuteras att styrelserna i dag är onödigt stora, och det föreslås att de minskas till sju ledamöter för att skapa förutsättningar för ett effektivt styrelsearbete. Det konstateras

också att mer relevant kompetens och erfarenhet behöver tillföras. Alltför få personer i styrelserna har i dag sådant kunnande inom kapitalförvaltning som krävs vid beslut om strategiska frågor rörande allokering och förvaltningsmodell. Det föreslås därför att en nomineringskommitté, med relevant kompetens, i framtiden blir ansvarig för att ta fram kandidater, och att processen ska vara professionell, strukturerad och transparent. Det nuvarande systemet med fyra ledamöter som utses efter förslag från arbetsmarknadsorganisationer föreslås upphöra. Det blir nomineringskommitténs uppgift att se till att styrelsen blir väl sammansatt av personer med relevant bakgrund. En förutsättning för att de speciella möjligheterna till långsiktighet som fonderna har ska kunna utnyttjas, är att styrelsen har både rätt kunnande och integritet. Det är också viktigt att styrelsen känner sitt ansvar för att skapa förtroende för pensionsfondsförvaltningen, vilket innebär att god samhällsförankring och kommunikationsförmåga är viktiga egenskaper. Det bör framgå vad en enskild ledamot kan förväntas tillföra styrelsearbetet i form av erfarenheter och kunnande. Styrelsearvoderingen skulle behöva anpassas uppåt, både för att kunna rekrytera personer med den mest relevanta bakgrunden och för att understryka uppdragets betydelse. Vidare noteras att värdefull kompetens angående förvaltning av stora pensionsfonder kan finnas hos utländska medborgare, men att det i dag inte är möjligt att rekrytera någon sådan person på grund av en regel i den svenska regeringsformen. Slutligen konstateras att utvärdering av styrelsens arbete är en viktig komponent för att styrningen ska bli effektiv. I en pensionsfond med en lång placeringshorisont måste utvärderingen av fondens resultat i förhållande till uppsatta mål ske över längre perioder. Detta är dock inte ett skäl för att de enskilda ledamöternas bidrag i styrelsearbetet inte ska utvärderas fortlöpande. Mandatperioderna föreslås vara ettåriga om myndigheten ligger under riksdagen, annars tre år.

Rapporten behandlar också betydelsen av att skapa ett skydd mot skadlig politisk styrning, dvs. försök att utnyttja fondkapitalet i annat syfte än att gagna de försäkrade i pensionssystemet. Pensionsfondsförvaltningen ska ske långsiktigt i ett pensionsystem som skapats med målet att det ska vara politiskt och finansiellt stabilt och därmed i princip kunna ha en oändlig livslängd. En regering har dock många uppgifter utöver att förvalta pensionssystemet, och sannolikt en kortare tidshorisont. I rapporten diskuteras därför, delvis mot bakgrund av Yermo's

beskrivning av best practice inom detta område, ett antal möjligheter för att skapa ett skydd mot politiska beslut som inte är till långsiktig nytta för pensionssystemet. Att låta buffertfonden vara en myndighet under riksdagen och att inrätta ett "Buffertfondsfullmäktige" är ett förslag som skulle kunna innebära ett sådant förbättrat skydd. En tydlig och strukturerad rekryteringsprocess med hjälp av en nomineringskommitté bidrar också, liksom en i sig starkare styrelse, med god kompetens och hög integritet. En skyldighet för styrelsen att rapportera eventuella försök att ge direktiv som inte står i samklang med lag och förarbeten skulle också kunna införas.

Att styrelsen kan bidra till att skapa förtroende för pensions-systemet, och i synnerhet pensionsfondsförvaltningen, hos de yttersta huvudmännen är väsentligt. Förtroende är bl.a. en förutsättning för att styrelsen ska kunna vara långsiktig. I Kanada ska enligt lag den statliga pensionsfondens styrelseordförande och VD med regelbundenhet presentera fondens strategi och resultat vid publika möten där de också kan svara på allmänhetens frågor. En liknande ordning i Sverige skulle vara värdefull.

Sammanfattningsvis har flera förslag förts fram avseende styrningen som alla syftar till att förbättra effektiviteten i förvaltningen. Storleken på kostnadsbesparingen av att lägga samman förvaltningen i en fond har kunnat uppskattas, även om det är mycket ungefärligt. Hur stora de positiva effekterna av övriga förslag kan vara, är ännu svårare att uppskatta. Det kan dock konstateras att kostnaderna för att genomföra dessa förändringar är mycket små, i det närmaste obefintliga i förhållande till buffertkapitalets storlek.

Placeringsregler

I rapporten diskuteras vidare hur kvantitativa placeringsregler kan förhindra en kostnadseffektiv förvaltning. Exempelvis kan de medföra en snedvriden risksyn och förhindra att en lämplig portföljsammansättning kan uppnås. Det senare kan dels bero på att marknaden och dess instrument utvecklas så att regleringen blir omodern, dels på att fondens möjligheter att ta risk förändras över tiden så att den för pensionssystemet bästa portföljen inte blir möjlig enligt regelverket. Ett annat problem kan vara att om priset på ett tillgångsslag förändras, så kommer samtliga vikter i port-

följen att förändras med risk för att limiter bryts och realiseringar tvingas fram.

Det nuvarande regelverket för Första-Fjärde AP-fonden var modernt när det skapades och gav ökad frihet i förvaltningen jämfört med tidigare regler. I dag är det dock tydligt att placeringsreglerna är onödigt begränsande på några områden. Onoterade tillgångar får inte överstiga fem procent vilket hindrar fonderna från att dra nytta av långsiktighet och skapar problem när värdena på andra tillgångar i portföljen går ner. Fonderna får inte investera i råvaruderivat, som skulle kunna bidra till diversifiering och inflationsskydd. Att räntebärande tillgångar måste utgöra 30 procent av portföljen skulle också kunna innebära en begränsning.

Syftet med placeringsregler är att ge en viss begränsning av risktagandet och att se till att fonderna har tillgång till likviditet när det behövs. Med den förbättring av styrstrukturen som förslögs ovan, framför allt rörande styrelsernas kompetens och sammansättning, borde en kvalitativt inriktad reglering kunna ge bättre förutsättningar för en effektiv förvaltning än nuvarande regler. Enligt Yermo motsvarar kvalitativa regler best practice för statliga pensionsfonder. Dessutom är de i linje med den akt-samhetsprincip som bl.a. gäller för tjänstpensionsinstitut inom EU. Med kvalitativa regler skulle det överlåtas åt styrelsen att besluta om risktagandet och portföljens sammansättning. Kvalitativa regleringar är ofta förenade med krav på att interna processer avseende placeringsverksamhet och riskhantering finns på plats. Detta borde redan vara fallet för AP-fonderna. Dock bör övervägas om en regelverksförändring skulle innebära ett ökat behov av tillsyn..

Även med en kvalitativt inriktad reglering är ett antal kvantitativa restriktioner motiverade. Följande regler föreslås:

- Högst tio procent av fondkapitalet får vara exponerat mot en enskild emittent.
- Förbud mot direktägarande av aktier, noterade och onoterade, i svenska bolag om ett sådant ägande är förknippat med rösträtt (med undantag för aktier i eget fastighetsbolag, aktier i onoterade riskkapitalbolag m.m.).
- Fonden får högst äga aktier/andelar motsvarande 30 procent av rösterna i onoterade svenska riskkapitalbolag.

I kapitlet om placeringsregler diskuteras också svårigheter att nå framgång inom aktiv förvaltning, och då särskilt för statliga pensionsfonder. Trots att det konstateras att det inom många marknader är mycket svårt att överträffa index, och att det kan vara svårare för statliga pensionsfonder än för andra aktörer, föreslås i rapporten inget förbud mot aktiv förvaltning. Möjligheter att skapa aktiv avkastning varierar över tiden och mellan olika marknader och förvaltningsstilar, och att i dag lägga fast i lag att buffertkapitalet inte får förvaltas aktivt i framtiden skulle kunna innebära en inskränkning i möjligheten att skapa en effektiv förvaltning. Däremot bör styrelsen dels ha nödvändig kompetens för att över tid kunna bedöma om aktiv förvaltning kan leda till en högre nettoavkastning inom olika områden, dels ha integriteten att välja passiv förvaltning framför aktiv om det skulle vara motiverat.

Sjätte AP-fonden

Även Sjätte AP-fonden förvaltar buffertkapital i det statliga inkomstpensionssystemet. Fonden intar dock en särställning på flera sätt. Den har i princip samma mål som de övriga fonderna, (dvs. att förvalta kapitalet till nytta för försäkringen för inkomstpension, med krav på långsiktigt hög avkastning och riskspridning). men ska uppnå det genom att huvudsakligen investera i små och medelstora, framför allt onoterade, svenska bolag. Fonden inrättades i syfte att bidra med riskkapital till små bolag och främja tillväxten i Sverige.

I rapporten föreslås att Sjätte AP-fonden avvecklas och att dess tillgångar läggs samman med det övriga buffertkapitalet. Det finns flera skäl för detta. Investeringar i onoterade tillgångar är en viktig del i en pensionsfondsstrategi och det är naturligt att kompetensen samlas på ett ställe och att stordriftsfördelarna utnyttjas. En förändring skulle också underlätta allokeringsbesluten avseende det totala buffertkapitalet. I dag är det lite märkligt att ett kapital på 16 miljarder kronor förvaltas separat från det övriga. Dessutom innebär den nuvarande strukturen implicit en kvantitativ placeringsrestriktion som inte är ändamålsenlig, eftersom Sjätte AP-fonden huvudsakligen ska investera i svenska onoterade bolag. Eventuella problem med riskkapitalförsörjningen till svenskt näringsliv bör lösas på annat sätt.

Rekommendationer

Ett flertal möjligheter att förbättra förutsättningarna för en effektiv förvaltning av buffertkapitalet presenteras i rapporten. Ska möjligheterna utnyttjas måste omfattande förändringar av regelverket och organisationsstrukturen genomföras. Det innebär att det kan behöva göras prioriteringar. Följande rekommendationer lämnas i rapporten:

- *Stordriftsfördelar:*
Inled omgående arbetet med att lägga samman förvaltningen av hela buffertkapitalet i en enda fond.
- *Styrstruktur:*
Genomför omgående de förändringar av styrningen som syftar till att stärka styrelsen, och som är relativt enkla att implementera:
 - o Styrelsen bör vara mindre än i dag, förslagsvis sju personer.
 - o Arbetsmarknadens parter bör inte längre nominera kandidater.
 - o En nomineringskommitté bör ta fram kandidater till styrelsen.
 - o Rekryteringsprocessen bör vara transparent, strukturerad och väl underbyggd.
 - o Ersättningen till styrelseledamöterna bör höjas.
- *Placeringsregler:*
Det mest angelägna är att ta bort begränsningen av investeringar i onoterade tillgångar och att göra det möjligt att investera i råvaror.

En utredning bör så snart som möjligt tillsättas för att utreda ovanstående frågor, dels för att den löpande alternativkostnaden till följd av bristerna är hög, dels för att osäkerheten kring de nuvarande AP-fondsorganisationernas framtid i sig kan medföra kostnader.

Att skapa en ny myndighet under riksdagen kräver däremot omfattande utredning av konstitutionella och andra legala frågor, och förutsätter dessutom grundlagsändringar. Inrättandet av en

sådan myndighet skulle därför sannolikt ligga längre fram i tiden.
Horisonten i pensionssystemet är dock mycket lång.

Summary of the report

Background

The Swedish national pension system was reformed in the 1990s. The system that was created is still considered modern and innovative, even from an international perspective. The reform aimed at establishing a politically and financially stable system, by allowing a portion of the system to be fully funded, while another portion was formed as an autonomous and self-financing pay-as-you-go system. In connection with the pension reform, the regulation of the AP (National Pension) Funds, which manage the buffer capital of the pay-as-you-go system, was also reformed. The management goals of the buffer funds were slightly changed, and above all clarified, as a result of the pension reform. Furthermore, the organizational structure and the investment rules were considered outdated and inefficient. Following the reform of the AP Funds, the buffer capital– except for the part managed by the Sixth AP Fund – was apportioned equally among four new funds; the First, Second, Third and Fourth AP Funds. The investment rules for the new funds were identical and considerably more liberal than before the reform. For example, the opportunities to invest in equities and in foreign securities, as well as to take on currency risk, were significantly expanded. This new regulation was also considered modern and efficient compared to the regulations of many other pension funds at that time. The fact that capital was allocated to several funds was motivated in a number of ways, but it was noted that this solution implied that economies of scale were not fully utilized. The main arguments used were that the new funds should not be so large that they could disturb the functioning of the financial markets and that the creation of four funds would lead to a diversification of management risk. It was also argued that the creation of four funds would mean that an element of competition would be built into the system, leading to

higher efficiency. It was finally argued that by creating several funds, the risk of political influence on governance of Swedish enterprises would be reduced.

Ten years have now passed since the reform of the AP Funds and there are reasons to review the structure and regulatory framework again, partly because the financial markets have developed, and partly because there are lessons to be learned from how the actual system has functioned. Moreover, it is always necessary to review existing regulations from time to time to ensure their efficiency and effectiveness. This is particularly important when regulation concerns the management of large buffer funds of a public pension system (at 30 June 2009 the buffer funds had, in total, net assets under management of SEK 745 billion (USD 110 billion)).

Also, in recent years criticism towards the current structure has grown. It has been argued that the total costs are unnecessarily high, and that by merging the funds, or by coordinating different functions, costs could be significantly lowered. The returns generated by the different AP Funds have also been criticized. Since the reform, the income index has increased by an average of 3.2 percent per annum, while the average return of the buffer funds has only reached 1.9 percent. This means that during this time, the AP Funds have not contributed to the financing of the pension system. Also, the 21.6 percent decline in 2008 was one of the reasons why the so-called balance ratio dropped below 1.00 by the end of 2008. As a consequence the automatic balance mechanism is activated. Furthermore, the results have been more or less the same in all four funds. It has been argued that the portfolio compositions of the funds have converged, so that the risk diversification that was expected hasn't been realized. Another criticism is that, not only have the absolute returns of the funds been low, but the active management itself has resulted in an accumulated total loss of 8.5 billion SEK (approximately 1.25 billion USD) before costs by the end of 2008.

To conclude, there are many reasons to examine if regulatory and structural changes may provide conditions for a more efficient management of the buffer capital.

The aim of this report

The aim of this report is to present a proposal for future regulation of the management of the buffer funds in the public pension system, which would provide more favorable conditions for cost-efficient management.

A more detailed explanation of the aim of the report follows:

- *Cost-efficient management* is leadership that fulfills as efficiently as possible the AP Funds' overall investment objectives as defined by the parliament, i.e. asset management should generate maximum returns to secure public pensions. This objective, which is described in the regulation, is thus taken as given. The report only analyses the pension system in isolation, i.e. no other socioeconomic consequences are considered. Cost-efficiency in the context of asset management means that the portfolio should be managed in such a way that the net return, i.e. return after all costs, is as high as possible, given the objective. Thus, the aim is not only to minimize costs. Furthermore, the special conditions of public pension funds, compared to most other institutional investors, i.e. the long investment horizon and the few flows to and from the fund, are taken into account in the report. The regulatory framework should be established in such manner that these unique conditions can be exploited in the most favorable way to maximize returns.
- The report deals with the *regulation* of the management of the buffer capital. In this respect, *regulation* does not only concern the actual rules of law, but also the organizational structure, for example the number of funds. The report also discusses certain governance issues, which are not treated explicitly in the regulation, but implied by it. It should be noted that the purpose of the report is not to evaluate the performance and the cost-efficiency of the existing funds. Such an evaluation is performed yearly by the government.
- The report focuses on how regulation, and governance, affects the *conditions* for a cost-efficient management. No matter how skillful a management organization is, it cannot be expected to perform better than what is preconditioned in the regulatory

framework. Consequently, it is important that legislators continuously evaluate if the regulation, and thus the conditions, can be improved.

- The report presents several *proposals* on how to improve the regulation. The intention has been to suggest the best ideas for the future irrespective of the current regulation and structure. Some proposals might thus be considered dramatic and drastic. However, it must be remembered that all proposals are just “proposals”. In some cases, alternative proposals are presented. In many cases, further analysis is required to determine if a proposal is valid and how to design it in detail. While the report presents proposals for future regulation, it does not provide any concrete suggestions concerning the legal text. Neither does the report focus on the practical implementation of the suggested changes. The major aim of the report is to raise important issues for discussion and debate.

The content of the report

The report begins with a section that describes the public pension system and the role of the buffer capital. It is followed by a description of developments since the reform. Among other things, the report concludes that the income index performance and the low return from the buffer funds have brought pressure on the system. The report also includes a brief review of the results of the AP Funds. It shows, among other things, that all the buffer funds have underperformed considerably relative to their goals during the period 2001-2008. It also shows that the portfolio compositions of the funds do not differ much from each other, and that the total return from the buffer capital varies substantially between years. Finally, the report includes a short description of the negative results achieved by the active management and a description of the development of asset management costs. In 2007 and 2008, total costs (excluding transaction costs) amounted to roughly 20 basis points (hundredth of a percent).

Economies of scale

That economies of scale are present in the management of pension funds is natural. Fixed management costs are not affected by the size of the capital under management. A number of academic papers have shown a negative relationship between costs (as a percentage of the fund size) and the size of the fund. One study shows that if capital is increased by a factor of 10, the costs are reduced by 0.17 percentage points. It is clear that the cost reduction is smaller, the larger the fund. What is more surprising is that net return in relation to index appears to increase more than the costs are reduced, which is indicated in a number of studies. This might be due to the fact that it is easier for a large fund to attract and build competence and good governance, and also to gain access to more favorable investment opportunities. In the Netherlands and Canada, the supervisory authorities have adopted this strategy and now permit large pension funds to compete for external assignments in order to take advantage of the economies of scale, to the benefit of all the insured.

If the capital of the Swedish buffer funds were pooled into one fund, it would not even be among the twenty largest global pension funds. Thus, the new fund would be large, but not exceptionally large. Funds like the Norwegian Statens Pensjonsfond Utland, the Dutch ABP, and the American Calpers would all be two or three times larger.

So, why did legislators decide not to fully exploit the economies of scale in the AP Fund reform in 2000? In the preparatory work of the AP Fund Act, four main arguments are used to justify the creation of four identical funds. This report analyses whether these arguments are still valid and the conclusions are presented below. Note that the first two arguments were stated explicitly in the preparatory work, while the other two, although mentioned, probably were perceived as less important.

- *To reduce such market impact that could impede efficient fund management and disturb the market.*

This argument is no longer valid. The financial markets have developed during the last 10 years; new instruments are now available; and investment strategies have changed. There's only minimal risk that a merger of the funds would result in a buffer fund that would be restricted by its size.

- *To diversify management risks.*
This argument is no longer valid. Only minor effects from diversification have been observed. On the contrary, competition appears to have resulted in very similar portfolios and herd mentality which have in turn increased the total risk in the system.
- *To enable competition in order to achieve a downward pressure on costs and to improve results.*
This argument is no longer valid. Management performance doesn't appear to have improved as a result of competition. There may have been some pressure on the costs in the system, but net results from active management have been poor in all funds.
- *To reduce the risk of possible political influence on the governance of Swedish enterprises.*
This argument can still be valid. A management structure with four separate and independent funds is likely to somewhat reduce the possibility of political influence on governance.

The only argument which still can have some validity is thus the argument that the existence of several funds might reduce the risk of harmful political influence. However, the structure of four funds does not solve the problem completely, and the total cost for this solution is high. There is, though, a simple solution which makes a merger of the four funds possible, without either putting restrictions on the buffer fund's exposure toward the Swedish equity market, or affecting the availability of institutional risk capital to Swedish enterprises. The solution is to only allow indirect holdings of Swedish equity, either through investment funds or derivatives. This way, the fund can profit from the return of the equity market without exercising the voting rights. The voting rights will instead be held by fund management companies which are selected to manage the Swedish equities of the buffer fund. The buffer fund can obviously require that corporate governance of the management companies is held to high standards, and it can also choose to invest in funds with long investment horizons.

In this regard, how large would potential gains be if advantage was taken of economies of scale? During the project, CEM Benchmarking was hired to make a rough estimation of the possible effects on costs by merging the First-Forth AP-funds into one fund. By using a database of detailed actual costs from a large number of international pension funds, the expected cost reduction was estimated to be 4.7 basis points. This figure would correspond to an estimated cost reduction of more than 300 million SEK a year. Also, there are other studies showing that net returns tend to be substantially higher in larger funds. Based on such results it is estimated, but of course very roughly, that results could potentially increase by about 700 million SEK a year, if all the capital was managed in one fund. Although it is not possible to make an exact calculation of the potential gains, it is obvious that a merger can have several significant positive effects on the buffer fund performance. Given these circumstances, and counting on the fact that any possible negative consequences of a merger can be dealt with, there is no reason to choose a solution with two or three funds or to only increase cooperation between funds, at least not from the point of view of the pension system. These kinds of solutions would not fully profit from the possible advantages of economies of scale, but instead impose an unnecessary cost on the pension system. It is proposed in the report that the buffer assets now managed by the First, Second, Third and Fourth AP Funds in the future should be managed by one single fund.

Governance structure

To ensure efficient portfolio management, governance must be designed so that the best result can be achieved while still pursuing the goals of the principals, i.e. current and future pensioners. This is possibly even more important than taking advantage of economies of scale. The report describes, based on agency theory, various difficulties regarding governance of public pension funds. It states that the challenge is to make all concerned parties, so-called agents, in the pension system, e.g. the parliament, the government, the board members and the employees of the AP Funds, act in a way that best serves the ultimate principals. Governance problems concerning public pension funds are obviously not unique to Sweden and many of the discussions and

proposals concerning governance are based on a study (Yermo, 2008) of the best practices within the OECD countries.

This part of the report begins with a chapter on governance that raises the idea that the buffer fund should be managed by an authority under the parliament instead of under the government. It discusses the establishment of a council, similar to the General Council of the Central Bank. One of the main tasks of such a council would be to elect the board of the buffer fund. The fundamental idea is that governance would improve if it were exercised closer to the principals. The council would only have one specified duty, while the government have plentiful. In the discussed proposal the governance could also be better structured and more transparent, and it would be easier to have a long-term focus. This would contribute to improved credibility concerning the governance and the management of the buffer fund. All together, this could result in more efficient governance and improved conditions for portfolio management, which is likely to result in a better performance of the fund.

Subsequently, the report reviews a number of concrete governance issues that influence efficient management. These issues are relevant irrespective of whether the buffer fund is managed by an authority under the parliament or under the government. The report finds that the current objectives are vague and are difficult to interpret. The law delegates to the boards to define their own objectives. As a result the objectives vary to some extent from fund to fund. Also, this makes it difficult to evaluate the performance of the funds, which may lead to reduced efficiency.

Furthermore, based on best practice, the report concludes that the current boards are too large, and it suggests that the size is reduced to seven board members in order to enhance efficiency. The report also points out that more relevant skills and experiences are needed on the board of a buffer fund. Currently, there is a shortage of competence within asset management, that is crucial to making decisions on strategic issues about allocation and investment models. Therefore, the report suggests that a nomination committee, which in turn also should possess relevant competence, should nominate candidates, adhering to a professional, structured and transparent recruitment process. In the current system, four board members are elected following proposals from organizations representing employers and

employees. This system is suggested to cease. The nomination committee should be responsible for electing a board that is well constituted and holds the relevant skills and experiences. To be able to benefit from the advantages of a long-term investment perspective, the board must have relevant skills and a high level of integrity. It is also important that the board takes responsibility for building trust in the pensions system and buffer fund management within the public sphere, which means that outreach and communication skills are also important qualifications. The necessary qualifications expected in board members should be clearly stated. A review of current board remunerations is necessary. The remunerations should be sufficient size to attract persons with the most relevant background and to stress the importance of the assignment. The report discusses the possibility of changing regulations that currently bar foreign citizens who may otherwise be qualified candidates, from serving on the boards. According to current laws, it would be a violation of the constitution to recruit a foreign citizen. Finally, the report states that evaluations of the board's performance are essential to guarantee efficient governance. The evaluation of the fund's results in relation to its objectives must be performed over a longer period, given the long investment horizon of the pension fund. However, the contributions of each board member should be continuously evaluated. The report proposes that board members serve one year terms if the buffer fund is an authority under the parliament, and otherwise for three years.

The report pays special attention to the creation of protection against harmful political control, i.e. attempts to use the buffer funds for purposes that do not benefit those insured in the system. The management of the buffer fund should have a long-term horizon. The buffer fund is a part of a pension system which was established with the intention that it should be politically and financially independent, and to have an indefinite life span. A government has many duties apart from managing the pension system, and probably a shorter horizon. To make the buffer fund an authority under the parliament, governed by a council, could be a solution. The report discusses, mainly in light of Yermo's description of best practice, a number of ways to protect the pension system from political decisions that wouldn't benefit it. A transparent and structured recruitment process, run by a nomination committee, could strengthen the protection, and so

could a stronger board with the right level of competence and high degree of integrity. Requiring board members to report any possible attempts at influence that contradict the law and preparatory legal framework could also increase protection.

It is highly important that the board can create confidence and trust in the pension system, and especially in the management of the buffer capital. Trust is a prerequisite for the board and the management to be able to benefit from the long horizon. Canada mandates that the chairman of the board of the public pension fund, and its CEO, must present the fund's strategy and results at public meetings every two years. A similar system in Sweden would be valuable.

To conclude, the report presents several suggestions to improve the governance structure. It is likely that proposals and ideas related to the governance would have a great impact on the efficiency of the management. The size of the efficiency gain is, however, hard to estimate.

Investment rules

The report also discusses how quantitative investment restrictions can prevent a cost-efficient management of the buffer fund. For example, such restrictions might cause a biased view of risks and that could be excessively limiting, to the point that an appropriate portfolio allocation cannot be reached. This might be a consequence of the development on the financial markets, and creation of new instruments, which might render the regulation outdated. If the fund's possibility to take risk changes over time, the quantitative rules might prevent the fund from investing in the most appropriate portfolio for the pensions system. Another problem is that if the prices of one asset class change, all portfolio weights will change, causing a risk for violation of limits and forced realizations of assets.

The current regulation of the investments of the First through Fourth AP Funds was considered modern at the time of the reform. It allows much more flexibility than the earlier rules. Today, it is clear that the investment rules are unnecessarily restrictive in some areas, given the purpose of the buffer funds. Unlisted assets must not exceed 5 percent of the total assets. This hampers the funds from benefitting from their long-term

investment perspectives and it might cause unintended breach of rules when the value of quoted assets in the portfolio drops. Today the fund is not allowed to invest in commodities, although commodities might contribute to diversification and inflation protection. The fact that the value of fixed income assets must amount to 30 percent of the portfolio can also be an inefficient restriction.

The purpose of investment rules is to limit risk, and to ensure there is enough liquidity when needed. In combination with the improvement of the governance structure as suggested above, especially concerning the composition of the board, a qualitatively oriented regulation would create better conditions for an efficient fund management than existing rules. According to Yermo, qualitative rules correspond to best practice for public pension funds. Qualitative regulation would also be in line with the prudent person principle, which, for example, applies for occupational pension funds within the European Union. Qualitative rules would clarify that it is the board's full responsibility to make decisions on risk level and portfolio allocation. Qualitative rules are normally combined with a requirement for adequate internal processes for management of investments and risks. Such processes are most likely already implemented in the AP Funds. However, supervision by an external authority should be considered.

Even after a change to a qualitative regulation, some quantitative rules can be applied. The following rules are suggested:

No more than 10 percent of the fund's assets may be exposed to a single issuer.

The fund must not own equity, listed or unlisted, in Swedish companies, if voting rights are associated with the ownership (with some exceptions, e.g. equities in own real estate companies, shares/equities in unlisted private equity companies).

The voting rights associated with the ownership of shares/equities in unlisted Swedish private equity companies must not exceed 30 percent of the total voting rights in the company.

The chapter on investment regulation discusses the difficulties of successful active management, especially for public pension funds. It concludes that it is particularly difficult to outperform indices in many markets, and that it can be even more difficult for public

pension funds than for other investors. Yet, it does not suggest the prohibition of active management. The opportunities to create active returns vary over time and among markets and investment styles. Prohibiting active management could impede efficient fund management. The report's suggested changes to the government structure should result in a board that has both the ability to judge, over time, whether active management can result in a higher net return in different investment areas, and the strength to choose passive management if merited.

The Sixth AP Fund

The Sixth AP Fund also manages buffer funds in the public pension system. However, the sixth fund holds a different position than the others in many respects. It has the same goal as the other buffer funds (i.e. it should manage the capital to the benefit of the pension system, with a requirement for high long-term return and diversification), but it is restricted to investing mainly in small and middle-sized unlisted Swedish companies. The fund was established in order to supply risk capital to small enterprises and to support growth in Sweden.

The report suggests that the Sixth AP Fund is closed down, and that its assets are pooled with the other buffer funds. There are several reasons for this. Investments in unlisted assets are important in a pension fund's investment strategy, and it is both natural and efficient to gather management skills in one place and to benefit from economies of scale. This change would also facilitate the allocation decisions regarding the total assets in the buffer fund. The current structure is somewhat odd, with a capital amounting to 16 billion SEK being managed in a fund separate from the others. This makes governance difficult, which might be one reason for the poor results of the fund. The fund is also managed separately from the pension system as a whole, since there are no flows between the system and the Sixth AP Fund. Moreover, the current structure actually encompasses a quantitative investment restriction since the Sixth AP Fund mainly only can invest in Swedish unlisted companies. If there is a shortage of risk capital to Swedish enterprises, this must be dealt with in another way.

Recommendations

The report presents a number of possibilities to improve the management of the buffer funds. Taking advantage of all opportunities requires extensive changes of legal framework as well as organizational structure. It is likely that prioritizations will have to be considered. The report gives the following recommendations:

- *Economies of scale:*
Immediately initiate preparations to merge all buffer funds into one fund.
- *Governance structure:*
As soon as possible change the governance structure in order to strengthen the board:
 - o The board should be reduced (seven board members is suggested).
 - o Employer and employee organizations should not nominate candidates.
 - o A nomination committee should be responsible for selecting the candidates.
 - o The recruitment process must be transparent, structured and well-founded.
 - o Board remuneration should be increased.
- *Investment rules:*
It is imperative that investments in unlisted assets be allowed, as well as investments in commodities.

Because of the size of alternative costs, it is recommended that a committee is appointed as soon as possible to analyze the issues further and to present a detailed proposal for changes in the regulations. It is important to bear in mind that the uncertainty concerning the future of the current AP Funds can in itself cause costs.

Forming a new authority under the parliament requires an extensive investigation of constitutional and other legal issues. Furthermore, it implies constitutional changes, which means it's uncertain when such an authority could be established. However, the pension system's timeline is very long.

1 Inledning

1.1 Bakgrund

Det svenska ålderspensionssystemet reformerades under 1990-talet. Genom en fempartipartiöverenskommelse fick Sverige ett av de mest moderna och nydanande pensionssystemen i världen. Det nya systemet hanterar många av de utmaningar som de flesta statliga pensionssystem står inför i dag, till följd av ökade livslängder och fallande natalitet. Två saker kan särskilt lyftas fram som speciella i systemet. För det första går en del (drygt 15 procent) av pensionsavgifterna till ett fonderat system, där den enskilde själv kan välja hur förvaltningen ska ske i olika fonder. Merparten av statliga pensionssystem karaktäriseras annars av att de är renodlade fördelningssystem, vilket innebär att påfrestningar till följd av kommande demografiska förändringar kan komma att bli påtagliga. För det andra är den del av pensionssystemet som är ett fördelningssystem, inkomstpensionssystemet, konstruerat så att det är autonomt och självfinansierande. Det vilket innebär dels att det ligger vid sidan av statsbudgeten, dels att olika typer av externa påfrestningar hanteras inom ramen för systemet. Ett viktigt mål med pensionsreformen var också att skapa ett politiskt och finansiellt stabilt system.

Pensionsreformen innebar att buffertkapitalets roll i fördelningssystemet tydliggjordes; att utjämna svängningar i flödet av pensionsavgifter och pensionsbetalningar och att bidra till pensionssystemets långsiktiga finansiering. Som en konsekvens av pensionsreformen reformerades också regelverk och organisatorisk struktur för de AP-fonder som förvaltar buffertkapitalet i fördelningssystemet. Dåvarande första-femte fondstyrelserna ombildades till Första-Fjärde AP-fonderna och sjätte fondstyrelsen bytte namn till Sjätte AP-fonden. Kapitalet omfördelades internt mellan Första-Fjärde AP-fonderna och en ny lagstiftning,

tillsammans med nya mer liberala placeringsregler, började gälla den 1 januari 2001. Det kan noteras att de nya placeringsreglerna vid tidpunkten för reformen gav bättre förutsättningar för en effektiv förvaltning än många andra statliga fonders placeringsregler. Även på detta område inom pensionslagstiftningen har Sverige varit något av ett föregångsland.

Konkret innebar reformen att Första-Fjärde AP-fonderna fick identiska regelverk och uppdrag. De fick utökade möjligheter att placera i aktier, att placera i utländska värdepapper och att ta valutarisk. Sjätte AP-fonden, som inte egentligen berördes av reformen, avviker från de övriga genom sin uppgift att placera på riskkapitalmarknaden med inriktning mot små och medelstora företag.

Ett syfte med reformen var att åstadkomma en struktur som skulle främja konkurrens mellan fonderna för att skapa en effektiv förvaltning och en högre total avkastning på buffertkapitalet. En uppdelning av kapitalet i ett flertal fonder skulle skapa förutsättningar för en bättre förvaltning genom att ingen av fonderna skulle bli så stor att dess agerande på marknaderna, i synnerhet den inhemska aktie- och räntemarknaden, skulle begränsas. Konkurrensen mellan fonderna skulle bidra till kostnadsmedvetenhet och fritänkandet i fonderna skulle stimuleras. Olikheter i portföljstrukturer skulle innebära en minskad risk i systemet genom spridningseffekter. En uppdelning av kapitalet i ett flertal fonder innebar också att man fick ett flertal statliga aktieägare på börsen i stället för en enda stor.

Nu har snart tio år gått sedan reformen och det finns skäl för att göra en utvärdering av nuvarande struktur och regelverk. Detta inte bara för att effektiviteten och ändamålsenligheten i regelverk fortlöpande bör provas – i synnerhet om regelverket avser ett kapital om hundratal miljarder kronor i ett statligt pensionssystem – utan också för att de finansiella marknaderna fortlöpande utvecklas. Den analys som gav upphov till vissa slutsatser och beslut för tio år sedan kanske leder till andra slutsatser i dag. Dessutom har fonderna nu verkat under det nya regelverket under ett antal år och erfarenheter kan och bör dras av hur det har fungerat i praktiken.

Därtill har under senare år viss kritik framförts mot den nuvarande strukturen. Det har hävdats att de totala kostnaderna blivit onödigt höga och att en sammanslagning av fonderna, eller åtminstone en gemensam administration, skulle kunna minska

kostnaderna avsevärt. Samtidigt har det i andra sammanhang varnats för de negativa effekter som höga förvaltningskostnader kan ha på den långsiktiga utvecklingen av pensionskapital. Kritik har också riktats mot de avkastningar som AP-fonderna levererat. Sedan reformen har inkomstindex ökat med i snitt 3,2 procent per år, medan buffertkapitalets snittavkastning bara varit 1,9 procent vilket innebär att AP-fonderna under denna tid inte bidragit till finansieringen av pensionssystemet. Den låga totala avkastningen år 2008, -21,6 procent, bidrog dessutom till att det s.k. balanstalet för första gången blev lägre än 1, så att pensionssystemets automatiska balanseringsmekanism kommer att aktiveras. Resultatet har därtill varit likartat i samtliga fonder och det har hävdats att fondernas portföljsammansättningar har konvergerat, så att de inte skapar den riskspridning som skulle uppnås genom att kapitalet delades upp på flera fonder. Men inte bara den absoluta avkastningen har varit dålig. Den aktiva förvaltningsverksamheten har totalt inneburit en förlust på 8,5 miljarder kronor före kostnader fram till 2008.

Allt detta innebär att det finns goda skäl att analysera buffertfondernas regelverk och att föreslå förändringar om sådana skulle vara motiverade.

1.2 Syftet med rapporten

Syftet med denna rapport är att presentera ett förslag till hur ett framtida regelverk för förvaltningen av buffertkapitalet i det statliga pensionssystemet skulle kunna vara utformat för att skapa bästa förutsättningar för en kostnadseffektiv förvaltning.

Med *kostnadseffektiv förvaltning* avses den förvaltning som på det mest effektiva sättet uppfyller det övergripande mål som riksdagen fastställt för placeringsverksamheten i Första-Fjärde AP-fonden; att *fondmedlen ska förvaltas så att de blir till största möjliga nytta för försäkringen för allmän pension*. Detta mål, som i sig är en del av regelverket, tas således som givet. All analys i rapporten kommer hela tiden att avse pensionssystemet isolerat. Inga samhällsekonomiska konsekvenser i övrigt kommer att beaktas.

Kostnadseffektivitet i kapitalförvaltningssammanhang innebär att förvaltningen ska bedrivas på så sätt att nettoavkastningen, dvs. avkastningen minus alla kostnader för att skapa den, blir så bra som möjligt givet målet. Det innebär att det inte handlar om att minimera kostnaderna i sig. Exempelvis kan kostnader som orsakas

av att komplexa tillgångar förvaltas vara motiverade om en motsvarande högre avkastning genereras. Detsamma gäller höga kostnader för analys av strategisk allokering, om det leder till en bättre tillgångsmix.

Rapporten behandlar *regelverket för förvaltningen*. Med regelverket avses då inte enbart de faktiska lagreglerna utan också den organisationsstruktur, med fyra fonder, som infördes i samband med reformen år 2000. Även vissa styrstrukturfrågor, som bara indirekt följer av regelverket kommer att behandlas. Däremot kommer inte de enskilda fondernas kostnadseffektivitet givet det befintliga regelverket att behandlas i rapporten. Den frågan behandlas av regeringen i de årliga utvärderingarna.¹

Rapporten är inriktad på hur regelverket och styrningen påverkar *förutsättningarna* för förvaltningen. Hur väl skickad och kompetent en förvaltningsorganisation än är, kan den inte förväntas prestera bättre än vad som ges av förutsättningarna i form av styrning och placeringsregler. Därför är det viktigt att förutsättningarna inte innebär onödiga inskränkningar. Dessutom är det viktigt att lagstiftaren, och alla de som arbetar med och under regelverket, fortlöpande utvärderar om förutsättningarna kan förbättras. Förhoppningsvis kan rapporten ge inspiration och idéer.

I rapporten presenteras förslag till hur regelverket kan förbättras. Rapporten är i första hand framåtblickande. Utgångspunkten har varit att ta fram ett så bra förslag som möjligt för framtiden utan att vara låst av vad som gäller i dag. Vissa förslag kan därför kanske komma att uppfattas som drastiska. I vissa fall lämnas alternativa förslag, och i de flesta fall krävs ytterligare utredning för att förstå mer hur ett förslag fungerar eller hur det bör utformas i detalj. Förslagen avser regelverkets framtida utformning, ambitionen har dock inte varit att ta fram konkreta förslag till lagtext. Det har inte heller varit möjligt att inom ramen för rapporten behandla hur förändringarna ska genomföras rent praktiskt. Ytterligare utredning kommer således att behövas. Förhoppningen är dock att denna rapport kan leda till debatt och diskussion, och därmed i sig bidra till att skapa bättre förutsättningar för ett mer effektivt regelverk avseende buffertkapitalets förvaltning.

Sammanfattningsvis är således syftet med rapporten att föreslå och diskutera förändringar i regelverk och struktur, som kan leda

¹ Se exempelvis Skr. 2008/2009:130.

till ökad kostnadseffektivitet. Att en sådan studie görs kan i sig ha en negativ inverkan på kostnadseffektiviteten, eftersom framtiden för befintliga fonder kan upplevas som oviss. Därför är det förstås angeläget att beslutsfattarna så snart det är möjligt kan ge tydliga besked om eventuella kommande reformer.

1.3 Rapportens uppläggning

I rapporten behandlas huvudsakligen frågor kring stordriftsfördelar (struktur), styrning och placeringsregler, eftersom de bedömts vara viktigast för att skapa förutsättningar för en effektiv förvaltning.

Rapporten inleds med ett bakgrundskapitel som kortfattat beskriver pensionssystemet och huvuddragen i pensionsreformen. Syftet är att ge en bild av AP-fondernas roll i pensionssystemet. Därefter beskrivs buffertkapitalets utveckling efter reformen och de påfrestningar som systemet utsatts för. Med utgångspunkt i regeringens utvärderingar av verksamheten i AP-fonderna beskrivs hur förvaltningsresultatet och kostnaderna för förvaltningen har utvecklats.

Möjligheten att bättre utnyttja eventuella stordriftsfördelar diskuteras i kapitel 3. Områden som belyses är varför stordriftsfördelar kan finnas inom kapitalförvaltning, och hur stora de kan vara. Är det bara kostnaderna som påverkas av storleken eller kan också avkastningen i sig påverkas av hur stort kapital som förvaltas? Svaren söks i akademisk forskning av mer teoretisk karaktär men framför allt i empiriska studier. En genomgång görs av de skäl för en uppdelning av kapitalet i fyra fonder som angavs i förarbetena till AP-fondsreformen. Uppenbarligen ansågs skälen vid den tidpunkten vara så väsentliga, eller stordriftsfördelarna så små, att stordriftsfördelarna inte skulle utnyttjas. Finansmarknaderna har dock utvecklats under 2000-talet och dessutom finns nu faktisk erfarenhet från AP-fondernas förvaltning efter reformen. Mot bakgrund av detta analyseras om skälen för fyra fonder fortfarande är giltiga i dag, och om det kan finnas andra lösningar på eventuella problem än att låta buffertkapitalet drabbas av en "kostnad" i form av outnyttjade stordriftsfördelar. Slutligen görs en ungefärlig uppskattning av storleken på de outnyttjade stordriftsfördelarna, dvs. den potentiella kostnadsförbättringen om de fyra fonderna skulle slås samman till en. För detta har CEM Benchmarking, som har en omfattande databas med faktiska

kostnadsuppgifter från ett stort antal pensionsfonder, anlitas i projektet. Slutligen diskuteras alternativa möjligheter till att utnyttja stordriftsfördelarna. Kan exempelvis en bättre samordning av olika funktioner vara ett alternativ, eller kanske en specialisering i olika fonder?

Kapitel 4 behandlar olika aspekter av styrningen av pensionsfonder, och då speciellt AP-fonderna. För att kapitalförvaltningen ska kunna bli effektiv är det förmodligen minst lika viktigt att ha en bra styrningsstruktur på plats som att utnyttja stordriftsfördelar. Ambachtsheer (2006) uppskattar att skillnaden mellan god och dålig styrning till och med skulle kunna innebära 1 procent eller mer i avkastningsskillnad. Eftersom styrningen måste ske utifrån vad huvudmännen önskar uppnå, är det naturligt att analysera problemen utifrån agentteori. Frågan om vilka som är huvudmän diskuteras och därefter också frågan om hur styrningen bäst kan operationaliseras via en "huvudagent". Därefter följer en diskussion om hur mål bör formuleras, vilka uppgifter styrelser bör ha och hur de bör rekryteras och utvärderas. Kapitel 3 utgår huvudsakligen från empiriska akademiska studier. I kapitel 4 är utgångspunkten i stället en studie av Yermo (2008) som beskriver *best practice* vid styrning av statliga pensionsfonder. Förslag till förbättringar i befintligt system lämnas fortlöpande, och målet är att uppfylla alla de kriterier på god styrning som ges i Yermo och i annan litteratur. Att göra en uppskattning av vad de förslag som diskuteras skulle kunna innebära för förvaltningsresultatet är tyvärr inte möjligt.

Slutligen görs, i kapitel 5, en analys av befintliga placeringssregler. En genomgång görs av vad akademisk litteratur har att säga om förvaltningen av pensionsfonder med de särskilda förutsättningar som gäller för sådana fonder. Har man i dag möjlighet att utnyttja dessa vid buffertkapitalets förvaltning, eller kan förutsättningarna förbättras? Diskussionen och förslagen i detta kapitel förutsätter ett genomförande av de förändringar som föreslagits i tidigare kapitel.

Vid en diskussion av effektiviteten i förvaltningen av buffertkapitalet hamnar fokus lätt på Första-Fjärde AP-fonderna och det kapital som förvaltas av dem. Även Sjätte AP-fonden behandlas dock i rapporten, i kapitel 6. Med utgångspunkt i vad som i övrigt föreslås avseende struktur, styrning och placeringsregler diskuteras om det är ändamålsenligt att det finns en fond med det särskilda uppdrag som Sjätte AP-fonden har.

I rapporten dras fortlöpande slutsatser och förslag lämnas. En övergripande beskrivning av dessa återfinns i rapportens sammanfattning. I kapitel 7 görs några avslutande kommentarer.

1.4 Metod

Analyserna i rapporten görs, där så är möjligt, mot bakgrund av akademisk forskning inom relevanta områden. Det har dock inte varit möjligt att inom ramen för denna rapport göra en total litteraturöversikt.

Som ett viktigt underlag för analysen har regeringens årliga utvärderingar använts. Det har inte funnits anledning att tränga djupare in i fondernas förvaltningsresultat. Rapporten behandlar regelverk och styrning och inte i sig de enskilda fondernas prestationer. Intervjuer har dock hållits bl.a. med styrelseledamöter, vd:ar och andra anställda vid fonderna, och med tjänstemän vid Finansdepartementet. Detta för att få en fördjupad bild av hur i synnerhet styrning och placeringsregler fungerar i dag.

Eftersom det finns lärdomar att dra av de erfarenheter som gjorts i andra länder avseende stora pensionsfonders förvaltning, särskilt med avseende på styrning av förvaltningen, har studiebesök gjorts i Nederländerna och Kanada, där flera stora och framgångsrika pensionsfonder finns. Många personer med ovanligt god insikt (styrelseordföranden, vd:ar, kapitalförvaltningschefer och rådgivare) i de största pensionsfonderna delade frikostigt med sig av värdefulla erfarenheter. Dessa tackas särskilt i förordet.

Rapporten handlar om kostnadseffektivitet i förvaltningen. Det är alltså frågan om att skapa ett bättre resultat, i kronor och ören. Därför hade det varit intressant med åtminstone en ungefärlig uppskattning av vad förslagen skulle kunna få för ekonomiska konsekvenser för utvecklingen av buffertkapitalet. Tyvärr är detta inte möjligt annat än för förslaget att lägga samman fondkapitalet i en enda fond.

2 AP-fonderna i pensionssystemet

2.1 AP-fondernas historia

AP-fonden bildades i samband med att lagstiftningen om allmän tilläggspension (ATP) trädde i kraft 1960 (prop. 1959:100), efter folkomröstningen 1957 och beslut i riksdagen 1959. ATP var ett tillägg till folkpensionen för de som yrkesarbetat, och innebar således förbättrade pensioner för dessa men också ökade pensionsutfästelser för staten.

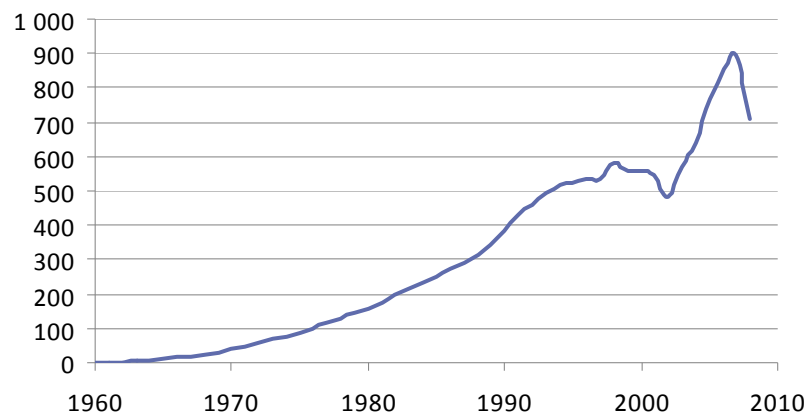
I samband med att ATP-systemet infördes, skapades en allmän pensionsfond (AP-fond). Två skäl angavs för detta. För det första skulle fondbildningen bidra till att kompensera för det bortfall i långsiktigt sparande (och investeringar) som man befارade skulle uppstå till följd av att ATP-systemet infördes. Sparandet i AP-fonden skulle bidra till de investeringar som man ansåg behövdes i ekonomin för att skapa en god standard för pensionärerna. För det andra ansåg man att medel behövde fonderas för att täcka de långsiktiga pensionsutfästelserna. Genom att redan från början anpassa avgiftsuttaget till de långsiktiga utgiftskraven skulle man kunna undvika framtida påfrestningar på systemet. Sett i ett längre tidsperspektiv skulle fonden kunna användas för att tidsmässigt jämna ut finansieringen av de snabbt växande ATP-pensionerna. Fonden skulle också kunna användas som en buffert för att jämna ut tillfälliga underskott i ATP-systemet.²

Från början uppdrogs förvaltningen av AP-fondens medel till tre särskilt inrättade fondstyrelser; första, andra och tredje fondstyrelsen. Första fondstyrelsen var ansvarig för förvaltningen av pensionsavgifter som betalats av staten och kommunerna, andra fondstyrelsen för förvaltning av pensionsavgifter som erlagts av privata arbetsgivare med fler än 20 anställda och tredje fondstyrelsen för förvaltning av pensionsavgifter som erlagts av

² Se prop. 1959:100.

privata arbetsgivare med färre än 20 anställda samt av enskilda näringsidkare. Det som skilde de tre fondstyrelserna åt var styrelsernas sammansättning, i övrigt var placeringsreglerna desamma och förvaltningen sköttes av ett gemensamt kansli. Anledningen till att man hade ett gemensamt kansli var att fondförmögenheten inledningsvis var liten, under en halv miljard kronor vid utgången av 1960. Trots att kapitalet sedan ökade till drygt 31 miljarder vid slutet av 60-talet och därefter tiofaldigades till slutet av 70-talet såg man ingen anledning att ändra denna administrativa lösning.³

Diagram 2.1 Det totala buffertkapitalet, miljarder kronor, löpande priser



Källor: Statistisk årsbok (Riksbanken) samt regeringens utvärdering (Skr. 2008/09:130).

Första-tredje fondstyrelsernas placeringsregler var kraftigt begränsande. AP-fondens kapital fick endast placeras i räntebärande tillgångar, huvudsakligen obligationer. År 1974 (prop. 1973:97) inrättades dock en ny fondstyrelse, fjärde fondstyrelsen, som både fick ett eget kansli och möjlighet att placera i svenska aktier. Endast 500 miljoner kronor, en procent av AP-fondens kapital, fördes dock över till den nya fondstyrelsen. Syftet med de utvidgade placeringsmöjligheterna var främst att man ville att AP-

³ Att de tre fondstyrelserna hade ett gemensamt kansli innebar att beslut skulle fattas i samma frågor i tre på varandra följande styrelsemöten med 18 ledamöter i vardera (nio ordinarie ledamöter och nio suppleanter som var närvarande). Detta var förstås inte var så lyckat ur ett styrningsperspektiv. Därtill blev AP-fonden till slut en mycket dominerande aktör på den svenska räntemarknaden. Någon diskussion om en uppdelning förefaller dock inte ha förekommit.

fonden skulle bidra med riskkapital till svenska industriföretag. Någon diskussion om att aktier som tillgångsslag skulle kunna bidra till en högre långsiktig avkastning verkar inte ha förekommit. Under 1988 (prop. 1987/88:11) utökades första-tredje fondstyrelsernas placeringsmöjligheter så att de fick möjlighet att även placera motsvarande fem procent av tillgångarnas anskaffningsvärde i fastigheter. Samma år (prop. 1987/88:167) inrättades också en ny, femte, fondstyrelse, med samma inriktning och uppgifter som fjärde fondstyrelsen. I propositionen framhölls att de utökade möjligheterna att placera i aktier syftade till att ge ett större utrymme för insatser av dels näringspolitisk karaktär, bl.a. vad gäller små och medelstora företag, dels regionalpolitisk karaktär, genom att riskvilligt kapital i ökad utsträckning skulle ställas till näringslivets förfogande. Storleken på det tilldelade kapitalet till fjärde respektive femte fondstyrelsen skulle motsvara en procent av anskaffningsvärdet på de tillgångar som förvaltades av första-tredje fondstyrelserna. Andelen aktier av det totala fondkapitalet var fortfarande mycket blygsam.

Under 1984 inrättades fem s.k. *löntagarfondstyrelser* inom ramen för AP-fondsystemet (prop. 1983/84:50). Dessa avvecklades år 1992 (prop. 1991/92:36) och tillgångar och skulder överfördes till gemensam förvaltning av en nyinrättad avvecklingsstyrelse, Fond 92-94. Denna fond hanterade förvaltningen samtidigt som utskiftningen av tillgångarna (28 miljarder kronor) pågick. 1996 ombildades Fond 92-94 till sjätte fondstyrelsen (prop. 1995/-96:171) och det beslöts att några hundra miljoner kronor som ännu inte var utskiftade skulle förbli under den nya styrelsens förvaltning. Dessutom beslöt riksdagen att omfördela 10 miljarder kronor inom AP-fondsystemet till denna nya fondstyrelse. Sjätte fondstyrelsen gavs placeringsregler som innebär att man ska bidra med riskkapital till små och medelstora svenska bolag, framför allt onoterade sådana, direkt eller via riskkapitalfonder. Som skäl angav regeringen att man genom att ställa riskvilligt kapital till näringslivets förfogande i syfte att skapa goda förutsättningar att främja tillväxt och sysselsättning.

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 1998. Pensionsreformens självfinansierande pensions-system innebar att buffertkapitalet fick en viktigare och tydligare uppgift. Reglerna innebar att avkastningen faktiskt skulle kunna

påverka pensionernas storlek. AP-fondsreformen innebar att det kapital som förvaltades av första-femte fondstyrelserna fördelades, efter en överföring motsvarande 258 miljarder till statskassan,⁴ lika på fyra nyinrättade buffertfonder som gavs namnen Första, Andra Tredje respektive Fjärde AP-fonden. Dessa fonder fick identiska placeringsregler som gav större friheter i förvaltningen, 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. Detaljerna i nu gällande regelverk kommer att diskuteras närmare i de följande kapitlen.

2.2 AP-fondernas roll i det nuvarande pensionssystemet

2.2.1 Det allmänna ålderspensionssystemet⁵

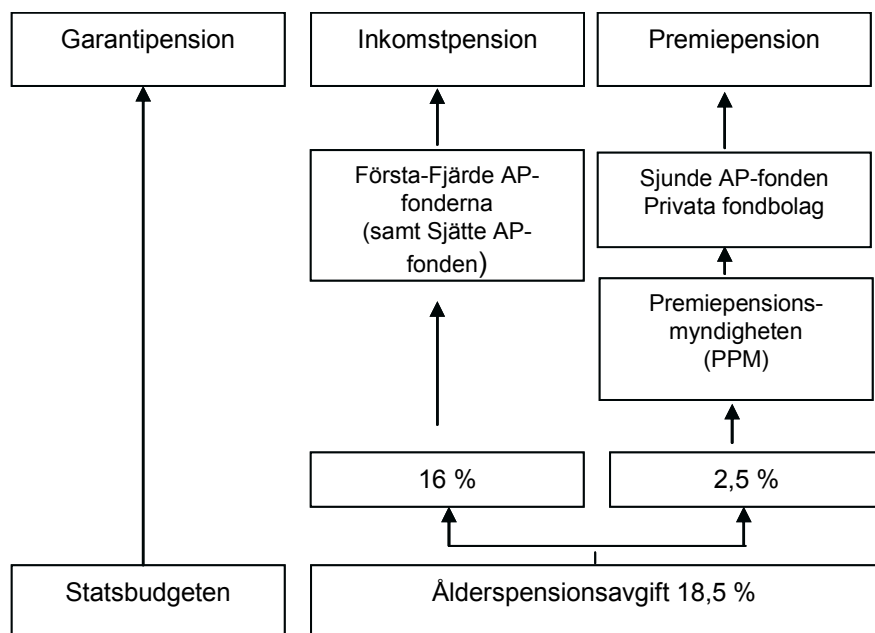
Det reformerade allmänna ålderspensionssystemet trädde i kraft den 1 januari 1999. En reform av det tidigare förmånsbestämda systemet, som omfattade folkpension och ATP, bedömdes vara nödvändig, bl.a. för att stärka pensionssystemet inför förväntade påfrestningar till följd av den demografiska utvecklingen. Det äldre pensionssystemet fasas ut fram till 2018.

Genom att det nya och det äldre systemet verkar parallellt under en övergångsperiod sker utbetalningar från pensionssystemet enligt både nya och gamla regler. I pensionssystemet finns garanti-pension, inkomstpension och premiepension enligt de nya reglerna. Under övergångsperioden benämns den pension som intjänats enligt gamla regler tilläggspension. Utbetalningar av tilläggspension väntas fortgå in på 2050-talet, om än med små belopp.

⁴ Pensionsreformen innebar bl.a. att AP-fonderna befriades från finansieringsansvaret för ATP förtidspension. Vidare innebar reformen en betydande avgiftshöjning för pensionerna. Detta motiverade att medel överfördes från AP-fonden till statsbudgeten.

⁵ Inspiration och skrivningar till detta avsnitt har hämtats i avsnitt 3.1 i Regeringens skrivelse (Skr. 2007/08:130) Redovisning av AP-fondernas verksamhet t.o.m. 2007.

Figur 2.1 Det allmänna ålderspensionssystemet



Källa: Skr. 2007/08:130

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 premiepensionssystemet). 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 sker vid sidan av statsbudgeten. Huvuddelen av pensionsavgiften, ett belopp motsvarande 16 av de 18,5 procentenheterna, ger rätt till inkomstpension. Inkomstpensionen, tillsammans med tilläggspensionen, 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 premiesparfond. Premiepensionssystemet är fullständigt fonderat. Förräntningen av den enskildes premiepensionsmedel utgörs av avkastningen på de fonder som medlen placerats i.

Garantipension utgör en del av samhällets grundskydd och utbetalas endast till personer utan eller med låg inkomstgrundad allmän pension. Pensionsreformen innebar bl.a. att åtagandet för det tidigare grundskyddet, i form av en för alla enhetlig folkpension, särskilt grundavdrag och pensionstillskott, ersattes med en den nya förmånen garantipension som beräknas som en utfyllnad till den inkomstgrundade allmänna pensionen. Garantipensionen finansieras över statsbudgeten.

Det nuvarande pensionssystemet skapades med en ambition att åstadkomma ett system som skulle vara såväl politiskt som finansiellt stabilt. Den politiska stabiliteten skulle vara en följd av att pensionsreformen grundade sig på en överenskommelse mellan fem politiska partier; socialdemokraterna, moderaterna, folkpartiet, centerpartiet och kristdemokraterna. Det finns i dag ett organ inom Regeringskansliet med företrädare för de fem partierna, som har till uppgift att med utgångspunkt i pensionsöverenskommelsen vårda pensionssystemet⁶. Den finansiella stabiliteten skulle bl.a. uppnås genom inrättandet av mekanismer för automatiska balanseringar vid över- respektive underskott i pensionssystemets beräknade tillgångar och skulder.

2.2.2 Buffertfonderna i inkomstpensionssystemet

Inkomstpensionssystemet är ett fördelningssystem, vilket innebär att utgående pensioner ska finansieras med de pensionsavgifter som

⁶ Direktiv för Pensionsgruppen återfinns på Regeringskansliets hemsida (<http://www.regeringen.se/content/2/c6/01/04/92/2b730755.pdf>).

betalas in. Totala inbetalningar och utbetalningar kommer dock inte alltid att vara lika stora, vilket innebär att överskott och underskott kan uppstå i systemet. Det är buffertfondernas roll att fungera som en finansiell buffert för att hantera perioder av kassamässiga över- eller underskott. Eventuella överskott ansamlas i buffertfonderna och vid underskott tas buffertfondernas kapital i anspråk för att utbetalningarna ska kunna fullgöras.

Att inkomstpensionssystemet är ett finansiellt fristående system som ligger vid sidan av statsbudgeten innebär att de enda medel som i princip kan tillföras systemet är pensionsavgifterna och avkastningen på fondkapitalet. Uttagen från systemet består av pensionsutbetalningar och kostnader för administration. Det är således dessa flöden som kommer att bestämma utvecklingen på buffertkapitalets storlek. Genom det sätt på vilket avgiftsuttag görs och pensionsrätter bestäms och indexeras har lagstiftaren skapat ett system i långsiktig finansiell balans, men olika faktorer som demografisk utveckling och dålig ekonomisk tillväxt kommer att medföra perioder när buffertkapitalet behöver tas i anspråk och perioder när det byggs upp.

Pensionsavgifterna för inkomstpension är för varje enskild individ 16 procent av pensionsunderlaget, som består av pensionsgrundande inkomster och belopp. Såväl lön som ersättning från social- och arbetslöshetsförsäkring räknas som inkomst. Pensionsgrundande belopp kan vara ersättningar vid studier, barnledighet och plikttjänst. Pensionsunderlaget är maximerat till 7,5 inkomstbasbelopp. Inbetalningar av avgifterna görs via den försäkrades allmänna pensionsavgift och arbetsgivarens pensionsavgift. När inkomsten överstiger 7,5 inkomstbasbelopp går arbetsgivarens överskjutande pensionsavgift till statsbudgeten. Om individen har ersättning från social- eller arbetslöshetsförsäkringen betalar staten pensionsavgiften till pensionssystemet. I dessa fall finansierar således statskassan pensionsavgifterna, det gäller även finansieringen av pensionsrätt för s.k. pensionsgrundande belopp för barnår m.m. Rent praktiskt sker inbetalningarna av avgifterna en gång i månaden och de fördelas med en fjärdedel var till Första, Andra, Tredje och Fjärde AP-fonden.

För varje individ bokförs en gång per år ett belopp motsvarande den intjänade pensionsrätten på ett ofonderat pensionskonto.⁷ Detta belopp kommer sedan, som huvudregel, fortlöpande att

⁷ Detta är således en rent bokföringsmässig åtgärd. Inga pengar sätts in på kontot.

skrivas upp med utvecklingen av genomsnittsinkomsten, mätt som inkomstindex. Från pensionskontona dras också, varje år fram till pension, kostnader för administrationen av systemet. Det är Skatteverkets kostnader för avgiftsuppbörd, Försäkringskassans kostnader för pensionsadministration och AP-fondernas bruttoredovisade kostnader (interna administrationskostnader) som belastar pensionskontona. 2008 uppgick dessa kostnader till 353, 257⁸ respektive 778 miljoner kronor, totalt 1 388 miljoner kronor. Avdraget från pensionsbehållningarna var 0,0026 procent 2008.

Storleken på utbetalningarna av inkomstpensionen beräknas genom att beloppet på pensionskontot delas med ett tal som dels speglar genomsnittlig återstående livslängd och dels en ränta på 1,6 procent.

Konstruktionen innebär att hur mycket avgifter som betalas in påverkas av faktorer som befolkningstillväxt, arbetskraftsdeltagande, ekonomisk tillväxt och löneökningstakt. Utbetalningarnas storlek påverkas av pensionsålder och antal pensionärer, genomsnittlig livslängd och löneökningstakten.

För att undvika att buffertfonderna varaktigt töms under perioder av obalans och för att åstadkomma maximal neutralitet mellan generationer i pensionssystemet, finns en automatisk balanseringsmekanism. Mekanismens syfte är att se till att systemet verkligen är finansiellt stabilt, en förutsättning för autonomi. Balanseringen eliminerar behovet av politiska ingripanden för att säkerställa finansieringen. Den automatiska balanseringen aktiveras när pensionssystemets tillgångar är mindre än skulderna. Tillgångarna i systemet utgörs av framtida avgiftsinbetalningar och buffertfondernas kapital, skulderna utgörs av värdet av framtida pensionsutbetalningar. Vid en balansering kommer värdet av pensionsrätterna och pensionerna att räknas om med ett så kallat balansindex vars värde kommer att vara lägre än inkomstindex. Balansindex kan enkelt beskrivas som produkten av balanstalet och inkomstindex, där balanstalet bestäms som summan av avgiftstullgångar och buffertkapital delat med pensionsskulden. Balanseringen fortsätter sedan till dess att tillgångarna åter är större än skulderna. Det innebär att balanseringen, under en balanseringsperiod, fortsätter att vara aktiv fram till dess att balansindexet är lika med inkomstindex. Då stängs balanseringen av. Senare delen av

⁸ Notera att Försäkringskassans ersättning 2008 var exceptionellt låg jämfört med tidigare års uttag. Orsaken till det låga uttaget 2008 är att Försäkringskassan tidigare år haft lägre kostnader än den ersättning myndigheten tilldelats.

en avslutad balanseringsperiod kommer indexeringen av pensionsrätter och pensioner att vara högre än om inkomstindex hade använts. Den balansmekanism som finns i dag aktiveras bara vid underskott i pensionssystemet. Det är naturligtvis också möjligt att tänka sig att överskott börjar ansamlas, och att dessa - i symmetri med underskottsbalanseringen - borde fördelas till de försäkrade. Utredningen om överskott i ålderspensionssystemet har tagit fram ett förslag (SOU 2004:105 Utdelning av överskott i inkomstpensionssystemet) till uppskrivning av pensionsrätter i sådana situationer, men regeringen har inte tillställt riksdagen något förslag i frågan.

Balanseringen innebär att buffertkapitalets utveckling kan få en direkt inverkan på pensionsrätternas och utgående pensioners utveckling. Att detta kan inträffa har visat sig under den senaste tidens finansiella kris. Den kraftigt negativa avkastningen i AP-fonderna under 2008, tillsammans med de senaste årens ökning av skulderna i systemet bl.a. till följd av utvecklingen av inkomstindex, har inneburit att balanstalet för 2010 för första gången skulle komma att understiga 1 (0,9672), med lägre pensionsrättsuppskrivningar och faktiska utbetalningsminskningar som följd.⁹ Regeringen har i samråd med Pensionsgruppen tagit fram ett förslag (prop. 2008/09:219) som innebär att variationer i fondernas marknadsvärde inte kommer att få ett lika direkt genomslag på balanstalet. I stället för att använda marknadsvärdet på tillgångarna vid utgången av andra året före det år som balanstalet avser, föreslås att medelvärdet av marknadsvärdet vid utgången av andra, tredje och fjärde året före används. Detta innebär att genomslaget i pensionssystemet av förändringar i värdet av buffertfondernas tillgångar kommer att fördröjas. Förslaget riksdagsbehandlas för närvarande. Det kan noteras att denna förändring i sig innebär ett avsteg från den ursprungliga pensionsöverenskommelsen.

Sammanfattningsvis är kopplingen mellan buffertfondernas förvaltningsresultat och pensionerna visserligen komplex, men betydligt tydligare i dag än före pensionsreformen. Ett dåligt förvaltningsresultat kan medföra att balanseringen slår till, vilket innebär en försämrad utveckling av pensionerna. Om balanstalet är över ett, medför ett bra resultat inget annat än att det minskar risken för balansering i framtiden. I en sådan situation innebär en

⁹ Inkomstpensionerna skulle komma att sänkas med cirka 3,8 procent (prop. 2008/09:219).

hög avkastning att det är möjligt att bibehålla inkomstindexeringen vid en utveckling, som utan en bra fondavkastning, skulle nödvändiggjort lägre pensioner. Denna positiva effekt av en god avkastning är dock inte lika tydligt uppenbar som den negativa risken.¹⁰ Endast i en situation där balanstalet är mindre än ett har buffertfondernas avkastning en direkt inverkan på indexeringen. Kostnaderna för fondernas interna förvaltning, slutligen, påverkar pensionsrätternas utveckling, och pensionerna, direkt, genom att de dras från de enskilda pensionskontona.

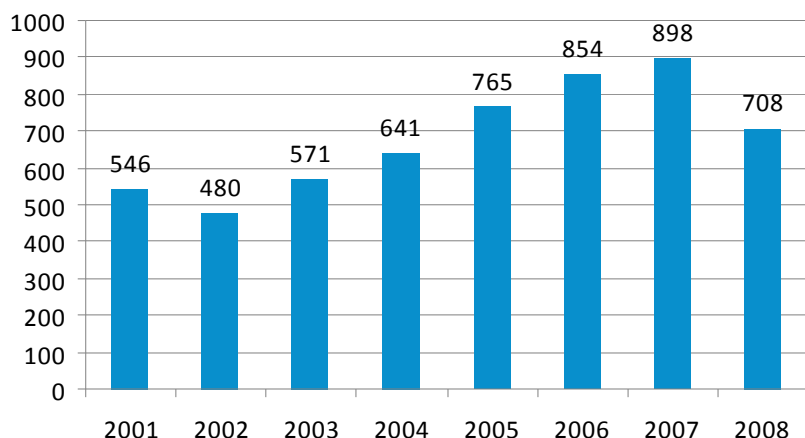
2.3 Buffertfondernas utveckling efter reformen

I detta avsnitt redogörs mycket översiktligt för utvecklingen i fonderna sedan det nya regelverket infördes 2001. Vissa områden kommer att diskuteras betydligt mer ingående senare i rapporten. Det bör också noteras att syftet med denna rapport inte är att utvärdera enskilda fonders prestationer. För mer detaljerade redovisningar och utvärderingar hänvisas till fondernas årsredovisningar, regeringens årliga utvärderingar och särskilt McKinseys rapport (McKinsey, 2009) i den senaste utvärderingen samt pensionssystemets årsredovisningar (Orange rapport från Försäkringskassan). Uppgifterna nedan är hämtade ur dessa källor.

Diagram 2.2 visar hur buffertkapitalet har utvecklats sedan reformen 2001. Totalt över perioden har kapitalet ökat från 546 miljarder kronor till 708 miljarder. Under två år har kapitalet minskat, dels under 2002 efter det att den så kallade IT-bubblan sprack, dels i samband med finanskrisen 2008. Under 2008 minskade värdet på buffertkapitalet med 190 miljarder kronor. Fem år i rad, 2003-2007, ökade dock kapitalet i storlek och under denna period nästan fördubblades kapitalet.

¹⁰ Den positiva effekten av en god avkastning framgår dock av pensionssystemets räkenskaper.

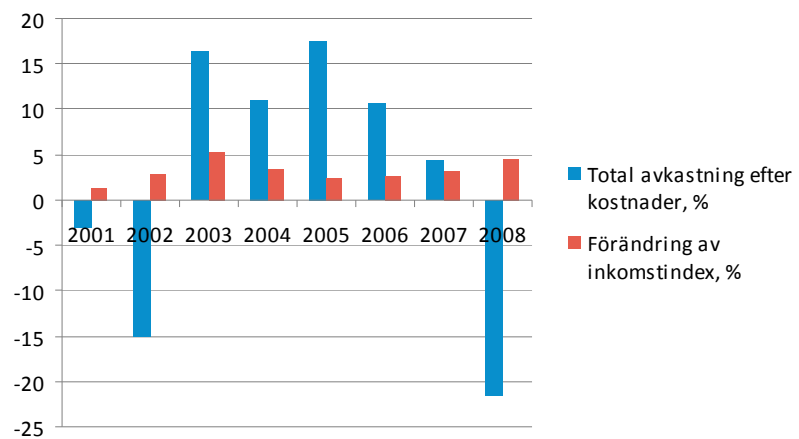
Diagram 2.2 Det totala buffertkapitalet, miljarder kronor, per 31 december



Källa: McKinsey (2009).

Vad innebär då detta när det gäller buffertkapitalets uppgift att bidra till finansieringen av pensionssystemet? I diagram 2.3 visas avkastningen på fondkapitalet tillsammans med utvecklingen på inkomstindex. Som synes har variationen i avkastningen varit hög, samtidigt som inkomstindex ökat relativt stadigt. Under perioden har inkomstindex ökat med i snitt 3,2 procent, vilket i princip innebär att behållningarna, exklusive nya pensionsrätter m.m., på pensionskontona också ökat i samma utsträckning. Buffertkapitalets snittavkastning under samma period var dock endast 1,9 procent, vilket innebär att AP-fonderna under denna tid inte bidragit till finansieringen, utan tvärtom varit en belastning. Fram till 2007 var dock det generella förhållandet att fonderna bidrog till systemets finansiering.

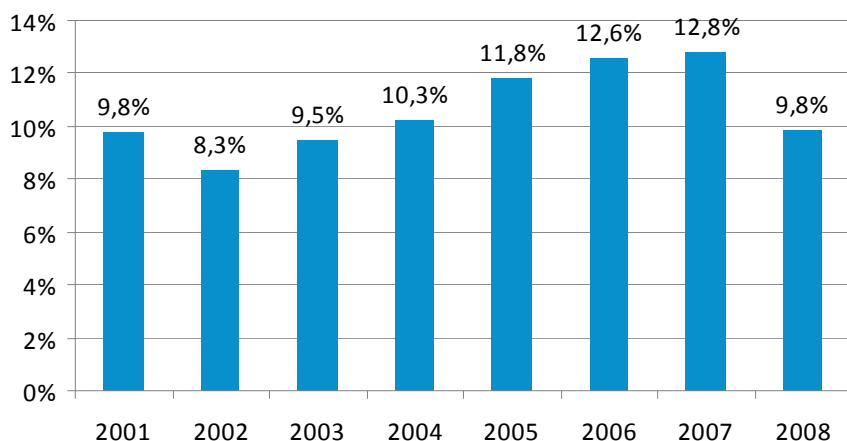
Diagram 2.3 Buffertfondernas totala avkastning



Källa: McKinsey (2009).

Diagram 2.4 visar buffertkapitels andel av de totala tillgångarna i inkomstpensionssystemet och hur denna har förändrats över åren. Buffertkapitalet utgör bara omkring 10 procent av de totala tillgångarna, de övriga 90 procenten utgörs av avgiftstillgången, dvs. värdet av de avgifter som beräknas betalas in i systemet i framtiden. Under 2005 och 2006 utgjorde buffertkapitlet över 12 procent av tillgångarna, men vid årsskiftet var andelen åter lägre än 10 procent.

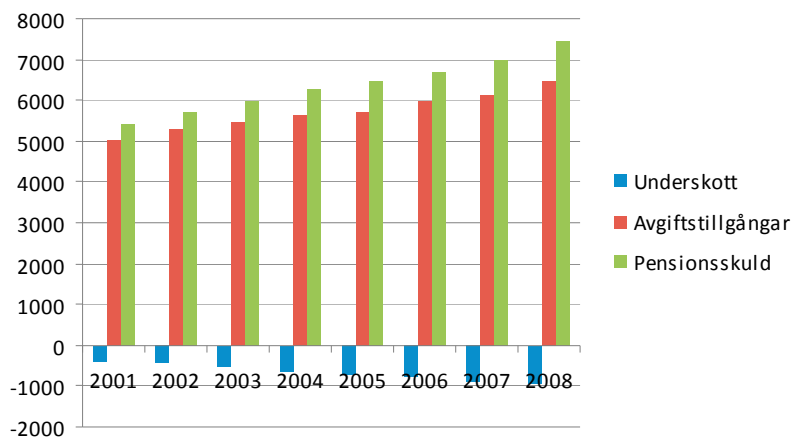
Diagram 2.4 Buffertkapitalets andel av de totala tillgångarna i systemet



Källa: Pensionssystemets årsredovisning 2008 (orange rapport).

Under samma period har skillnaden mellan pensionsskuld och avgiftstillgångar ökat med omkring 600 miljarder kronor (diagram 2.5 avgiftstillgångarna har visserligen ökat men pensionsskulden har ökat snabbare. Det hade förstås varit gynnsamt om buffertfonderna kunde ha kompenserat en del av denna ökande skillnad genom en bättre avkastning.

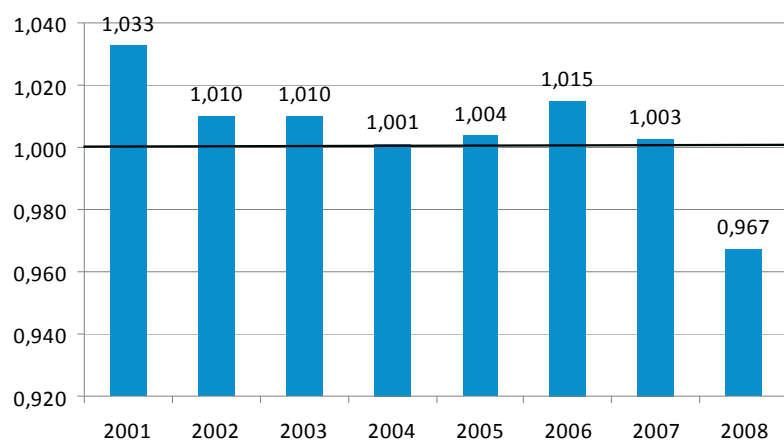
Diagram 2.5 Avgiftstillgångar och pensionsskuld, miljarder kronor



Källa: Pensionssystemets årsredovisning 2008 (Orange rapport).

Balanstalet har därför också fallit under 2000-talet, vilket illustreras i diagram 2.6. Vid utgången av 2008 understeg det för första gången 1, vilket innebär att den automatiska balanseringen, förmodligen i justerad version enligt beskrivningen tidigare i avsnittet, kommer att påverka pensionerna från 2010. Detta är, som konstaterats, inte bara en effekt av att buffertkapitlet utvecklats dåligt, men det har varit bidragande. Om avkastningen under 2008 hade legat på 6 procent, i stället för -21 procent, skulle balanstalet inte ha kommit att understiga 1. Finanskrisen och den höga aktieandelen bidrog på så sätt till att balanstalet understeg 1 för 2008. Men aktiemarknadens utveckling och den höga aktieandelen bidrog också till den goda utvecklingen tidigare år.

Diagram 2.6 Balanstalets utveckling

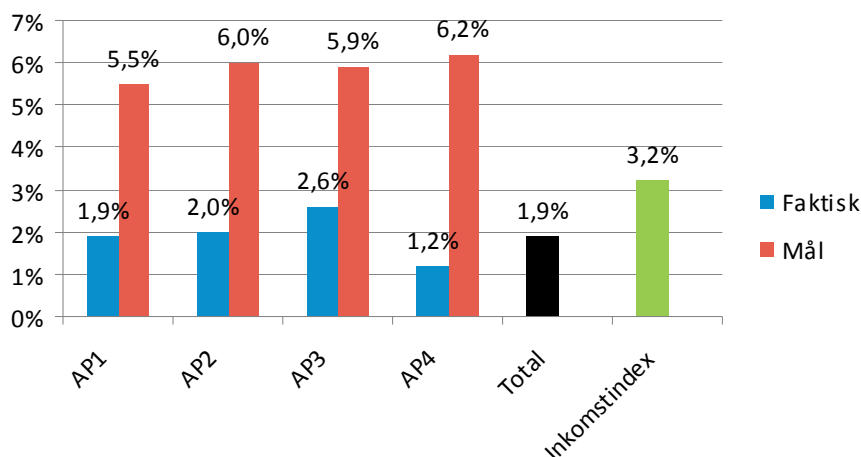


Källa: Pensionssystemets årsredovisning 2008 (Orange rapport).

Vilken avkastning har då de enskilda fonderna uppnått sedan reformen? Uppgifterna i diagram 2.7, som är hämtade från McKinsey (2009) visar att Första-Fjärde AP-fondernas avkastning inte avviker särskilt mycket från varandra. Tredje AP-fonden uppvisar den högsta avkastningen, 2,6 procent, medan Fjärde AP-fonden med sina 1,2 procent har sämst resultat. För var och en av Första-Fjärde AP-fonden understiger den faktiska avkastningen respektive fonds avkastningsmål med mellan 3 och 5 procentenheter. Den kraftigt negativa avkastningen 2008 har förstås dragit ner genomsnittet under perioden.

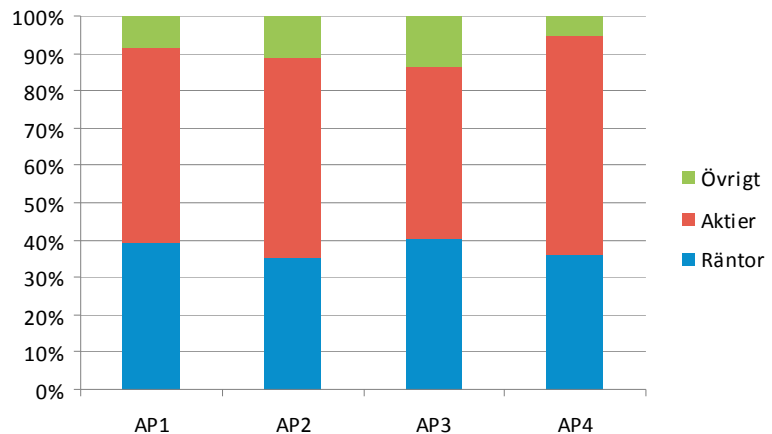
Sjätte AP-fonden har sedan start 1997 genererat en avkastning på i snitt 3,8 procent vilket översteg utvecklingen av inkomstindex men underträffade fondens avkastningsmål på 7,8 procent (McKinsey, 2009). Sjätte AP-fondens förvaltningsresultat beskrivs ytterligare i kapitel 6.

Diagram 2.7 Genomsnittlig årlig avkastning efter kostnader, 2001-2008



Källa: McKinsey(2009).

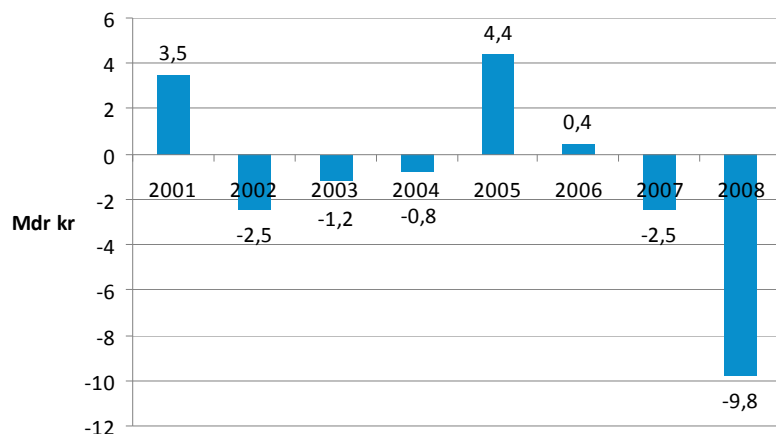
Det är inte bara över den totala perioden som Första-Fjärde AP-fonden uppvisar likartade avkastningar. Avkastningarna har också utvecklats likartat över åren, vilket visas i diagram 3.10 i kapitel 3. Detta beror i sin tur på snarlika portföljsammansättningar, som därtill har varit tämligen oförändrade över åren, vilket beskrivs och diskuteras i avsnitt 3.2.4. Fjärde AP-fonden har haft en något större andel aktier än övriga, och Tredje AP-fonden en något lägre. Första och Tredje AP-fonderna har haft en lägre andel svenska aktier än de övriga, och Tredje AP-fonden märker också ut sig med den största andelen alternativa tillgångar.

Diagram 2.8 Första-Fjärde AP-fondens portföljsammansättning, 31 december 2008

Källa: McKinsey (2009).

Det är framför allt den höga andelen aktier i portföljerna, tillsammans med den volatila utvecklingen på aktiemarknaden, som förklarar variationerna i avkastningen som visades i diagram 2.8 ovan.

Inte bara fondernas absoluta avkastning har varit låg. Tre av fonderna har sedan start genererat en negativ aktiv avkastning i förhållande till de jämförelseindex de använt. Fonderna har således, genom aktiva förvaltningsbeslut genererat en lägre avkastning än vad den skulle ha blivit om de investerat i de jämförelseindex som används. Första AP-fonden har skapat en positiv aktiv avkastning på 2,3 miljarder kronor före kostnader under perioden 2001-2008, medan övriga uppvisar negativt resultat före kostnader. Totalt för de fyra fonderna uppgår resultatet av den aktiva förvaltningen till - 8,5 miljarder kronor före kostnader. Fram till 2008 fanns ett litet ackumulerat överskott före kostnader, men 2008 var den totala förlusten till följd av aktiv förvaltning så stor som 9,8 miljarder kronor före kostnader.

Diagram 2.9 Aktiv avkastning före kostnader, totalt för Första-Fjärde AP-fonden

Kommentar: Avkastningen avseende 2001 avser endast andra halvåret.
Källa: McKinsey(2009).

Om man studerar resultaten av aktiv förvaltning enskilda år har Första AP-fonden uppnått positiv avkastning före kostnader fyra gånger av åtta möjliga, Andra och Tredje AP-fonden tre gånger var, och Fjärde AP-fonden en gång.

Att förvaltningen av buffertkapitalet bedrivs på ett kostnadseffektivt sätt är relevant eftersom de bruttoredovisade kostnaderna belastar individernas pensionskonton, och de övriga kostnaderna urholkar kapitalet.

De totala kostnaderna för förvaltningen av buffertkapitalet var 2 miljarder kronor år 2008. Exklusive transaktionskostnader är kostnaderna knappt 1,6 miljarder kronor per år, och har ökat från knappt 1 miljard år 2001. Kostnaderna exklusive transaktionskostnader motsvarar nu omkring 0,20 procent av buffertfondkapitalet.

Tabell 2.1 AP-fondernas kostnader exklusive transaktionskostnader

AP-fond	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Första AP-fonden	182	166	190	244	290	306	345	404
Andra AP-fonden	187	197	234	330	373	345	371	413
Tredje AP-fonden	110	177	235	314	361	334	442	406
Fjärde AP-fonden	175	165	216	246	236	228	212	202
Sjätte AP-fonden	272	302	340	340	326	331	397	144*
Totalt	926	1 007	1 216	1 474	1 586	1 543	1 767	1 568
Andel av fondkapitalet, procent	0,17	0,20	0,23	0,24	0,23	0,19	0,20	0,20

*Sjätte AP-fonden ändrade redovisningsmodell 2008.

Källor: AP-fondernas årsredovisningar.

Kostnaderna varierar något mellan fonderna, vilket framför allt beror på val av förvaltningsmodell och då särskilt andelen externa förvaltningsuppdrag och villkoren för dessa. Eftersom prestationsbaserade avgifter ingår i kostnaderna i tabell 2.1 kan kostnaderna också komma att variera till följd av att externa förvaltare varit olika framgångsrika i sina uppdrag.

I den utvärdering av fondernas kostnader som KPMG utförde på regeringens uppdrag 2005 (KPMG (2005), Skr. 2004/05:130) konstaterades att fondernas förvaltningsaktivitet inte stått i proportion till verksamhetens kostnader. Antingen borde förvaltningsaktiviteten öka eller kostnaderna minska. KPMG drog också slutsatsen att Första–Fjärde AP-fondernas förvaltningskostnader översteg en jämförelsenorm bestående av svenska, brittiska och nederländska livförsäkringsbolag och pensionsfonder och att det fanns outnyttjade besparingsmöjligheter. Som förklaring till de höga kostnaderna angav KPMG att i synnerhet vissa av AP-fonderna valt en komplex förvaltningsmodell med både intern och extern förvaltning. Regeringen har också sedan 2002 konsekvent i sina utvärderingar pekat på vikten av en kostnadseffektiv förvaltning och på behovet av att se över kostnaderna för buffertfondernas förvaltning (se utdrag ur skrivelsernas huvudsakliga innehåll i Bilaga 1). Enligt uppgifter i fondernas årsredovisningar har dock fonderna utfört egna kostnadsanalyser, som visat att kostnaderna är i paritet med, eller kanske till och med något lägre än, kostnader för andra jämförbara pensionsfonder internationellt.¹¹ Regeringen har ett flertal gånger

¹¹ Se exempelvis årsredovisningarna från 2006 för Första, Tredje och Fjärde AP-fonden, samt den från 2008 för Andra AP-fonden.

specifikt kommenterat att förvaltningsaktiviteten inte stått i proportion till kostnaderna och i de fyra senaste utvärderingarna har konstaterats att resultatet av den operativa förvaltningen inte varit tillfredsställande. Fonderna har dock under senare år vidtagit olika åtgärder för att minska kostnaderna, och för att komma tillrätta med den mindre lyckade aktiva förvaltningen. Exempelvis har Första AP-fonden under 2009 ändrat sin förvaltningsmodell och minskat antalet anställda, och Fjärde AP-fonden har minskat andelen aktiva mandat.

I regeringens senaste utvärdering (Skr. 2008/09:130) konstateras att Första-Fjärde AP-fonderna har outnyttjade möjligheter att samordna gemensamma funktioner. Detta är fullt möjligt under gällande regelverk. I de två senaste skrivelserna har regeringen uppgett, bl.a. mot bakgrund av de ökade kostnaderna, att man avser att se över de nuvarande reglerna för AP-fonderna. Någon sådan översyn har dock ännu inte påbörjats.

3 Att utnyttja stordriftsfördelar

Vid reformeringen av AP-fondsystemet förändrades organisationen av förvaltningen så att kapitalet delades upp på fyra från varandra fristående fonder med identiska förutsättningar. I förarbetena (Ds 1999:38, prop. 1999/2000:46) till reformen 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. Vidare angavs det vara en risk att flera fonder skulle komma att göra affärer med varandra och därigenom skapa onödigt höga transaktionskostnader. Trots detta föreslogs att en uppdelning skulle göras i fyra fonder. I förarbetena behandlades översiktligt ett antal skäl för att göra en uppdelning. Bland annat skulle risken för marknadsstörningar minska, förvaltningsriskerna skulle diversifieras och konkurrensen skulle bidra till effektivare förvaltning.

Det har nu gått närmare tio år sedan reformen. Erfarenheter har kunnat dras från den nya strukturen, det finansiella kunnandet har utvecklats, liksom de finansiella marknaderna. Därför finns det nu anledning att analysera om möjliga stordriftsfördelar skulle kunna utnyttjas på ett bättre sätt i framtiden. Nedan görs först en genomgång av vad en sammanslagning av fonderna skulle kunna innebära för förvaltningskostnaderna och för möjligheterna att skapa avkastning. Sedan följer en analys av om de skäl som angavs för en uppdelning är relevanta i dag, tio år senare. Bl.a. kan erfarenheter från pensionsfondsförvaltning i andra länder ge bidrag i denna analys.

3.1 Stordriftsfördelar i kapitalförvaltning – vad säger teori och empiri?

Kostnader och fondstorlek

Att det finns stordriftsfördelar i förvaltningen av pensionsfonder är naturligt. Främst handlar det om att många av pensionsfondernas kostnader inte behöver öka med det förvaltade kapitalets storlek. Sådana kostnader återfinns inom många delar av fondernas verksamhet: strategisk analys, förvaltning av likvida tillgångar, riskhantering, regelefterlevnad (compliance), rapportering och administration. Det handlar dels om att antalet personer som behövs för att sköta portföljen inte växer linjärt med kapitalets storlek, dels om att ett grundläggande system för administration och analys behövs oavsett kapitalet storlek. En annan orsak till stordriftsfördelar är att pensionsfonder får bättre förhandlingsstyrka ju större de är, vilket ger bättre villkor när exempelvis förvaltningsuppdrag eller andra uppdrag läggs ut externt eller när investeringar sker i vissa typer av fonder (vilket i sin tur beror på stordriftsfördelar hos dessa förvaltare). En annan anledning till, eller effekt av, stordriftsfördelar inom kapitalförvaltning är att det för vissa tillgångar eller tillgångsslag kan krävas en viss kritisk massa av kapital för att man ska kunna bli en effektiv investerare. Det gäller exempelvis infrastrukturinvesteringar och onoterade aktier.

Stordriftsfördelar i förvaltningen av pensionsfonder har studerats av ett relativt stort antal forskare. I en studie av data från samtliga holländska pensionsfonder under perioden 1992-2004 visade det sig att både administrativa kostnader och kapitalförvaltningskostnader varierade kraftigt mellan fonderna, men att variationen huvudsakligen gick att förklara med fondens storlek.¹² Motsvarande resultat finner man i andra akademiska arbeten, exempelvis i en studie av australiensiska pensionsfonder,¹³ och i ett flertal studier av kostnader för individuellt sparande i premiebestämda system.¹⁴

Det finns också ett antal studier som visar att det finns avsevärda stordriftsfördelar i förvaltningen av värdepappers-

¹² Bikker och Dreu (2009).

¹³ Bateman och Mitchell (2004).

¹⁴ Whitehouse (2000), Dobronogov och Murthi (2005) och James, Smalhout och Vittas (2001).

fonder¹⁵, även om de inte verkar vara fullt så uttalade som för pensionsfonder. Det finns flera orsaker till detta, bl.a. att värdepappersfonder har administrativa kostnader och marknadsföringskostnader som påverkas av fondens storlek. Dessutom drabbas en värdepappersfond av transaktionskostnader till följd av att in- och utflöden i fonden sker ofta, vanligtvis dagligen. Det finns mycket som tyder på att det till och med för stora förvaltade kapital kan finnas storleks*snackdelar* för värdepappersfonder.¹⁶ Detta eftersom transaktionskostnader, inklusive marknadspåverkan, påverkar nettoavkastningen negativt. Det finns således sannolikt en "optimal" storlek för olika värdepappersfonder, beroende på inriktning.

För pensionsfonder är det däremot så att kostnaderna som andel av kapitalet fortlöpande faller med kapitalets storlek, även om minskningen avtar ju större kapitalet är. I Lum (2006) visas hur relationen mellan kapitalförvaltningskostnader och förvaltad kapital såg ut år 2005 i de över 700 pensionsfonder som då fanns i CEM Benchmarkings databas¹⁷. CEM är ett företag som specialiserat sig på att analysera och utvärdera pensionsfonders kostnader, och som över tiden har byggt upp en stor och unik databas med faktiska kostnadsdata från sina kunder för detta syfte. Företaget grundades 1992 och har i dag över 500 kunder bland pensionsfonder i USA, Kanada, Nya Zeeland, Australien och Europa.

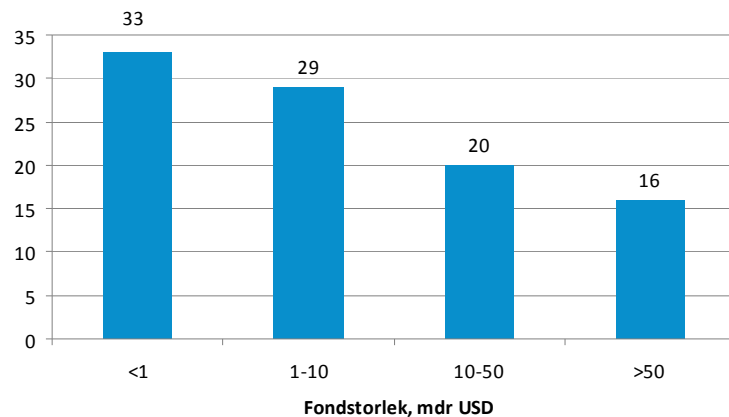
¹⁵ Malhotra och McLeod (1997).

¹⁶ Chan et al (2008).

¹⁷ Lums studie bygger på uppgifter avseende avkastning, kostnader och risk från över 700 fonder, varibland många av de största i världen, baserade i Australien, Kanada, Finland, Frankrike, Irland, Nederländerna, Norge, Sverige och USA. Genomsnittlig fondstorlek 2005 var 10,8 miljarder US-dollar. Andelen privata fonder var 45 procent och statliga och andra fonder utgjorde 55 procent.

Diagram 3.1 Kostnaden vid olika fondstorlekar

Kapitalförvaltningskostnader, baspunkter



Källa: Lum (2006)

Diagrammet indikerar att bland fonderna i CEM:s databas så har fondstorleken stor betydelse för kostnadernas storlek, och Lum visar att så också är fallet, även om andra faktorer, som geografisk belägenhet, tillgångsmix och andel extern förvaltning också är viktiga förklaringsvariabler.¹⁸ Kostnaderna per förvaltat krona är hälften så höga för de riktigt stora fonderna som för de små. En fond som förvaltar mindre än en miljard dollar har en kostnad för kapitalförvaltningen på 33 baspunkter¹⁹ i snitt – att jämföra med en kostnad på i snitt 16 baspunkter för de största fonderna.

I en nyligen gjord liknande studie analyserar också Ambachtsheer (2009) stordriftsfördelar, med hjälp av uppgifter ut CEM:s databas sedan början av 90-talet. Ambachtsheers studie baseras på data från 408 pensionsfonder, varav 50 tillhör världens 100 största. Studien visar att om kapitalet under förvaltning ökar med faktorn 10 så minskar de årliga kapitalförvaltningskostnaderna med 0,17 procentenheter. Detta innebär att kostnaderna för att förvalta en fond med ett kapital på motsvarande 700 miljarder

¹⁸ De enskilda AP-fonderna hade per årsskiftet 2008/2009 ett kapital motsvarande omkring 20 miljarder US-dollar, vilket enligt diagrammet borde ha inneburit en kostnad på ungefär 20 punkter (vilket överensstämmer med deras genomsnittliga faktiska kostnader). En fond med AP-fondernas totala kapital skulle ha haft omkring 80 miljarder US-dollar under förvaltning och skulle ha hamnat i fjärde stapeln med en kostnad som är 4 punkter lägre.

¹⁹ Hundradels procent.

kronor skulle vara 1 190 miljoner kronor lägre än den totala kostnaden för att förvalta tio fonder med 70 miljarder kronor vardera.

Avkastning och fondstorlek

Men det är ju inte kostnaderna i sig som är intressanta. Det viktiga är att pensionsfonderna uppnår en hög nettoavkastning, dvs. avkastning efter att förvaltningskostnaderna dragits bort. Hur påverkas då pensionsfondernas möjlighet att skapa god avkastning av storleken på det förvaltade kapitalet? I en studie som dåvarande Statens Petroleumsfond i Norge²⁰ lät utföra med hjälp av CEM:s databas visade det sig att storleken på fonden hade betydelse för nettoavkastningens storlek. En dubbelt så stor fond hade en nettomeravkastning (nettoavkastning minus avkastning från jämförelseindex) som i genomsnitt var 0,2 procentenheter större.

Också i Ambachtsheers studie av stordriftsfördelar analyseras effekter på avkastningen. Han uppskattar att om storleken på förvaltad kapital ökar med en faktor tio, så ökar nettomeravkastningen med 0,27 procentenheter. Ju större fond desto bättre förvaltningsresultat, således. Men det mest intressanta i studien är att nettoavkastningen ökar mer än kostnaderna minskar (0,17 procentenheter). Data visar alltså att avkastningen i sig blir bättre när det förvaltade kapitalet ökar i storlek.

Det finns många skäl för att en stor pensionsfond ska lyckas uppnå bättre avkastning än en mindre. En stor fond har bättre förutsättningar att bygga upp en bra och professionell kapitalförvaltningsmiljö än en mindre fond. Möjligheterna är bättre att attrahera rätt och tillräcklig kompetens för att dra nytta av olika möjligheter till diversifiering och att skapa god långsiktig avkastning genom investeringar bl.a. i illikvida tillgångar²¹. Det är naturligare för en stor fond att lägga resurser på bra system och implementeringen av dessa, vilket leder till bättre risk- och likviditetshantering. En stor fond blir också en mer eftertraktad samarbetspartner, får lättare tillgång till intressanta investeringsprojekt och har bättre förutsättningar att bli en effektiv och stark upphandlare. Med ett tillräckligt kapital att förvalta lönar det sig också att skapa en intern organisation med nödvändiga

²⁰ Statens Petroleumsfond (2000).

²¹ De Bever, L. (2008).

kompetenser inom både riskstyrning (allokering) och för förvaltning av olika tillgångsslag. Kostnaderna minskar för rådgivare, som advokater och investmentbanker, och för olika typer av mellanhänder eller externa förvaltare. Dessa fördelar framhåller flera av världens största pensionsfonder (ABP, CPP, OTPP) som ett av de viktigaste skälen för att de lyckats väl i sin förvaltning. Ambachtsheer, Capelle och Lum (2009) visar att en fonds meravkastning beror på kvaliteten i styrningen av fonden, och Ambachtsheer (2009) noterar att detta också kan vara ett skäl till stordriftsfördelarna eftersom större fonder vanligen har bättre styrsystem på plats.

Det finns dock också nackdelar med att vara stor. På vissa mindre marknader kan man behöva ta hänsyn till att man på grund av storleken lättare påverkar kurser vid transaktioner. Det kan också vara så att det inte blir meningsfullt att investera i vissa typer av mindre vanliga tillgångar eftersom de kommer att utgöra en så liten del av portföljen. Det kan också vara svårt att uppnå en så stor portföljandel som man önskar av vissa tillgångar om varje investering är liten i kronor och kräver mycket resurser, exempelvis onoterade aktier. En annan nackdel av att vara en stor aktör kan vara att kraven på effektiv intern styrning ökar. Om en sådan inte finns på plats finns risk för oönskade kostnader i administrationen. Sammantaget finns utmaningar eller problem för stora fonder, men flertalet av dessa kan oftast hanteras i en organisation där insikten finns.

Utveckling för att effektivisera pensionsfondsförvaltning

I Nederländerna och Kanada, där flera av världens största och mest framgångsrika pensionsfonder återfinns, pågår för närvarande en utveckling mot ökad konsolidering av pensionsfondsförvaltningen i syfte att utnyttja stordriftsfördelarna. De största pensionsfonderna i Nederländerna (PGGM och ABP) har brutit ut kapitalförvaltning och pensionsadministration i separata juridiska personer med utvidgad affärsidé att även sköta andra, mindre, pensionsfonders hela pensionsförvaltning. Detta har blivit möjligt efter att tillsynsmyndigheten De Nederlandsche Bank, förändrat regelverket just i syfte att dessa mindre fonder genom samförvaltningen ska få tillgång till en mer effektiv förvaltning. Samma utveckling pågår i Kanada. Där har OTPP fått

myndigheternas tillåtelse att erbjuda liknande tjänster, och OMERS vill ha samma möjligheter. OMERS anser att det nuvarande kapitalet motsvarande cirka 300 miljarder kronor inte är tillräckligt stort, utan eftersträvar ett kapital på 700 miljarder kronor för att få effektivitet i förvaltningen, både för sin egen räkning och för potentiella kunder bland mindre pensionsfonder.²²

En annan utveckling som kan urskiljas bland de framgångsrika pensionsfonderna i dag är ett ökat samarbete fonderna emellan, och då ofta just bland de största fonderna. Exempel på områden för sådana samarbeten är infrastrukturinvesteringar och investeringar i onoterade aktier²³. Det har också blivit alltmer vanligt att stora pensionsfonder och institutioner samarbetar vid ägarutövandet rörande noterade aktieinnehav. Det handlar både om att få större genomslag genom ett gemensamt agerande och om att utnyttja resurser bättre genom att samordna arbetsinsatser och stämmodeltagande. En stor fond kan få bättre möjligheter att delta i den typen av samarbeten än en liten.

Hur stora är "stora" pensionsfonder?

I en sammanställning som gjorts av Pensions & Investments och Watson Wyatt rankas de 300 största pensionsfonderna utifrån förvaltad kapital per sista december 2008. I tabellen nedan presenteras de 10 största.

²² Se artikel i The Star "OMERS eyes bigger returns as "super fund", <http://www.thestar.com/business/investing/article/621564>.

²³ Kanadensiska pensionsfonder samarbetar exempelvis ofta vid investeringar i infrastruktur, onoterade aktier, jordbruksmark etc. I Nederländerna skapade ABP och PFZW tillsammans ALPInvest 1999 som investerar i onoterade aktier för dessa pensionsfonders räkning men även för andra. Det är även vanligt med samarbeten mellan pensionsfonder i olika länder.

Tabell 3.1 De tio största pensionsfonderna 2008.

	Fond	Land	Fondkapital, miljarder USD	Fondkapital i procent av BNP 2008
1	Government Pension Investment	Japan	1 284	26
2	Statens Pensjonsfond Utland	Norge	339	75,0
3	ABP	Nederländerna	243	27,2
4	CalPERs	USA	215	1,5
5	Federal Retirement Thrift	USA	211	1,5
6	National Pension	Korea	190	20,4
7	Local Government Officials	Japan	176	3,6
8	Postal Savings Fund	Taiwan	154	38,5
9	California State Teachers	USA	147	1,0
10	New York State Common	USA	138	1,0

Källa: P&I/Watson Wyatt World 300: The largest pension funds 2007 (<http://www.watsonwyatt.com/news/press.asp?ID=22195>), IMF data och egna beräkningar.

En sammanslagning av Första-Fjärde AP-fonderna skulle ha gett ett kapital på 90 miljarder US-dollar vilket innebär att den sammanslagna fonden inte ens skulle ha kommit med bland de tjugo största fonderna. Det svenska buffertkapitalet motsvarade vid utgången av 2008 omkring 19 procent av BNP, vilket skulle innebära att den svenska fonden, mätt på detta sätt skulle ha kommit på en femte plats bland de tio fonderna i tabell 3.1. En sammanslagning av de fyra fonderna skulle alltså ge en stor fond i ett internationellt perspektiv, men inte en remarkabelt stor.

3.2 Utvärdering av nyttan av att ha flera fonder

I förarbetena till lagen om AP-fonder (prop.199/200:46) angavs eller antydde ett antal skäl för att välja en struktur med fyra fonder i stället för att dra nytta av stordriftsfördelarna. I detta avsnitt redogörs för görs en genomgång av dessa skäl, och en analys görs också av om skälen fortfarande är giltiga i dag.

Två skäl angavs tydligt i propositionen. Det ena var att marknadsstörningar skulle minska genom att kapitalet delades upp i fyra fristående fonder. Detta skulle också förbättra möjligheterna för fonderna att bedriva aktiv förvaltning. Det andra var att en uppdelning av fondkapitalet skulle medföra en spridning av

förvaltningsriskerna. Därutöver angavs på flera håll i propositionen att konkurrensen skulle kunna ha en positiv inverkan på förvaltningens effektivitet och bidra till en högre avkastning. På ett ställe anges att "Även den synpunkten att flera, oberoende fonder reducerar eventuella problem med ett statligt inflytande i näringslivet bör vägas in i bedömningen". Eftersom detta skäl ibland lyfts fram i debatten får det inleda genomgången, trots att det egentligen inte angavs som ett explicit skäl i förarbetena.

3.2.1 Flera fonder reducerar risken för statligt inflytande

Risken för statligt inflytande i näringslivet via ägandet i AP-fonderna behandlas i förarbetena till den nu gällande lagen, främst i avsnitten om begränsning av ägandet av svenska aktier och om röstandelsbegränsning. För att begränsa denna risk förslogs en kvantitativ reglering av ägandet så att en fond högst får äga aktier motsvarande 10 procent av rösterna i ett noterat bolag och högst två procent av aktierna på en reglerad marknad i Sverige. Dessutom anges tydligt i förarbetena att "fondernas ägaransvar ska utövas självständigt av deras styrelser och enligt föreslagna lagregler ske fritt från styrning av regeringen eller enligt enskilda statsråd", och att "Regeringen bör inte ges möjlighet att genom instruktioner, regleringsbrev eller tilldelning av anslagsmedel styra över fonderna utöver vad som framgår av rätten att utse styrelse". Regeringen skriver också att "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."

Trots att statsmakterna både införde restriktioner avseende AP-fondernas ägande av svenska aktier och avseende det egna ägerandet, konstaterade man också att en uppdelning att flera, oberoende fonder skulle kunna reducera eventuella problem med statligt inflytande i näringslivet. Detta argument framförs även i dag i debatten²⁴ som ett skäl för att dela upp förvaltningen i flera fonder. Tanken är att en uppdelning av buffertkapitalet i flera fonder skulle kunna begränsa statens möjligheter att få inflytande över kapitalets förvaltning, underförstått att statsmakterna skulle

²⁴ Svenskt Näringslivs och Folkpartiets syn på en sammanslagning presenteras i artiklarna "Ötäckta idéer" i DI den 5 maj 2009 och "Folkpartiet säger nej till sammanslagna fonder" i DI den 6 maj 2009.

kunna ha andra syften än bara pensionssystemets och de försäkrades bästa. Det skulle vara svårare att ge direktiv till fyra olika styrelser. I lagen står det tydligt att fonderna ska vara oberoende från varandra och i förarbetena anges också att de ska agera självständigt. Det skulle kunna ligga närmare till hands att se *en* stor fond som en tillgång man kan utnyttja, än fyra fonder.

Tillgången till ett stort kapital kan innebära en lockelse för statsmakterna att använda kapitalet i sig, eller den makt det ger, för andra syften än de som är avsedda. Vid tidpunkten för AP-fondsreformen fanns en kvarvarande socialiseringsrädsla i samhället efter löntagarfondstiden, vilket gjorde det extra angeläget att skapa ett skydd mot statligt inflytande. Att denna socialiseringsrädsla även finns i dag visar de kraftiga reaktioner som uppstod när regeringen försökte påverka fondernas ägarstyrning via nya skrivningar rörande bonusar i regeringens riktlinjer till fonderna.²⁵ Det finns också andra exempel på politiska utspel under senare år som sannolikt har bidragit till att hålla rädslan vid liv.²⁶ Visserligen innehåller regelverket i dag tydliga regler om hur regeringens styrning får, och inte får, ske, men även om en regering håller sig inom dessa regler kan möjligheter till påverkan finnas. Detta är en följd av regeringens roll i samhället och som huvudman. Även om förändringen av riktlinjerna avseende bonusar höll sig inom lagens riktmärken kan det finnas en möjlighet för en regering att via publika uttalanden eller underhandskontakter försöka styra fondernas ageranden. Det kan vara svårt för en styrelse eller VD att förhålla sig till den typen av styrning.²⁷

Sammantaget finns skäl för att regelverket fortsatt tar sikte på att minska risken för att buffertkapitalet används för andra politiska syften än de som finns enligt pensionsöverenskommelsen.

I kapitel 4 diskuteras detta problem ytterligare och där föreslås ett antal förändringar i syfte att skapa armlängds avstånd mellan politiker, i synnerhet en sittande regering, och buffertkapitalet. Syftet är att försvåra alla eventuella försök till att utnyttja makten över kapitalet till skadlig politisk styrning. Ambitionerna i denna

²⁵ Exempelvis Antonia Ax:son Johnson på DN Debatt den 21 juni 2009: "Klåfingriga politiker ska låta bli AP-fonderna" och artikeln "Öppet krig mellan Svenskt näringsliv och regeringen" på e24.se den 27 april 2009. (www.e24.se/makro/sverige/artikel_1275641.e24).

²⁶ Exempel ges i avsnitt 4.2.2.

²⁷ Vid en intervju ("Riskkapitalist med samvete", www.va.se den 5 maj 2009) tillfrågades Sjötte AP-fondens vd om ifall han såg de förändrade riktlinjerna som ett första steg mot ännu mer politisk styrning. Han svarade: "Jag tror inte det. Det kommer däremot att bli ännu viktigare att AP-fondernas styrelser blir ännu mer lyhörda för alla politiska signaler. Det är viktigt att förstå och lyssna på ägarna och leverera därefter. Det tror jag."

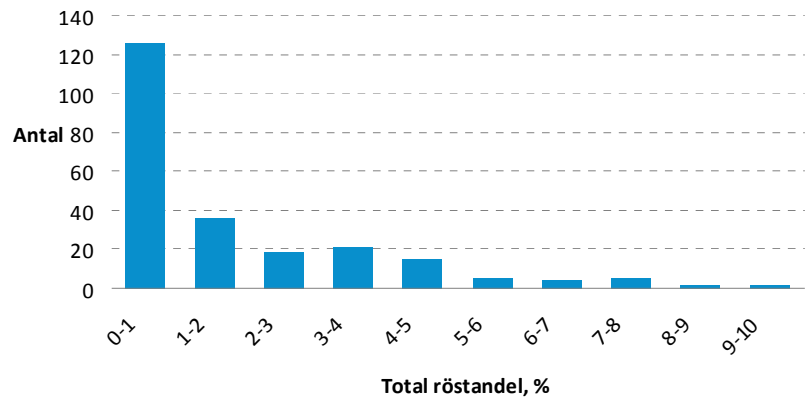
rapport är höga när det gäller att skapa en bättre styrstruktur. Det har visat sig att även i flera av de länder som ur styrningshänseende framhållits som föredömen (Yermo, 2008) har kortsiktiga politiska överväganden kunnat få styra på ett sätt som inte ursprungligen var avsett. När tider förändras, regeringar byts ut, och finanskriser uppstår, så kan perspektivet bli ett annat.²⁸

De största förutsättningarna för inflytande via buffertfondkapitalet finns i dag via de svenska direkta aktieinnehaven, och det är förstås främst i Sverige det skulle kunna finnas ett politiskt intresse att utöva inflytande direkt i bolag. Mot bakgrund av fondernas stora innehav av svenska aktier är det framför allt i svenska bolag som AP-fonderna kan ha ett så stort ägande att inflytande kan utövas. Det är också därför det i lagen finns en begränsning som innebär att de enskilda fondernas direkta ägande i enskilda noterade bolag inte får överstiga tio procent av rösterna. Vad innebär då detta när det gäller fondernas främsta möjlighet att utöva makt, via deltagande i bolagens valberedningar? Inför årsstämmorna 2009 innehade AP-fonderna tillsammans 33 platser i börsbolagens valberedningar, trots röstandelsbegränsningsregeln. Ägandet i svenska börsbolag är så spritt så att det oftast inte behövs mer än någon procents ägande för att få en plats i en valberedning. Redan i dag, trots uppdelningen i fyra fonder, finns alltså en reell möjlighet för politiskt maktutövande, om politikerna så önskar.

Diagrammet nedan ger en bild av vad en sammanslagning av de fyra fondernas svenska direkta aktieinnehav skulle innebära. Uppgifterna är baserade på ägarstatistik från SIS Ägarservice per den 31 mars 2009.

²⁸ Exempelvis utfärdade Nya Zeelands nytillträdde finansminister i maj 2009 ett direktiv till The Guardians of New Zealand Superannuation Fund om att investera 40 procent av fondens kapital i inhemska aktier. På Irland beslutade finansministern i februari 2009 att använda motsvarande 5,1 miljarder US-dollar från National Pension Reserve Fund för att kapitalisera Allied Irish Bank och Bank of Ireland. Några fler utspel eller uttalanden som indikerar olämpliga intentioner beskrivs i avsnitt 4.2.2.

Diagram 3.2 AP-fondernas totala röstandel i svenska börsbolag



Källa: SIS Ägarservice

Som synes var även de samlade innehavens röstandel mindre än 10 procent i samtliga bolag. I 18 bolag översteg dock fondernas gemensamma ägande 5 procent. En sammanslagning skulle ge en svensk aktieportfölj av samma storlek som Swedbank Robur fonder. Eftersom Swedbank Robur fonder hade valberedningsledamöter i 52 bolag inför årsstämmorna är det rimligt att uppskatta att ungefär så många platser i valberedningar skulle komma att innehas direkt efter en sammanslagning.

Den slutsats som kan dras är att möjligheten till inflytande minskat genom att fondkapitalet delats upp i fyra fonder (33 valberedningsplatser jämfört med 52). Om det finns en önskan att få ägarinflytande i vissa utvalda börsbolag är det dock möjligt även med nuvarande struktur och regelverk. Därtill skulle teoretiskt den sammanlagda röstandelen i ett enskilt bolag i dag kunna bli 40 procent. Visserligen ska fondernas ägaransvar utövas självständigt av deras styrelser och ske fritt från styrning av regeringen eller enskilda statsråd. Risken finns ändå att möjligheten att vara en mycket dominerande ägare kan användas av någon framtida regering.

Ikke desto mindre skulle dock en sammanslagning av fonderna kunna öka leda till en ökad risk, eller oro, för statlig inblandning i näringslivet. Ett praktiskt sätt att hantera detta problem skulle kunna vara att ändra placeringsreglerna så att krav ställs på att

fondernas innehav av svenska aktier ska vara indirekta. Det innebär att AP-fonderna kan ha exponering mot svenska aktier i sina portföljer, precis som i dag, men att de inte själva får äga aktier direkt. Exponering skapas enkelt genom att investera i svenska aktier via värdepappersfonder eller med hjälp av derivat. De här investeringssätten utnyttjas redan i dag av AP-fonderna.

Det finns flera fördelar med en sådan lösning på problemet med risken för skadligt politiskt inflytande. Framför allt skulle buffertkapitalet även fortsatt exponeras mot svensk aktiemarknad. Att i stället välja att för AP-fonderna, i likhet med den norska Statens Pensjonsfond Utland förbjuda alla inhemska aktieinnehav, skulle innebära en inskränkning i verksamheten och eventuellt påverka hur väl målen kan uppfyllas. Dessutom skulle det kunna medföra en oro för riskkapitaltillgången i svenska bolag, åtminstone temporärt.

Ett annat alternativ skulle vara att införa en regel motsvarande den som gäller för Sjunde AP-fonden och som säger att Sjunde AP-fonden får äga svenska aktier direkt men inte rösta vid bolagsstämmor. Sjunde AP-fonden påpekar i sin Ägarpolicy att man försöker 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 det offentliga samtalet. En sådan lösning blir därför något av en "halvmesyr", där det fortfarande finns möjligheter att försöka påverka det bolag man äger. Dessutom finns ju alltid möjligheten att rösta med fötterna, dvs. att sälja hela innehavet om man inte får sin vilja fram. Genom att lägga ut förvaltningen på en annan part uppnår man ett effektivare skydd. (Man kan naturligtvis även här tänka sig att en regering kan försöka påverka AP-fonden att försöka påverka förvaltaren att agera på ett visst sätt i sin ägarroll gentemot något bolag. AP-fonden skulle exempelvis kunna hota med att ta tillbaka förvaltningsuppdraget. Den föreslagna lösningen är således inte helt vattentät).

En lösning som förbjuder buffertfonden att utnyttja rösträtten vid ägande av svenska bolag skulle ju dessutom vara olycklig ut ett lite bredare perspektiv. Att en stor ägare inte får utnyttja den rätt som ägandet för med sig är knappast optimalt varken för ägarens huvudmän (pensionssystemet) eller för bolaget den äger. För att Sveriges näringsliv ska fungera väl krävs att ägarna tar sitt ansvar och fullgör de uppgifter som ligger på dem.

Med den föreslagna lösningen försvinner visserligen AP-fonderna som direkta aktörer, men andra träder in i deras ställe. Rösträtterna kommer inte att innehas och utnyttjas av buffertfonden utan av de fondbolag som förvaltar de fonder som buffertfonden väljer att placera i. Om AP-fonden anser att det via ett aktivt ägarutövande går att uppnå en bättre värdeutveckling av aktieinnehaven, kommer man att investera i fonder där man ser att sådana möjligheter finns. AP-fonderna har, som konstaterats, i dag omkring trettio platser i valberedningar i svenska börsbolag, vilket innebär att de måste ge upp ett visst inflytande över börsbolagens styrning. Men kapitalet kommer alltså att kunna ge inflytande och det blir nu AP-fondens uppgift att se till att förvaltningsuppdraget går till aktörer som också har kompetens inom ägarstyrning. Det kommer att finnas ett incitament bland fondbolagen att bygga upp eller förstärka sin ägarstyrningskompetens och att arbeta långsiktigt med förvaltningen. På så sätt behöver det inte gå ut över ägarstyrningen av svenska börsbolag att AP-fonderna inte längre finns med som aktörer. Även om buffertfonden inte äger aktier direkt finns det möjlighet att ställa krav på att man inom fonderna arbetar enligt de riktlinjer avseende hållbarhetsfrågor (ESG²⁹) som gäller för buffertkapitalets förvaltning.

En invändning mot den föreslagna lösningen är att värdepappersfonder inte förefaller prestera särskilt bra aktiv avkastning (se avsnitt 5.5.1), och att de inte är lika långsiktiga förvaltare³⁰ som statliga buffertfonder skulle kunna vara. Mot detta kan då hävdas att även om värdepappersfonderna i snitt inte lyckats bra i förhållande till sina jämförelseindex så finns förstås enskilda fonder som varit framgångsrika. Därtill kommer att värdepappersfondernas nettoavkastning blir något bättre om man betalar en så låg avgift som en AP-fond kan förhandla sig till. Buffertkapitalet kommer normalt inte att investeras i vanliga småspararfonder, utan i fonder avsedda för institutionella placerare. Om det inte finns några intressanta fonder för aktiv förvaltning återstår dessutom alltid möjligheten att välja en indexfond. Det kan i sammanhanget också noteras att AP-fonderna själva hittills inte har uppvisat någon särskild förmåga att skapa aktiv avkastning, vilket även

²⁹ I arbetet för hållbar utveckling arbetar institutionella investerare ofta med att integrera miljöfrågor och sociala frågor i sin ägarstyrning. ESG står just för "environmental, social, governance", dvs. ungefär "miljö, social, styrning".

³⁰ I kapitel 5 diskuteras bl.a. AP-fondernas möjlighet att vara långsiktiga som en fördel som bör utnyttjas för att skapa bättre avkastning än vad förvaltare med en kortare horisont kan klara av.

förefaller gälla de svenska aktieportföljerna. När det gäller argumentet om brist på långsiktighet hos värdepappersfonder så finns det inte något som hindrar att mer långsiktigt inriktade värdepappersfonder, lämpligen med en avgiftsstruktur som är baserad på långsiktig avkastning, startas för att förvalta pensionsfondsmedel.

3.2.2 Mindre fondstorlek underlättar aktiv förvaltning och minskar risken för marknadsstörningar

Det skäl för flera fonder som regeringen lyfte fram som det viktigaste i propositionen var att man såg ett negativt samband mellan storleken på fonden och möjligheten att bedriva aktiv förvaltning. En mindre fond skulle lättare kunna ändra sin allokering eller investeringsprofil i övrigt, eftersom transaktionernas priseffekter på marknaderna skulle bli mindre och tiden för förändringen kortare. De tidigare första-tredje fondstyrelserna, vars placeringsregler huvudsakligen tillät placeringar i svenska räntebärande papper, hade haft en kraftigt dominerande ställning på den svenska marknaden, möjligen med negativa effekter på såväl fondkapitalets avkastning som marknadens funktionssätt. Även fjärde fondstyrelsen, som enbart placerade i svenska noterade aktier var en stor aktör på sin marknad. Måttstocken när man skulle bestämma storleken på AP-fonderna blev därför storleken på de största privata portföljerna av svenska obligationer respektive svenska aktier, eftersom det ansågs rimligt att marknaden och förvaltningen skulle tåla sådana portföljstorlekar. Följden blev att man fastnade för 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.

Frågan är om denna analys är relevant i dag. För det första har det utvecklats nya, mer effektiva instrument för att skapa marknadsexponering. För det andra har kapitalmarknaderna även i övrigt fortsatt att utvecklas under 2000-talet och omsättning och likviditet har förbättrats kraftigt. Exempelvis ökade omsättningen på Stockholmsbörsen med 80 procent mellan 1999 och 2008 (150 procent mellan 1999 och 2007) och det genomsnittliga antalet transaktioner per dag steg från 33 436 till 114 199. För det tredje har risktänkandet utvecklats och globaliseringen ökat, vilket

medfört att det blivit naturligt att placera en större del av portföljerna på andra marknader än de svenska. Det är normalt inte *var* ett bolag är noterat som är det intressanta.

Andelen svenska värdepapper i portföljerna har därför blivit mindre än vad man antog i analysen i förarbetena. Vid årsskiftet 2008 hade de fyra fonderna mellan 10 och 18 procent av portföljerna placerade i svenska aktier, och andelen svenska räntebärande låg mellan 10 och 22 procent. Vid utgången av 2008 uppgick summan av AP-fondernas direktägarande på Stockholmsbörsen till drygt 3 procent³¹. Storleksmässigt låg de enskilda AP-fondernas direkta aktieinnehav på plats 10, 13, 23 och 36. En summering av deras innehav skulle ha renderat en fjärdeplats efter svenska staten, Stefan Persson med familj och bolag, och Swedbank Robur fonder. Även efter en sammanslagning av fonderna skulle således det kriterium som sattes upp i förarbetena avseende en enskild fonds andel på svensk aktiemarknad vara uppfyllt.

Inte heller på den svenska obligationsmarknaden skulle en sammanslagning av de fyra fonderna innebära något problem. Riksbanken skriver i "Den svenska finansmarknaden 2008": "Även AP-fondernas innehav av svenska obligationer har minskat betydligt över åren. AP-fondernas innehav på obligationsmarknaden uppgick vid slutet av år 2007 till knappt 150 miljarder kronor, vilket i princip motsvarar en halvering av deras obligationsinnehav sedan slutet av år 2000." Innehavet på 150 miljarder kronor bör relateras till den svenska obligationsmarknadens storlek på drygt 2 000 miljarder kronor vid samma tidpunkt och till försäkringsbolagens innehav. Totalt uppgick värdet på dessa till 744 miljarder kronor. Alectas portfölj av svenska räntebärande tillgångar var värd 199 miljarder kronor, AMF:s 55 och Skandia Livs portfölj 107 miljarder.

Man kan således konstatera att även vid en sammanslagning av fonderna till en fond så skulle den nya sammanslagna fonden uppfylla de kriterier som uppställdes i förarbetena.

Det förefaller dessutom som att fonderna har hög andel svenska aktier. Sveriges vikt i ett globalt aktieindex är mindre än 1 procent, vilket innebär att AP-fonderna även i dag, relativt ett sådant index, är mycket tungt viktade i den svenska marknaden (s.k. *home bias*). Eftersom fondernas skuldsida ("åtagandena"), snarast är sådan att det vore motiverat att ha en mycket liten andel svenska aktier, så

³¹ Fristedt och Sundqvist (2009).

torde detta framför allt vara betingat av att den svenska marknaden är nära och bekant, och historiskt har gett en hög avkastning. Det finns dock inga tydliga ekonomiska skäl för att den svenska aktiemarknaden på lång sikt skulle utvecklas bättre än andra aktiemarknader, annat än för att möjligen kompensera för att risknivån blir hög, eftersom marknaden domineras av ett litet antal bolag. Därför är det möjligt att denna *home bias* på sikt kommer att minska, som den gjort i andra länder (Ambachtsheer, 2007).

Med de förändrade regler för innehaven av svenska aktier som föreslogs i föregående avsnitt minskar dessutom eventuell risk för marknadseffekter till följd av storleken på kapitalet ytterligare. Om förvaltningen läggs ut i flera olika värdepappersfonder med olika investeringsmodeller så blir risken för marknadseffekter mindre. Ju fler aktörer som kapitalet läggs ut på desto mindre blir marknadspåverkan. Detta gäller även de räntebärande tillgångarna. Om en stor sammanslagen AP-fond ändå skulle få problem med sin storlek på den svenska räntemarknaden så finns många sätt att hantera detta. Skulle man önska en större exponering än vad som enkelt kan förvaltas internt är ett alternativ att lägga ut delar av förvaltningen externt, eventuellt på flera olika förvaltare. Ett annat sätt att hantera problemet är att skapa marknadsexponering med hjälp av derivat.

Sammanfattningsvis innebär inte den svenska finansiella marknadens storlek ett skäl för att inte slå ihop de nuvarande fonderna till en stor buffertfond för att utnyttja stordriftsfördelar. Storleken på fonden behöver inte påverka marknadens funktionssätt.

I förarbetena till lagen om AP-fonder angavs också att en mindre fondstorlek skulle underlätta för aktiv förvaltning. Detta stämmer inte med resultaten av den studie av mer än 400 pensionsfonders förvaltningsresultat som diskuterats i avsnitt 3.1.³² Det kan dessutom vara intressant att titta på några faktiska exempel på hur stora pensionsfonder har lyckats. Statens Pensjonsfond Utland i Norge, med 2 275 miljarder NOK under förvaltning per den 31 december 2008, har sedan starten 1998 levererat en avkastning (efter kostnader) som är något lägre än fondens referensportföljs. Under perioden 1998-2006 överträffades referensportföljen varje enskilt år, men därefter misslyckades den aktiva förvaltningen ordentligt 2007 och 2008. Nederländska ABP,

³² Ambachtsheer, 2009.

med ett förvaltad kapital på 173 miljarder EUR per den 31 december 2008, uppnådde under perioden 2003-2007 en meravkastning på 6,7 procent, motsvarande 11,1 mdr EUR. Kanadensiska CPP IB, med förvaltad kapital på 108,9 miljarder CAD (motsvarande omkring 700 miljarder kronor) skapade under 2008 en överavkastning på 2,4 procentenheter, och totalt under 2007 och 2008 gav den aktiva förvaltningen ett tillskott på 5,3 miljarder CAD jämfört med referensportföljen, men det är givetvis svårt att dra några slutsatser av så få observationer.

Svårigheter att skapa aktiv avkastning till följd av kapitalets storlek är därför inte ett skäl för att fortsatt ha kapitalet uppdelat i flera fonder. Ambachtsheers studie tyder snarast på det omvända. Om man ändå tror att aktiv förvaltning ger bättre resultat i mindre portföljer finns goda möjligheter att dela upp en stor portfölj i mindre delmandat. Viktigare än att leverera en bra aktiv avkastning är dock att skapa en bra totalavkastning, dvs. att ha en bra portföljsammansättning över tiden. Det förefaller (McKinsey, 2009) vara så att stora fonder kan ha bättre förutsättningar än små att fokusera på detta (vilket troligen är kopplat till att fler personer arbetar med sådana frågor i stora fonder).

3.2.3 Konkurrens kan bidra till effektiv förvaltning

Av förarbetena framgår att ytterligare ett syfte med att skapa fyra fristående fonder med lika stora ursprungliga kapital var att ge goda förutsättningar för konkurrens mellan fonderna. Tävlingsmomentet skulle leda till en mer effektiv förvaltning och påverka avkastningen positivt.

Det finns mycket som talar för att förvaltningen har påverkats av den konstruerade konkurrensen. Vid intervjuer med såväl styrelseledamöter som tjänstemän inom fonderna framkommer att de ser det som ett viktigt mål att komma ut väl i jämförelserna mellan fonderna. Jämförelserna är dessutom av stort intresse för journalister som gärna "hänger ut" den fond som gått sämst eller haft de högsta kostnaderna. Även regeringens årliga utvärdering innehåller jämförelser av hur de olika fonderna lyckats på kort och lång sikt. Det är således helt klart att man lyckats åstadkomma en konkurrenssituation mellan fonderna, frågan är nu bara om det har påverkat effektiviteten i förvaltningen på ett positivt sätt.

Till att börja med kan man fundera över om konkurrensen medfört en press på kostnaderna. Den frågan kan bäst besvaras genom att man gör en jämförelse med kostnaden för förvaltningen i andra fonder som bedriver en förvaltning liknande AP-fondernas. Flera av AP-fonderna har låtit analysföretaget CEM Benchmarking genomföra sådana analyser. CEM:s databas innehåller detaljerade kostnads- och avkastningsdata för flera hundra pensionsfonder, vilket ger möjlighet att i analyser ta hänsyn till bl.a. storlek på fonderna, andelen aktier och graden av aktiv förvaltning. Resultatet av CEM:s analyser, enligt vad som framgår av fondernas årsredovisningar, är att kostnaderna för förvaltningen verkar vara normala, eller eventuellt något lägre, i förhållande till den internationella jämförelsegruppen. Detta gäller dock för den förvaltningsmodell som fonderna valt. CEM:s analys svarar inte på frågan om kostnaderna hade kunnat bli lägre om fonderna hade valt en annan modell för förvaltningen.

Det senare kommenterades i den analys som KPMG gjorde av fondernas kostnader 2005³³. I KPMG:s egen analys hamnade Första-Fjärde AP-fondernas kostnader avsevärt över det benchmark³⁴ som användes i studien³⁵. Skillnaden skulle enligt KPMG framför allt kunna förklaras med skillnader i förvaltningsmodell. Faktorer som komplexitet i modellen (många delportföljer), hög andel aktier, mix av externa och interna förvaltningsmandat och hög andel aktiv förvaltning kan orsaka högre kostnader, och skulle enligt KPMG kunna förklara att Första-Fjärde AP-fonderna inte kom väl ut i jämförelsen. Bättre gick det för Sjunde AP-fonden som i högre grad renodlat sin organisation genom att satsa på externa mandat och en stor andel passiv förvaltning. Sjunde AP-fondens kostnader motsvarade ungefär benchmark i KPMG:s studie.

Man kan således konstatera att Första-Fjärde AP-fonderna, som konkurrerar med varandra, förefaller ha valt relativt komplicerade förvaltningsmodeller som medför högre kostnader, medan Sjunde AP-fonden, som inte jämförts direkt med andra identiska fonder, utan har att konkurrera i PPM-systemet, valt en mer avskalad modell för att pressa kostnaderna. Det förefaller därför inte som att

³³ Regeringens skrivelse 2004/05:130 Redovisning av AP-fondernas verksamhet 2004, Bilaga 8.

³⁴ Kapitalförvaltningskostnader för pensionsfonder i Sverige, Storbritannien och Nederländerna.

³⁵ 18,1 baspunkter jämfört med 10,7.

konkurrensen mellan fonderna, åtminstone vid tiden för KPMG:s studie, fungerat fullt ut som avsetts.

Effektiv kapitalförvaltning handlar dock, som tidigare konstaterats, egentligen inte om att förvalta till låga kostnader, utan om att uppnå en hög nettoavkastning. Om man genom att låta förvaltningen kosta mer, exempelvis för att man anställer mer kvalificerade förvaltare eller fler analytiker, uppnår en ännu högre avkastning i kronor så har man skapat en mer effektiv förvaltning. Det blir därför missvisande att bara titta på kostnaderna. Det man bör fråga sig är om avkastningen efter kostnader har blivit högre till följd av att det finns flera fonder som konkurrerar med varandra. Tyvärr är det mycket svårt att göra en meningsfull analys av om det kan vara så att den avkastning som uppnåtts totalt sett i fonderna blivit högre för att det funnits fyra fonder i stället för en eller kanske två. Det finns inget att lägga till grund för en sådan analys.

Det man måste fråga sig är om det finns skäl att tro att den strategiska tillgångsmixen blivit bättre i de fyra fonderna på grund av konkurrensen. Har ALM-analysen³⁶ i de enskilda fonderna blivit mer sofistikerad? Eller har den kanske rent av blivit sämre för att de varit återhållsamma med resurstilldelningen, och i stället sneglat på varandra och gjort anpassningar därefter? Att det senare varit fallet har påpekats av en del av de personer, även styrelseledamöter, som intervjuats för detta projekt. Att portföljsammansättningarna blivit mycket likartade, trots ett relativt otydligt formulerat uppdrag (se avsnitt 4.3), visas i nästa avsnitt. Detta är mycket sannolikt en negativ konsekvens av konkurrensen.³⁷ Genom att fonderna tar irrelevanta (för sina huvudmän) hänsyn till vad man tror att de övriga gör, finns en risk att man inte hamnar på den bästa lösningen för pensionssystemet. Konkurrensen kan exempelvis ha medfört att man av rädsla för att vara för tidigt ute avvaktade med att dra ned aktieexponeringen år 2007 och sedan upplevde att det var för sent.

Ytterligare indikationer på att konkurrensen inte fungerat är dock att fonderna under många år, i många delportföljer och totalt, presterat sämre än sina jämförelseindex. Under de åtta år som fonderna funnits har Första AP-fonden överträffat sitt

³⁶ ALM står för Asset Liability Modelling och innebär att tillgångsportföljens sammansättning bestäms utifrån hur skuldsidan ser ut.

³⁷ De kvantitativa begränsningarna har också begränsat fondernas möjlighet att investera i olika tillgångsslag, vilket kan ha bidragit till att portföljerna blivit likartade. Andelen aktier kan dock varieras mellan 0 och 70 procent, men som visas i avsnitt 3.2.4 har andelen aktier i de olika fonderna inte avvikit mycket från varandra och inte heller avkastningen.

jämförelseindex (före kostnader) fyra gånger, Andra och Tredje AP-fonderna tre gånger, och Fjärde AP-fonden en gång. Totalt har man förlorat 8,5 miljarder kronor före kostnader, i förhållande till om man följt index.

Om konkurrensen hade haft avsedd effekt borde förvaltningsresultatet ha blivit bättre. Konkurrensen skulle ha fungerat som en stark drivkraft för fonderna att uppnå bästa avkastning, både absolut och relativt jämförelseindex. Bara Första AP-fonden har dock uppnått ett positivt nettoresultat i den aktiva förvaltningen sedan start. Övriga tre fonder har inte ens uppnått positiv meravkastning före kostnader. Detta har dessutom fortgått under många år utan att styrelserna vidtagit några avgörande åtgärder.

Det kan dock noteras att flera av fonderna det senaste året har försökt ta tag i problemet. Första AP-fonden tillkännagav i februari 2009 att man avser att förenkla förvaltningsmodellen och att lägga mer resurser på strategisk allokering och mindre på aktiv förvaltning i delforföljer och på taktisk allokering. Första AP-fonden kunde därmed minska sin organisation med omkring 20 personer, vilket innebär att de nu har en organisation som är marginellt mindre än de övrigas. Fjärde AP-fonden har sedan två år arbetat med att anpassa sin förvaltningsmodell och organisation för att åtgärda problemet med det dåliga utfallet i den aktiva förvaltningen, och Andra AP-fonden har också vidtagit åtgärder. Tredje AP-fonden har under ett antal år arbetat med att försöka skapa effektivitet i förvaltningen genom s.k. alfa- och betaseparering³⁸.

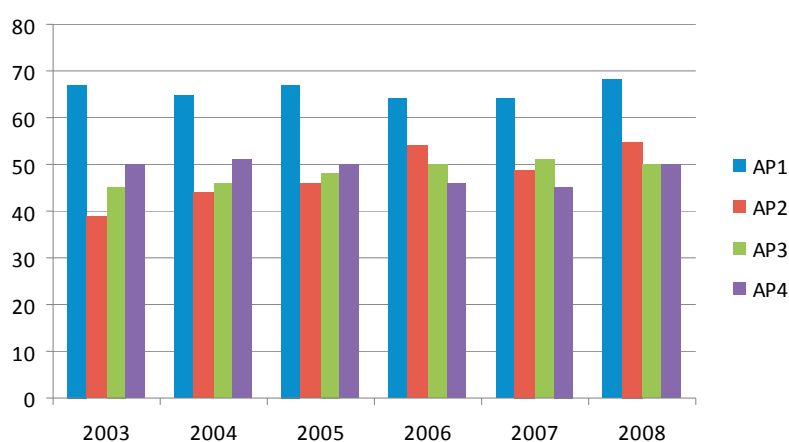
Det är dock svårt att utifrån dessa beslut dra slutsatsen att konkurrensen fungerar. I stället måste de ses som en följd av att fonderna relativt konsekvent sedan start levererat negativa förvaltningsresultat. Det är till och med möjligt att besluten kanske kunde ha fattats tidigare om man inte gömt sig bakom varandras dåliga resultat.

En intressant iakttagelse avseende kostnadspressen i systemet kan dock göras. Första-Fjärde AP-fonderna har alla fastnat för

³⁸ Alfa- och betaseparering innebär att man försöker skilja på förvaltning som skapar sådan avkastning som erhålls från marknaden i sin helhet (beta) från sådan som innebär att man skapar en meravkastning i förhållande till marknaden. Alfa- och betaseparering anses vara kostnadseffektivt eftersom beta i sig inte behöver kosta mycket att erhålla, exempelvis genom indexfonder. Dessutom kan alfa- och betaseparering innebära att marknadsriskerna får större uppmärksamhet i förvaltningen, vilket är bra eftersom det är de som framför allt bestämmer resultatet.

likartade organisationer, och i synnerhet organisationsstorlekar. Vid årsskiftet 2008/09 hade Andra AP-fonden 55, Tredje AP-fonden 50 och Fjärde AP-fonden 50 anställda. Första AP-fonden avvek från de övriga genom att man hade så många som 68 anställda vid årsskiftet. I februari 2009 gick dock Första AP-fonden ut med ett pressmeddelande i vilket tillkännagavs att man avsåg förändra förvaltningsmodell och att en övertalighet på drygt 20-personer därmed skulle uppstå i organisationen. Skillnaden i antal anställda har således minskat över åren. I dag, 2009, ligger de fyra staplarna mycket nära varandra, se diagram 3.3. Det måste anses ganska osannolikt att fyra helt fristående kapitalförvaltningsorganisationer skulle välja att ha lika stora organisationer.

Diagram 3.3 Antal anställda den 31 december



Källa: AP-fondernas årsredovisningar

En reflektion som kan göras rörande konkurrenssituationen är att strukturen med fyra fonder visserligen har skapat en situation som skulle kunna möjliggöra konkurrens, men det är oklart vilka drivkrafter som skulle leda till ett tävlingsbeteende. Bara för att det finns olika lag uppstår det ju inte med självklarhet en tävling där någon vill vara bäst. I avsaknad av tydlig morot, eller piska, kan det i stället bli så att man vill undvika att sticka ut, vilket kan leda till medelmåttighet.

Sammanfattningsvis förefaller således inte konkurrensen mellan fonderna ha haft de goda effekter som man ursprungligen hade en

förhoppning om. Kanske var det en övertro på konkurrensens positiva effekter efter avregleringarna under 1990-talet, som medförde att man hoppades att den även vid förvaltningen av buffertkapitalet skulle leda till förbättrad effektivitet. Till detta bör också läggas att vi i Sverige förefaller ha varit ensamma om att tro på att konkurrensens goda effekter skulle överväga stordriftsfördelarna i detta sammanhang. Inga andra stora pensionsfonds-kapital har tidigare uppdelats i mindre fonder, och ingen har heller följt Sveriges exempel.

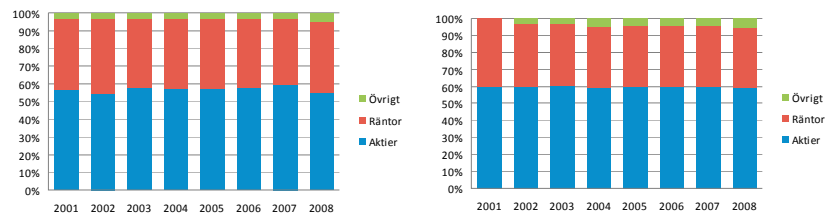
3.2.4 Diversifiering av risk

Enligt förarbetena skulle också ett skäl för att ha flera fonder vara att man på så sätt skulle få en spridning av förvaltningsriskerna. Effekten av felaktiga investeringsbeslut skulle därmed kunna minska. De tidigare fondstyrelserna framhöll i sina remissyttranden att det därför var väsentligt att respektive fond självständigt skulle få bestämma över tillgångsallokeringen. Annars, om regeringen fastställde ett gemensamt riktmärke, skulle de positiva diversifieringseffekterna av att ha fyra fonder bli små. Regeringen delade denna syn.

I verkligheten har dock fonderna valt relativt likartade portföljsammansättningar och förvaltningsstrukturer. Nedanstående fyra diagram visar hur de fyra fondernas strategiska allokering har sett ut över tiden.³⁹

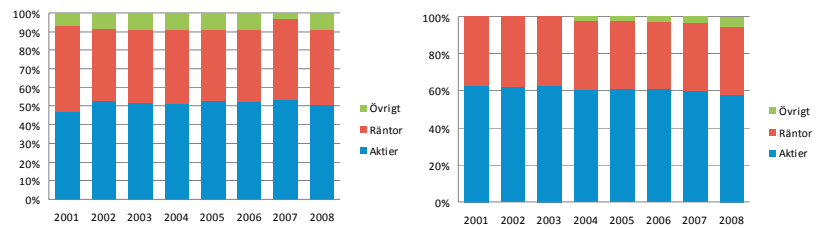
³⁹ Indelningen har gjorts i tillgångsklasserna aktier, räntebärande tillgångar och övrigt. "Övrigt" omfattar fastigheter, onoterade värdepapper och hedgefonder, och sammansättningen varierar mellan fonderna och över tiden. Eftersom kategorin "Övrigt" dock utgör en så liten del av de totala portföljerna, och endast marginellt kan påverka portföljernas värdeutveckling, är det inte meningsfullt att här göra en finare indelning. Inom aktier, och även räntebärande tillgångar förekommer också en variation i portföljernas sammansättning mellan fonderna. Eftersom marknaderna i dag är mycket väl korrelerade torde denna skillnad över tiden inte ha någon avgörande inverkan på resultatet. Det är huvudsakligen fördelningen mellan aktier och räntor som påverkar portföljens avkastning.

Diagram 3.4 Fondernas strategiska allokeringar
Första AP-fonden och Andra-AP-fonden



Källa: McKinsey (2009)

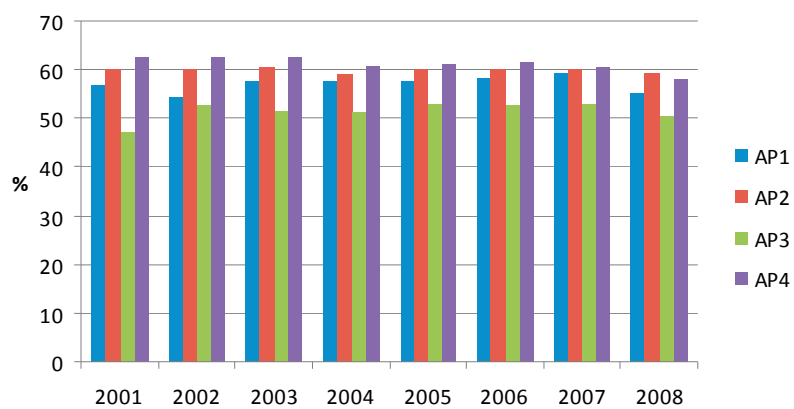
Diagram 3.5 Fondernas strategiska allokeringar
Tredje AP-fonden och Fjärde-AP-fonden



Källa: McKinsey (2009)

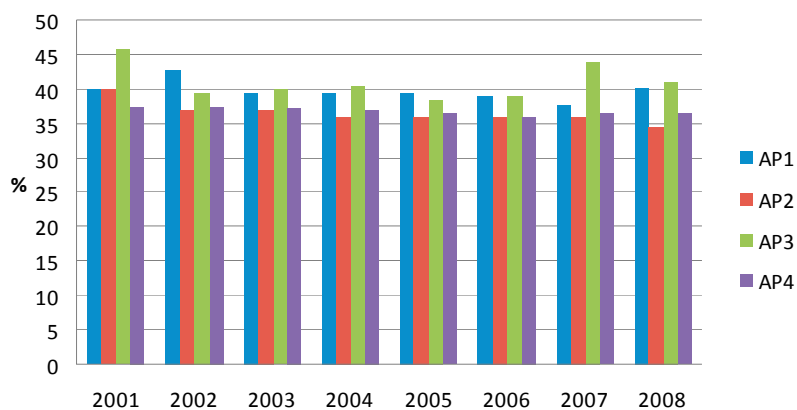
Ovanstående diagram visar dels att fondernas allokeringar varit snarlika, dels att de inte varierat särskilt mycket över tiden. För att underlätta jämförelsen visas fondernas aktie- respektive ränteandelar i två separata diagram.

Diagram 3.6 Andel aktier i respektive fonds strategiska allokering



Källa: McKinsey (2009)

Diagram 3.7 Andel räntebärande tillgångar i respektive fonds strategiska allokering

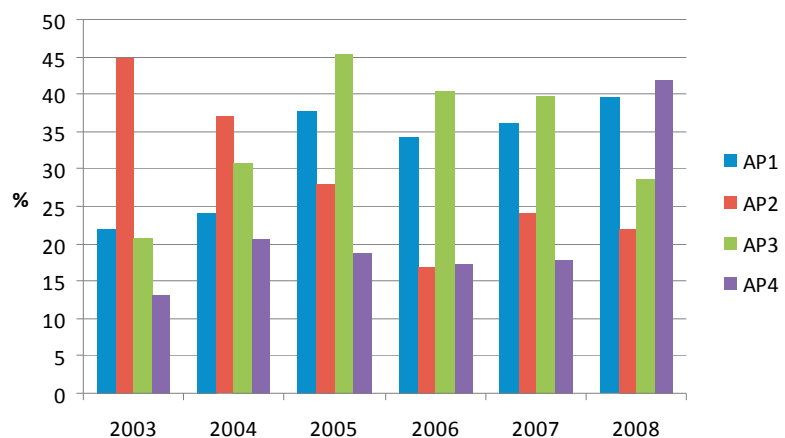


Källa: McKinsey (2009)

Diagrammen 3.6 och 3.7 visar fondernas övergripande allokering till de breda tillgångsslagen "aktier" och "räntebärande tillgångar". De ger ingen bild av hur fonderna investerat inom tillgångsslagen, och inte heller av vad gruppen "övrigt" innehåller. Eftersom det dock är så att den totala avkastningen framför allt bestäms av den övergripande tillgångsallokeringen är denna av intresse ur ett diversifieringsperspektiv. Ur diagrammen kan utläsas att Tredje AP-fonden konsekvent haft störst andel räntebärande tillgångar och minst andel aktier, medan Fjärde AP-fonden haft mest aktier och tillsammans med Andra AP-fonden minst räntebärande. Skillnaderna mellan mest och minst är dock relativt små. I snitt har Fjärde AP-fondens aktieandel varit knappt 10 procentenheter större än Tredjes. Skillnaden har dock minskat över åren, för att under de sista två åren ligga på drygt 7 procentenheter.

Fonderna har inte valt några avgörande skillnader i förvaltningsmodell. Skillnader i andelen externt förvaltade medel har minskat något över åren, se diagrammet nedan. Fjärde AP-fonden hade initialt minst andel extern förvaltade medel, och låg då nära lagens minimigräns på 10 procent. Under 2008 ökade andelen till 42 procent, till följd av fondens försök att komma till rätta med problem med ett dåligt aktivt förvaltningsresultat. Andra AP-fonden har i sin tur ökat sin interna förvaltning från 55 procent år 2003 till nära 80 procent år 2008.

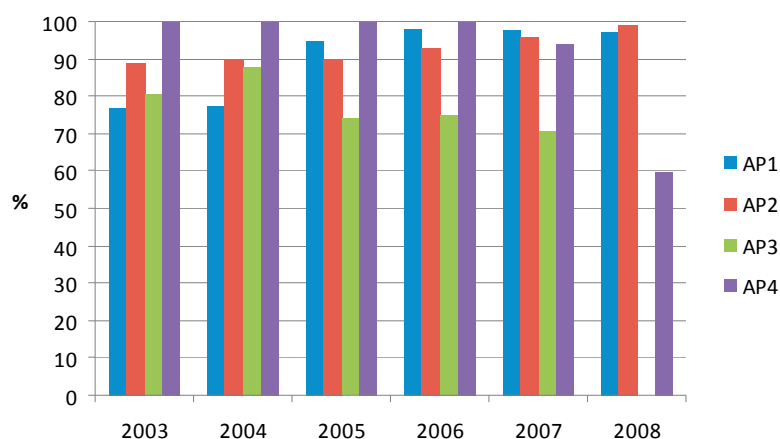
Diagram 3.8 Andel extern förvaltning



Källa: AP-fondernas årsredovisningar

Som framgår av diagrammet nedan har också andelen aktivt förvaltade medel varit hög i de flesta fonder. Fram till 2008 stack dock Tredje AP-fonden ut genom att låta 30 procent av kapitalet förvaltas passivt. Fjärde AP-fonden förvaltade initialt hela portföljen aktivt men har nu dragit ner den aktiva risken genom att låta 40 procent förvaltas passivt. Tredje AP-fonden rapporterade ingen uppgift avseende andelen aktivt förvaltade medel för 2008. Detta torde bero på att fonden börjat arbeta allt mer med alfa- och betaseparering vilket medfört att en indelning av kapitalet i aktivt respektive passivt förvaltad kapital inte blir meningsfull.

Diagram 3.9 Andel aktiv förvaltning



Källa: AP-fondernas årsredovisningar.

Kommentar: Uppgift saknas för Tredje AP-fonden avseende 2008, eftersom kvantifieringen av andelen aktivt/passivt inte passar när man har en förvaltningsmodell med alfa- och betaseparering.

En översiktlig analys visar således att fondernas allokeringar varit snarlika och att fondernas förvaltningsmodeller inte förefaller ha skiljt sig från varandra på något avgörande sätt över åren. Någon märkbar diversifiering av risker, såsom man avsåg uppnå, verkar inte ha åstadkommits. Det blir särskilt tydligt när man tittar på ett diagram (diagram 3.10) över fondernas årliga avkastningar sedan 2001. Det är svårt att i diagrammet urskilja de enskilda fondernas avkastning de olika åren, eftersom de är så lika. Avkastningsvariationerna mellan åren är kraftiga, men i princip lika stora för samtliga fonder, vilket innebär att man inte kan se några dämpande effekter till följd av diversifiering för totalavkastningen. I stället

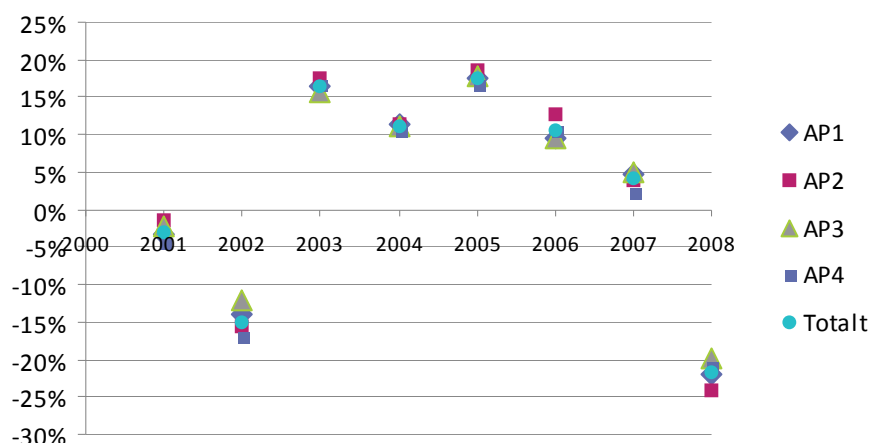
verkar det finnas ett flockbeteende bland fonderna som snarast förstärker risken.⁴⁰ Vad detta flockbeteende beror på kan man bara spekulera i. En förklaring kan vara att samtliga fonder vill undvika att vara sämre än de övriga, och att man därför sneglar på varandras allokeringar när man gör sina ALM-analyser. Bidragande till detta beteende kan vara mediernas ofta kortsiktiga bevakning (den s.k. ”DI-risken”), otillräcklig kompetens och integritet i styrelserna och frånvaro av effektiva belöningssystem. Detta skapar en asymmetri eftersom de negativa effekterna av ett dåligt resultat i förhållande till de övriga fonderna är större än de positiva av ett bra resultat. Följden blir att det kan upplevas onödigt att ta risker som medför att resultatet kan bli sämre (eller bättre) än de övriga fondernas.

Utöver flockbeteende finns det några andra skäl till att allokeringarna har blivit likartade. Ett är att de fyra fonderna skapades vid samma tidpunkt, så att samtliga drog upp sin ursprungliga strategi i under åren 2000 och 2001, med en relativt hög aktieandel som följd. Ett annat som brukar framhållas är att de kvantitativa placeringsreglerna tvingar fonderna att ha likartade portföljer.

Det är sant att ingen av fonderna kan välja att investera tungt i råvaror, infrastruktur eller onoterade aktier. Men möjligheten att variera fördelningen mellan aktier och räntebärande värdepapper är god: andelen räntebärande måste vara mellan 30 och 100 procent och andelen aktier kan ligga mellan 0 och 70 procent.

⁴⁰ I Yermo (2005) visas att pensionsfonder i Chile uppvisar flockbeteende. I Chile har man ett premiebestämt fonderat system och pensionsspararna ges möjlighet att välja mellan olika fonder. Fonderna ska dock ge en avkastning som måste ligga inom ett bestämt band från den genomsnittliga avkastningen. Yermo visar att detta ger upphov till flockbeteende så att fonderna har likartade tillgångsallokeringar.

Diagram 3.10 Årliga avkastning, efter kostnader



Källa: AP-fondernas årsredovisningar.

Sammanfattningsvis förefaller den övergripande allokeringen ha haft stor inverkan på resultatet och likheterna förefaller ha medfört att önskad diversifiering inte har uppnåtts. Skillnader i portföljernas sammansättning i övrigt har inte heller bidragit särskilt mycket till diversifieringen. Däremot kan det konstateras att sammansättningen i övrigt, och förvaltningsstilen, har haft betydelse för de enskilda fondernas totala utveckling över perioden. Under perioden 2001-2008 hade exempelvis Tredje AP-fonden i snitt en årlig avkastning på 2,6 procent medan motsvarande avkastning för Fjärde AP-fonden var 1,2 procent.

Det kan dock också finnas negativa effekter av diversifiering av förvaltningsrisken. En konsekvens av att dela upp förvaltningen på flera fonder med likartade placeringsregler, utan att styra inriktningen på förvaltningen, är att positioner i olika tillgångar kan komma att ta ut varandra. Det innebär att man, trots att man byggt upp flera kanslier med kompetenser och system för att ta aktiva förvaltningsbeslut, hamnar i en indexnära förvaltning totalt, när positionerna summeras. Detta till kostnader för en aktiv förvaltning. En analys av fondernas direkta innehav⁴¹ av svenska aktier ur denna aspekt har gjorts med hjälp av ägardata från SIS

⁴¹ Svenska aktier som AP-fonderna äger indirekt via värdepappersfonder kommer inte med i denna summering.

Ägarservice. För vart och ett av 48 large cap-bolag har deras vikter i de fyra fondernas svenska aktieportföljer per den sista mars 2009 jämförts med vikterna i ett börsindex. Snittavvikelsen⁴² var för Första AP-fonden 0,6 procentenheter, Andra AP-fonden 0,76, Tredje AP-fonden 0,99 och Fjärde AP-fonden 0,49 procentenheter. Det innebär att bolagens vikter i fondernas portföljer ligger ganska nära index, dvs. att samtliga fonders portföljer i sig är ganska indexlika. Tredje AP-fonden tog mest aktiv risk i förhållande till index och Fjärde AP-fonden minst, mätt på detta sätt. Vad händer då om man lägger ihop fondernas innehav till en enda stor svensk aktieportfölj? Om avvikelserna viktas med portföljernas storlek och sedan summeras, så hamnar man på en snittavvikelse i absoluta tal på 0,41, dvs. en portfölj som till och med är ännu mer indexnära än Fjärde AP-fondens. Positiva och negativa positioner i förhållandet till index har tagit ut varandra. Exempelvis har Andra AP-fondens absolut största position i förhållande till index, en undervikt i H&M på 5,35 vägts upp av Tredje AP-fondens övervikt på 5,16 i samma bolag. Nyttan för pensionssystemet av deras bolagsanalyser och aktiva positionstagning blev därmed mycket liten.

Detta innebär inte att det alltid är fel att dela upp förvaltningen av en tillgångsklass i flera undermandat. Däremot illustrerar det att om uppdelningen sker utan samordning, så riskerar slutresultatet att bli något mycket indexlikt som man kunde ha fått till en lägre kostnad.

3.2.5 Slutsatser

Ovanstående genomgång av de skäl som angavs i förarbetena, mer eller mindre tydligt, som grund för en uppdelning av förvaltningen i ett antal fonder kan sammanfattas i en tabell:

⁴² Snittet av absoluta avvikelser, procentenheter. Om bolag X hade vikten 5,4 procent i index och 6,2 procent i en AP-fondsportfölj var avvikelsen 0,8. Samma avvikelse erhöles om vikten i AP-fondsportföljen var 4,6 procent.

Tabell 3.2 Sammanfattning av de skäl som angavs i förarbetena och av deras relevans i dag

Skäl i förarbetena	Bedömning i dag
Begränsa möjligheten till statligt inflytande i näringslivet.	Möjligheten till skadligt politiskt inflytande över förvaltningen begränsas genom uppdelningen i fyra fonder, men inte fullständigt. Alternativet att låta ägandet av svenska bolag ske i indirekt form, via värdepappersfonder, skulle vara mer effektivt.
Minska marknadseffekter som begränsar förvaltningen och stör marknaden.	Inte längre giltigt.
Skapa konkurrens som ger kostnadspress och förbättrar resultat.	Inte giltigt. Förvaltningsresultatet förefaller inte ha påverkats positivt av konkurrensen. Viss kostnadspress kan ha förekommit men det är svårt att avgöra.
Spridning av förvaltningsrisker.	Syftet är gott, men diversifieringseffekten förefaller liten. Konkurrensen har snarast gett likformighet och flockbeteende, som har förstärkt den totala risken i systemet.

Sammanfattningsvis är det svårt att hitta några skäl för att inte fullt ut utnyttja stordriftsfördelarna. Endast skälet att begränsa möjligheten till statligt inflytande kan anses ha någon fortsatt giltighet. I övrigt har samhällsutvecklingen och de erfarenheter som finns av hur systemet fungerat snarast lett fram till motsatt slutsats.

Ovan har dock beskrivits hur risken för statligt inflytande i svenskt näringsliv kan begränsas genom att svenska aktier ägs indirekt i stället för direkt. I nästa kapitel kommer också att beskrivas hur en förbättrad styrning (*governance*) av förvaltningen av buffertkapitlet ytterligare kan bidra till att skydda mot skadligt politiskt inflytande och i övrigt skapa bättre förutsättning för en kostnadseffektiv förvaltning. I nästa avsnitt ska dock först ett försök göras att uppskatta storleken på stordriftsfördelarna om man skulle slå ihop de fyra fonderna till en.

3.3 Hur stora kan stordriftsfördelarna i AP-fondsystemet vara?

3.3.1 Stordriftsfördelar om fyra fonder blir en

Att det finns stordriftsfördelar inom kapitalförvaltning som inte utnyttjas vid förvaltningen av buffertkapitalet har diskuterats i avsnitten ovan. Detta innebär fortlöpande en belastning för pensionssystemet, i form av högre kostnader och lägre avkastning.

För att belysa hur stor kostnadsbesparingen skulle kunna bli vid en sammanslagning av de fyra buffertfonderna till en enda fond har CEM Benchmarking anlitats inom projektet.

I CEM:s rapport⁴³ jämförs den uppskattade genomsnittliga kostnaden för en hypotetisk pensionsfond med en storlek som motsvarar de nuvarande fondernas, med den uppskattade genomsnittliga kostnaden för en fyra gånger så stor fond. Samma portföljsammansättning vad avser tillgångar och investeringsstil användes för den lilla och den stora fonden. Denna portföljsammansättning, som noggrant specificeras i rapporten, togs fram med utgångspunkt i hur de fyra AP-fondernas portföljer faktiskt sett ut, och utgör således en möjlig portföljsammansättning. Däremot motsvarar den inte exakt AP-fondernas faktiska portföljsammansättning i dag. Det är inte heller möjligt att veta vilken portföljsammansättning som en framtida stor buffertfond skulle välja. För att kunna göra en uppskattning av fondstorlekens effekt på de totala kostnaderna är det dock en förutsättning att portföljsammansättningen hålls konstant. Stordriftsfördelar finns oavsett portföljsammansättning, men eftersom stordriftsfördelarna kan variera något mellan olika typer av tillgångar och beroende på hur förvaltningen sker, kan portföljsammansättning ha en viss inverkan på resultatet.⁴⁴

För de två fonderna med identisk sammansättning men med olika storlek ("Lilla fonden" och "Stora fonden") uppskattades kostnaderna utifrån faktiska kostnadsdata avseende 2007 i CEM:s databas. För Lilla fonden hämtades kostnadsuppgifterna från en grupp av 20 internationella pensionsfonder med en medianstorlek på omkring 227 miljarder kronor, och för Stora fonden från en grupp av 19 internationella pensionsfonder med en medianstorlek

⁴³ Rapporten återfinns i bilaga 3.

⁴⁴ Portföljsammansättningen i CEM:s rapport baseras dock på relativt färskas uppgifter om portföljsammansättningen i AP-fonderna, vilket innebär att resultatet i detta fall måste kunna anses vara relevant.

på 943 miljarder kronor. Uppgifterna från respektive grupp har sedan använts för att beräkna genomsnittskostnader för de olika tillgångarna och förvaltningsstilarna. Dessa genomsnittskostnader har sedan använts för att beräkna "förväntade" totala kostnader för Lilla fonden respektive Stora fonden.

Det bör noteras att eftersom faktiska inrapporterade data användes så kan dessa innehålla "störningar" i form av felrapporteringar, även om CEM självklart söker undvika detta, eller för höga kostnader till följd av ineffektiviteter hos pensionsfonder i urvalet. Avsikten har varit att uppskatta den minskning av kostnaderna som man kan förvänta sig när storleken på en och samma fond fyrdubblas. Några sådana exempel finns dock inte i verkligheten. Sammantaget innebär detta att de exakta resultaten bör tolkas med försiktighet, men att de ändå kan ge en indikation om den möjliga kostnadsbesparingen.

I tabell 3.3 visas en sammanställning av CEM:s beräkningar av de förväntade kostnaderna för Lilla fonden och Stora fonden. Kostnaderna anges som baspunkter av kapitalet.

Tabell 3.3 Förväntade kostnader för en liten respektive en stor pensionsfond

Summerande kostnadskomponenter (baspunkter)	Lilla fonden	Stora fonden	Differens
Aktier	13,4	10,1	3,3
Räntebärande	1,7	1,7	0,0
Övriga investeringar	4,3	3,4	0,9
Total kapitalförvaltning	19,3	15,2	4,1
Overhead och tillsyn	0,9	0,8	0,1
Rådgivning och resultatmätning	0,3	0,3	0,0
Förvaring	1,1	0,7	0,4
Revision	0,1	0,1	0,0
Övrigt	0,3	0,2	0,1
Total administration	2,7	2,1	0,6
Total förväntad kostnad	22,0	17,3	4,7

Källa: CEM:s rapport i bilaga 3

Resultaten innebär att de totala förväntade kostnaderna för Stora fonden är 4,7 baspunkter lägre än för Lilla fonden. Detta kan ses som en skattning av kostnadsbesparingen vid en sammanslagning

av fyra fonder med oförändrad portföljsammansättning. Kostnaderna skulle komma att minska med drygt 20 procent.

För det svenska pensionssystemet skulle en sådan kostnadsbesparing, vid ett totalt buffertkapital på 700 miljarder kronor motsvara 330 miljoner kronor om året. Över en 75-års period (den period över vilken Försäkringskassan brukar framskriva systemet i pensionssystemets årsredovisning) skulle värdet av besparingen uppgå till 150 miljarder kronor om man antar en avkastning på 4 procent. Med ett avkastningsantagande på 6 procent, vilket inte är alldeles orimligt, skulle de lägre årliga kostnaderna innebära att fondkapitalet skulle kunna vara närmare 500 miljarder större efter 75 år. Mot bakgrund av de årliga avgiftsunderskott (Orange rapport 2008) som förväntas fram till 2047 skulle en sådan inbesparing sannolikt innebära att balanseringen vid något tillfälle inte behöver aktiveras och därmed få en direkt påverkan på pensionerna. Dessutom skulle det årliga avdraget från de försäkrades pensionsbehållningar komma att minska i den mån de minskade kostnaderna avser de kostnader som bruttoredovisas i AP-fondsystemet (jämför avsnitt 2.2.2).

Det finns några punkter i CEM:s studie som behöver kommenteras, i synnerhet kostnaderna för förvaltningen av ränteportföljer, där det enligt CEM:s kostnadsberäkningar inte skulle finnas några stordriftsfördelar. Detta strider mot vad man kan förvänta sig (en större fond har bättre förhandlingsstyrka och kan fördela fasta kostnader på ett större kapital) och är en konsekvens av att studien hämtat kostnadsdata från två urval av faktiska fonder. I tabell 5 i CEM:s rapport i Bilaga 3 anges de små och de stora fondernas genomsnittskostnader för förvaltningen av olika delpportföljer inom tillgångsslagen. Där framgår att i något fall har inte skillnaden i kostnader det tecken man förväntar sig, dvs. genomsnittskostnaderna är lägre för de små fonderna än för de stora. Exempelvis är kostnaden för extern aktiv förvaltning av globala ränteportföljer nästan dubbelt så hög för stora fonder som för små. Denna skillnad beror på speciella omständigheter i några av de stora fondernas utlagda uppdrag vilket dragit upp kostnaderna. För likartade uppdrag att förvalta likvida tillgångar ska stora fonder som sköter sin upphandling effektivt och professionellt kunna uppnå betydligt lägre kostnader än en mindre fond. Att genomsnittskostnaden för intern förvaltning i några fall (förekommer både ibland räntor, aktier och fastigheter) är högre för de stora fonderna än de små förklarar CEM med att fonderna i

vissa fall använder olika metoder för att fördela ut sina olika interna kostnader på delportföljerna. Slutligen, när det gäller kostnaderna för administrationen uppvisar kostnadsskillnaderna mellan den Lilla fonden och den Stora fonden förväntat tecken, men storleken på skillnaderna är i något fall mindre än förväntat. Exempelvis vore det rimligt att vänta sig att kostnaderna för revision och resultatmätning inte skulle växa linjärt med kapitalets storlek. Bara för att portföljerna är större tar de ju inte längre tid, eller blir svårare, att revidera resultatet eller mäta avkastningen.

Sammantaget innebär dock dessa icke-förväntade egenheter i datamaterialet att det kan finnas en viss ytterligare potential till stordriftsfördelar än de som påvisas i studien. Om man exempelvis antar att en stor buffertfond skulle uppnå bättre villkor än de stora nuvarande AP-fonderna vid utläggning av globala externa räntemandat, och att de administrativa kostnaderna kan pressas ytterligare, skulle studiens resultat förstärkas ytterligare något. Samtidigt är det så att nuvarande buffertfonderna uppvisar något lägre kostnader än de mindre fonderna i CEM:s urval. Detta skulle å ena sidan kunna innebära att potentialen att minska kostnaderna blir något mindre, å andra sidan är det en indikation på att AP-fonderna varit duktiga på att förhandla till sig bra villkor, vilket borde innebära att möjligheten att pressa kostnaderna skulle utnyttjas väl om fondstorleken fyrdubblades.

Syftet med den specialbeställda rapporten från CEM är enbart att uppskatta potentialen att reducera *kostnaderna*. Det är dock återigen viktigt att inte fokusera snävt på kostnader när stordriftsfördelar studeras. När man ska köpa bil är inte den billigaste bilen alltid det bästa köpet. Exempelvis kan säkerhet, komfort och miljöaspekter göra det motiverat att välja en annan bil än en Nissan Micra från 1992, även om den bara kostar 3 500 kronor på Blocket. Det viktiga vid pensionsfondsförvaltning är att uppnå hög nettoavkastning, och inte enbart låga kostnader. Ambachtsheer (2009) visar dock, som beskrevs i avsnitt 3.1, att det också finns betydande stordriftsfördelar avseende nettoavkastningen. Baserat på hans beräkningar skulle en 10-dubbling av fondstorleken leda till en nettomeravkastning som är 0,27 procent högre. En enkel interpolering indikerar att för buffertkapitalet skulle det kunna innebära att nettomeravkastningen efter en sammanslagning skulle bli drygt 0,1 procent högre, vilket motsvarar lite mer än 700 miljoner kronor om året.

För att utnyttja förutsättningarna att skapa högre nettoavkastning krävs att styrelsen för buffertfonden måste vara fri, och ha kompetens, att skapa den organisation som man bedömer har de bästa förutsättningarna att skapa bäst nettoavkastning. En större fond kan också ha bättre möjlighet att bygga upp intern kompetens inom strategisk analys och aktiv förvaltning, vilket i så fall kommer att dra upp de totala kostnaderna. Detta ska dock i så fall avspeglas i en högre avkastning. För att dessa ska kunna utnyttjas på bästa sätt måste dock många förutsättningar när det gäller styrningen av pensionsfonder vara uppfyllda, vilket diskuteras vidare i kapitel 4 och 5. I annat fall är det möjligt att en passiv förvaltningsstrategi är att föredra.

En viktig styrningsaspekt bör dock tas upp redan här. En sammanslagning av de nuvarande buffertfonder till en enda buffertfond måste självklart följas upp och utvärderas. Det är då viktigt att uppföljningen får en sådan inriktning att den inte får en skadlig inverkan på möjligheten att skapa god nettoavkastning. Om kostnaderna följs upp isolerat, utan koppling till avkastningen, kan följden bli att en rent kostnadsminimerande strategi genomförs. Det kan också vara olämpligt att fokusera på organisationens storlek före och efter en sammanslagning. Kanske kan en sammanslagning ge en kritisk massa som innebär att det kan vara motiverat att ha intern kompetens inom exempelvis affärsjuridik, analys och strategi som inte var möjlig före sammanslagningen.

För att undvika felaktigt fokus på kostnaderna är det viktigt att huvudmannen är tydlig med att det är nettoavkastningen som är det primära. Även styrelsen måste vara tydlig i sin kommunikation. Den måste klart deklarerat både till sin närmaste huvudman och till allmänheten, vad som önskas uppnås med vald förvaltningsmodell och därtill kopplad kostnads massa.

3.3.2 Alternativa lösningar

Att slå ihop fyra existerande fonder till en enda stor fond kan verka drastiskt. Finns det då inga enklare, mer "lagom" stora förändringar som kan förbättra effektiviteten?

Självklart finns det möjligheter att utnyttja stordriftsfördelarna i mer begränsad omfattning genom att låta antalet fonder vara två eller tre. Man kan också tänka sig en lösning som innebär att fyra fonder får vara kvar men att de tvingas att samarbeta på olika

områden, exempelvis inom administration och investeringar i mer analyskrävande områden som onoterade aktier.⁴⁵ Det är dock viktigt att den kostnad det skulle innebära att inte utnyttja stordriftsfördelarna fullt ut kan motiveras ur pensionssystemets hänseende.

Antag att man skulle välja att behålla två fonder i stället för en. Om man vidare antar att kostnadsbesparingen blir hälften så stor som den skulle bli vid en sammanslagning till en enda fond, blir kostnaden för detta beslut 165 miljoner kronor om året för pensionssystemet. Om man i stället för att titta på kostnaderna isolerat tittar på nettoavkastningen, skulle det kunna handla om 350 miljoner kronor om året i lägre avkastning. Skulle ett sådant beslut övervägas, som innebär att stordriftsfördelarna inte utnyttjas fullt ut, bör en ordentlig uppskattning av alternativkostnaderna göras och det bör tydligt motiveras varför pensionssystemet/-pensionärerna ska bära dessa kostnader.

Ett sätt att utnyttja stordriftsfördelarna och samtidigt låta flera fonder vara kvar skulle kunna vara att låta fonderna specialisera sig på förvaltning inom olika områden, exempelvis tillgångsslag. Man skulle kunna tänka sig att en fond får sköta aktieförvaltningen, en annan ränteförvaltningen och en tredje övriga placeringar. Det finns dock flera svårigheter och stora nackdelar med en sådan lösning. Det största problemet rör hur frågor kring strategisk och taktisk allokering ska hanteras på ett effektivt sätt. Det handlar både om att det kan bli svårt att kontrollera och styra de totala riskerna, och om att omallokeringar mellan tillgångsslagen kan bli komplicerade. En särskild fond eller fondstyrelse måste då ges ett övergripande ansvar för detta, men det finns risk för att analyserna blir mindre bra och att systemet blir inflexibelt och ineffektivt. Det kan också bli svårt att förändra förvaltningens inriktning mot nya effektiva förvaltningsområden om ansvaret för detta inte är specificerat och strukturen fastlåst i lag. Det kan konstateras att man varken för statliga eller privata pensionsfonder på annat håll i världen valt att implementera en sådan struktur.

⁴⁵ Regeringen har i den senaste utvärderingen (Skr. 2008/2009:130) uppmanat fonderna att undersöka möjligheter till utökat samarbete.

3.4 Sammanfattning och slutsatser

I detta kapitel har det konstaterats att stordriftsfördelarna inom kapitalförvaltning är stora och att det innebär en stor kostnad för pensionssystemet att dessa inte utnyttjas. De skäl för en uppdelning av kapitalet som angavs eller indikerades i förarbetena till nu gällande regelverk förefaller inte längre vara giltiga, eller åtminstone inte behöva hindra att stordriftsfördelarna utnyttjas. För att minska risken och oron för statligt inflytande i svenskt näringsliv kan placeringsreglerna ändras så att buffertkapitalet i framtiden investeras i svenska aktier indirekt, via värdepappersfonder eller derivat.

För att bäst utnyttja stordriftsfördelarna behöver det kapital som förvaltas av Första-Fjärde AP-fonderna läggas samman för förvaltning i en enda fond. Skulle regeringen vilja föreslå någon annan lösning måste kostnaderna för detta beräknas och motiveras.

I denna studie har inte funnits anledning eller möjlighet att utarbeta ett praktiskt förslag till hur en sammanslagning av fondkapitalen kan ske. En rimlig lösning kan vara att tre av fonderna läggs ner och att den kvarvarande fondens system och lokaler utnyttjas för uppbyggnaden av den nya buffertfonden. Detta kommer att innebära stora förändringar för de personer som i dag är anställda inom de fyra fonderna. För att en reform ska medföra så få negativa konsekvenser som möjligt, för såväl buffertkapitalets förvaltning som för berörd personal, är det angeläget att regeringen snarast bereder frågan så att klara besked kan lämnas och en ny organisation kan etableras så snabbt som möjligt. Under en period av osäkerhet finns det annars risk att kompetens lämnar fonderna och att nyrekryteringar blir svåra. Det kan också bli svårare att upprätta affärsrelationer med externa parter.

De samordningsprojekt mellan fonderna som förordats av regeringen blir överflödiga om ett beslut kan fattas om att utnyttja stordriftsfördelarna fullt ut. Genom samordning av några funktioner (exempelvis administration/ekonomi, back-office/-portföljadministration, performanceuppföljning och riskkontroll) och investeringsområden (resurskrävande investeringar som onoterade aktier, infrastruktur m.m.) kan vissa stordriftsfördelar utnyttjas, men man kommer inte att kunna nå en lika kostnadseffektiv lösning som om buffertkapitalet läggs ihop för förvaltning i en fond. En lösning som innebär att de fyra fonderna

behålls men att funktioner samordnas, ska endast väljas om den kan motiveras som bättre för pensionssystemet. Att i dag initiera samordningsprojekt om fonderna ändå ska läggas samman skulle innebära en helt onödig⁴⁶ kostnad. Även av detta skäl är det angeläget att beslutprocessen blir effektiv.

Att en grov uppskattning av konsekvenserna av att inte utnyttja stordriftsfördelarna hamnar på 700 miljoner kronor årligen i utebliven avkastning, eller 330 miljoner kronor årligen i högre kostnader, är förstås också ett skäl att skynda på en förändring.

⁴⁶ Samordningen kommer till stora delar att handla om att ta emot uppgifter från fyra olika fonder, och lämna tillbaka information till dem, vilket inte längre kommer att behövas efter en sammanslagning.

4 Effektiv styrning av verksamheten

Att vara effektiv är en utmaning i de flesta verksamheter. En förutsättning för effektiviteten är en väl genomtänkt styrstruktur. För en statlig pensionsfond är det både viktigare och svårare att utforma en effektiv styrning än för de flesta andra verksamheter.

Det här kapitlet behandlar dels de speciella utmaningar som ligger i att utforma styrningen för en statlig verksamhet, dels konkreta förslag till hur styrningen av buffertkapitalets förvaltning kan förbättras. I föregående kapitel om stordriftsfördelar, kunde diskussion och slutsatser baseras på resultat i empiriska akademiska studier. I detta kapitel utgår diskussionen och problembeskrivningen i stället från agentteori, och förslagen till lösning diskuteras med utgångspunkt i en studie av best practice avseende förvaltning av statliga pensionsfonder.

Med ”styrning” avses i kapitlet framför allt det som brukar avses med det engelska begreppet *corporate governance* som tyvärr inte har någon bra svensk motsvarighet.

4.1 Agentteori och statliga pensionsfonder

Vid förvaltningen av 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 det kan också vara riksdagsledamöter, statsråd eller tjänstemän i Regeringskansliet.⁴⁷ Utmaningen vid utformningen av en styrstruktur är just att få dessa agenter att konsekvent agera för huvudmannens (principalens) bästa.

⁴⁷ Därtill finns en mängd intressenter i form av konsulter, intresseorganisationer, externa kapitalförvaltare, banker m.fl. som förmodligen inte bara har pensionssystemets bästa för ögonen.

Samma utmaning finns i styrningen av privata bolag, men då är det i allmänhet något enklare. Det finns två saker som är speciella vid styrningen av statliga verksamheter. Den ena svårigheten är att definiera och identifiera vem eller vilka som är de huvudmän, eller uppdragsgivare, vars intressen ska tillvaratas. Yttersta huvudmän för statliga pensionssystem bör vara alla befintliga och blivande pensionärer som berörs av systemet. Svårigheten är att detta är en oorganiserad grupp, som inte själva kan utöva en effektiv styrning och kontroll över förvaltningen. Därför brukar riksdagen, eller motsvarande i andra länder, träda in i deras ställe och ikläda sig rollen som agent ("huvudagent") utan att ha en tydligare uppdragsgivare än de som är röstberättigade i allmänna val (se vidare i nästa avsnitt). Den andra svårigheten består just i detta extra led som komplicerar styrningen. I stället för att som i privata bolag delegera i ett led (ägare-företagsledning), så måste man i statliga verksamheter delegera i två led (väljare-politiker-ledning). Detta beskrivs i Jordahl (2008) som en grundläggande orsak till att privatiseringar av statliga bolag i allmänhet leder till effektivare verksamheter. Det finns två forskningsgrenar som behandlar dessa problem; dels de som har ett politiskt perspektiv (det kan finnas olika mål, alla inte tydligt uttalade, i en statlig verksamhet och politiker kan drivas av egenintresse), dels de som har ett ledningsperspektiv (det kan vara svårare att skapa rätt incitament i en statlig verksamhet).

För statliga pensionsfonder finns, till skillnad från för statliga bolag, inte alternativet att privatisera verksamheten.⁴⁸ I stället måste man via klokt uttänkta styrsystem reducera så mycket som möjligt av de olika agentproblemen, så att förvaltningen ändå kan ske på ett effektivt sätt utifrån vad som är bäst för huvudmännen. Kontrollmekanismer måste skapas. En utmaning är att de som fattar besluten inte själva står risken. En annan att de inblandade själva har personliga värden att maximera som kanske inte sammanfaller med huvudmannens. Agentproblemen innebär därför att det finns stor risk för att det som faktiskt kommer att utföras i organisationen (pensionsfonden) inte ligger i linje med huvudmannens intressen.

I den privata världen finns tillgång till kontrollmekanismer som kan bidra till att agentproblemen i pensionsfonder löses, även om det kan ifrågasättas hur effektivt de fungerar. Tyvärr finns inte,

⁴⁸ Dock kan det finnas mellanting som innebär att verksamheten blir mer konkurrensutsatt, exempelvis kan externa förvaltare upphandlas för att sköta förvaltningen.

eller fungerar inte, dessa mekanismer alls för statliga pensionsfonder. Detta konstaterar Impavido (2008) som mer specifikt noterar att:

- Det finns inga aktieägare som kan övervaka verksamheten.
- Take-overs kan inte förekomma och liknande mekanismer finns inte.
- Det finns inga kunder som kan ”rösta med fötterna”.
- Pensionsfonder får normalt inte låna⁴⁹, vilket innebär att långivare inte fungerar som övervakare.

Detta innebär att utformningen av styrningen av förvaltningen av det statliga pensionssystemets buffertkapital blir extra viktig. Det finns inga marknadsmekanismer som kan gripa in, utan all styrning måste konstrueras⁵⁰. Därtill kan svårigheterna öka när det är *buffertkapital*, och inte premiereservkapital, som ska förvaltas. Det är svårt för huvudmännen att se kopplingen mellan utfallet på förvaltningen och den egna, personliga, ekonomin, vilket gör att kontrollmekanismerna fungerar ännu sämre.

Oavsett om det är statligt eller privat kapital som förvaltas, finns det också en risk för att personer inom organisationerna kan se fondkapitalet som en tillgång som kan utnyttjas för att skapa personliga värden. Detta kan innebära att om inte en bra intern styrstruktur finns på plats så kan det finnas risk för att maximerandet av de personliga värdena går ut över förvaltningen av fonden. Det kan exempelvis handla om byggande av personliga nätverk eller minimerande av egen karriärrisk. Detta kan inträffa vid all förvaltning av stora kapital. Böckerna ”Fortune and Folly” av O’Barr och Conley (1992) och ”Radhusproletärer och ombudskapitalister” av Kling (2007) ger intressanta beskrivningar av detta problemområde.

För att skapa en effektiv styrning av statliga pensionsfonder måste således agentproblemen hanteras. Utgångspunkten måste vara att pensionssystemet ska skyddas mot agenternas egenintressen, och att det ska finnas förutsättningar att skapa en organisation som kan åstadkomma den resultatutveckling som är bäst för huvudmännen. Det som optimalt ska uppnås är förstås att agentens och huvudmannens intressen sammanfaller. Att inte ha en

⁴⁹ Första-Fjärde AP-fonderna får exempelvis bara låna medel för att tillgodose ett tillfälligt penningbehov.

⁵⁰ Hess och Impavido (2003) beskriver detta problem mer detaljerat.

bra styrstruktur på plats är kostsamt. Ambachtsheer (2006) uppskattar att kostnaden för dålig styrning årligen kan motsvara 1 procent av kapitalet eller mer.

Det är viktigt att lösa styrningsproblemen, men svårt. Det finns dock viss forskning och vissa internationella erfarenheter som kan ge vägledning till en "best practice" för statliga pensionsfonder. Yermo's Working Paper från 2008 innehåller en genomgång av kritiska förutsättningar och hur olika OECD-länder uppfyller dessa. Följande avsnitt går igenom de förutsättningar som bör vara uppfyllda för att styrningen av statliga pensionsfonder ska bli effektiv. I varje avsnitt görs först en kort genomgång av teoretisk forskning (när sådan finns) och av vad andras erfarenheter kan lära oss. Därefter beskrivs det nuvarande regelverket för AP-fonderna och hur det tillämpas i praktiken. Eventuella svagheter och problem diskuteras. I slutet av varje avsnitt görs en sammanfattning med förslag till förändringar, om så behövs, för att skapa en mer effektiv styrstruktur.

4.2 Huvudman och huvudagent

4.2.1 Pensionssystemets huvudmän⁵¹

Ovan nämndes att ett grundläggande problem i statlig verksamhet är att det ofta inte finns tydliga huvudmän som kan utöva styrning. När det gäller vem eller vilka som är huvudmän för förvaltningen av buffertkapitalet behövs aningen eftertanke. Många publika organ är involverade i vårt pensionssystem; riksdag, regering AP-fonderna och andra myndigheter. Dessa är dock inte de egentliga huvudmännen, utan snarast huvudmännens agenter. De verkliga huvudmännen är de som har ett direkt intresse av hur förvaltningen sköts eftersom det kan påverka storleken på deras nuvarande eller framtida pensioner. Att det statliga pensionssystemet är autonomt och självfinansierande stärker slutsatsen att huvudmännen enbart är nuvarande och blivande pensionärer.

Det finns förstås många andra intressenter i pensionssystemet, allt ifrån arbetsgivare som betalar in pensionsavgifterna och staten, som exempelvis kan drabbas av ökade utgifter om pensionerna utvecklas dåligt, till kapitalförvaltare och andra som säljer sina

⁵¹ Detta avsnitt innebär delvis upprepningar av vad som skrevs i kapitel 2. Infallsvinkeln är dock en annan.

tjänster till AP-fonderna. Det är förstås endast nuvarande och blivande pensionärer som är huvudmän. Att det finns andra intressenter kan dock försvåra styrningen och måluppfyllelsen.

Ur styrningssynvinkel är det ett problem att pensionssystemets yttersta huvudmän inte är en organiserad grupp som själva direkt kan utöva styrning. Därför behövs någon form av ställföreträdande huvudman eller "huvudagent" som kan utföra det praktiska arbetet. Som tur är sammanfaller gruppen av huvudmän mycket väl med en annan grupp, nämligen de som är berättigade att rösta i svenska riksdagsval. Därmed är det naturligt att låta riksdagsledamöter vara ställföreträdande huvudmän, eller huvudagenter, även när det gäller pensionssystemet. Frågan är bara hur styrningen ska organiseras.

4.2.2 Hur ser styrningen ut i dag?

När det nuvarande pensionssystemet utformades var det den parlamentariska s.k. Genomförandegruppen som iklädde sig rollen som "huvudagent". Representanter från de fem största partierna ingick⁵² i denna grupp, och man utarbetade ett förslag till pensionsystem som skulle vara autonomt och självfinansierat, i syfte att skapa ett system som skulle vara långsiktigt hållbart och till nytta för pensionärer och blivande pensionärer.⁵³

Nu har det nya pensionssystemet varit i funktion i snart tio år. Det behövs dock fortlöpande förvaltning av reformen, och det kan komma att finnas behov av justeringar av mindre eller större karaktär. Systemet är visserligen tänkt att vara autonomt och självanpassande, men att utvecklingen kan innebära påfrestningar som lagstiftaren bedömer kräver justeringar av systemet, har visat sig under 2009.

Genomförandefasen anses nu vara passerad. Genomförandegruppen har därför ersatt av en Pensionsgrupp med uppgift att värna pensionsöverenskommelsen och att vårda pensionsreformen och dess grundläggande principer. Gruppen är sammansatt av en riksdagsledamot från vardera av de nuvarande regeringspartierna samt av två riksdagsledamöter från socialdemokraterna. Pensionsgruppen har en speciell ställning, liknande en stående (parlamentarisk) kommitté, under Socialdepartementet, där

⁵² Genomförandegruppen är numera ersatt av Pensionsgruppen.

⁵³ En nyutkommen departementspromemoria (Ds 2009:53 Detta är pensionsöverenskommelsen), beskriver bland annat pensionsöverenskommelsens innehåll och omfattning.

socialförsäkringsministern är ordförande. Pensionsgruppen har inga egna resurser utan är beroende av att få tillgång till resurser i Regeringskansliet. Det anges i Pensionsgruppens direktiv (S 2007:F) att det inte finns någon sluttidpunkt för gruppens arbete, utan att uppdraget gäller så länge som pensionsöverenskommelsen står fast eller till dess partierna dessförinnan beslutar att avsluta arbetsgruppens arbete.

AP-fonderna är statliga myndigheter som leds av styrelser med fullt ansvar för verksamheten. Till skillnad från för många andra myndigheter finns varken instruktioner eller regleringsbrev som styr verksamheten. Statsmakternas möjligheter att direkt kunna styra fondernas verksamhet bestäms av lagen om AP-fonder, och är formellt sett obefintlig. De eventuella påverkansmöjligheter som finns är i stället indirekta, och kan främst utövas genom tillsättandet av styrelseledamöterna. Det är således helt upp till varje fond att själv avgöra om t.ex. uttalanden från ett statsråd i bonusfrågor eller synpunkter i den årliga utvärderingsskrivelsen ska beaktas. Finansdepartementet (Finansmarknadsavdelningen) har beredningsansvaret för den skrivelse, med en sammanställning av fondernas resultat och en utvärdering av förvaltningen, som regeringen varje år lämnar till riksdagen. Finansdepartementet har också beredningsansvar vid rekryteringen av styrelseledamöter till AP-fonderna. Innan förslagen beslutas av regeringen ska statsrådsberedningen, liksom före alla andra regeringsbeslut, lämna sitt godkännande.

En nackdel med att det är regeringen som har beredningsansvar för pensionssystemet och för AP-fonderna, är att det ger regeringen ett instrument som kan vara lockande att försöka använda i syfte att skapa kortsiktiga politiska vinster. Visserligen finns tydliga skrivningar i lagen och dess förarbeten för att säkerställa att detta ska ske till största nytta för försäkringen för inkomstpension, och att inga ekonomisk-politiska eller näringspolitiska hänsyn ska tas. Det finns nu dessvärre ett flertal exempel, både i Sverige och i andra länder, som visar att det är svårt att konstruera en bra lösning som säkrar nödvändigt armlängds avstånd om regeringen har uppgifter i systemet som att exempelvis att utvärdera förvaltningen och utse styrelser och ta initiativ till regelförändringar. I Sverige anges det i prop. 1999/2000:46 att "Fondernas ägaransvar ska utövas självständigt av deras styrelser och enligt föreslagna lagregler ske fritt från styrning av regeringen eller enskilda statsråd". Ändå kan det uppstå situationer när

närheten till ett stort kapital kan innebära en lockelse som en politiker önskar att försöka utnyttja. I Sverige finns det en rad exempel på uttalanden från politiker som indikerar detta. Oppositionsledaren Mona Sahlin har uttalat att det kapital som förvaltas av AP-fonderna skulle kunna användas för att rädda bilindustrin⁵⁴. Dåvarande finansmarknadsministern Sven-Erik Österberg uttalade i september 2006 att det var "Bra om AP-fonderna ökade ägandet i Volvo".⁵⁵ Han kallade, tillsammans med näringsministern, styrelseordföranden i Första-Fjärde AP-fonderna till ett möte för att diskutera ägandet i Volvo och vilken roll fonderna ska spela för att "säkra en långsiktig gynnsam utveckling av svenskt näringsliv". Dåvarande statsministern Göran Persson hade då också i Financial Times uttalat att "Pensionsfonder ska inte delta i aktioner som den Cevian planerar mot Volvo. De ska ha ett mer långsiktigt perspektiv"⁵⁶. Mötet kom dock inte till stånd i och med att valet 2006 ledde till ett regeringsskifte. Ovanstående exempel är i sig relativt tandlösa uttalanden, men de indikerar att det kan finnas en vilja bland politiker att utnyttja kapitalet på annat sätt än enbart för pensionssystemets bästa, och som diskuterats tidigare (avsnitt 3.2.1) kan det vara svårt för en AP-fondsledning att stå emot signaler från en regering. I andra länder som ansetts ha välfungerande *governance*strukturer (Yermo, 2008) på plats, finns också exempel på hur regeringar, utan att bryta mot regelverken, kunnat utnyttja pensionsfondsmedel på ett sätt som inte uppenbart varit till största möjliga nytta för deras pensionssystem. Exempelvis utfärdade Nya Zeelands nytillträdde finansminister i maj 2009 ett direktiv till The Guardians of New Zealand Superannuation Fund om att investera 40 procent av fondens kapital i inhemska aktier. På Irland beslutade finansministern i februari 2009 att använda motsvarande 5,1 miljarder US-dollar från National Pension Reserve Fund för att kapitalisera Allied Irish Bank och Bank of Ireland.

I avsnitt 4.5 behandlas särskilt hur ett effektivt armlängds avstånd kan skapas i regelverket. Den lösning som nedan föreslås för att förbättra styrstrukturen, genom att utse en annan huvudagent än regeringen, är dock en viktig del av de åtgärder som behövs för att minska risken för ett politiskt inflytande som har ett annat syfte än att enbart gynna pensionssystemet.

⁵⁴ Mona Sahlin i artikeln "Statligt bilstöd - men inte till stadsjeepar", Dagens Arbete den 27 november 2008, www.dagensarbete.se.

⁵⁵ E24.se den 14 september 2006.

⁵⁶ "Vattenfall och AP-fonder – magplask i valspurten", Dagens Industris ledare den 15 september 2006.

4.2.3 En myndighet under riksdagen som styrs av ett Buffertfondsfullmäktige

Många av styrproblemen avseende statliga pensionsfonder kan som diskuterats ovan (och även kommer att beröras senare i kapitlet) härledas till att pensionsfondens styrning kommer att hanteras av en regering och dess kansli. Dessa organ kan av olika anledningar ha svårigheter att uppfylla sitt uppdrag på bästa sätt för huvudmännen. Det handlar om att de har många andra uppgifter än att bara styra buffertfonder, och att tidshorisonten kan vara en annan. Det nuvarande regelverket hanterar, som konstaterats, tydligt detta problem. Det finns dock ändå en risk att en regering kan utöva ett inflytande, utan att bryta mot reglerna, över AP-fondernas förvaltning på ett sätt som inte gagnar pensionssystemet och de försäkrade (se exempel i föregående avsnitt och i avsnitt 3.2.1). Därför finns det anledning att fundera över om det skulle vara möjligt att förändra styrstrukturen i syfte att förbättra förutsättningarna för att huvudmännens intressen i framtiden tillvaratas så bra som möjligt.

Ett sätt att lösa eventuella styrningsproblem av denna karaktär skulle kunna vara att låta buffertfonden förvaltas av en myndighet under riksdagen och att ytterst låta den styras av ett fullmäktige⁵⁷. Ett sådant fullmäktige skulle utses av riksdagen och skulle liksom Riksbanksfullmäktige kunna bestå av såväl riksdagsledamöter som av andra personer som riksdagen finner är lämpliga. Sammansättningen bör avspegla riksdagens sammansättning, vilket diskuteras ytterligare nedan. För att underlätta skrivandet, och på grund av vissa likheter med Riksbanksfullmäktige och dess roll och uppgifter, kommer myndigheten här i rapporten att benämnas Buffertfondsfullmäktige.

Det finns flera förbättringar som skulle kunna uppnås genom en sådan förändring av styrningen av buffertkapitalets förvaltning. Förvaltningen skulle komma ligga närmare huvudmännen, och skulle ytterst styras av en av riksdagen utvald grupp med särskilt ansvar för detta, vilket skulle kunna bidra till att göra styrningen mer effektiv. Fördelarna jämfört med nuvarande ordning skulle vara flera:

⁵⁷ Riksbanken, Riksrevisionen och JO är exempel på myndigheter som i dag finns under riksdagen, och det finns även några nämnder som har denna ställning.

- Buffertfondsfullmäktige (till skillnad från regeringen) skulle enbart ha ett enda övergripande mål; att värna buffertfondsförvaltningen. Uppgifterna skulle vara väldefinierade och endast avse buffertfondens förvaltning och handla om att säkerställa att förvaltningen sker i enlighet med vad som beslutats av riksdagen och i övrigt skapa förutsättningar för bra måluppfyllelse.
- Pensionsreformens ursprungliga syfte: att skapa ett politiskt (och finansiellt) stabilt system skulle befästas. Långsiktigheten i förvaltningen skulle underlättas.
- Buffertfondsfullmäktige skulle bidra till att skapa förtroende för pensionsfondsförvaltningen och för pensionssystemet i övrigt. Till detta skulle också ökad transparens och tydlighet i styrningen kunna bidra (vilket också är möjligt i den nuvarande strukturen).

I det nuvarande systemet hanteras det tänkta Buffertfondsfullmäktige uppgifter av regeringen och Regeringskansliet. Varför skulle då riksdagen och ett Buffertfondsfullmäktige vara ett bättre alternativ? Det finns flera skäl för detta. För det första har regeringen, som konstaterats, också andra uppgifter än att värna pensionskapitalets förvaltning. Detta innebär att tillräckligt engagemang och resurser kanske inte alltid tilldelas styrningen av buffertfondsförvaltningen (se exempelvis i avsnitt 4.4.4 angående styrelserekrytering). För en regering skulle det kunna finnas en lockelse att dra nytta av kontrollen över styrningen av pensionskapitalet för andra syften än sådana som gynnar de försäkrade. Ett Buffertfondsfullmäktige, där det även skulle finnas ledamöter som representerar oppositionen, skulle sannolikt ha mindre incitament än regeringen att utnyttja styrningen av förvaltningen, exempelvis inför ett kommande riksdagsval. I ett Buffertfondsfullmäktige kan det ställas krav på kvalificerad majoritet eller kanske enhällighet för beslut, vilket också skulle kunna bidra till en bättre stabilitet. Regeringar kan ju helt bytas ut, vart fjärde år, eller oftare. Därtill kommer att bland annat att ett fullmäktige får ett uttalat ansvar särskilt för buffertfondsförvaltningen. Fokus på uppgiften skulle också påverkas positivt av att det skulle vara naturligare att utvärdera hur väl Buffertfondsfullmäktige sköter sitt uppdrag än det är att utvärdera hur väl en regering sköter styrningen av buffertfondsförvaltningen.

Syftet med att föreslå att styrningen ska ske genom ett av riksdagen utsett fullmäktige, och inte en grupp med representanter från enbart de fem partierna från partiöverenskommelsen, är också att uppnå långsiktig stabilitet. Det kan ju mycket väl bli fallet att det svenska folkets, väljarnas, partisympatier i framtiden kommer att förändras, och partier kan komma till eller förändras. Den fempartigrupp som bildades i början av 1990-talet kommer kanske inte alltid att vara representativ för pensionssystemets huvudmän.

En styrstruktur med ett Buffertfondsfullmäktige är naturligtast att tänka sig i en lösning med endast en buffertfond. Om det skulle finnas fler buffertfonder skulle det kunna vara en tänkbar lösning att riksdagen utser ett fullmäktige som ett överorgan ovanför de olika fondernas styrelser. Om en sådan lösning fungerar juridiskt behöver utredas. Det skulle i så fall också kunna vara möjligt att även lägga Sjunde AP-fonden i samma struktur (i så fall kan Buffertfondsfullmäktige i stället heta Pensionsfondsfullmäktige).

Vilka uppgifter bör då ligga på Buffertfondsfullmäktige? Detta måste naturligtvis analyseras ordentligt, vilket det inte finns utrymme för i den här rapporten. Här följer dock en diskussion av ett antal uppgifter som det kunde vara naturligt att låta ingå i Buffertfondsfullmäktiges ansvarsområde och andra som kan övervägas.

1. Utse styrelse

En naturlig uppgift för Buffertfondsfullmäktige skulle vara att utse styrelse. Buffertfondsfullmäktige behöver därför utveckla kunnande och förståelse för vilka kompetenser och egenskaper som behövs i en pensionsfonds styrelse. Det kan vara lämpligt att Buffertfondsfullmäktige utser en särskild en nomineringskommitté med externa ledmöter, med nödvändiga kvalifikationer för att ta fram kandidater. Hur nomineringskommittéen kan innebära förbättrad styrelserekrytering behandlas i avsnitt 4.4.4. Det handlar om en mängd faktorer som att kompetens och förståelse för styrelsens uppdrag kan finnas i nomineringskommittén, att rekryteringsprocessen kan bli strukturerad och transparent, med tydliga kravprofiler, och att professionella utvärderingar och kandidatsökningar kan göras.

Det finns flera fördelar med att ett Buffertfondsfullmäktige utser styrelse. En fördel är att det då blir en tydlig och uttalad

uppgift, vilket borde bidra till att den utförs väl. En annan viktig fördel är att det skulle minska regeringens direkta inflytande över styrelsernas sammansättning. Därigenom förhindrar man att en regering, om den så skulle önska, kan sätta samman en styrelse som är regeringens "förlängda arm". Att regeringen inte utser styrelser kan också bidra till att stärka enskilda styrelseledamöter så att de lättare kan stå emot eventuella påtryckningar om att fatta beslut som de inte anser skulle gynna pensionssystemet.

2. Utvärdera styrelsens arbete

Buffertfondsfullmäktige skulle också kunna överta uppgiften att göra den årliga utvärderingen av förvaltningen, dvs. styrelsens arbete. Detta är naturligt eftersom utvärderingen också bör utgöra underlag i samband med styrelseförändringsarbete. Utvärderingen ger också information som är viktig för att kunna ta ställning till om det finns behov av att förändra regelverket på något vis. Utvärderingen bör liksom nu lämnas till riksdagen och behandlas av Finansutskottet.

I dag är det regeringens uppgift att fastställa och godkänna fondernas resultat- och balansräkningar. Även denna uppgift bör lämpligen läggas på Buffertfondsfullmäktige. Buffertfondsfullmäktige bör dessutom övervaka att förvaltningen av buffertkapitalet sker i enlighet med de regler som är fastlagda i lagstiftningen.

3. Fastställa konkreta mål

Det kan vara lämpligt att överväga om Buffertfondsfullmäktige bör ges uppgiften att sätta konkreta mål för buffertkapitalets förvaltning. Som diskuteras i avsnittet om buffertfondernas mål (avsnitt 4.3) är målen i lagstiftningen otydligt formulerade och måste preciseras av styrelserna. Ur ett styrningsperspektiv är detta olämpligt eftersom det försvårar utvärderingen av styrelserna.

4. Hantera regelverksfrågor

Buffertfondsfullmäktige kan också ges en roll vad avser förvaltningen av regelverket kring AP-fondernas förvaltning. En möjlighet är att Buffertfondsfullmäktige tar över regeringens hela ansvar för lagstiftningen. Det innebär att Buffertfondsfullmäktige både ska ta initiativ till regelverksförändringar och lägga fram faktiska förslag till riksdagen. I dag sker lagstiftningsarbetet normalt inom Regeringskansliet, med det är fullt möjligt att i stället låta Buffertfondsfullmäktige lägga fram förslagen. Fördelen med detta är att man uppnår en tydligare autonomi från regeringen. En annan möjlighet är dock att man nöjer sig med att ge Buffertfondsfullmäktige uppgiften att tillskriva regeringen om brister i regelverket. Dessutom är förstås Buffertfondsfullmäktige en remissinstans när regeringen föreslår förändringar i regelverket.

5. Besluta om etiska riktlinjer (ESG)

I dag fastställs etiska riktlinjer av fondernas styrelser. Lagen innehåller inga regler om detta men i förarbetena finns skrivningar om att fonderna ska ta miljö- och etikhänsyn utan att avkall görs på avkastningen. Kommittén om AP-fondernas etik- och miljöansvar har i sitt betänkande (SOU 2008:107) diskuterat hur fonderna utövar sin ägarroll och lagt fram ett antal konkreta förslag. Bland annat anges att det bör vara styrelsernas uppgift att besluta om fondernas värdegrund och utifrån denna bestämma hur verksamheten ska bedrivas. Eftersom det är frågan om ett allmänt, statligt pensionssystem, kan det dock anses rimligt att en värdegrund formuleras så nära de yttersta huvudmännen, nuvarande och blivande pensionärer, som möjligt. Det bör därför övervägas en ordning där fullmäktige får besluta om värdegrunden och övergripande riktlinjer för hur miljö- och etikhänsyn ska tas. Det bör vara fondstyrelsernas uppgift att i detalj utforma operationaliserbara riktlinjer och att uppfylla dessa.

6. Bidra till att skapa förtroende kring pensionssystemet och pensionsskapitalens förvaltning

En annan viktig uppgift för Buffertfondsfullmäktige kan vara att bidra till att sprida kunskap om och skapa förtroende för

förvaltningen av pensionskapitalen, och därmed indirekt för pensionssystemet. Buffertfondsfullmäktiges ledamöter kan fungera som talesmän och -kvinnor för pensionsfondsförvaltningen, och ska också ha den kunskap, integritet och pedagogiska förmåga som krävs för att skydda långsiktigheten i förvaltningen från kortsiktiga influenser. Buffertfondsfullmäktige kan också, i sin roll som övervakare, vara en instans som styrelseledamöter och kanslipersonal kan rapportera till om det skulle ske försök från politiker att påverka fondens beslut eller ageranden (en liknande ordning finns i Nya Zeeland). För att kunna utföra sitt arbete behöver Buffertfondsfullmäktige resurser, och det mest effektiva bör vara att fullmäktige får utnyttja kompetensen i buffertfondens kansli. Buffertfondsfullmäktige kan dock, beroende på vilka dess uppgifter blir, också komma att ha behov av att anlita extern expertis, exempelvis för kvalitetssäkring.

Det bör även granskas och utvärderas hur väl Buffertfondsfullmäktige utför sina uppgifter. Det kan noteras att det är en generell svaghet inom styrningsstrukturer, även i näringslivet, att valberedningars arbete mycket sällan eller aldrig utvärderas. Med tanke på storleken på de statliga pensionskapitalen, och på antalet intressenter, bör det vara självklart att söka finna en bra ordning för denna granskning och utvärdering.

Slutligen, den här ovan föreslagna lösningen är endast skissartad och har en ekonoms perspektiv. Säkerligen kommer det att finnas styrningsproblem även om ett Buffertfondsfullmäktige inrättas, och dessa behöver analyseras vidare. För att inrätta en ny myndighet under riksdagen behövs vidare grundlagsändringar. Givetvis krävs först omfattande utredningar av konstitutionella och legala frågor.

I de följande avsnitten av kapitlet kommer ytterligare aspekter av styrningen av buffertfonden att behandlas. Möjligheter att förbättra den styrning som sker i dag kommer att lyftas fram. I det sammanhanget kommer också ett Buffertfondsfullmäktiges roll att diskuteras.

4.3 Tydligt uppdrag och mål

4.3.1 Tydliga mål är nödvändiga

”If you don’t know where you are going, any road will get you there”, sa katten till Alice, i Alice i Underlandet. Detta gäller självfallet också för statliga pensionsfonder. Det bör ligga i huvudmannens intresse att tydliggöra målet, så att styrelsen sedan kan välja den bästa vägen dit. Ju tydligare uppdraget är, desto lättare blir det för fondens styrelse att veta vilken väg som ska väljas. Om det dessutom finns ett kvantitativt mål, blir det förstås lättare för uppdragsgivaren att följa upp och utvärdera hur bra styrelsen sköter sitt uppdrag.

I en studie av Yermo (2008) av ett antal utvalda statliga pensionsfonder i OECD, visar det sig att de flesta har tydliga mandat som begränsar uppdraget till finansiering av statliga pensionsutgifter⁵⁸. Det är viktigt både för uppdragets klarhet och för att det ska bli lättare att undvika politisk inblandning. Dock har fonderna oftast en allmänt formulerad målsättning: ”att uppnå hög avkastning till låg (eller måttfull) risk för att långsiktigt gynna pensionssystemet”. Sådana mål uppfyller inte de grundläggande krav som brukar ställas på verksamhetsmål för företag och andra organisationer, bl.a. att de ska vara mätbara och uppföljningsbara. Att kapitalförvaltningsorganisationer som hanterar mångmiljardbelopp har tydliga, realiserbara, mätbara och uppföljningsbara mål för sin verksamhet är i högsta grad rimligt och väsentligt. Enligt Yermo har tre av länderna i OECD-studien sådana mål; Kanada, Japan och Nya Zeeland⁵⁹. I studien lyfts Sverige fram som ett dåligt exempel, tillsammans med Korea och Norge.

Det är troligt att det finns administrativa skäl för de vaga målformuleringarna. Exempelvis kan det vara så att den aktuariella och finansiella kompetens som behövs för en mer precis målformulering inte finns hos vare sig huvudmannen eller huvudagenten. Det kan då vara bekvämt att överlåta åt pensionsfonden själv att göra analysen och formulera målet. Det kan också bero på att styrelsens uppdrag och mål är formulerade i lag, vilket komplicerar om uppdateringar eller förändringar behöver göras. Icke desto mindre är det ur styrningssynpunkt mindre lämpligt

⁵⁸ Undantaget är den norska Statens Pensjonsfond Utland.

⁵⁹ Exempelvis ska den Nya Zeeländska fonden överträffa, före skatt, den riskfria räntan (Nya Zeeländska statsskuldväxlar) med minst 2,5 procent per år över rullande 20-års perioder.

med sådana vaga målformuleringar från huvudmannen att fonderna själva tvingas formulera sina mål. Om en styrelse ska kunna ställas till svars för att inte ha uppfyllt uppsatta mål, bör uppföljningsbara mål ha preciserats av huvudmannen. Dessutom finns det förstås risk att styrelsen i sina försök att tolka huvudmannens mindre konkreta mål gör misstag, med felaktig prestation som resultat. Slutligen kan den som ges möjlighet att sätta sina egna mål ha ett incitament att sätta för försiktiga mål i syfte att minska risken för att visa upp ett dåligt resultat. Detta kan innebära att buffertkapitalet på sikt blir mindre än vad det skulle kunna vara.

4.3.2 Sverige i dag

I lagtexten (4 kap. 1 §) hittar man i dag följande mål för placeringsverksamheten inom Första- Fjärde AP-fonderna:

- Första–Fjärde AP-fonderna ska förvalta fondmedlen så att de blir till störst möjliga nytta för försäkringen för inkomstgrundad pension.
- Den totala risknivån i fondernas placeringar ska vara låg. Fondmedlen ska vid vald risknivå, placeras så att långsiktigt hög avkastning uppnås.
- Fonderna skall i sin placeringsverksamhet ha nödvändig beredskap för att kunna överföra medel till Försäkringskassan enligt 2 kap 2 §.

Som konstaterades ovan är målen otydliga. Vad innebär ”låg total risknivå” och vad menas med ”långsiktigt hög avkastning”? Det överlämnas till fondstyrelserna att tolka detta och att utforma mål som kan användas för att styra verksamheten.

I förarbetena (prop. 1999/2000:46) ges dock viss vägledning till hur lagtexten bör tolkas. Följande punkter sammanfattar de förtydliganden som återfinns där.

1. Risk och avkastning ska uttolkas i termer av utgående pensioner.
2. Näringspolitiska eller andra ekonomisk-politiska uppgifter ska inte finnas.
3. Hänsyn till miljö och etik ska tas i placeringsverksamheten utan att avkall görs på det övergripande målet om hög avkastning.

4. Buffertfonderna ska bidra till så goda pensionsvillkor som möjligt för de försäkrade.
5. Stor vikt bör läggas vid att undvika att den automatiska balanseringen aktiveras, men målet är inte riskminimering utan pensionernas utveckling bör stå i fokus.
6. Neutralitet mellan generationer bör eftersträvas.

I synnerhet de tre sista punkterna borde kunna ge viss vägledning när det gäller riskstagandet. Svårigheten att samtidigt ta hänsyn till dessa punkter har dock lyfts fram av Flam (2007). För att buffertfonderna ska bidra med så goda pensionsvillkor som möjligt (punkt 4) i framtiden, bör risknivån i fonderna vara hög, vilket förmodligen innebär en stor andel aktier. Detta gäller särskilt om man tänker sig en oändlig framtid. Punkt 5 implicerar dock en betydligt försiktigare ansats med avsevärt kortare sikt. Den sista punkten säger att ingen särskild generation får gynnas, vilket innebär att fondstyrelserna lämnas att själva göra en bedömning av hur man ska prioritera långsiktig avkastning mot begränsning av balanseringsrisken. Målet är således inte bara otydligt, utan det överläts också till fonderna att prioritera mellan olika, delvis motstridiga, aspekter.

Det förefaller ganska sannolikt att man i praktiken, med en sådan vag formulering, lätt kommer att bli benägen att betona reduceringen av balanseringsrisken. För en styrelse kan det vara bekvämt att slippa utsättas för kritik för att balanseringen aktiverats. Tacksamheten från kommande generationer av pensionärer som skulle kunna få glädje av en högre avkastning till följd av ett högre risktagande är svårare att känna av i dag. Regeringen måste ha insett detta, eftersom man särskilt betonade att riskminimering inte är målet utan att pensionernas utveckling bör stå i fokus.

Hur har då fondstyrelserna hanterat målformuleringarna givet rådande regelverk? Nedan visas en sammanställning baserad på uppgifter ur AP-fondernas årsredovisningar för 2008.

Tabell 4.1 Första-Fjärde AP-fondernas målformuleringar

AP-fond	Övergripande mål, fondens egna formuleringar ⁶⁰	Avkastningsmål
Första AP-fonden	Målet för fonden är att förvalta kapitalet så att det bidrar till att minimera risken för automatisk balansering.	Totalavkastning efter kostnader som uppgår till 5,5 procent per år över rullande femårs perioder.
Andra AP-fonden	Främsta målet är att över tiden minimera konsekvenserna av den automatiska balanseringen.	På lång sikt en årlig real avkastning på 5,0 procent.
Tredje AP-fonden	1. Bibehållen fondstyrka. 2. Bra utveckling på balanstalet (pensionssystemets tillgångar i förhållande till dess skulder). 3. Risken för stora pensionsbortfall som orsakas av den automatiska balanseringen ska begränsas	Långsiktigt skapa en real avkastning om minst 4 procent per år.
Fjärde AP-fonden	Målet är att finna den portfölj av tillgångar som ger Sveriges nuvarande och framtida pensionärer så höga pensioner som möjligt. Samtidigt ska risken vara låg så att pensionerna på lång sikt inte förlorar i köpkraft.	Real avkastning på i genomsnitt 4,5 procent per år över en femårsperiod.

Första och Andra AP-fonden har formulerat likartade övergripande mål, men i övrigt varierar såväl de övergripande målformuleringarna som preciseringarna av dem. Det kan förefalla underligt att ett så ospecifikt uppdrag delats ut och att fondernas övergripande målformulering blivit så olika. Vid intervjuer som gjordes av styrelseledamöter och kanslipersonal i samband med den här studien framkom dock ingen frustration över att målen var för otydliga. Ur ett styrningsperspektiv förefaller det dock mindre lyckat att fyra olika kapitalförvaltningsorganisationer gör var sina försök att tolka det som uttryckts vagt i lagen. Med nuvarande ordning finns risk för mindre lämpliga uppdragstolkningar, och det blir mycket svårt att utvärdera hur väl fondstyrelserna utför sina uppdrag. Dessutom blir det mindre meningsfullt att jämföra de olika fondernas avkastningsresultat när de har satt sina egna, sinsemellan olika mål. Om både Andra och Tredje AP-fonden

⁶⁰ Endast de mest väsentliga formuleringarna har tagits med i tabellen. I vissa fall kan en mer utförlig beskrivning av målen finnas i årsredovisningen.

under en 10-årsperiod har skapat en real genomsnittlig avkastning på 4,5 procent; ska då Andra AP-fonden få kritik och Tredje AP-fonden beröm? Det är i så fall rimligt att förvänta sig alltmer försiktigt uppsatta mål i framtiden.

4.3.3 Förslag till förbättrad ordning

Förvaltningsmålen behöver preciseras närmare så att det kan säkerställas att risktagandet inom förvaltningen blir sådant att det gagnar pensionssystemet bäst. Styrelsen skulle i så fall kunna koncentrera sig på förvaltningen, deras verksamhet skulle kunna utvärderas, och styrelserna ställas till svars om så skulle behövas.

Det är naturligt att ett nytt Buffertfondsfullmäktige får i uppgift att formulera målen korrekt och effektivt. Buffertfondsfullmäktiges kansli kan i detta arbete behöva stärka sin kompetens med externa konsulter (vilket även fonderna i dag brukar göra i arbetet med den s.k. ALM-analysen) och eventuellt genom kompetens och data från Pensionsmyndigheten och förvaltningsorganisationen.

Det kan noteras att det kan vara svårare att formulera målet för buffertkapitalsförvaltningen än för förvaltningen inom ett livbolag eller en pensionsfond där man har tydligare åtaganden. Ett livbolag kan exempelvis dela in sin portfölj i två delar, en med tillgångar vars värde motsvarar värdet på åtagandena och som sedan placeras så att åtagandena mer eller mindre exakt kan uppfyllas. Denna portfölj blir därmed nära riskfri (även om tillgångsportföljen sett isolerat kan förefalla högst volatil på kort sikt). Resterande, fria, tillgångar kan sedan ges en målavkastning baserat på den risk man är villig att ta. För buffertkapitalet är det inte lika uppenbart att motsvarande uppdelning kan göras, dvs. eventuella fria tillgångar är inte väldefinierade. Vilka skulder som en buffertfond ska eller bör jämföras med är inte klart. Det kan ändå vara lämpligt att mot bakgrund av skuldsidan försöka formulera målet som ett absolut avkastningsmål under en tidsperiod, kombinerat med ett riskutrymme som kan specificeras som en maximalt tillåten förlust. Detta skulle betona förvaltningens kapitalbevarande uppgift. Storleken på den eftersträvade avkastningen bör alltså bestämmas mot bakgrund av olika scenarier för utvecklingen av balanstalet, och utifrån hur man vill utnyttja tillgängligt riskutrymme i fonden.

Det blir sedan fondstyrelsens uppgift att sätta samman en portfölj med lämpligt risktagande för att uppnå detta mål.

Ett sådant kvantitativt mål är tydligt och uppföljningsbart. Det är dock viktigt att det klart framgår över vilken period målet gäller och att Buffertfondsfullmäktige också håller sig till detta i sina utvärderingar. Det bör undvikas att fonden fokuserar på årsavkastningar och avstår från att ta risker av rädsla att underträffa målet på kort sikt.

4.4 Styrelsen

4.4.1 Styrelsens uppgifter

Uppgifter för styrelser i statliga pensionsfonder

Utifrån det mål som är givet från huvudmannen via huvudagenten (riksdagen) med eventuellt angivna restriktioner, ska styrelsen se till att bästa resultat kan uppnås. För en statlig pensionsfond innebär det att en portfölj av olika tillgångar ska sättas samman som ger förutsättningar för det. Tillgångarna ska sedan förvaltas på det sätt som styrelsen anser vara mest ändamålsenligt. Styrelsens viktigaste strategiska fråga avser just risktagandet och eventuella förändringar av det. Den näst viktigaste strategiska frågan är vilken förvaltningsmodell som ska väljas: ska förvaltningen av olika tillgångar ske internt eller externt, ska man välja en aktiv förvaltningsstrategi eller är det mer ekonomiskt att passivt följa index (se mer under avsnittet 5.5 om förvaltningsmodell)? Styrelsen ska också utse VD, 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 normalt beslut om ersättningen till ledningen och om den ersättningsmodell som används i organisationen i övrigt.

Att ovanstående är uppgifter för en statlig pensionsfundsstyrelse bör vara ganska självklart, och uppgifterna anges normalt inte i detalj i lagstiftningen.

En styrelse för en statlig pensionsfond bör också beakta att man fyller en viktig samhällsfunktion och bör agera så att man bidrar till att skapa förtroende för pensionssystemet och förvaltningen av buffertkapitalet. Genom god kommunikation med allmänheten/-

huvudmännen om uppdraget kan bättre förutsättningar skapas för att uppfylla målen för förvaltningen.

Intressant ur den aspekten är en detalj i lagstiftningen rörande den kanadensiska statliga pensionsfonden CPPIB. Styrelsen ska se till att publika möten hålls vartannat år i nio olika provinser i Kanada. Styrelseordförande och VD presenterar årsredovisningen och svarar på allmänhetens frågor om policyer, verksamhet och framtidsplaner.

AP-fondstyrelsernas uppgifter

Det kan noteras att AP-fonderna i dag är myndighetsstyrelser med fullt ansvar och att styrelserna är ansvariga för att tillsätta myndighetens operative chef (vd). Detta är givetvis en god ordning ur ett styrningsperspektiv. Lagen om AP-fonder preciserar vidare att styrelsen ansvarar för fondens förvaltning, organisation och verksamheten i övrigt, och att styrelsen ska fastställa placeringspolicy, ägarpolicy och riskhanteringsplan. Fondens vd ska ha hand om den löpande förvaltningen, enligt styrelsens riktlinjer och anvisningar. Styrelseledamöterna sitter på personliga mandat, ska utses på grundval av sin personliga kompetens att främja fondförvaltningen och ska uteslutande företräda myndigheten. Det kan konstateras att styrelsens roll är snarlik en börsbolagsstyrelses, och styrelseledamöterna ansvarar gemensamt för besluten.

I styrelsens uppgifter bör också ligga att fastställa den ersättningsmodell som ska gälla i organisationen. Detta följer naturligt av att styrelsen ansvarar för fondens förvaltning, organisation och verksamhet i övrigt. Regeringen har dock utformat begränsande regler i riktlinjer för anställningsvillkor för ledande befattningshavare i AP-fonderna, som även innebär en generell begränsning av möjligheten till rörlig lön för samtlig personal. Jordahl (2008) konstaterar i sin rapport till Näringsdepartementet om privatiseringar av statliga företag att en anledning till att bolag utvecklas bättre sedan de privatiserats är att incitamentssystemen ofta är sämre i statlig verksamhet än i privat. Enligt lagen ska styrelsen också fastställa en ägarpolicy, och som tidigare nämnts preciserar förarbetena (prop. 1999/2000:46 s. 99) att "Fondernas ägaransvar ska utövas självständigt av deras styrelser och enligt föreslagna lagregler ske fritt från styrning av regeringen eller enskilda statsråd". Trots detta anger regeringen i AP-

fondernas ersättningsriktlinjer att i företag där AP-fonderna direkt eller genom ett företag är delägare, bör AP-fonderna verka för att ersättningsriktlinjerna tillämpas så långt som möjligt.

Även om det uppges att sådana ingripanden görs i det goda syftet att stärka förtroendet för AP-fonderna, och därigenom förtroendet för pensionssystemet, finns risk att resultatet blir det omvända. Osäkerhet om mål och handlingsutrymme uppstår i styrelse- och förvaltningsorganisationer vilket komplicerar arbetet och kan medföra svårigheter att attrahera den kompetens som behövs. Dessutom uppstår, vilket konstaterades i avsnitten 3.2.1 och 4.2.2, en oro i samhället kring folkvaldas maktutövande via det stora kapital som förvaltas för pensionssystemet. Detta behandlas vidare i avsnitt 4.5 Mer om armlängds avstånd.

Liksom det är viktigt med en tydlig rågång mellan politiker och styrelse, är det ur styrningsperspektiv viktigt med en tydlig uppdelning av uppgifter mellan styrelse och vd/kansli. En viktig uppgift för styrelsen är att tydligt klargöra, i den mån det finns tveksamheter, i vilka frågor styrelsen ska besluta och vilka frågor som ska beslutas av vd. I regeringens policy för styrning och utvärdering av AP-fonderna betonas detta. För en kapitalförvaltningsorganisation är det särskilt viktigt att det tydliggörs vem som har ansvaret för vilka beslut när det gäller risktagande och positioner. Det är troligtvis svårt att precisera detta mer i regelverket än vad som redan är gjort. Det blir styrelsens uppgift att se till att styrningen ur detta avseende blir ändamålsenlig.

Sammanfattningsvis finns således inga väsentliga behov att ändra preciseringen av styrelsens uppgifter i den nuvarande lagstiftningen. Att göra skrivningar om styrelsernas oberoende ännu tydligare kan vara lämpligt, men löser troligen inte eventuella problem med risken för skadlig politisk inblandning, eftersom skrivningarna om styrelsernas oberoende är klara och tydliga redan i dag. Detta måste i stället hanteras på annat sätt, och förhoppningsvis kan en modell med ett Buffertfondsfullmäktige bidra till att skapa ett tydligt armlängds avstånd.

Det som möjligen saknas i det nuvarande regelverket är ett tydliggörande av styrelsens uppgift att bidra till att förtroende skapas för pensionssystemet och buffertkapitalets förvaltning. En regel liknande den kanadensiska som nämndes ovan, med krav på publika möten, skulle kunna vara ett enkelt sätt att säkerställa en god kommunikation med allmänheten. Detta är dock något som en styrelse i och för sig själv borde kunna ta initiativ till, under

förutsättning att den uppfattar att den har uppdraget att bidra till att skapa förtroende för pensionssystemet. Att förvaltningen av allt buffertkapital samlas i en fond, med en styrelse, kan också förväntas leda till att styrelsen, med ordföranden i spetsen, och vd, känner ett mer tydligt ansvar för att skapa förtroende för sin verksamhet.

4.4.2 Styrelsens storlek

Om antalet ledamöter i pensionsfonders styrelser

Hur effektiv en styrelse är beror bl.a. på dess storlek. Allmänt kan sägas att en mindre styrelse tenderar att blir mer effektiv i beslutsfattandet, men att en större styrelse kan vara motiverad exempelvis om verksamheten är disparat, så att olika slag av kompetenser behövs. Det brukar normalt anses att styrelser bör ha mellan 5 och 9 ledamöter. I dag har svenska börsbolags styrelser i snitt 6,3 ledamöter (Fristedt och Sundqvist, 2009).

Statliga pensionsfonder har ett väldefinierat och relativt smalt uppdrag. Verksamheten i fonden består normalt enbart av kapitalförvaltning. Jämfört med privata pensionsfonder saknas områden som rör pensionsadministration och -utbetalning, försäljning och marknadsföring samt produkt- och affärsutveckling. Detta innebär att statliga pensionsfonder bör kunna ha en relativt liten styrelse. Samtidigt finns det skäl att berika en statlig pensionsfonds styrelse med lite bredare samhällskompetens. Detta kan bidra till att skapa förtroende för styrelsens arbete bland nuvarande och blivande pensionärer, både avseende pensionssystemet i stort och avseende förvaltningen. Finns inte förtroende finns inte heller förutsättningar att fullgöra uppdraget.

I verkligheten varierar antalet styrelseledamöter mycket mellan statliga pensionsfonder i olika länder. I Nya Zeeland och Irland är antalet sju, i Kanada elva och i Frankrike så högt som tjugo. Liksom bland bolagsstyrelser och andra styrelser har trenden under senare år varit att reducera antalet ledamöter.

Det kan noteras att det är relativt vanligt i pensionsfonder, livbolag och andra kapitalförvaltningsorganisationer att det i styrelsen finns ett särskilt utskott som bereder frågor som rör portföljsammansättning och investeringar. Detta förekommer dock framför allt i organisationer där man har stora styrelser och där

endast vissa styrelseledamöter innehar sådan kompetens som är relevant för beslut avseende kapitalförvaltningen. Även om sådana utskott finns ansvarar dock styrelsen gemensamt för besluten.

Nuvarande ordning

I Första-Fjärde, och Sjunde, AP-fondernas styrelser finns i dag nio ledamöter. Sjätte AP-fondens styrelse har däremot endast fem ledamöter. Lagen innehåller inga skrivningar om placeringsutskott och styrelserna har inte heller upprättat sådana inom sig.

Förslag till förändring

Mot bakgrund av det snäva verksamhetsområdet bör antalet ledamöter kunna vara mindre än dagens nio, men för att ge utrymme åt bredd i kompetens, vilket diskuteras i nästa avsnitt, fler än fem. Ett lämpligt antal kan vara sju.

Detta förutsätter dock ökade krav på relevant kompetens och att nuvarande ordning med fyra ledamöter som utses efter förslag från arbetsmarknadens parter ändras (se vidare i avsnitt 4.4.4).

Med ett så litet antal ledamöter, med relevant kompetens och bakgrund avseende kapitalförvaltning som är styrelsens huvuduppgift, kommer styrelsens inte heller i framtiden att behöva något placeringsutskott. Hela styrelsen ska delta i beredningen av risk- och placeringsfrågor för att därigenom tillföra sin kompetens.

4.4.3 Kompetens

Kompetensbehov

En nödvändig förutsättning för effektiv styrning och förvaltning av pensionsfonden är att styrelsen är väl sammansatt av sådan expertis som behövs för att uppdraget ska kunna utföras på bästa sätt. Yermo (2008) konstaterar att en välfungerande styrelse med gedigen erfarenhet och kompetens inom kapitalförvaltning är den främsta och viktigaste bestämningsfaktorn för statliga pensionsfonders resultat. Att styrelsen också ska bidra till att skapa förtroende för pensionssystemet och buffertkapitalets förvaltning ställer ytterligare krav på ledamöternas bakgrund och kompetens.

Wassum (Skr. 2007/08:130, bil. 5) konstaterar att i en organisation där tjänstemännen har små incitament att fatta riskfyllda beslut är det viktigt att styrelsen har kompetens att göra detta. Annars hamnar man lätt i en situation där nödvändiga beslut inte fattas alls.

Inom OECD verkar de exakta kraven på kompetens variera en del mellan länderna, men de flesta ställer upp någon form av kompetenskrav i regelverken. Vilken typ av kompetens det handlar om anges dock sällan. De mest specificerade kraven återfinns i Nya Zeeland där samtliga styrelseledamöter måste ha erfarenhet, utbildning och expertis inom kapitalförvaltning.

Att precisera den nödvändiga kompetensen exakt i regelverket skulle vara olämpligt och leda till inflexibilitet. Kompetensbehoven kan variera något över tid, och bör vid rekryteringen av nya ledamöter analyseras av den eller de som hanterar styrelserekryteringen (som naturligtvis i sin tur bör ha nödvändig kompetens för att kunna bedöma detta). De mest väsentliga kompetenser som bör finnas i en AP-fondstyrelse kan dock antas vara

- kunnande, erfarenhet och förståelse för risker (riskstyrd investering) och dynamisk riskhantering samt
- yrkesmässig erfarenhet av att organisera och styra kapitalförvaltning, gärna i institutioner, i ledande position.

Dessutom kan det vara bra om det i styrelsen finns personer med

- kunnande inom makroekonomi, konjunkturbedömning och frågor kring samhällsutveckling,
- fördjupat kunnande om investering inom något/några tillgångsslag som det är relevant för en pensionsfond att investera i och som har hög grad av komplexitet (räntor, valutor, infrastruktur, onoterade aktier, fastigheter, etc.),
- akademisk forskarbakgrund, exempelvis inom finansiell ekonomi,
- erfarenhet från ledande befattning inom näringslivet,
- god förtroendeskapande förmåga i samhället, exempelvis genom koppling till arbetstagarorganisation,
- erfarenhet av kommunikation och av att hantera massmedier samt
- förståelse för, och vilja att driva, frågor kring etik och hållbarhet inom kapitalförvaltning i enlighet med uppdraget.

Även om styrelsen bör bestå av bred och blandad kompetens, t.ex. enligt ovanstående lista, bör den domineras av personer med professionell kapitalförvaltningsbakgrund. Styrelsen måste ha så god kompetens att den kan styra förvaltningsorganisationen. Annars är det risk för att en omvänd situation uppstår, så att förvaltningsorganisationen presenterar styrelsen förslag till beslut som styrelsen inte kan eller vågar ifrågasätta. Då finns det risk för att organisationen växer av egen, inte styrelsens, vilja, eller att den ägnar sig åt förvaltningsområden som kanske gynnar tjänstemännens karriärer i stället för fondens avkastning. Samtidigt är det viktigt att styrelsen är så erfaren och senior att den förstår att inte blanda sig i de operativa frågor som ska hanteras av förvaltningsorganisationen.

Förmåga att bygga allmänhetens förtroende kring fondens förvaltning och kring pensionssystemet i övrigt har tidigare nämnts som viktiga egenskaper i en statlig pensionsfondsstyrelse. Detta kräver skicklighet och vana när det gäller kommunikation och en god pedagogisk förmåga. Styrelseordföranden bör kunna axla en roll som talesperson och som sådan arbeta långsiktigt med att skapa förståelse och förtroende för fondens verksamhet.

Integritet hos styrelseledamöter behövs i alla styrelser, men kan vara särskilt viktigt i en statlig pensionsfond (se mer under avsnittet 3.2.1 och 4.2.2). Det är självfallet också viktigt med integritet i förhållande till den förvaltningsorganisation som ska styras, för att styrelsen ska kunna utöva sina uppgifter på ett effektivt sätt.

Nuvarande ordning

Enligt lagen om AP-fonder ska ledamöterna i Första-Fjärde AP-fondernas styrelser utses på grundval av sin kompetens. Fyra av ledamöterna i varje styrelse utses efter förslag från arbetsmarknadens parter. Kompetenskravet gäller även för dessa. För Sjätte AP-fonden ställs inga uttryckliga krav på kompetens i lagen, och arbetsmarknadens parter har inte rätt att nominera ledamöter. Det senare gäller även Sjunde AP-fondens styrelse. Enligt regeringsformen 11 kap. 9 § får endast den som är svensk medborgare ha uppdrag som ledamot av myndighet under riksdag eller regering.

I förarbetena preciseras att ledamöterna ska utses på grundval av sin personliga kompetens att främja förvaltningen. Mot bakgrund av att placeringsreglerna blev mer fria än tidigare, konstaterades att styrelserna skulle få ansvar för frågor som ställer stora krav på styrelsens kompetens, särskilt i fråga om samhällsekonomi och kapitalförvaltning.

Syftet med föreliggande rapport är inte att utvärdera befintliga styrelser eller att inventera deras kompetens. En snabb genomgång av styrelsesammansättningen i Första-Fjärde AP-fonderna visar dock att det endast är en mindre andel av styrelseledamöterna, totalt sett, som har relevant professionell erfarenhet av kapitalförvaltning. I stället domineras styrelserna av blandad senior kompetens från såväl näringsliv som fackföreningsrörelse. Troligen kloka och dugliga ledamöter, men alltför få förefaller ha den bakgrund som rimligen behövs i en AP-fondsstyrelse. En konsekvens av detta förefaller ha blivit att samtliga fonder har haft problem att hitta en lämplig förvaltningsmodell (avsnitt 2.3). Detta har bl.a. inneburit att man under lång tid, utan framgång och till mycket stor kostnad för pensionssystemet, försökt att skapa meravkastning genom aktiv förvaltning.

Förslag till ny ordning

Styrelseledamöter bör sökas utifrån väl utarbetade kravprofiler, med mål att sätta samman en styrelse med kompetenser som troligen ungefär motsvarar beskrivningen ovan. Detta kräver i sig inga förändringar i nuvarande regelverk.

Däremot kan processen underlättas genom att

- rekryteringsarbetet leds av nomineringskommitté (antingen Buffertfondsfullmäktige självt, eller en av fullmäktige särskilt utsedd nomineringskommitté) med tillräckliga resurser och med krav på transparent process och motiverade beslut (se vidare i nästa avsnitt) samt att
- styrelsearvodena marknadsanpassas (avsnitt 4.4.6).

På grund av potentiella intressekonflikter kan det vara så att kapitalförvaltningskunniga personer som i dag är professionellt verksamma i Sverige inte är tänkbara som ledamöter i en AP-fondstyrelse. Därför, men kanske framför allt för att få ett bredare urval av kompetenta kandidater att söka ibland, skulle det vara värdefullt om någon (en eller två) av ledamöterna kunde vara

utländska medborgare. Kanske kan det vara möjligt att ändra den regel i regeringsformen (11 kap. 9 §) som förhindrar detta? Den förefaller vare sig ändamåls- eller tidsenlig. Utan en sådan regel skulle det vara möjligt att till styrelsen rekrytera kompetens med erfarenhet från stora utländska pensionsfonder. Därtill kan det förstås vara klokt att söka kandidater till styrelsen bland de många svenska medborgare som är bosatta utomlands men verksamma inom kapitalförvaltning eller på annat sätt inom finansiell verksamhet.

En fördel, som tidigare inte berörts, med att lägga samman förvaltningen av buffertkapitalet i en enda fond, är också att det bör vara lättare att hitta ett mindre antal styrelseledamöter med relevant och tillräcklig kompetens. I stället för 36 ledamöter skulle enbart 7 behövas.

Det är viktigt att det framgår tydligare än i dag, exempelvis i buffertfondens årsredovisning, vilken relevant kompetens eller erfarenhet de enskilda ledamöterna tillför styrelsen. Detta för att skapa förtroende för styrelsen och fondförvaltningen, och för att ställa ytterligare krav på rekryteringsprocessen.

Lagtexten borde även kunna kompletteras med ett krav motsvarande det i avsnitt 4.1 i Svensk kod för bolagsstyrning: ”Styrelsen ska ha en med hänsyn till bolagets verksamhet, utvecklingsskede och förhållanden i övrigt ändamålsenlig sammansättning, präglad av mångsidighet och bredd avseende ledamöternas kompetens, erfarenhet och bakgrund. En jämn könsfördelning ska eftersträvas”.

För att minska styrelsernas beroende av ledningen bör det finnas ekonomiska resurser för styrelsen att anlita extern kompetens för rådgivning eller utlåtanden. Det kan också vara relevant att koppla resurser i form av ett s.k. *advisory board* eller liknande (med utländsk kompetens och/eller forskare inom relevanta områden) till styrelsen. Tillförsel av kompetens via ett sådant *advisory board* kan stärka styrelsen, även i förhållande till kansliet, utan att styrelseledamöterna behöver bli fler. Sammansättningen kan förändras över tiden, efter styrelsens behov.

4.4.4 Nominering

Att nominera ledamöter

Eftersom tillräckligt kunnande för att rekrytera en riktigt kompetent och effektiv styrelse för en pensionsfond inte alltid finns hos huvudmannen (eller huvudagenten) har man i några länder, exempelvis i Kanada och Nya Zeeland, valt att arbeta med en nomineringskommitté för att ta fram förslag till styrelse. En nomineringskommitté kan också vara ett verktyg för att skapa mer av armlängds avstånd till politikerna. En annan fördel är att rekryteringsarbetet normalt utförs på ett mer gediget sätt om det sköts av en speciellt utsedd nomineringskommitté. Bl.a. därför innehåller Svensk kod för bolagsstyrning också regler om nomineringskommittéer (valberedningar) i börsbolagen, och bland dessa förefaller också uppfattningen vara att styrelse-rekryteringarna har förbättrats sedan kodens regler infördes (Björkmo, 2008). Ur ett internationellt styrningsperspektiv utmärker sig den svenska modellen med valberedningar inom börsbolagen, eftersom man skapat en tydlig rollfördelning mellan ägare och styrelse. En annan fördel är att valberedningarna måste beskriva processen och motivera sina val, vilket medför att det blir det svårt att presentera kandidater som inte matchar relevanta kravprofiler. Därigenom minskar risken för att man söker för snävt i en krets av kända personer. Samma behov finns naturligtvis när en statlig pensionsfonds styrelse ska utses. En sådan styrelse får inte bli en reträttplats för före detta politiker, höga tjänstemän, eller andra som man på något sätt vill premiera, vilken kan vara en risk om styrelseledamöterna utses direkt av en minister eller en regering utan beredning av en nomineringskommitté.

En förutsättning för att nomineringskommittéer ska medföra en bättre styrelse är förstås att också nomineringskommittén bemannas med personer med rätt kompetens för sitt uppdrag. I Nya Zeeland ställs krav på att åtminstone fyra medlemmar av nomineringskommittén ska ha yrkesmässig erfarenhet av kapitalförvaltning. I Kanada består nomineringskommittén av representanter som utses inom förbundsstaten och provinserna. Inga krav finns uppställda på kompetens eller erfarenheter hos kommittéledamöterna.

Hur utses styrelseledamöterna i dag?

I enlighet med lagen om AP-fonder utses AP-fondernas ledamöter i dag av regeringen. Till Första-Fjärde AP-fondernas styrelser ska fyra av nio ledamöter per styrelse utses efter förslag från arbetsmarknadens parter (två av organisationer som företräder arbetstagarintressen och två av organisationer som företräder arbetsgivarintressen)⁶¹.

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. Det är svårt att i en sådan position få inblick i hur enskilda styrelser och styrelseledamöter faktiskt fungerar, och vilka eventuella förändringsbehov och behov av kompetenstillskott som finns. Rekryteringen sker därför efter viss dialog med styrelseordföranden i respektive styrelse, och tjänstemannen/männen brukar också få en dragning⁶² av utfallet av respektive styrelses egen utvärdering. Det sker inga möten eller intervjuer med enskilda styrelseledamöter.

Efter att ha fastslagit rekryteringsbehovet (styrelseledamöter kan ha begärt att få bli entledigade, eller man kan önska att byta ut någon ledamot) initieras en sökprocess, då tjänstemannen på Finansdepartementet genom att höra sig för via kontakter försöker hitta lämpliga kandidater. Den enhet på Näringsdepartementet som är ansvarig för rekrytering av styrelser till ett femtiotal statliga bolag har ibland varit behjälplig i denna del av processen. Extern rekryteringskompetens anlitas normalt inte⁶³, något som det är relativt vanligt att börsbolagens valberedningar gör. Anledningen förefaller vara att det inom departementet inte finns en budget för sådana kostnader.

En lista av möjliga kandidater föredras så småningom för ministern. De som godkänns av ministern ska sedan också godkännas av regeringens samordningskansli inom statsrådsberedningen innan det kan bli aktuellt med ett regeringsbeslut. För att gardera mot denna bortsortering tas ett flertal tänkbara

⁶¹ Detta berördes också i avsnitt 4.4.2 om styrelsens storlek.

⁶² På grund av offentlighetsprincipen brukar man i Regeringskansliet inte begära att få ta emot styrelseutvärderingar i skriftlig form utan man nöjer sig med en dragning av styrelseordföranden, vilket kan vara ett problem.

⁶³ År 2000, till följd av de större förändringar som behövde göras i styrelserna i samband med reformen, anlitas en rekryteringskonsult.

kandidater fram av tjänstemännen. Även om det är tjänstemän inom Regeringskansliet som bereder listan av kandidater kan det politiska inflytandet bli stort.

Att fyra ledamöter ska utses efter förslag från olika arbetsmarknadsorganisationer kan komplicera processen. Kravet på kompetens gäller visserligen också dessa, men det kan vara en extra utmaning att sätta samman en styrelse där fyra av nio ledamöter är ”externt givna”. En styrelse ska ju fungera som en enhet och de är viktigt att såväl ingående kompetenser som personligheter tillsammans ger en bra dynamik.

Enligt Förordningen (SFS 2000:209) om ledamöterna i styrelserna för Första-Fjärde AP-fonderna ska förslag lämnas av olika organisationer enligt följande:

Tabell 4.2 Antal styrelseledamöter som får nomineras av olika organisationer

Organisationer	Antal ledamöter
Landsorganisationen i Sverige	4
Tjänstmännens Centralorganisation	3
Sveriges Akademikers Centralorganisation	1
Svenskt näringsliv	4
Organisationer som företräder arbetsgivare som inte är anslutna till Svenskt Näringsliv enligt vad regeringen särskilt beslutar	1
Sveriges Kommuner och Landsting	3

Enligt propositionen är skälen för denna ordning att pensionsavgifterna och pensionsutbetalningarna till stor del kan ses som lönekostnader respektive uppskjuten ersättning för arbete, och att arbetsmarknadens parter därför måste ha ett starkt intresse i fondens förvaltning, och att AP-fondens organisation historiskt utformats så att den haft en stark anknytning till arbetsmarknaden.

Man kan notera att de flesta av organisationerna i allmänhet har föreslagit seniora företrädare från den egna organisationen. Däremot har Svenskt Näringsliv, åtminstone under senare år, valt att föreslå finanschefer eller liknande från några av medlemsföretagen. Nu senast, under våren 2009, har Svenskt Näringsliv också valt att avstå från sin möjlighet att nominera en styrelseledamot till en av fonderna som protest mot regeringens

direktiv till AP-fonderna att tillämpa regeringens riktlinjer om ersättning i statliga bolag även i fondernas portföljbolag.

Bland styrelseledamöter och kanslipersonal förefaller finnas en blandad syn på nyttan av att ha ledamöter utsedda av arbetsmarknadsorganisationer i styrelserna. Somliga anser att det finns ett värde i att ha personer med en bred förankring i samhället i styrelsen, medan andra pekar på att kapitalförvaltningskunnandet generellt är alltför lågt i styrelserna, bl.a. som en följd av att så stor del av styrelsen utses på detta sätt.

Förslag till ny ordning

Nomineringsförfarandet måste vara utformat på ett sätt som säkerställer att en styrelse med rätt kompetens utses och att det inte finns utrymme för skadligt politisk inflytande i processen.

Det Buffertfondsfullmäktige som föreslås bildas som en myndighet under riksdagen, kan fungera som en nomineringskommitté eller utse en särskild sådan, men kommer också att fatta besluten om styrelsesammansättningen. Ordningen att arbetstagar- och arbetsgivarorganisationer lämnar förslag till styrelseledamöter bör tas bort.

Det är viktigt att nomineringskommittén består av personer med relevant bakgrund och kompetens för uppgiften att rekrytera fondstyrelser. Det behövs såväl yrkesmässig erfarenhet från kapitalförvaltning som erfarenhet av styrelsearbete och rekrytering. Liksom börsbolagens valberedningar bör man arbeta enligt en strukturerad process, som inbegriper såväl att skaffa kunskap om hur nuvarande styrelse fungerar som att förstå styrelsens kommande utmaningar. Kunskapen inhämtas genom:

- Styrelsens egen årliga utvärdering
- Buffertfondsfullmäktiges utvärdering av styrelsen (ev. med hjälp av extern konsult)
- Dialog med styrelseordföranden
- Intervjuer med styrelseledamöterna
- Extern utvärdering av fondens resultat

Rekryteringsbehov ska utifrån detta fastställas och kravprofiler utformas. För sökprocessen kan en rekryteringskonsult behöva anlitas.

Det är viktigt att Buffertfondsfullmäktige har en budget till sitt förfogande för att kunna anlita extern expertis, för att ersätta omkostnader för kandidater från utlandet, etc.

Transparens bör råda så att processen blir tydlig och motiv till varför kandidater utsetts anges. Det bör tydligt framgå vilka kvalifikationer som gjort att en enskild ledamot rekryterats till styrelsen.

Även i betänkandet från Kommitténs om AP-fondernas etik och miljöansvar (SOU 2008:107) föreslogs att styrelserna till AP-fonder bör rekryteras med hjälp av en nomineringskommitté. En viktig skillnad är dock att i betänkandet skulle nomineringskommittén tillsättas av regeringen och eventuellt utgöras av en enhet i Regeringskansliet. En sådan ordning är självklart också bättre än den nu rådande, men ger inte armlängds avstånd till sittande regering. Om ett Buffertfondsfullmäktige inte skulle inrättas, är dock en sådan nomineringskommitté inom Regeringskansliet ett bra "andrahandsalternativ". Nomineringskommittén skulle kunna arbeta såsom beskrivits ovan. Ett flertal av ledamöterna i nomineringskommittén borde sökas utanför Regeringskansliet, och ersättas med lämpligt arvode. De rekryteringsprocesser som sker inom Regeringskansliet, även till andra myndigheter och till statliga bolag, kan också förbättras om ansvaret och resurserna samlas inom *en* särskild rekryteringsenhet. Därigenom kan rekryteringsprocessen utvecklas, göras mer enhetlig och en samordning kan lättare åstadkommas inom Regeringskansliet. Kompetensen skulle därtill byggas upp. En sådan enhet skulle kunna fungera som en intern rekryteringskonsult och skulle "anlitas" av fackdepartementen för rekryteringsarbetet. Resultatet skulle bli ökad professionalism och bättre samordning av arbetet.

Regeln om att ledamöter ska utses efter förslag från arbetsmarknadens parter föreslås tas bort. Det finns inte skäl för att personer just från dessa organisationer ska representera huvudmännen i styrelsens arbete med att utföra sitt uppdrag. Det statliga pensionssystemet ligger fast i lag efter en parlamentarisk överenskommelse, och det berör en bred allmänhet. Den nya myndigheten Buffertfondsfullmäktige får dessutom i uppgift att särskilt bevaka huvudmännens intresse och skapa förtroende avseende pensionskapitalets förvaltning. Den styrelse bör rekryteras som har bäst kompetens att sköta uppdraget att förvalta buffertkapitalet till nytta för pensionssystemet. För att stärka

förtroendet för pensionssystemet och buffertkapitalets förvaltning måste man ha möjlighet att fritt söka de lämpligaste kandidaterna till denna styrelse. Buffertfondsfullmäktige ska se till att det i styrelsen finnas god samhällsförståelse och förmåga att kommunicera kring frågor som rör pensionssystemet och förvaltningen med den breda allmänheten.

4.4.5 Mandattid

Mandattider i statliga pensionsfonder

Styrelseledamöter i statliga pensionsfonder utses normalt för en mandatperiod om flera år. I vissa fall är mandatperioden tre år (Kanada), i andra fem (Irland och Nya Zeeland) eller sex (Frankrike). Ledamöterna i pensionsfonderna utses således normalt för en betydligt längre tid än ledamöter i börsbolag, som bara utses för ett år i taget. Enligt aktiebolagslagen ska en styrelseledamot i ett aktiebolag inte utses för längre tid än till slutet av nästa årsstämma och det är naturligt, eftersom ägarbilden i ett aktiebolag kan förändras fortlöpande. Därtill tydliggör en sådan kort mandattid att styrelseledamöterna är utbytbara, vilket borde kunna bidra till ökad prestation.

Det finns flera skäl till att mandattiderna ofta är längre i statliga pensionsfonders styrelser än i aktiebolags. Ett är att pensionsfonderna ska arbeta långsiktigt, och då bör heller inte styrelseledamöterna utvärderas kortsiktigt eller bytas ut innan de kunnat utvärderas. Ett annat är att det inte sker förändringar i ägarbilden. Tvärtom kan det finnas skäl att ha en lång mandattid om man i övrigt har en dålig styrstruktur där exempelvis ett regeringsskifte skulle kunna medföra förändringar.

Nuvarande ordning

Enligt lagen om AP-fonder ska en styrelseledamot längst utses för en period om tre år. I praktiken har dock ledamöterna utsetts för ett år i taget.

Förslag till ny ordning

Mandattidens längd är knappast den mest avgörande frågan när det gäller att skapa förutsättningar för en effektiv förvaltning av buffertkapitalet. Om risken för skadligt politiskt inflytande begränsas genom den ordning i övrigt som föreslås i rapporten, finns av den anledningen egentligen inte skäl att ha långa mandatperioder. Samtidigt gör långsiktigheten i uppdraget att det ändå kan finnas anledning att ha en längre mandattid. Eftersom fondens resultat bör utvärderas över längre perioder, bör det även gälla styrelsens prestation, vilket innebär att en längre mandatperiod än ett år kan vara att föredra. Ur ett styrningsperspektiv finns det dock också nackdelar med en så lång mandatperiod. Om en styrelseledamot exempelvis inte presterar tillräckligt på mötena eller har en kompetensprofil som var lämplig vid inval men inte är det längre, kan det finnas risk att styrelsearbetet försämras om mandatperioden är lång. Särskilt med ett litet antal styrelseledamöter kan detta bli ett problem. Även om det finns möjlighet att entlediga i förtid, kan ett sådant förfarande upplevas väl dramatiskt och därmed inte bli aktuellt. Detta innebär att en det ändå är att föredra att styrelseledamöterna väljs för kortare mandatperioder, lämpligen ettåriga. Samtidigt bör det tydliggöras att avsikten är att ledamöternas uppdrag ska vara långa, och att utvärderingen av fonden har ett långsiktigt perspektiv.

Detta innebär att om buffertfondsförvaltningen läggs under riksdagen och ett Buffertfondsfullmäktige införs, så bör lagen ändras så att mandatperioden blir ett år. I annat fall bör lagen ändras så att det framgår att mandatperioden ska vara tre år.

4.4.6 Avsättande*Hur styrelseledamöter i statliga pensionsfonder får avsättas*

Särskilt om man har en struktur med långa mandattider och om det är sittande regering som utser och väljer styrelseledamöter, är det viktigt att reglera när och hur styrelseledamöter kan entledigas. Detta också för att ytterligare minska risken för att en styrelseledamot utsätts för politiska påtryckningar. Det bör inte vara möjligt att utan skäl entlediga en styrelseledamot.

Det vanliga i statliga pensionsfonders regelverk förefaller vara (Yermo, 2008) att det inte ställs upp några särskilda krav, utan att

en ledamot när som helst kan entledigas utan att någon grund för beslutet anges. Undantag är möjligen Kanada, där regelverket anger att skäl måste finnas, och Irland där en ledamot får entledigas för dåligt beteende eller för att ministern anser det nödvändigt att ledamoten entledigas för att styrelsen ska kunna fungera effektivt.

Nuvarande ordning

I Sverige får regeringen i enlighet med lagen om AP-fonder "entlediga en ledamot i förtid". Enligt lagen behöver inga skäl för entledigandet anges.

Det är oklart (åtminstone utanför Regeringskansliet) i vad mån denna möjlighet har utnyttjats, kanske just eftersom inga skäl behöver anges. Att ledamöterna utses för ett år i taget, och inte tre, innebär möjligen att behovet av att entlediga i förtid inte har varit så stort.

Förslag till ny ordning

Den föreslagna nya ordningen som innebär att Buffertfondsfullmäktige utser styrelsen innebär naturligtvis även att det är Buffertfondsfullmäktige som bör fatta det formella beslutet att entlediga en ledamot i förtid, om det skulle behövas.

I och med att ett Buffertfondsfullmäktige inrättas, och mandattiderna blir ettåriga, blir det mindre angeläget att införa krav på att skäl för entledigandet ska anges. Införandet av en sådan regel skulle förstås ändå kunna bidra till att skapa ökad transparens och trovärdighet. Nackdelen är att en sådan regel kan skapa en oro från tilltänkta styrelseledamöter att "hängas ut" om de upplevs obekväma. Eftersom detta kan ha en potentiell påverkan på Buffertfondsfullmäktiges möjligheter att rekrytera styrelseledamöter är det rimligt att anta att en sådan möjlighet att entlediga i förtid kommer att användas sparsamt och motiveras väl.

Om ett Buffertfondsfullmäktige inte skulle inrättas, och om mandatperioderna är treåriga, är det förstås viktigt att möjligheter att entlediga i förtid finns och att skäl för entledigandet måste anges.

4.4.7 Arvodering

Styrelsearvoden i statliga pensionsfonder

För att en riktigt bra styrelse ska kunna rekryteras måste ersättningen till styrelseledamöterna upplevas vara marknadsmässig. Arvodenas storlek påverkar såväl den möjliga kandidatlistan som den prestation som man kan förvänta sig av styrelseledamöterna. Potentiella styrelseledamöter har alternativa sysselsättningar och om ersättningen är för låg finns risk att man förlorar de bästa kandidaterna. Dessutom finns det en risk för att de kandidater som ändå tar på sig ett uppdrag kommer att jämföra ersättningen för detta uppdrag med ersättningen från andra uppdrag, och att ett lägre arvode kan påverka motivation och arbetsinsats.

Det finns tyvärr inte utrymme i denna rapport att göra en fullständig genomgång av litteratur och forskning om sambandet mellan styrelsearvode och prestation. En relevant studie som behandlar arvoderingen av styrelser för aktiefonder/fondbolag är dock Khorana, Servaes och Wedge (2007), som visar att avkastningen blir högre i fonder där styrelsen har höga arvoden. En tolkning de gör är att detta kan bero på att resultatbaserade ersättningssystem kan vara vanligare i sådana fonder där styrelsen får högre arvoden.

Följande arvodesnivåer gäller för dagens styrelseledamöter: 50 000 kronor per år till ledamot, 75 000 till vice ordförande och 100 000 till ordförande. Arvodena har inte förändrats sedan reformen genomfördes år 2000. I regeringens Policy för styrning och utvärdering av AP-fonderna anges: "Ersättningen till styrelsens ledamöter ska avspegla behovet av att attrahera och behålla kvalificerade ledamöter mot bakgrund av uppdragets natur och ledamöternas ansvar och med beaktande av den ersättning som staten betalar för motsvarande typ av insatser i andra sammanhang." I praktiken är arvodena uppenbarligen tillräckliga för att rekrytera styrelseledamöter, men betydligt lägre än i många statliga bolag och i livbolag som skulle kunna vara alternativa uppdragsgivare.

För att ge lite perspektiv till gällande arvodesnivåer kan de därför till att börja med jämföras med styrelsearvodena i några statliga bolag under 2008. Enligt regeringen ska arvodena i dessa bolag vara konkurrenskraftiga men inte marknadsledande.

Tabell 4.3 Styrelsearvodering i några statliga bolag

Bolag	Ordförande	Ledamot	Kommentarer
SBAB	174 000	87 000	Statligt bolag
Vasakronan	400 000	180 000	Statligt fastighetsbolag, ägs idag av AP-fonderna
Samhall	245 000	118 000	Statligt bolag
Posten	420 000	210 000	Statligt bolag, logistik
SEK	165 000	82 000	Statligt bolag, finansiellt

Källa: Skr. 2008/2009:120.

Det kan noteras att AP-fondernas arvoden ligger avsevärt under arvodena i tabellen. Jämförelsen bör dock göras med försiktighet. Flera av bolagen har helt andra verksamheter än AP-fonderna och betydligt större organisationer. Samtidigt bör man beakta att AP-fonderna har mycket stora kapital att förvalta, att kapitalförvaltning ställer krav på särskild kompetens och fondernas utveckling har stor betydelse för pensionssystemet. Det kanske mest intressanta bolaget att jämföra med är Vasakronan, som ju också är ett dotterbolag till AP-fonderna. Arvodena i detta bolags styrelse är ungefär fyra gånger så höga som i AP-fondsstyrelserna. Det är möjligt att regeringen, i enlighet med policyn har ”beaktat den ersättning som staten betalar för motsvarande typ av insatser i andra sammanhang”, men det har uppenbarligen inte medfört någon förändring av arvodena.

Det är också relevant att jämföra med hur privata pensionsfonder/livbolag ersätter sina externa ledamöter. De är ju uppenbara konkurrenter till regeringen när det gäller att attrahera styrelseledamöter med kompetens inom långsiktig kapitalförvaltning. Nedan finns uppgifter från två ömsesidigt verkande livbolag med externa styrelseledamöter avseende 2008. Som framgår är det stor skillnad mellan ersättningen till dessa och till styrelseledamöterna i AP-fonderna.

Tabell 4.4 Styrelsearvoden i några konkurrensutsatta pensionsförvaltare

Bolag	Ordförande	Ledamot	Kommentarer
Skandia Liv	600 000	200 000*	Privat ägt, drivet under ömsesidiga principer. Förvaltat kapital 253 miljarder kr.
Länsförsäkringar Liv**	247 000 (vice ordf.)	205 000	Privat ägt, drivet under ömsesidiga principer. Förvaltat kapital 102 miljarder kr.

*Ledamot som också är ordförande eller ledamot i placeringsutskottet erhåller ytterligare 150 000 respektive 100 000 kronor, vilket är relevant vid jämförelse med AP-fonderna.

**Uppgifterna är hämtade ur årsredovisningen det är inte säkert att de enbart återspeglar de av stämman beslutade normala arvodesnivåerna.

I Alecia och AMF är ersättningarna lägre⁶⁴. Huvuddelen av styrelseledamöterna i dessa organisationer kommer dock från huvudmännens organisationer. Andra krav ställs förstås på arvoden vid extern rekrytering av relevant kompetens.

Det kan också vara intressant att studera vad ”Vägledning till god styrelsesed” (Styrelseakademien, 2009) säger om arvoden:

”En tumregel är att en ordförande i ett mindre eller medelstort bolag ska ha ett arvode på det högre av antingen 20 procent av vd:s lön eller 1-2 prisbasbelopp (cirka 43 000-86 000 kronor). För börsnoterade bolag kan det många gånger vara motiverat med högre arvode. Grundarvode till en ordinarie ledamot bör i allmänhet vara mellan en tredjedel och hälften av ordförandes arvode. Deltagande i utskottsarbete bör i allmänhet arvoderas särskilt.”

Med utgångspunkt i denna tumregel borde styrelseordföranden för en AP-fond ha ett arvode på omkring 700 000 kronor och en styrelseledamot ett arvode på mellan 230 000 och 350 000! Detta innebär att arvoden skulle behöva sjufaldigas. Att Styrelseakademien är en intresseorganisation för styrelseledamöter innebär att man nog främst bör se tumregeln som något att sträva efter för styrelseledamöter, men den väcker ändå relevanta tankar när det gäller relationen mellan vd:s lön och styrelseledamöternas arvoden. I AP-fonderna är lönerna höga eftersom man ägnar sig åt relativt avancerad kapitalförvaltning inom pensionssystemet, vilket kräver

⁶⁴ För 2008 fick styrelseordföranden i Alecia 438 000 kronor och styrelseledamöter i samma bolag 139 000. Det är dock oklart om utskottsarvoden ingick i dessa belopp. I AMF var motsvarande belopp 250 000 kronor respektive 80 000 kronor.

kvalificerad personal. Men samma sak måste rimligen gälla för styrelsen. Annars hamnar man lätt i en ur styrningssynpunkt mycket olycklig situation där styrelsen blir för beroende av kansliet där kompetensen finns. Detta skulle kunna få till följd att det blir organisationen som styr styrelsen, i stället för tvärtom. Om ordförandens erfarenhet och kompetens ska matcha vd:s så bör det finnas en rimlighet i proportionen mellan deras ersättningar. Om styrelseordföranden över året arbetar ungefär en dag i veckan med bolaget/fonden så borde det inte vara alldeles orimligt att ordförandens ersättning motsvarar 20 procent av vd:s lön.⁶⁵

De argument som brukar ges mot att höja befintliga arvoden handlar oftast om att

1. Det är ju inte några problem i dag. Det finns ju en styrelse som accepterar de här arvodesnivåerna.
2. Ett styrelseuppdrag, och i synnerhet i en AP-fond, ser de flesta som en fin utmärkelse, och eftersom detta har ett visst värde i sig och man behöver därför inte betala så mycket
3. Regeringen måste föregå med gott exempel och hålla nere ersättningsnivåerna i samhället.

Dessa argument är dock knappast ”till största möjliga nytta för pensionssystemet”, och det finns relevanta motargument till dem: Även om det finns personer som accepterar nuvarande arvodesnivåer så är det inte säkert att de personer som skulle vara bäst för uppdraget gör det. Enligt uppgift har det visserligen inte varit särskilt vanligt att någon som tillfrågas om ett styrelseuppdrag i en AP-fond tackat nej. Det kan dock vara så att man till följd av den låga arvodesnivån inte heller bryr sig om att tillfråga personer som man kan anta förväntar sig en annan arvodesnivå. Det är i sammanhanget också värt att notera att det uppges att det är vanligare att kvinnor än män tackar nej när de tillfrågas. Det finns även ett annat skäl till att det är olämpligt att luta sig mot att ledamöterna verkar acceptera arvodena, nämligen att det är sannolikt kan finnas ett samband mellan arvode och nedlagd arbetsinsats. Om en ledamot samma vecka har möte i en AP-fondstyrelse och i en styrelse med kanske fyra eller fem gånger

⁶⁵ Det viktigt att komma ihåg att lönen bara är en del av vd:s ersättningspaket. Tjänstepensionsavsättningar, som kan vara mer eller mindre omfattande, ingår alltid och incitamentsprogram och tjänstebil kan ibland vara en del av paketet. Styrelseledamöterna får dock endast sitt arvode. Därtill har styrelseledamöter inga fallskärmar eller uppsägningstider.

högre arvode, finns det självklart en risk att mer tid och engagemang läggs ner på förberedelserna avseende det mer välbetalda uppdraget.

Att som huvudman luta sig mot att styrelseplatsen kan ses som en utmärkelse för att slippa betala arvode, är en inställning som är helt felaktig ur ett styrningsperspektiv. Det är viktigt att styrelseledamöterna känner krav och förväntningar på prestation, vilket arvodet ska kompensera för, och att det är tydligt att man får uppdraget för att man kan tillföra relevant kompetens. Uppdraget ska inte vara en belöning för något man tidigare utfört i något annat sammanhang. Om styrelseledamoten uppfattar det så kan man inte heller förvänta sig någon större insats från denne.

Slutligen är det mycket olyckligt om olika hänsynstaganden får påverka möjligheterna att bestämma arvodesnivåer som möjliggör att man kan rekrytera en styrelse som är mest lämpad att sköta förvaltningen till största nytta för pensionssystemet. Kostnaden för pensionssystemet kan bli stor om styrelsen inte är den rätta. De direkta kostnaderna för styrelsearvodena är ju i dag mycket små i förhållande till de totala kostnaderna för förvaltningen (cirka 0,2 procent) och i förhållande till kapitalet (cirka 0,0004 procent per fond). En sammanslagning av fonderna skulle innebära att kostnaderna i förhållande till kapitalet blir ännu mindre. En fördubbling av styrelsearvodena skulle kosta omkring en halv miljon kronor, och detta belopp skulle förmodligen snabbt kunna återbetalas i form av högre avkastning om styrelsen kunde ges en mer ändamålsenlig sammansättning.

Förslag

Buffertfondsfullmäktige, och inte regeringen, kommer i den nya föreslagna strukturen att fastställa arvodena. Krav bör ställas på att Buffertfondsfullmäktige noggrant analyserar vilka arvodesnivåer som är lämpliga och också kommunicerar till allmänheten hur denna analys är gjord och motivera besluten. Hänsyn måste tas såväl till möjligheterna att rekrytera den kompetens som behövs och vilka nivåer som kan behövas för att motivera styrelsen, som till trovärdigheten för pensionssystemet när arvodesnivåerna fastställs⁶⁶.

⁶⁶ Man får inte heller glömma bort den betydelse det kan ha för trovärdigheten att man kan uppvisa en styrelse med rätt bakgrund och kvalifikationer.

För att skapa ett bra och långsiktigt incitament kan det vara motiverat att överväga att arvodet, eller någon del av det, betalas ut först efter exempelvis en femårsperiod, och att det under denna period får utvecklas som fonden. Styrelseersättningen skulle därigenom kopplas till måluppfyllelsen och kunna bidra till att skapa intressegemenskap med pensionssystemets huvudmän.

4.4.8 Ansvarsskyldighet och uppföljning

Uppföljning av statliga pensionsfonders verksamhet

En viktig del av styrningen av statliga pensionsfonder handlar om uppföljning och utvärdering. Resultatet av styrelsernas arbete måste följas upp, dels för att uppföljningen i sig kan fungera som ett incitament och påverka resultatet, dels för att styrelsen måste kunna ställas till svars⁶⁷ om resultatet inte motsvarar de mål som huvudmannen ställt upp. Därtill är öppenhet och transparens viktigt för att bygga kunskap och skapa förtroende hos allmänheten.

Samtliga pensionsfonder i Yermo (2008) lämnar relativt innehållsrika årsrapporter, där bl.a. portföljsammansättning, kapitalförvaltningsresultat och operationella kostnader redovisas. Standardiserade värderingsmetoder som följer internationell *best practice* tillämpas, vilket möjliggör jämförelser med jämförelseindex och utvärdering av om målavkastning har uppnåtts. Vissa av fonderna lämnar också ut andra typer av dokument, exempelvis investeringspolicy eller ägarpolicy.

Det förekommer också ytterligare uppföljning av olika typer av externa parter. I Frankrike utövar deras motsvarighet till Finansinspektionen tillsyn och deras motsvarighet till Riksrevisionen står för revision, i Japan måste Socialdepartementet godkänna årsredovisningen innan den blir publik, och i Norge görs en utvärdering i Finansdepartementet som sedan lämnas till riksdagen.

I en del länder utanför OECD är det den tillsynsmyndighet som utövar tillsyn över privata pensionsfonder som också utövar tillsyn över den statliga pensionsfonden.

⁶⁷ Vad händer egentligen när styrelsen "ställs till svars"? Om det inte finns något bra skäl för ett dåligt resultat bör det få konsekvenser, att man inte får förnyat förtroende.

Nuvarande ordning

I lagen om AP-fonder anges i 7 kap. 1 § att regeringen årligen ska göra en utvärdering av förvaltningen av fondmedlen och att utvärderingen ska lämnas till riksdagen. I förarbetena anges att syftet med regeringens utvärdering är att ge en opartisk bedömning av fondernas förvaltningsresultat. Det anges vidare att utvärderingen bör innehålla en bedömning av hur väl de övergripande målen operationaliserats i konkretare förvaltningsmål, inkluderande en utvärdering av ALM-analysen. Det konstateras att eftersom placeringsreglerna är relativt fria är det särskilt viktigt med en utvärdering.

Av lag och förarbeten framgår inte särskilt tydligt vad regeringen ska utvärdera och vad styrelsen ska utvärdera. Regeringen har därför kompletterat lagens regler i sin policy för styrning och utvärdering av AP-fonderna. I policyn lyfts ett antal viktiga aspekter på utvärderingen fram, bl.a. att man ska ha ett långsiktigt perspektiv, fokusera på strategiska beslut, men även utvärdera val av förvaltningsmodell och då göra en bedömning av förväntat resultat mot kostnader. Vid en genomläsning av utvärderingarna slås man dock av att den operativa förvaltningen ges ett förhållandevis stort utrymme. Att utvärdera de strategiska besluten ur ett långsiktigt perspektiv är naturligen komplicerat.

Praktiskt görs utvärderingen i dag av tjänstemän på finansdepartementet. Detta är naturligt eftersom det är där det mesta av kapitalförvaltningskunnandet inom Regeringskansliet finns. Det finns enligt lagen möjlighet att anlita någon med särskild fackkunskap, och att låta pensionssystemet bekosta detta, och denna möjlighet har utnyttjats konsekvent. Bl.a. har Wassum anlitats under ett flertal år och för utvärderingen avseende 2008 anlitades McKinsey⁶⁸.

Regeringens utvärdering presenteras årligen i en särskild skrivelse till riksdagen. Avsikten är också att styrelserna ska ta del av innehållet i skrivelsen och vidta de åtgärder de anser vara nödvändiga till följd av eventuell kritik. Detta är en viktig del av den löpande styrningen av fonderna. Regeringen (finansdepartementet) har också möjlighet att vid årliga möten med styrelseordföranden i respektive fond föra fram kritik eller synpunkter till diskussion. Att styra via denna typ av utvärderingar kan bli ineffektivt. Åtminstone slås man vid genomläsning av

⁶⁸ Se regeringens utvärderingar, t.ex. Skr. 2007/2008:130 och Skr. 2008/2009:130.

utvärderingarna att likartad kritik kan ges många år i rad utan tydliga effekter (se Bilaga 1). Detta kan vara ett tecken på att tillräcklig kompetens saknas i styrelserna för att vidta relevanta åtgärder och på att tillräckliga incitament inte funnits i organisationerna.

Till skillnad från privata kapitalförvaltare såsom livförsäkringsbolag, pensionskassor och investeringsfonder har det inte bedömts nödvändigt eller lämpligt att låta Första-Fjärde och Sjätte AP-fonden stå under Finansinspektionens tillsyn. Att Sjunde AP-fonden står under Finansinspektionens tillsyn är motiverat av att den AP-fonden verkar i konkurrens med privata fonder i premiepensionssystemet, vilket innebär att Sjunde AP-fonden bör utsättas för samma typ av tillsyn som de övriga fondbolagen. Även PPM (kapitalförvaltningen/livbolagsrörelsen) står under Finansinspektionens tillsyn.

Riksrevisionens uppdrag är att granska den statliga verksamheten och därigenom medverka till god resursanvändning och en effektiv förvaltning i staten. Någon granskning av AP-fondernas verksamhet har inte gjorts av Riksrevisionen, men dåvarande RRV presenterade 2003 granskningsrapporten *Vad kostar pensionerna?* (RRV 2003:21). I den lyftes bl.a. fram att det fanns omfattande potentiella effektivitetsvinster i att samordna delar av AP-fondernas verksamhet. Rapportens slutsatser ledde dock inte till några förändringar.

Den nyligen inrättade Inspektionen för socialförsäkringen (ISF) har till uppgift att genom systemtillsyn och effektivitetsgranskning värna rättsäkerhet och effektivitet inom socialförsäkringsområdet. ISF ska dock enligt regeringens instruktion granska Försäkringskassan, PPM (vissa delar) och Skatteverket (vissa delar). Det framgår inte av regeringens instruktion om AP-fonderna omfattas av tillsyn från ISF.

Förslag till ny ordning

Uppföljning och utvärdering bör skärpas ytterligare för att säkerställa effektivitet i förvaltningen och för att bidra till stärkt förtroende för såväl buffertkapitalets förvaltning som pensionsystemet i dess helhet. En fördel med att inrätta ett Buffertfondsfullmäktige som får ansvaret för uppföljning och utvärdering är att dessa uppgifter tydliggörs. Utvärderingarna bör i

ännu högre grad än i dag vara en utvärdering av hur väl styrelserna lyckas uppfylla sitt uppdrag; dvs. fokus bör ligga på strategiska beslut och på val av förvaltningsmodell.

Det är nödvändigt att det finns resurser i Buffertfondsfullmäktige att sköta denna funktion. Det handlar dels om att det kan behöva anställas någon person med pensionssystem- och kapitalförvaltningskunnande i det administrativa kansliet, dels att det måste finnas resurser att anlita extern konsult hjälp för utvärderingen.

Liksom i dag bör en årlig rapport tas fram med en sammanställning av fondens resultat i ett långsiktigt perspektiv, och med en utvärdering av styrelsens arbete. Denna rapport ska lämnas till riksdagen (finansutskottet). Det är också väsentligt med en ökad tydlighet och transparens när det gäller hur styrelserna hanterar eventuell kritik.

Riksrevisionen granskar i dag Riksbankens årsredovisning. Möjligen bör det övervägas om Riksrevisionen också borde granska AP-fondernas årsredovisningar.

I nästa kapitel föreslås betydligt friare placeringsregler för förvaltningen av buffertkapitalet. Sådana fria placeringsregler brukar, när de införs för privata pensionsfonder, kompletteras med striktare krav på tillsyn från Finansinspektionen eller liknande tillsynsmyndigheter (i andra länder). Det kan därför vara lämpligt att buffertförvaltningen i framtiden bör stå under Finansinspektionens tillsyn. En nackdel kan vara att AP-fonderna liksom Finansinspektionen är statliga myndigheter vilket exempelvis gör att tillämpning av sanktioner fungerar mindre bra. Det hindrar dock inte att Sjunde AP-fonden redan i dag står under Finansinspektionens tillsyn. En annan nackdel är att det inte finns några andra institutioner under tillsyn i dag som exakt motsvarar buffertfonden, vilket innebär att den inte alldeles enkelt kan infogas under den nuvarande tillsynsstrukturen. Vissa delar av verksamheten rörande interna processer, olika typer av riktlinjer för placeringar och riskhantering bör dock vara snarlika tjänstepensionsinstitutens.

4.5 Mer om armlängds avstånd

Statliga pensionsfonder är normalt upprättade endast för att fylla en funktion i statliga pensionssystem. De har ett speciellt uppdrag

som handlar om att skapa långsiktig avkastning till nytta för pensionssystemet. I bästa fall, som i Sverige, har breda politiska uppgörelser träffats för att säkra pensionssystemets autonomi och långsiktiga fortlevnad. Det ska inte finnas skäl eller utrymme för nya regeringar att fortlöpande gå in och förändra systemets konstruktion. En stabil lösning skapar trygghet, och om man dessutom har ett "självanpassande" system med en fungerande och accepterad balansering ska det inte heller behövas handpåläggning och anpassningar till följd av förändringar i samhällsekonomi, demografi m.m.

En fördel med en bred politisk uppgörelse kring pensionssystemet är att sittande regering också hamnar på ett behörigt avstånd från fondkapitalet. Det är annars lätt hänt att fondkapitalet kan ses som en tillgång som av olika aktörer kan utnyttjas för andra ändamål än det avsedda. I det nuvarande AP-fondsregelverket finns ett långtgående skydd mot att regeringar ska utnyttja kapitalet för andra syften. Tidigare i kapitlet gavs dock exempel på olika typer av försök till "överträdelser", både i Sverige och utomlands, som kunnat inträffa trots goda intentioner och ett tydligt regelverk.

Även om risken för överträdelser inte skulle upplevas som särskilt stor i dag finns det skäl att ha se över regelverk och organisationsstruktur så att ett så effektivt skydd som möjligt erhålls mot sådana försök i framtiden. Många av de förändringar för att förbättra styrstrukturen som har föreslagits i detta kapitel syftar bl.a. till att skapa armlängds avstånd till sittande regering. I detta avsnitt görs en genomgång av olika möjligheter som finns att tillgå för att skapa oberoende, baserat på Yermo (2008), för att kontrollera att det svenska systemet efter föreslagna förändringar ska kunna anses uppfylla "*best practice*". Det handlar dels om skydd av kapitalet genom att det separeras från statsbudgeten, dels om skydd via styrstrukturen.

Tabell 4.5 Sammanfattning av de skyddsåtgärder som anges i Yermo (2008) och bedömning av om de kan anses vara implementerade i Sverige

Skyddsåtgärd ur Yermo (2008)	Skäl	Status i Sverige
Fondkapitalet måste vara separerat från övriga statliga tillgångar och pensionssystemet bör inte utgöra en del av statsbudgeten.	Det får inte finnas något incitament eller någon möjlighet för en regering att minska pensionssystemets utgifter för att få större utrymme för andra typer av utgifter, i syfte att skapa politiska vinster.	Fondkapitalet är separerat från övriga tillgångar. Inkomst pensionssystemet är finansiellt autonomt, och ligger vid sidan av statsbudgeten. Dock ligger pensionssystemets utgifter under utgiftstaket, och vissa pensionsutgifter finansieras över statsbudgeten.
Tydlig skrivning i lagtext om att det <i>enda</i> syftet är att verka för pensionssystemets bästa.	Det är viktigt att det tydligt framgår att inga ovidkommande politiska hänsyn ska tas. Styrelsen ska inte ha några tvivel, utan kunna luta sig mot lagtext om påtryckning sker.	OK
Styrelsen ska vara kompetent och ledamöterna ska ha utsetts för sina kvalifikationer. Styrelsen ska innehå sådana kompetenser och erfarenheter som är nödvändiga för att fonden ska uppnå sina mål. Inga regeringstjänstemän eller politiskt aktiva ska sitta i styrelsen.	Ju mer kompetens och integritet i styrelsen desto mindre risk att den ska låta sig påverkas av politiska påtryckningar. Styrelsen måste dessutom ha kurage att fatta informerade investeringsbeslut och våga dra nytta av att fonden är en långsiktig placerare.	OK efter föreslagen förändring
En nomineringskommitté med relevant kompetens bör ta fram förslag till styrelse. Nomineringskommitténs förslag ska motiveras.	En nomineringskommitté kan minska risken för politiska tillsättningar och innebär att rekryteringsarbetet kan blir mer effektivt.	OK efter föreslagen förändring.
Mandattiden bör vara lång, minst tre år. En styrelseledamot ska inte kunna entledigas i förtid utan att sakliga skäl anföras.	Styrelseledamöter ska inte enkelt kunna bytas ut bara för att de inte ger vika för politikens påtryckningar.	Lång mandattid inte nödvändig med föreslagen förändring av styrningen (Buffertfondsfullmäktige).

Transparens bör gälla avseende fondens verksamhet och resultat	Genom att allmänheten kan följa fondens verksamhet kan risken minska för skadlig politisk inblandning.	OK i dag. Med föreslagna förändringar förbättras transparens avseende styrelserekrytering.
Fondens resultat och verksamhet bör följas upp och utvärderas av oberoende instans.	Det är viktigt att den som gör utvärderingen är helt neutral och gör en förutsättningslös studie.	OK i dag, men utvärderingen bör enligt förslag få större fokus på styrelsens prestation.
Krav på rapportering från styrelsen i händelse av försök till politisk påverkan av investeringsbeslut. ⁶⁹	Tydliggör det felaktiga i sådana försök och ger allmänheten insyn.	Finns inte i dag, men i förslaget om Buffertfondsfullmäktige.

En genomgång visar att buffertfonden, efter de förändringar som föreslagits, bör vara väl skyddad mot försök till styrning som inte enbart har till syfte att vara till nytta för pensionssystemet. Den mest betydelsefulla förändringen i detta avseende skulle dock vara om fonden blir en myndighet under riksdagen och att ett Buffertfondsfullmäktige inrättas.

4.6 Effektiv styrning av den operativa verksamheten

Statliga pensionsfonders verksamhet bör uppfylla alla de krav på god intern styrning och kontroll som kan ställas på privata kapitalförvaltningsorganisationer. En grundläggande och helt nödvändig förutsättning för god styrning är att det finns en mycket tydlig uppdelning av ansvar mellan styrelse och förvaltningsorganisation. Det får inte finnas några tvivel om vem som är ansvarig för vilka frågor. Av regeringens utvärderingar (de senaste är Skr. 2008/09:130 och Skr. 2007/08:130) och intervjuer som gjorts med kanslipersonal och styrelseledamöter för denna rapport, har det framkommit att det i praktiken kan vara otydligt var ansvaret ligger för att initiera förslag till förändringar i fondens allokering. Detta kan medföra en passivitet som i sin tur kan medföra stora kostnader i form av försämrade avkastning. En styrelse måste ha relevant kunskap och erfarenhet för att förstå detta problem och se till att det blir åtgärdat. De förändringar som föreslagits tidigare i kapitlet syftar bl.a. till att förbättra styrelsernas kompetens och effektivitet.

⁶⁹ Tillämpas i Kanada.

God styrning handlar också om att fondens resurser måste användas på bästa sätt för att skapa en effektiv förvaltning. Det innebär att mest resurser bör läggas på de områden som har bäst förutsättningar att ge ett positivt bidrag till fondens resultat. Dessutom måste man genom interna styrmedel se till att det som man beslutat ska göras faktiskt görs. Därtill måste olika mekanismer som bidrar till att minska alla typer av operationella risker finnas på plats.

En god styrning av fondens operativa verksamhet är i grunden en hygienfaktor. Men den bidrar till att skapa bättre avkastning, minska risker och bygga förtroende. Det är viktigt att det i styrelsen finns god insikt kring dessa frågor.

Hur kan då detta åstadkommas? Statliga pensionsfonder omfattas inte av regelverk för finansiella institut och står normalt inte under tillsyn av finansinspektion eller liknande myndighet. Däremot är vanligt att det i lagstiftningen kring den statliga pensionsfonden fastställs en del regler kring pensionsfondens operationella verksamhet. Exempelvis ska de svenska AP-fonderna årligen fastställa en verksamhetsplan med riktlinjer för verksamheten och det ställs också i lagen krav på att det ska finnas en riskhanteringsplan och instruktioner för hantering av risk.

Kraven i lagstiftningen är inte särskilt utförliga utan behöver normalt kompletteras av interna regler. Detta är en viktig uppgift för styrelsen. En lämplig källa kan vara OECD:s riktlinjer för pensionsfonder (OECD, 2005 och OECD, 2006) och ISSA:s riktlinjer för förvaltning av socialförsäkringsfonder⁷⁰. Men varje pensionsfondsstyrelse får själv göra en analys och se till att en fullgod struktur av interna regelverk kring intressekonflikter och andra etiska frågor, regelefterlevnad (compliance), riskkontroll m.m. finns på plats.

4.7 Sammanfattning och avslutande kommentarer om styrningens betydelse

I kapitlet har en mängd förslag lämnats som alla syftar till att förbättra styrningen av förvaltningen av buffertkapitalet för att skapa bättre förutsättningar för en kostnadseffektiv förvaltning. Detta är de viktigaste förslagen:

⁷⁰ International Social Security Association.

- Förvaltningen av buffertkapitalet läggs i en fond som blir en särskild myndighet under riksdagen. Myndigheten bör, i likhet med Riksbanken, ha ett fullmäktige som utses av riksdagen. Fullmäktige får, förslagsvis, bl.a. ansvar för styrelserrekrytering och utvärdering. I Fullmäktiges uppdrag bör ligga att värna buffertkapitalet och skapa förtroende för dess förvaltning.
- Styrelserna bör vara mindre och rätten för arbetsmarknadens parter att nominera fyra ledamöter tas bort.
- Relevant kompetens bör rekryteras, bl.a. genom att styrelserrekrytering sker med hjälp en nomineringskommitté i en transparent process.
- Arvodena behöver höjas för att attrahera önskad kompetens och motivera till god prestation i styrelsearbetet.
- De olika förslagen ska sammantaget innebära att buffertkapitalet värnas och att armlängds avstånd skapas till regeringen så att inte kapitalet kan utnyttjas på ett sätt som innebär kostnader för pensionssystemet.

I det föregående kapitlet om stordriftsfördelar gjordes en grov uppskattning av hur stora (alternativ-)kostnader pensionssystemet åsamkas av att buffertkapitalet inte förvaltas i en enda stor fond. På motsvarande sätt skulle det vara intressant med en uppskattning av kostnaderna av en ineffektiv styrstruktur, eller mer positivt, hur mycket högre avkastning man skulle kunna uppnå på sikt genom att förbättra styrningen enligt förslagen i kapitlet. En bättre styrstruktur bör bl.a. ge upphov till bättre strategiska beslut och till en mer effektiv förvaltningsmodell. Tyvärr är det mycket svårt att avgöra hur mycket högre avkastningen skulle ha blivit, eller kan bli, om bättre strategiska allokeringsbeslut hade fattats. När det gäller förvaltningsmodellen är det lättare att göra en uppskattning. Med en bättre styrstruktur borde kunna antas att de aktiva förvaltningsbesluten åtminstone ger ett nollresultat över tiden. Under perioden 2001-2008 summerar förlusten i den aktiva förvaltningen i Första-Fjärde AP-fonderna till 8,5 miljarder kronor (före kostnader). Detta är en mycket försiktig uppskattning av den möjliga effektiviseringsvinsten. Under samma period uppgick den totala förvaltningskostnaden (exkl. courtage) i de fyra fonderna till 8,6 miljarder kronor, dvs. den var nästan exakt lika stor som bruttoförlusten i den aktiva förvaltningen. Effektivitetsvinsten till följd av en bättre styrstruktur skulle således minst kunna motsvara den nuvarande kostnadsnivån i fonderna, dvs. nästan 0,2 procent av

kapitalet, dvs. mer än besparingarna av en sammanslagning av de fyra fonderna. Men potentialen är förstås större.⁷¹

Sammanfattningsvis innebär detta att en effektiv styrstruktur är mycket viktig för att uppnå kostnadseffektivitet vid förvaltningen, och att det finns goda möjligheter att förbättra styrningen av den svenska buffertfondsförvaltningen.

⁷¹ En uppskattning av kostnaderna för en dålig styrstruktur gör Ambachtsheer (2006). Han finner att kostnaderna är så höga som 1 procent.

5 Placeringsregler och förvaltningsmodell

I detta kapitel diskuteras vilka regler avseende placeringar och förvaltning som bör läggas fast i lag. Utgångspunkten är att de speciella fördelar som möjligheten att vara långsiktig medför ska utnyttjas, och att regelverket måste bidra till att skapa förutsättning för en effektiv förvaltning av fondkapitalet. Diskussionen i detta kapitel utgår från att en effektiv struktur för styrning, enligt vad som föreslås i kapitel 4 är på plats. En kompetent och erfaren styrelse och en väl genomtänkt styrstruktur bör innebära att förutsättningar finns för relativt fria placeringsregler, vilket ytterligare kan bidra till en effektiv förvaltning.

5.1 Hur bör en långsiktig pensionsfond investera?

En statlig buffertfond har en unik position genom att dess förutsättningar att agera som långsiktig investerare bör vara bättre än för de flesta andra aktörer på de finansiella marknaderna:

- Placeringshorisonten är ofta mycket lång.
- Värdet på tillgångarna redovisas årsvis eller halvårsvis, inte dagligen som för de flesta värdepappersfonder.
- Det finns inga direkta kunder som man på kort sikt måste göra nöjda för att de inte ska ”rösta med fötterna”.
- Flödet till och från fonderna sker sällan⁷² och är relativt förutsägbart, vilket innebär att portföljanpassningskostnaderna blir små och att likviditetsbehov kan planeras.

⁷² En gång per månad för Första-Fjärde AP-fonden. Det går inga flöden till eller från Sjätte AP-fonden.

Hur ska då denna unika position utnyttjas på bästa sätt för att uppfylla målen med förvaltningen? Eftersom den långa sikten består av ett antal korta tidsperioder, kanske det bästa ändå är att fortlöpande försöka uppnå så bra resultat som möjligt på kort sikt? Watson och Wyatt (2004) anger fyra huvudsakliga skäl för varför en lång horisont ändå ger fördelar.

1. Möjlighet att använda långsiktiga investeringsstilar som utnyttjar felprissättningar på marknader.

Som långsiktig investerare kan man ha möjlighet att utnyttja obalanser i prissättningen som emellanåt uppkommer på olika tillgångsmarknader. Det finns olika skäl till att sådana obalanser kan uppstå. Finansiella marknader har en tendens att från tid till annan uppvisa trender som inte är fundamentalt motiverade. Ett exempel är uppgången i teknologiaktier i samband med millennieskiftet. Uppgången i råvarupriser, framför allt energipriser, under 2008 kan också vara ett sådant exempel. Även i valutor kan det finnas sådana trender. Det kan också handla om att vissa typer av tillgångar blir lågt värderade för att investerare på grund av externa betingelser inte har möjlighet att inneha så mycket av dem som annars skulle vara rationellt. Det kan finnas andra, icke ekonomiska, skäl att vissa investerare inte finner en tillgång så intressant eller vill undvika den helt. Ett exempel som är näraliggande i tiden är kreditobligationer, där räntespreaden ökade kraftigt till följd av stora uttag ur fonder som tvingades likvidera ofta belånade positioner i olika kreditinstrument, när marknaden mer eller mindre upphörde att fungera. Effekten blev att priserna kom att återspegla närmast orimliga implicita antaganden om framtida konkurser. En långsiktig investerare med kassa hade utmärkta förhandlingsmöjligheter⁷³ i den marknaden. Ett annat aktuellt exempel är investeringar i onoterade aktier, där vissa placerare blev överinvesterade i förhållande till placeringsregler när värdet på andra tillgångar gick ner. Investerare utan sådana restriktioner får då ett mycket bra förhandlingsläge, vilket kan illustreras med följande notis:

SACRAMENTO, Calif. (Reuters)—The California Public Employees' Retirement System, which manages \$169 billion in

⁷³ Ofta med konkursbon.

public pension funds, may boost its private-equity investments by around 40percent as slumping markets create some acquisition bargains. (2009-06-09)

Den långsiktiga pensionsfonden har möjlighet att köpa lågt värderade enstaka tillgångar eller tillgångsslag för att invänta en prisanpassning längre fram. Exempel på strategier där långsiktiga investerare försöker utnyttja mer kortsiktiga felprissättningar är s.k. *contrarian*-strategier som innebär att den långsiktiga investeraren går emot flockbeteende på marknaden och s.k. *value investing*, som innebär investeringar i specifika bolag som man uppfattar vara undervärderade av marknaden.

Ett näraliggande konkret exempel på en aktör som kunnat vara långsiktig och som faktiskt utnyttjat denna fördel på ett positivt sätt för sina huvudmän är Riksgäldkontoret. Sommaren 2008 ansåg Riksgälden att den amerikanska dollarn var kraftigt undervärderad mot euron. Man tog en position i dollar, och när den sedan stängdes i mars 2009 hade man tjänat 2,5 miljarder kronor. En likartad, men motsatt, transaktion gjordes år 2000. Den positionen realiserades först efter tre år men gav då en vinst på 4,5 miljarder kronor. För att klara av att göra den här typen av transaktioner krävs, förutom en bra analys, att organisationen kan vara uthållig. I Riksgäldens fall underlättas detta av att den dagliga värderingen inte är publik och att inte heller deras årsredovisning förefaller nagelfaras av medierna på samma sätt som AP-fondernas.

2. Möjlighet att erhålla likviditetsriskpremie från illikvida tillgångar.

Tillgångar med låg likviditet måste ge en högre avkastning för att de ska bli intressanta investeringsalternativ för investerare som har ett behov av likvida tillgångar i portföljen. Riktigt långsiktiga investerare kan ta del av denna likviditetspremie utan att samtidigt ha problem med den dåliga likviditeten. Exempel på sådana illikvida tillgångar är onoterade aktier och riskkapitalfonder. Andra exempel är infrastrukturinvesteringar, som dessutom kan ge ett långt och stabilt kassaflöde och vara ett intressant alternativ till obligationer, och direktägda råvaror som till exempel skog. Andra mer ovanliga

typer av illikvida tillgångar som pensionsfonder investerat i är musikrättigheter och jordbruksmark⁷⁴.

3. Transaktionskostnaderna kan bli lägre för en långsiktig investerare som sällan har flöden in i eller ut ur fonden.

Få påtvingade flöden är en fördel för pensionsfonder, och är en anledning till att avkastningen för pensionsfonder i allmänhet är större än för värdepappersfonder (Bauer och Kicken, 2008).

4. Eventuella s.k. mean reversion effekter kan utnyttjas

Med *mean reversion*⁷⁵ avses en tendens för avkastningen från finansiella marknader att återvända mot ett långsiktigt genomsnitt över tiden. Det är sannolikt att sådana tendenser finns, även om empirisk forskning ger lite blandade resultat. *Mean reversion* innebär att långsiktiga investerare kan utnyttja avvikelser och få högre avkastning i förhållande till risk än en kortsiktig. Mean reversion motiverar följaktligen att man har mer aktier i portföljen om horisonten är lång.

Det finns således en mängd investeringar och investeringsstrategier som långsiktiga pensionsfonder har bättre möjligheter att utnyttja än många andra investerare. Det innebär dock inte att en långsiktig pensionsfond inte får tänka kortsiktigt. Självklart kan det vara effektivt för en pensionsfond att genom ett kortsiktigt agerande försöka skapa meravkastning i portföljen. Det är dock som alltid viktigt att de mest väsentliga besluten får den mesta uppmärksamheten internt. Detta behandlas i nästa avsnitt.

5.2 Att dra nytta av långsiktigheten i praktiken

Det är en sak att möjligheten till långsiktighet ger fördelar i teorin, och en helt annan sak att i praktiken kunna utnyttja dessa fördelar. Man bör också vara medveten om att en dåligt hanterad

⁷⁴ Nederländska ABP har exempelvis även investerat i musikrättigheter, skog och jordbruksmark, och Yale Endowment i oljekällor och skog.

⁷⁵ Se exempelvis Campbell och Viceira (1999).

långsiktighet kan medföra kostnader i förvaltningen.⁷⁶ Återigen handlar det om att lösa ett agentproblem.

5.2.1 Risken att bli kortsiktig

Att ta positioner baserade på fundamentala felvärderingar kräver kunskap och uthållighet. Det finns en mängd faktorer som kan inleda Första-Fjärde AP-fondernas styrelser och förvaltningssorganisationer i kortsiktigt tänkande och agerande, bl.a.:

- Halvårsvis rapportering och marknadsvärdering av tillgångarna.
- Årlig utvärdering med fokus på avkastning.
- Konkurrensen mellan fonderna i nuvarande system.
- Mediernas hårda bevakning.
- Frånvaro av fungerande långsiktiga incitamentssystem.

Med frekvent uppföljning och många intressenter blir det mycket svårt att vara långsiktig. Det blir svårt att hålla fast vid en position som under en tid utvecklas i fel riktning. Det finns stor risk för att organisationen börjar ägna sig åt kortsiktig riskminimering. Varken styrelse, vd eller enskilda medarbetare har personligen särskilt mycket att vinna på att ta risker för att uppnå ett bättre resultat. Bra resultat uppmärksammas sällan och får ingen effekt på den egna ersättningen. Däremot kan ett dåligt resultat leda till kritik och i värsta fall till att man förlorar sitt uppdrag eller sin tjänst. Detta kan medföra att man inte vågar utnyttja de möjligheter som finns eller att man misslyckas på grund av för liten uthållighet när man försöker utnyttja dem.

Finns det då något som kan göras för att minska kortsiktigheten? Som statlig pensionsfond kommer man alltid att behöva vara öppen, och medierna kommer alltid att bevaka fondens resultat och agerande. Detta förhållande kan inte ändras, och innebär en svårighet vid förvaltningen av just statliga fonder.⁷⁷ Det är därför särskilt viktigt att se till att styrelsen i en statlig

⁷⁶ Se också O'Barr och Conley (1992) för en intressant beskrivning av hur institutionella investerare agerande kommer att påverkas av att de styrs av individer som i sin tur maximerar sin egna privata värden.

⁷⁷ Att slå ihop fyra fonder till en kan ha en viss positiv effekt, eftersom det tar bort de negativa effekterna av de jämförelser på kort sikt som konkurrensen kan stimulera.

pensionsfond har tillräckligt av kunnande, långsiktigt fokus och stark integritet för att kunna hålla fast vid en långsiktig strategi.

Ett välgenomtänkt och klokt utformat incitamentssystem kan också bidra till att styra förvaltningen så att den blir mer långsiktig (se exempelvis Bertram och Zvan (2009) för en diskussion av fördelarna i Ontario Teachers' Pension Plans incitamentssystem som varit i bruk sedan 1998.)

Att långsiktighet och rätt kompetens på styrelsenivå, kombinerat med väl designade ersättningssystem, kan göra skillnad för olika institutioners resultat vid investeringar i riskkapitalfonder visas i Lerner, Schoar och Wong (2007). Andra har tidigare visat att genomsnittlig nettoavkastning för investeringar i riskkapitalfonder i princip är densamma som för noterade aktier, men blir betydligt bättre om man lyckas investera i den bästa kvartilen av fonderna. I praktiken är det inte så lätt för en pensionsfond att lyckas pricka in sådana fonder. Lerner, Schoar och Wong analyserar hur amerikanska institutionella placerare lyckats med sina placeringar och konstaterar att det varierar mycket mellan olika typer av institutioner och att framför allt s.k. *endowments*⁷⁸ har lyckats mycket väl (21 procentenheter högre avkastning än hela gruppens snittavkastning). Studien visar att *endowments* är bättre än övriga institutioner på att bygga upp kompetens om tillgångsslaget och om fondförvaltarna, vilket resulterar i bättre investeringar. Författarna anger som trolig förklaring att andra typer av institutioner (bl.a. offentliga pensionsfonder) inte i samma utsträckning har incitamentsskapande ersättningssystem, vilket leder till högre personalomsättning och till att institutionerna därigenom dräneras på värdefull kunskap. Ytterligare en förklaring kan vara att pensionsfonderna tenderat att investera när alla andra också velat göra det. Kaplan och Strömberg (2009) visar att det finns ett starkt samband mellan hur stor avkastningen blir och vilket år investeringen gjordes, eller egentligen hur mycket kapital som investerades i onoterade aktier ett enskilt år. Om man ska lyckas bör man enligt deras studie välja att investera när få andra vill eller kan. Detta innebär en möjlighet för pensionsfonder, men det ställer krav på såväl kompetens i organisation som integritet och kunnande i styrelsen (jämför notisen om Calpers investeringar ovan).

⁷⁸ Framför allt universitetsstiftelser som förvaltar donationer.

Även om det finns mycket som är speciellt vid investeringar i just riskkapitalfonder, är det mesta av slutsatserna ovan generellt giltiga för pensionsfonderförvaltning i allmänhet. För att lyckas i kunskaps- och erfarenhetskrävande långsiktig förvaltning ställs stora krav på styrelse och styrstrukturer.

5.2.2 Risken att bli *för* långsiktig

Det konstaterades ovan att långsiktiga fonder i teorin har bättre förutsättningar än många mer kortsiktiga investerare att skapa ett bra förvaltningsresultat, men att det kan vara svårt i praktiken att vara långsiktig. Pensionsfonder måste dessutom vara försiktiga så att de inte blir *för* långsiktiga. Långsiktigheten kan bli handlingsförlamande och leda till en ineffektiv förvaltningsmodell.

Den modell som många pensionsfonder, däribland AP-fonderna, arbetat efter under senare år innebär att en ALM-analys utförs med viss regelbundenhet, kanske varje, vartannat eller vart tredje år, och en långsiktig strategisk allokering fastställs utifrån denna. Det är den portfölj som på lång sikt har bäst förutsättningar att uppfylla de mål som huvudmannen har satt upp och styrelsen sedan konkretiserat. ALM-analysen brukar vara baserad på antaganden om avkastningsmedelvärden och -volatiliteter under en lång tid framöver, baserat på lång historik och egna bedömningar. När väl styrelsen fastställt den s.k. normalportföljen är det förvaltningsorganisationens uppgift att göra avvikelser från denna normalportfölj för att skapa meravkastning (om man inte har valt en helt passiv förvaltningsmodell). Det finns flera problem med denna vanliga modell.

- De aktiva avvikelserna från normalportföljens tillgångssammansättning brukar oftast vara små, särskilt i statliga pensionsfonder.⁷⁹ Det viktigaste skälet är att när väl styrelsen fastställt normalportföljen blir denna portfölj den "riskfria" portföljen för förvaltningsorganisationen. Genom att inte avvika alltför mycket minskar den enskilda förvaltaren risken för att komma ut med ett dåligt resultat jämfört med normalportföljen.
- Var ansvaret ligger för att fortlöpande övervaka att den risknivå som normalportföljen innebär är "rätt" för fonden kan vara

⁷⁹ Jämför exempelvis det konkreta exemplet avseende de svenska aktieinnehavaren i avsnitt 3.2.4.

otydligt. När väl styrelsen har fattat beslutet om normalportföljen kan det finnas en tendens till passivitet, till dess att det är dags att fatta ett nytt beslut om kanske två-tre år. Om det inte är tydligt att förvaltningsorganisationen har ett ansvar för att övervaka hur den totala portföljrisken förändras, finns det risk för att lämpliga anpassningar inte görs. Även för styrelsen kan normalportföljen komma att fungera som den "riskfria" portföljen, så att hela organisationen fokuserar på relativ risk i stället för absolut. Att exempelvis fatta beslut om att avvika från normalportföljen eller justera normalportföljen kan kännas mer obekvämt än att vara passiv och låta den faktiska allokeringen som är baserad på långsiktig analys ligga fast. (Det kan till och med vara svårt att dra ner aktieandelen ordentligt fast man uppfattar att aktiemarknaderna är onormalt högt värderade och att det kan finnas risk för att en bubbla spricker.)

Eftersom det har visat sig att förvaltningsmodeller som utgår från en statisk tillgångsfördelning inte fungerar så bra i en verklighet med kraftiga variationer i tillgångspriser och risk över tiden, har det blivit vanligare att pensionsfonder använder mer dynamiska modeller. Genom att styrelsen fortlöpande fokuserar på riskagande och riskutrymme kan portföljen lättare anpassas efter förändrade förutsättningar, utan att styrelsen behöver ägna sig åt s.k. *market timing*⁸⁰. Det kan handla om att styrelsen beslutar om övergripande målvariabler avseende bl.a. accepterbar risk, och sedan överläter helt åt förvaltningsorganisationen att se till att dessa mål uppnås. Styrelsen kan sedan fortlöpande följa upp målvariablerna och vid behov eventuellt justera dessa. ABN AMRO Pensionfund har som exempel tillämpat denna modell sedan 2007. Ett annat exempel är Rabobank Pensionsfonds styrelse som före krisen satte upp mål för sannolikheten att relationen mellan tillgångarna och skulder skulle understiga ett visst tal.

Förutom den här typen av styrningsmodeller som kräver ett visst mått av aktivitet hos styrelserna börjar det också komma fram mer passiva modeller där dynamiken är inbyggd. Mycket förenklat fungerar det så att när man enligt modeller går in i regimer med ökade risker för olika tillångsslag så minskar också allokeringen till dessa tillgångar.

⁸⁰ Fatta placeringsbeslut som innebär att man systematiskt försöker förutsäga och utnyttja framtida prisrörelser på marknaden, oftast på kortare sikt.

Sammanfattningsvis finns stora möjligheter i statliga pensionsfonders förvaltning. Det finns också stora svårigheter att utnyttja dessa möjligheter. För att lyckas med detta krävs en stark medvetenhet om utmaningarna såväl hos huvudmän som hos styrelse och förvaltningsorganisation.

Hur kan man då förbättra förutsättningarna för att möjligheterna ska utnyttjas och riskförvaltningen bli effektiv? Det som kan göras i regelverken handlar om:

- Införa absoluta avkastningsmål kombinerat med begränsning av förlustrisk, för att skapa ett riskförvaltningstänkande (se avsnitt 4.3).
- Undvika kvantitativa placeringsrestriktioner som dels begränsar, dels kan leda till ett normalportföljstänkande med statistiska andelar i olika tillgångsslag (se nästa avsnitt).
- Se till att styrelsen har kompetens och integritet (se avsnitt 4.4).

Som en konsekvens bör också utvärderingarna anpassas efter ett annat sätt att förvalta.

5.3 Placeringsregler

5.3.1 Om placeringsregler för statliga och privata pensionsfonder

Risker i privata pensionsfonder regleras bl.a. genom krav på solvens och genom regler för hur tillgångarna får vara placerade. Syftet med placeringsreglerna är att skydda försäkringskapitalet och försäkringstagarna genom att begränsa risken i placeringsportföljerna. Under 2000-talet har man i många länder övergått från kvantitativa regler till principbaserade s.k. aktsamhetsregler för pensionsfonders placeringsverksamhet. Medan kvantitativa regler direkt styr tillgångssammansättningen, genom att ange olika tillåtna procentsatser för olika typer av tillgångar, så innebär aktsamhetsreglerna en kvalitativ ansats. I stället för att sätta upp detaljerade krav i form av gränser för vad som är tillåtet anges övergripande krav, exempelvis på att tillgångarna ska vara tillräckligt diversifierade. Aktsamhetsprincipen tar också sikte på riskhanteringen och på att säkerställa att de processer som föranlett

pensionsfondens beslut upprätthåller en tillräcklig kvalitet⁸¹. Aktsamhetsprincipen ställer förstås helt andra krav på tillsyn och uppföljning än de kvantitativa reglerna som är lättare att ”boka av”.

Bakgrunden till övergången till de kvalitativa reglerna är att man försökt undkomma de kvantitativa reglernas negativa effekter. Kvantitativa regler kan innebära onödiga restriktioner på investeringarna och inverka negativt på förvaltningsresultatet. De kan tvinga fonden att investera i tillgångar med onödigt låg risk, eller hindra möjligheterna att utnyttja diversifiering för att minska risknivån. Dessutom varierar den finansiella ställningen, och därmed riskutrymmet mellan olika fonder och över tiden. Det innebär att lämplig portföljsammansättning varierar och att generella regler blir alltför trubbiga. Det kan också vara en nackdel att i lag specificera gränser för olika tillgångsslag eller instrument, eftersom nya investeringsmöjligheter fortlöpande utvecklas på marknaden. Kvantitativa restriktioner kan då innebära att pensionsfonder inte kan ta del av nya möjligheter som ges att skapa bättre avkastning eller hantera risker. Ytterligare en nackdel med kvantitativa regler kan vara att det låser styrelsens och organisationens tänkande till olika tillgångsklassers andel av den totala portföljen, fast det kunde vara mer effektivt att tänka bredare kring totala portföljrisker. De kvantitativa reglerna leder till ett framtagande av strategiska portföljer och sedan kan riskhanteringen komma att handla om risker relativt denna.

Kvantitativa och kvalitativa modeller har jämförts i ett antal forskningsrapporter. Davis (2002) gör en analys av konsekvenser av aktsamhetsregler respektive kvantitativa regler vid reglering av långsiktiga investerare, och drar slutsatsen att kvantitativa regler är särskilt olämpliga för pensionsfonder, pga. de negativa effekterna för förvaltningen som beskrivits ovan. I Davis och Hu (2008) jämförs resultatet i kanadensiska pensionsfonder med amerikanska och brittiska fonder. I Kanada finns alltså vissa kvantitativa regler kvar, medan man i USA och Storbritannien fullständigt övergått till reglering genom aktsamhetsprincipen.⁸² Davis och Hu visar att de kanadensiska pensionsfonderna skulle ha kunnat uppnå högre avkastning om man inte hade varit begränsad av kvantitativa

⁸¹ Prop. 2004/05:165, ”Nya regler för tjänstepensionsinstitut”, innehåller en beskrivning av vad aktsamhetsprincipen innebär.

⁸² Kvarvarande kvantitativa regler i Kanada begränsar bl.a. investeringar i fastigheter, andel av röster i enskilda företag, och enhandsengagemang (exponering mot en enskild motpart).

regler.⁸³ Den kvantitativa regleringen hindrar pensionsfonder att minimera risk givet avkastning. Davis och Hu (2009) sammanfattar att både vid en genomgång av teori och empiriska studier blir resultatet att aktsamhetsprincipen är bättre än kvantitativa tillgångsbegränsningar.

Inom EU införlivades 2006 aktsamhetsprincipen via tjänstepensionsdirektivet i medlemsländernas regelverk för tjänstepensionsinstitut. Det betyder för Sveriges del att aktsamhetsprincipen gäller för livbolags tjänstepensionsverksamhet, pensionsstiftelser och understödsföreningar (tjänstepensionskassor), men med vissa begränsade kvantitativa restriktioner där det bedömts vara nödvändigt (prop. 2004/05:165). De kvantitativa reglerna begränsar främst engångsengagemang och placeringar i onoterade tillgångar, och avser för livbolagen endast skuldtäckningstillgångarna.

Om det bedöms vara mer effektivt att reglera privata pensionsfonder för tjänstepension enligt aktsamhetsprincipen finns det skäl att anta att det även borde gälla statliga pensionsfonder. Yermo (2008) går igenom hur väl statliga pensionsfonder i vissa OECD länder uppfyller de kriterier som satts upp i OECD:s egna riktlinjer för pensionsfonder⁸⁴. Enligt dessa riktlinjer ska exempelvis aktsamhetsprincipen gälla för pensionsfonder, och rättsliga placeringsregler bör begränsas till att gälla grundläggande diversifiering, som att begränsa exponeringen mot enskilda tillgångar eller emittenter. Övriga begränsningar, exempelvis avseende tillgångsklasser, bör beslutas av styrelsen som en del i beslutet om investeringspolicyn. Yermos slutsats är att de flesta statliga pensionsfonder, och reglerna omkring dem, följer riktlinjerna väl. På en del punkter, i vissa länder, uppfylls dock inte riktlinjerna. När det gäller placeringsregler konstaterar Yermo att de flesta länderna har kvalitativa regler av aktsamhetsprincipstyp, men att Sverige inte uppfyller riktlinjerna eftersom lagstiftningen innehåller kvantitativa restriktioner för investeringar i olika tillgångsklasser ("...and even a floor on fixed-income securities, a practice that is discouraged in the OECD Guidelines on Pension Fund Asset Management"). Även McKinsey (2009) konstaterar i

⁸³ Det är dock möjligt att studien hade gett ett annat resultat om även avkastningarna 2008 omfattats. Om ersättandet av kvantitativa regler med kvalitativa medfört att andelen aktier ökat skulle det kunna ha blivit följden. Därför är det särskilt viktigt med fokus på riskstyrning när aktsamhetsregler införs.

⁸⁴ OECD (2005), OECD Guidelines for Pension Fund Management: Recommendations of the Council, och OECD (2006), OECD Guidelines on Pension Fund Asset Management.

sin utvärdering av AP-fondernas verksamhet att Första-Fjärde AP-fondernas placeringar är hårdare reglerade än många andra pensionsfonders.

5.3.2 Första-Fjärde AP-fondernas nuvarande placeringsregler

Första-Fjärde AP-fonderna omfattas i dag av ett antal kvantitativa placeringsbestämmelser som kan sammanfattas så här:

- *Generellt* gäller att placeringar får ske i alla förekommande instrument på kapitalmarknaden. Aktier och fordringsrätter ska vara upptagna till handel på reglerad marknad.
- Minst 30 procent av kapitalet ska placeras i *obligationer med låg kredit- och likviditetsrisk*.
- Högst 5 procent av tillgångarna får bestå av *onoterade värdepapper*, men endast i form av andelar i riskkapitalfonder (fastighetsaktier undantagna).
- Högst 40 procent av fondkapitalet får vara utsatt för *valutakursrisk*.
- Fonderna får inte placera i *råvaror*, och inte heller i finansiella instrument med råvaror som underliggande tillgång.
- 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*.

Risken med dessa kvantitativa regler är att de kan medföra att tillgångsportföljen inte kan ges den sammansättning som skulle vara bäst för att uppfylla målen. Dels begränsas möjligheten till diversifiering, vilket även Wassum (2008)⁸⁵ konstaterar, dels finns ingen eller liten möjlighet att investera i vissa typer av tillgångar som utifrån sina avkastnings- och riskegenskaper skulle vara lämpliga i en långsiktig pensionsportfölj.

⁸⁵ Regeringens skrivelse 2007/2008:130, Bil 8.

De restriktioner som mest tydligt är begränsande är troligen den som avser onoterade aktier (att man högst får placera fem procent av kapitalet i onoterade värdepapper och då via riskkapitalfonder), samt den som hindrar alla investeringar i råvaror. Den förra regeln innebär, om den ska tolkas strikt, att det totala värdet av alla investeringar i värdepapper som inte är upptagna för handel på reglerad marknad måste vara mindre än fem procent av värdet på de totala tillgångarna. Det innebär exempelvis att även investeringar i infrastruktur, och andra typer av speciella, men för pensionsfonder intressanta, investeringar kan begränsas av restriktionen. Dessutom uppstår en rad gränsdragnings- och klassificeringsproblem. Vid investeringar i värdepappersfonder hänförs normalt investeringen till den tillgångsklass som fonden investerar i. Om fonder kan investera någon del av kapitalet i onoterade tillgångar måste AP-fonderna ta hänsyn till detta för att inte komma att bryta mot placeringsbegränsningarna. Och ska investeringar i skogsfastigheter och jordbruksfastigheter anses vara fastighetsinvesteringar eller investeringar i onoterade tillgångar? Eller är de kanske att jämföra med råvaror?

Men hur mycket begränsas då AP-fonderna av de kvantitativa reglerna? Detta är inte lätt att mäta men en jämförelse med några andra pensionsfonder kan kanske ge lite vägledning. I Bilaga 2 anges tillgångsallokeringen för sju stora pensionsfonder från olika länder. De flesta av dessa har placeringsregler av akksamhetstyp, dock inte den norska Statens Pensjonsfond Utland. Att de utvalda fonderna är stora och i olika sammanhang brukar lyftas fram som goda exempel, indikerar att de har möjlighet att avsätta ordentligt med resurser⁸⁶ för frågor kring långsiktig allokering, vilket gör att de blir extra intressanta att jämföra AP-fonderna med. Det är dock viktigt att komma ihåg att jämförelsen av pensionsfonders tillgångsportföljers sammansättning egentligen inte alls blir meningsfull om de inte har likadana skuldsidor. Detta eftersom det är åtagandena som bestämmer vilka risker man kan och vill ta i tillgångsportföljen. Här kan det ändå vara intressant att se vilka portföljsammansättningar de har valt när de inte har haft några restriktioner på tillgångssidan. På grund av att fonderna grupperar och klassificerar sina tillgångar på olika sätt är det tyvärr svårt att göra exakta jämförelser. I tabell 5.1 presenteras ändå en

⁸⁶ Enligt McKinsey (2009), Utvärdering av AP-fondernas verksamhet 2009, har ATP och CPPIB omkring fem heltidsanställda som arbetar med långsiktig allokering, och på APG är så många som 45 heltidsanställda engagerade i arbetet med den långsiktiga allokeringen.

sammanställning med syfte att ge en bild av dessa fonders allokeringar till tillgångsklasserna onoterade värdepapper, råvaror och räntebärande tillgångar med låg risk.

Tabell 5.1 Några stora pensionsfonders allokeringar

Fond	Land	Portföljstorlek, miljarder US-dollar, 2007****)	Faktiskt- eller mål- andel *)	Andel råvaror	Andel onoterade ****)	Andel räntebärande med låg risk ****)
CalPers	US	255	M	0	10	24
OTPP	CA	111	F	1,5	23,4	26,8
CPPIB	CA	124	F	**)	17,7	31,8
PFZW	NL	129	F	1,2	6,3	29,5
ABP	NL	315	M	3	9	17
ATP	DK	84	M	10	5,7	20
Statens pensions- fond Utland	NO	371	M	0	0	40

Källor: Information i fondernas årsredovisningar eller på deras hemsidor.

*) För vissa fonder avser andelen faktisk andel av portföljen och för andra en målandel (eller andel av strategisk portfölj).

**) Råvaror ingår i CPPIBs universum av tillåtna placeringar, under onoterade tillgångar, men har inte redovisats separat.

***) Onoterade aktier och infrastruktur.

****) För flera fonder har det inte varit möjligt att skilja ut räntebärande tillgångar med låg risk. I de fallen anges samtliga räntebärandes andel.

*****) Storleken på de respektive AP-fondsportföljerna var vid samma tidpunkt omkring 35 miljarder USD.

Råvaror

Som framgår av tabellen är pensionsfondernas investeringar i råvaror ganska blygsamma. Statens Pensionsfond Utland får inte alls investera i råvaror (vilket förefaller rimligt mot bakgrund av att det är just råvaruintäkter som investeras i fonden). Att råvarors andelar av portföljerna är små i samtliga fall kan bero på att många av fonderna relativt nyligen har börjat investera i tillgångsslaget så att de faktiska investeringarna ännu inte hunnit bli så stora. Det är också frågan om ett urval av mycket stora fonder, vilket innebär att även små andelar innebär stora faktiska investeringar. I Harvard's och Yale's *endowments*, som inte finns med i tabell 5.1, har råvaruandelen under många år legat på närmare 15 procent.

Men varför ska då pensionsfonder investera i råvaror? Det kanske viktigaste skälet är att det kan bidra till förbättrad diversifiering att investera i en tillgångsklass som inte är perfekt

korrelerad med övriga. Gorton och Rouwenhorst (2005) visar att korrelationen mellan avkastning från råvaror och avkastning från aktier och obligationer till och med är negativ, vilket beror på att avkastningen från råvaror rör sig på ett annat sätt över konjunkturcykeln. Råvaror kan också ge ett skydd mot inflation, både faktisk och förväntad. Det kan också vara så att man långsiktigt förväntar sig att priser på knappa resurser i en värld med växande befolkning kommer att stiga.

Man kan dock konstatera att det huvudsakliga skälet som gavs i propositionen (prop. 1999/2000:46) för att förbjuda råvaruinvesteringar - att råvaror knappast förekommer i andra pensionsförvaltares portföljer - inte är giltigt i dag. Det andra skäl som gavs i propositionen handlade om att det krävs särskild kompetens för att placera i råvaror. Detta bör dock inte hindra pensionsfonder från att göra investeringar i råvaror om man har tillgång till kompetensen. Det finns möjlighet att anlita externa förvaltare, och i synnerhet efter en sammanslagning av fonderna till det en kan det bedömas vara effektivt att bygga upp intern kompetens. Det finns inte heller några andra skäl för att förbjuda att buffertkapitalet placeras i råvaror. Vissa investeringar i råvaror kan vara illikvida och kräva en lång placeringshorisont, men det måste man alltid ta hänsyn till, till följd av kravet på betalningsberedskap.

Onoterade aktier (och infrastruktur, jordbruksmark mm)

Varför man i den nuvarande lagstiftningen valt att begränsa Första-Fjärde AP-fondernas onoterade innehav till just fem procent framgår inte av propositionen. Det noteras att det finns fördelar för pensionsförvaltare att placera i illikvida tillgångar men det betonas också att det finns behov av betalningsberedskap, och en begränsning till fem procent föreslås därefter utan ytterligare analys av denna gräns.⁸⁷

Vad kan man då säga om AP-fondernas regler gällande investeringar i onoterade värdepapper och infrastruktur, utifrån hur andra pensionsfonder valt att investera? Det kan noteras att Första-Fjärde AP-fondernas andel på fem procent är mindre än samtliga övrigas, om man undantar Statens Pensjonsfond Utland som inte får investera alls i onoterade värdepapper. För att jämförelsen ska

⁸⁷ I den ursprungliga utredning, Ds 1999:38, som ligger till grund för nuvarande regelverket, föreslogs att endast Sjötte AP-fonden skulle investera i onoterade aktier.

bli korrekt måste dock Sjätte AP-fondens möjliga innehav av onoterade värdepapper inkluderas. Detta uppgick vid årsskiftet till knappt 16 miljarder. Den totala andelen av buffertkapitalet som kunde placeras i onoterade värdepapper var därför drygt sju procent vid årsskiftet. Även detta är lågt jämfört med pensionsfonderna i urvalet.

Gränsen på fem procent innebär en begränsning för fonderna, så att önskad portföljsammansättning kanske inte kan åstadkommas. Att gränsen är lågt satt har också medfört att fonder fått praktiska problem med att hålla sig under den. Man har velat utnyttja investeringsutrymmet maximalt⁸⁸ vilket medfört att gränsen överskridits när värdena på andra tillgångar gått ner. En annan nackdel är att det kan bli svårt att utnyttja nedgångsperioder när andra placerare drabbas av likviditetsproblem för att göra tilläggsinvesteringar till fördelaktiga villkor. Detta innebär att man inte får så hög avkastning från detta tillgångsslag som man annars kunde ha fått.

Det är möjligt att det av betalningsberedskapsskäl är lämpligt att begränsa innehaven i illikvida tillgångar. Mot bakgrund av att behovet av betalningsberedskap varierar över tiden, liksom fondstyrkan, är det dock olämpligt att lägga fast ett krav i lagstiftningen som begränsar möjligheterna till effektiv förvaltning av buffertkapitlet. Fortløpande analyser bör i stället göras av fonden själv för att fastställa kommande behov av likviditet så att betalningsberedskapen kan upprätthållas på ett sätt som gynnar pensionsystemet.

Räntebärande värdepapper

Skälet för att sätta upp ett krav på att minst 30 procent av kapitalet ska vara investerat i räntebärande värdepapper med låg risk är enligt förarbetena att begränsa risktagandet. Även detta krav kan vara onödigt hårt emellanåt, vilket föranledde kritiken i Yermos studie. Det har också framförts från exempelvis Fjärde AP-fonden⁸⁹ att denna placeringsregel skulle vara begränsande och det skulle vara till nytta för pensionssystemet om en större andel av kapitalet kunde placeras i aktier.

⁸⁸ Ett annat exempel är att lagen inte anger om det är utfäst eller investerat kapital som ska ligga till grund för andelsberäkningen, men att fonderna har valt att tolka det som investerat.

⁸⁹ Årsredovisning 2007.

Tabell 5.1 visar att åtminstone kring årsskiftet 2008/2009 var det få av fonderna i urvalet som hade valt att ha en större andel än 30 procent av räntebärande papper med låg risk, men också att flera fonder hade mellan 20 och 30 procent räntebärande värdepapper i portföljen. Det förefaller dock inte som att de har utnyttjat den mindre ränteandelen för att investera mer i aktier. I stället har de spridit ut portföljens risker över flera olika tillgångsslag.

Som konstaterades ovan var skälet till att ha ett krav på en minsta andel räntebärande tillgångar att man ville begränsa risktagandet, dvs. andelen aktier i portföljen. En stor andel aktier skulle kunna ge kraftiga fluktuationer i buffertkapitalet, och öka risken för att balanstalet blir mindre än ett. När nu den automatiska balanseringen förändras så att sådana fluktuationer i buffertkapitalet jämnas ut under en treårsperiod, borde behovet av riskbegränsningen via placeringsregeln bli mindre. Om man tror att en stor aktieandel på lång sikt är gynnsamt för pensionssystemet skulle en positiv effekt av den förändrade balanseringsmekanismen vara att det blir lättare att framgent ha en större andel utan att riskera stora kortsiktiga fluktuationer i balanstalet. Det skulle också kunna vara ett skäl att ta bort det kvantitativa kravet på räntebärande tillgångar.

Om det trots allt skulle vara önskvärt att begränsa risktagandet i placeringarna med en kvantitativ regel skulle en regel som liksom den nuvarande som ställer krav på en minsta andel räntebärande värdepapper trots allt kunna vara rimlig. Det är troligt att man även med helt fria regler skulle välja att ha en viss andel räntebärande värdepapper i portföljerna för att diversifiera riskerna något. Det kan dock i så fall vara lämpligt att analysera om kravet kan sänkas till 20 eller 25 procent.

Nackdelarna med att ha kvar kvantitativa regler har redan diskuterats ovan.

5.3.3 Förslag till nya placeringsregler

Syftet med den här rapporten är inte att analysera och diskutera ”bästa” tillgångssammansättning för buffertkapitalet. Mot bakgrund av analysen ovan kan dock konstateras att flera av de kvantitativa begränsningar som i dag finns för placeringarna förefaller kunna förhindra en effektiv förvaltning av buffertkapitalet. De kvantitativa restriktionerna begränsar möjligheterna till

diversifiering och till att skapa en gynnsammare riskexponering. Ytterligare en nackdel med kvantitativa regler är att de kan leda in pensionsfonden i ett synsätt där man fokuserar på att fatta beslut om tillgångars andel av fondkapitalet, vilket implicerar fondens risknivå, i stället för att fatta beslut om vilka risker fonden får utsättas för och därifrån härleda en lämplig portfölj.

Genom att ersätta dessa regler med en regel liknande aktsamhetsprincipen kan förutsättningarna för en effektiv förvaltning förbättras. Det ska vara styrelsens ansvar att utforma en investeringsmodell och sätta samma en portfölj som kan uppfylla de mål och de krav som ställts upp på förvaltningen. Tillgångarna ska placeras på ett sätt som säkerställer att uppdraget kan uppfyllas och ska styras utifrån de mål som finns och vilket risktagande som kan accepteras. Betalningsberedskap och säkerhet är väsentligt. Att en aktsamhetsregel införs, innebär dock inte att samtliga kvantitativa regler måste tas bort. Aktsamhetsregeln innebär vissa krav på interna processer och på hur hanteringen av portföljen, och risker sker, och den kan förstås också kompletteras med kvantitativa regler som man tycker är lämpliga.

Exakt hur själva aktsamhetsregeln ska formuleras för buffertfonden överläts till lagstiftaren.

Nedanstående exempel är från den lag som reglerar den kanadensiska statliga pensionsfonden CPPIB. Som exemplet visar kan skrivningarna bli rätt kortfattade. Aktsamhetsregler brukar normalt bara ange att tillgångarna ska placeras på ett sådant sätt som en normalt aktsam person skulle hantera annans egendom. Det innebär att lagen ställer krav på kvalitet och aktsamhet i hantering och processer.

Exempel: CPPIB

35. 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.

36. Every investment manager who invests the assets of the Board shall do so in accordance with this Act and the Board's investment policies, standards and procedures.

Bör då samtliga kvantitativa placeringsregler ersättas med aktsamhetskrav? Mot bakgrund av diskussionen ovan föreslås att

de regler som särskilt hindrar utnyttjandet av de särskilda förutsättningar en statlig pensionsfond har att investera långsiktigt och i illikvida tillgångar, tas bort. Genom införandet av aktsamhetsregeln blir fortlöpande hantering av risknivån i stället styrelsens tydliga ansvar.

Följande kvantitativa regler föreslås finnas i framtiden:

- *Högst 10 procent av fondkapitalet får vara exponerat mot enskild emittent.*

En sådan riskbegränsningsregel kan lämpligen komplettera aktsamhetsregeln. En regel av "hygienkaraktär" som inte begränsar möjligheterna i förvaltningen.

- *Förbud mot direktäggande av aktier, noterade och onoterade, i svenska bolag, om ett sådant ägande är förknippat med rösträtt. Undantag för aktier i eget fastighetsbolag, aktier i bolag som äger andra typer av tillgångar som buffertfondens tillgångar får placeras i, samt aktier i onoterade riskkapitalbolag.*

I enlighet med diskussionen i avsnitt 3.2.1

- *Fonden får högst äga aktier/andelar motsvarande 30 procent av rösterna i onoterade svenska riskkapitalbolag.*

Onoterade svenska bolag ska inte kunna innehas direkt, men via riskkapitalbolag (som ju också är normalt är onoterade). Ägandet i riskkapitalbolag begränsas på samma sätt som tidigare.

Följande regler tas bort:

- *Generellt gäller att placeringar får ske i alla förekommande instrument på kapitalmarknaden. Aktier och fordringsrätter ska vara upptagna till handel på reglerad marknad.*
Styrelsen får besluta om investeringsriktlinjer, inklusive placeringsuniversum, som tar hänsyn till uppdraget.
- *Minst 30 procent av kapitalet ska placeras i obligationer med låg kredit- och likviditetsrisk.*
Ersätts med aktsamhetsprincipen. Eventuellt kan regeln finnas kvar men procentsatsen justeras till 20 eller 25.
- *Högst 5 procent av tillgångarna får bestå av onoterade värdepapper, men endast i form av andelar i riskkapitalfonder.*
Ersätts med aktsamhetsprincipen.

- *Högst 40 procent av fondkapitalet får vara utsatt för valutakursrisk.*
Ersätts med aktsamhetsprincipen.
- *Fonderna får inte placera i råvaror, och inte heller i derivat med råvaror som underliggande tillgång.*
Ersätts med aktsamhetsprincipen.
- *Marknadsvärdet av fondens innehav av aktier i svenska bolag får högst motsvara 2 procent av det totala värdet av svenska aktier på svenska börser och marknadsplatser.*
Tas bort.
- *Högst 10 procent av aktierna i ett börsnoterat enskilt företag. Högst 30 procent i onoterade företag.*
Ersätt med regel om att ägandet av svenska aktier ska ske indirekt.

De kvantitativa regler som avser att begränsa ägandet av svenska börsbolag och ägarinflytandet i dem bör tas bort i enlighet med diskussionen i avsnitt 3.2.1. De föreslås ersättas med ett förbud att direktäga aktier, både onoterade och noterade, i svenska bolag, om ett sådant ägande är förknippat med rösträtt. Direktäggande av aktier i eget fastighetsbolag bör dock även fortsättningsvis vara tillåtet, liksom direktäggande av aktier i bolag som äger andra typer av tillgångar som buffertfondens kapital får placeras i, om detta effektiviserar förvaltningen. Det bör även vara tillåtet att äga administrationsbolag i sådant syfte.

Slutligen kan kravet att tio procent av fondens tillgångar ska förvaltas externt tas bort. Regeln tillkom i en tid när extern förvaltning var mindre vanlig än i dag, och man önskade betona att extern förvaltning skulle kunna vara en mer kostnadseffektiv lösning än intern förvaltning. En sådan regel behövs inte längre, utan aktsamhetsprincipen förutsätter att styrelsen väljer en kostnadseffektiv förvaltningsmodell.

Att kravet på styrelseledamöternas kompetenser och erfarenheter blir än större om de kvantitativa reglerna ersätts med kvalitativa måste man självklart ta hänsyn till vid styrelse-rekryteringen. En förbättrad styrningsstruktur, i enlighet med vad som beskrivs i kapitel 4, är en förutsättning för att det större ansvaret ska kunna läggas på styrelsen.

De friare reglerna medför också att större krav ställs på uppföljning av förvaltningen. Finansinspektionens fyller, genom att utfärda föreskrifter och utöva tillsyn, en viktig funktion för att

aktsamhetsprincipen ska fungera för tjänstepensionsinstituten. Därtill finns solvenskrav för livbolag och pensionskassor, och Finansinspektionen har utformat en särskild trafikljusmodell för att mäta bolagens exponering för olika risker med hjälp av stresstester. Det bör övervägas om Finansinspektionen också bör utöva tillsyn över buffertfonden, även om trafikljus och solvenskrav inte kan tillämpas på denna. I övrigt blir transparent rapportering, utvärderingar och även oberoende granskningar viktiga uppföljningsinstrument. Buffertfondsfullmäktige får också ansvar för att årligen följa upp och utvärdera förvaltningsmodell och valda risknivåer, särskilt med avseende på kraven på betalningsberedskap.

Det bör göras en bedömning av om det kan behövas någon form av övergångsregler när placeringsreglerna ändras. Möjligen skulle borttagandet av valutaexponeringsbegränsningen kunna göras stegvis. Syftet är att mildra eventuella effekter på marknaderna.

5.4 Förvaltningsmodell

Mot bakgrund av det dåliga aktiva förvaltningsresultat som buffertfonderna uppvisat, kan man fråga sig om det inte det vore bättre att ge upp ambitionen att skapa ett aktivt förvaltningsresultat, för att i stället placera kapitalet så att dess värdeutveckling helt kommer att bestämmas av utvecklingen för olika marknadsindex. Det har i debatten även framförts att lagen om AP-fonder borde ändras för att tvinga fram en indexförvaltning till låga kostnader. Att i lag lägga fast ett krav på indexförvaltning innebär dock att handlingsutrymmet begränsas vilket kan leda till sämre avkastning på sikt. De förändringar som föreslås i avsnittet om en förstärkt styrningsmodell syftar till att skapa sådana förutsättningar för förbättrad styrning att ett förbud mot aktiv förvaltning inte ska vara nödvändigt. En välfungerande och kompetent styrelse bör ha bättre kompetens för beslut om förvaltningsmodell än lagstiftaren, och har bättre möjlighet att anpassa modellen efter förändrade förutsättningar. Därför ska det inte behöva tas in i lagstiftningen om man i fonderna ska ta aktiv risk eller om förvaltningen ska vara indexnära.

Att ställa krav på indexförvaltning i lag skulle inte heller vara helt okomplicerat. Hur skulle bestämmas vilka index som ska användas? Ett sådant beslut är i sig ett aktivt beslut som kommer

att få stor inverkan på fondens avkastning. Vilka avvikelser ska tillåtas? När skulle rebalansering ske? Skulle en sådan ansats innebära att man inte alls skulle investera i sådana illikvida tillgångar som så väl lämpar sig för en pensionsfond: onoterade aktier, infrastruktur, fastigheter mm, och som kan bidra till att skapa en högre långsiktig avkastning. Om bara delar av portföljen skulle indexeras: hur skulle bestämmas vilka delar och när rebalansering mellan dessa skulle ske? En betydligt effektivare lösning är att låta en kompetent styrelse göra analysen av hur aktiv förvaltningen bör vara och fatta besluten om förvaltningsmodell. Nedan diskuteras vidare dels vilka förväntningar man bör ha på en statlig pensionsfonds möjligheter att lyckas med sin förvaltning (särskilt aktiv förvaltning), dels olika andra svårigheter som styrelsen kan behöva hantera.

Trots att detta avsnitt i stora delar handlar om möjligheten att lyckas med aktiv förvaltning är det dock viktigt att inte glömma bort att de viktigaste besluten handlar om att välja rätt strategisk allokering, och att fortlöpande anpassa risknivån i portföljen. Ibbotson och Kaplan (2000) visade att så mycket som 90 procent av variationen i pensionsfonders och värdepappersfonders avkastning över tiden kan förklaras med den strategiska allokeringen.

5.4.1 Kan en statlig pensionsfond bli en framgångsrik aktiv förvaltare?

Man bör naturligtvis fråga sig om det överhuvudtaget finns förutsättningar för att en statlig pensionsfond ska kunna bli en framgångsrik aktiv kapitalförvaltare. Det finns gott om akademiska studier av hur värdepappersfonder misslyckas med detta. Studierna kommer normalt fram till att avkastningen från sådana fonder understiger relevanta jämförelseindex, exempelvis Malkiel (1995), Gruber (1996) och Chan, Chen och Lakonishok (2002). Det finns inte så många studier av pensionsfonders förvaltningsresultat, men de som finns ger dock ett annat resultat. Busse, Goyal och Wahal (2007) studerar över 6 000 institutionella portföljer under perioden 1991-2004 och finner att bruttoavkastningen i portföljerna i snitt överträffar index i alla de tre kategorierna som portföljerna indelats i: amerikanska aktier (58 punkter), amerikanska obligationer (8 punkter) och utländska aktier (24 punkter). Bauer och Frehen

(2008) studerar dock förvaltningen av nära 1 000 amerikanska pensionsfonders inhemska aktieportföljer och kommer fram till att nettoavkastningen i princip motsvarar indexavkastningen (värdepappersfonderna i samma studie underträffar däremot sina index avsevärt). Bauer och Kicken (2008) uppskattar nettoavkastningen över index från kanadensiska pensionsfonders obligationsportföljer samt motsvarande för kanadensiska räntefonder under perioden 1997-2004. De kommer fram till att pensionsfonderna i snitt uppvisade en överavkastning på sju punkter, medan värdepappersfondernas genomsnittliga underavkastning var 174 punkter. Den mest intressant studien är dock den av Ambachtsheer (2009) som med hjälp av detaljerade data från ett stort antal nordamerikanska, europeiska, australiensiska och nya zeeländska pensionsfonder från perioden 1991 -2007 (totalt 4 473 observationer) beräknar en överavkastning på 23 punkter⁹⁰. Visserligen består databasen av uppgifter från pensionsfonder som själva valt att utsätta sig för utvärdering och jämförelser, men den omfattar ett stort antal av de viktigare fonderna i världen. Av de drygt 400 fonderna som ingår i urvalet i dag ingår 50 bland 100 av världens största fonder. Om man skulle kunna uppnå 23 punkters meravkastning vid förvaltningen av buffertkapitalet, skulle detta bidra till årlig ökning av kapitalet motsvarande knappt 2 miljarder kronor vid nuvarande fondstorlek.

Slutsatsen av de empiriska studierna är att det åtminstone förefaller vara möjligt för pensionsfonder att skapa avkastning utöver index. Det finns dock inga särskilda studier av hur *statliga* pensionsfonder lyckats med sin förvaltning, och de studier som redovisats ovan analyserar inte vad som karaktäriserar fonder som lyckats väl i sin aktiva förvaltning.

Det finns dock ett antal studier som visar på ett tydligt samband mellan resultatbaserad ersättning och hur kapitalförvaltaren agerar och uppnått resultat. Detta är i och för sig inte särskilt överraskande utan överensstämmer både med sunt förnuft och med annan litteratur inom ekonomisk styrning. Scharfstein och Stein (1990) och Zwiebel (1995) konstaterar att fondförvaltare som är osäkra på den egna förmågan och oroliga för sitt rykte uppvisar en naturlig tendens till flockbeteende. Scharfstein och Stein skriver: "Managers who only care about their reputation will always herd... but managers who care about profits (compensation) will have to trade off their loss of reputation against profits". Dass, Massa och

⁹⁰ Ambachtsheer uppskattar att den faktiska överavkastningen egentligen är fyra punkter högre, dvs. 27 punkter, eftersom även indexförvaltning medför en kostnad.

Pagini (2008) visar också att resultatbaserad ersättning gör att förvaltare undviker flockbeteende och vågar fatta självständiga beslut. De studerar värdepappersfonder under IT-bubblan och ser ett tydligt samband: de som hade störst andel "bubbel"-aktier i sina portföljer var de som hade minst möjlighet till bonusar. Gehrig, Lutje och Menkhoff (2009) visar att ju större den möjliga rörliga ersättningen är desto större blir prestationen och desto större intresse uppvisar förvaltaren för fundamental information. Efter som möjlighet till framtida karriär kan fungera som incitament för yngre förvaltare är det viktigare med prestationsbaserade ersättningsmodeller för mer erfarna förvaltare. Enligt Henrekson och Jakobsson (2008) har de svenska statliga fonderna en konkurrenssnackdel som ägare och sannolikt även som förvaltare, relativt riskkapitalfonder, hedgefonder och aktivistfonder. I de senare har förvaltarna i regel ett eget ägande eller ersättningskontrakt som ger utfall som är ekvivalenta med eget ägande. Khorana, Servaes och Wedge (2007) visar att avkastningen stiger med 3 punkter för en punkts ägande i fonden.

Ovanstående resultat är också i linje med Jordahls (2008) slutsats om att statliga bolag blir mer effektiva efter privatisering och att detta bl.a. kan bero på att incitamentssystemen kan vara annorlunda utformade i de privata bolagen än i de statliga. Detta indikerar att det förhållande att AP-fonderna i dag, till följd av regeringens riktlinjer, inte kan utforma ett ändamålsenligt incitamentsskapande ersättningssystem, kan få negativa konsekvenser för buffertkapitalets utveckling och pensionerna. Små möjligheter att betala rörliga löner kompenseras med höga fasta löner, men risken är att man ändå inte kan attrahera och behålla de som har bäst möjligheter att lyckas med den aktiva förvaltningen. Medan pensionsfonder som lyckats mycket bra med den aktiva förvaltningen har genomtänkta lönesystem som är uppbyggda med en relativt låg fast lön och en möjlighet till en rörlig ersättning som kan vara så hög som fem gånger den fasta lönedelen⁹¹, kan AP-fonderna högst betala två månadslöner extra.

Konsekvenserna av detta blir att

- kostnaderna blir höga oavsett hur avkastningen utvecklas,

⁹¹ Exempelvis CPPIB, OMERS, OTPP. Dessa fonder har prestationsbaserade system som baseras på avkastning under flera år och där prestationsbaserade ersättningar inte betalas ut direkt utan "investeras" i fonden.

- förvaltarna har inga egentliga incitament att avvika från index och
- personalomsättningen blir skadlig genom att de duktigaste lockas till andra arbetsgivare medan de som inte får eller vågar acceptera andra erbjudanden blir kvar.

Risken blir stor att för att hamna i en situation där indexavkastning åstadkoms till kostnader för aktiv förvaltning. Bäst för pensionssystemet vore om styrelsen kunde få mandat att själva utforma en lämplig ersättningsmodell utifrån en avvägning av intressena att ge incitament för att uppnå en god avkastning och att erhålla allmänhetens förtroende för förvaltningen och förvaltningsorganisationen. Sådana modeller bör lämpligen ha långsiktigt inslag, och eventuellt positiva utfall kan investeras fiktivt i fonden för att ytterligare skapa "alignment of interests". Om det inte finns möjlighet att internt skapa en miljö där aktiv förvaltning kan fungera bör styrelsen inte heller bygga upp en sådan organisation. I sådana fall är indexförvaltning (extern eller intern beroende på kostnaderna) eventuellt kombinerad med externa aktiva mandat troligen den bästa lösningen. I det följande kommer dock att bortses från de begränsningar som restriktioner avseende ersättningsmodellen kan innebära.

Styrelsen har en mängd beslut att fatta när det gäller förvaltningsmodellen, och det finns inte anledning att här gå in på dessa i detalj. Här följer därför bara en kort diskussion av några av utmaningarna.

Strategiska frågor och aktiv förvaltning av delportföljer

Som konstaterades ovan rör pensionsfondens viktigaste beslut den övergripande sammansättningen av portföljen. De viktigaste för fonden är att kontrollera riskerna, att ha en väl avvägd portföljsammansättning och att arbeta aktivt med den över tiden för att anpassa riskerna. Utvecklingen 2008 har tydligt visat vad som kan hända om man inte kontrollerar "nedsidesriskerna". Att lägga ner kraft på att genom aktiv förvaltning försöka uppnå någon procentenhets överavkastning i olika delportföljer samtidigt som en nedgång på aktiemarknaden med 40 procent hanteras passivt

och får direkt genomslag i portföljen är inte acceptabelt⁹². Det gäller att använda fondens s.k. ”styrningsbudget” på ett klokt sätt, dvs. styrelsen måste lägga de totala resurserna på de frågor som har störst betydelse och där besluten får störst inverkan.

Aktivt eller passivt

Förutsättningar att skapa ett positivt förvaltningsresultat varierar mellan tillgångsslag och marknader, och också över tiden. På vissa marknader kan prissättningen vara så effektiv att det kan vara mycket svårt att överträffa index. Kostnaderna för att tänka klokare än övriga aktörer blir höga, och sannolikheten att man ska lyckas liten. Som exempel på marknader där det är klokast att vara passiv brukar anges amerikanska storbolagsaktier och amerikansk ränta.

Nedanstående tabell visar en sammanställning av hur amerikanska aktiva värdepappersfonder med olika inriktning lyckats med sin förvaltning under olika perioder. Siffrorna anger hur stor andel, i procent, av fonderna i respektive kategori som överträffades av index. De illustrerar väl att det uppenbarligen verkar vara svårt för amerikanska fondförvaltare att åstadkomma bättre avkastning än index inom flera tillgångsslag/investeringsområden.

Tabell 5.2 Andel fonder i olika kategorier som inte överträffar index

Fondkategori	Jämförelseindex	Ett år	Två år	Fem år
Amerikanska storbolagsfonder	S&P 500	54,34	64,76	71,90
Amerikanska småbolagsfonder	S&P SmallCap 600	83,77	78,03	85,45
Globala fonder	S&P Global 1200	59,83	64,04	63,16
Emerging marketfonder	S&P/IFCI Composite	65,06	83,93	89,83
Långa statsobligationsfonder	Barclays Long Government	89,80	93,33	92,68

Källa: Standard & Poor's Indices Versus Active Funds Scorecard, April 2009. Uppgifterna baseras på CRSP data som korrigerats för s.k. *survivorship bias* och avser perioder som slutar den 31 december 2008.

⁹² Även för en långsiktig investerare gäller att om något går ned med 40 procent, så behövs en avkastning på 67 procent bara för att återhämta värdeförlusten.

Även den svenska aktiemarknaden har med tiden blivit alltmer effektiv, vilket medfört att det blivit svårare att skapa en nettoavkastning som överträffar index även på denna marknad. Det kan vara lättare att skapa meravkastning i länder som Japan eller olika *emerging markets*, som kanske är mer komplicerade och inte lika genomlysta - förutsatt att man själv har kompetensen förstås. Det räcker inte att möjligheten att skapa meravkastning finns, man måste själv förstå med vilken investeringsmodell man ska skapa den, och sedan kunna göra det själv eller hitta externa förvaltare som kan.

Styrelsen måste fortlöpande ta ställning till inom vilka marknader eller segment som det kan vara möjligt att skapa meravkastning, besluta hur mycket risk som får tas i förvaltningen och om förvaltningen ska ske internt eller externt.

Det är viktigt att tänka på att även om man väljer en passiv indexförvaltning så återstår ändå de viktigaste strategiska besluten att fatta inom fonden, nämligen hur kapitalet ska fördelas på olika tillgångsslag. Detta beslut är avgörande för den totala avkastningen. Därtill måste man välja vilka index man ska följa, vilket också är ett viktigt beslut. Även om man väljer en passiv strategi kommer viktig kompetens att behövas i organisationen.

Internt eller externt

För att utnyttja stordriftsfördelar och pressa kostnader kan det bästa alternativet vara att bygga upp en egen förvaltningsorganisation med alla de resurser man behöver internt. Det förefaller också i dag vara trenden bland stora pensionsförvaltare som ABP, OMERS och OTPP, som bl.a. har egna bolag för investeringar i onoterade aktier eller infrastruktur. Mycket av kostnaderna inom kapitalförvaltning orsakas av olika typer av mellanhänder och rådgivare, och med en tillräckligt stor portfölj att förvalta kan man ha dessa kompetenser internt vilket pressar kostnaderna. Det kan även bidra till lägre kostnader att sköta själva förvaltningen internt. För att det ska vara bäst att välja intern förvaltning måste man dock se till att så bra förvaltarkompetenser kan rekryteras att inte nettoavkastningen blir lägre än vid extern förvaltning. Detta påverkas bl.a. av den ersättningsmodell man har.

En fördel med att arbeta med externa förvaltare är att det ger en större flexibilitet. Det handlar både om att en extern förvaltare som

inte presterar enligt förväntan lättare kan bytas mot någon annan, och om att det är lättare att byta från en aktiv förvaltningsmodell till en passiv om man inte har byggt upp en egen organisation för aktiv förvaltning. En egen intern förvaltningsorganisation kan vilja vara mer aktiv än vad som är lämpligt⁹³. Det är viktigt att en styrelse med kunskap och integritet hanterar dessa frågor.

⁹³ Det kan anses roligare att vara aktiv än passiv, och det låter bättre också.

6 Sjätte AP-fonden och onoterade investeringar i buffertfonden

I övriga delar av den här rapporten är det främst frågor relaterade till Första till Fjärde AP-fonderna som har diskuterats. Även Sjätte AP-fonden förvaltar buffertkapital, men den intar en särställning i förhållande till de andra buffertfonderna. Den har samma mål för förvaltningen som de övriga buffertfonderna men skapades i syfte att genom sina investeringar i mindre bolag också främja svensk tillväxt. Placeringsreglerna avviker från de övrigas eftersom Sjätte AP-fonden framför allt ska bidra med riskkapital till små och medelstora svenska bolag, särskilt onoterade sådana. Sjätte AP-fonden är också till skillnad från de övriga en helt stängd fond, dvs. inga flöden går till eller från fonden.

Som konstaterades ovan (avsnitt 5.1) finns det skäl att tillgångsslaget onoterade aktier finns just i långsiktiga investerares portföljer. De speciella förutsättningar som en pensionsfond har, gör att det finns möjligheter att tillgodogöra sig likviditetspremier och att därigenom få en högre avkastning. Åtminstone på kort sikt kan också onoterade aktier bidra till en diversifiering i portföljen, eftersom ögonblickliga marknadsvärden inte avspeglas i redovisningen. För att kunna lyckas med investeringar i onoterade aktier krävs särskild kompetens såväl i organisation som i styrelse. Det gäller både vid direkta investeringar och vid indirekta via riskkapitalfonder. Placeringarna är riskfyllda och man måste ha erfarenhet, kunskap och förmåga för att identifiera och få tillgång till de bästa investeringsobjekten. Dessutom har det visat sig att de bästa förutsättningarna att nå hög avkastning ges om man kan skjuta till kapital i dåliga tider när andra av olika skäl lämnar tillgångsslaget (Kaplan och Strömberg, 2009), vilket ställer särskilda krav på organisationen och styrelsen.

6.1 Erfarenheterna i nuvarande system

6.1.1 Sjätte AP-fondens uppdrag

Sjätte AP-fonden ska, liksom Första-Fjärde AP-fonderna, arbeta långsiktigt med att skapa avkastning till nytta för försäkringen för inkomstgrundad pension. Sjätte AP-fondens övergripande mål för placeringsverksamheten, inom angiven placeringsinriktning, liknar Första-Fjärde AP-fondernas. Sjätte AP-fonden ska skapa långsiktig hög avkastning och hålla en tillfredsställande riskspridning. Inga andra mål anges i lagtexten.

Däremot fanns näringspolitiska skäl bakom skapandet av Sjätte AP-fonden, och regionalpolitiska bakom lokaliseringen till Göteborg. I förarbetena (prop. 1995/96:171) anges som syftet med inrättandet

- dels att främja tillväxt och sysselsättning genom att riskvilligt kapital ställs till det svenska näringslivets förfogande,
- dels att skapa utrymme för självständigt och långsiktigt ägande med fokus på svenska företag, både börsnoterade bolag och onoterade företag, samt med möjlighet att investera i mindre, nystartade företag.

Bakgrunden var att man uppfattade att det rådde brist på riskkapital på marknaden vilken inrättandet av en sjätte fondstyrelse skulle kunna avhjälpa. Inrättandet av en sjätte fondstyrelse behandlades också i den s.k. tillväxtpropositionen från 1996. I den angavs att en sådan fondstyrelse borde få i uppdrag att verka för att svenska onoterade företag skulle få god tillgång till riskvilligt kapital (prop.1995/96:25). Det var alltså så att det vid själva *tillskapandet* av sjätte fondstyrelsen fanns ett syfte att främja tillväxt genom att sätta av kapital för investeringar i små och onoterade bolag. Däremot är inte målet med *förvaltningen* att främja tillväxt och sysselsättning. Det kan också noteras att regeringen i sina utvärderingar endast analyserar avkastningen från Sjätte AP-fondens investeringar och inte huruvida man genom investeringarna främjat tillväxt och sysselsättning. Detta är logiskt ur ett pensionssystemsperspektiv, men det kunde också ha varit värdefullt att utvärdera om målet med det politiska beslutet att skapa en sjätte fondstyrelse har uppfyllts, och om det fortfarande

gäller. McKinsey (2009) påpekar att Sverige i dag är ett av de länder som har störst tillgång på riskkapital.⁹⁴

Att buffertkapitalet ändå används indirekt för att bedriva näringspolitik på detta sätt är inte till nytta för pensionssystemet. Tvärtom skapar det otydlighet kring syftet med förvaltningen av buffertkapitalet och kan medföra kostnader genom att kapitalet urholkas till följd av för pensionssystemet ogynnsamma investeringar. Dessutom kan syftet med inrättandet av Sjätte AP-fonden ha bidragit till att otydlighet skapats kring syftet med förvaltningen av buffertkapitalet. Om politiska syften kan få styra i vissa delar så kan det vara nära till hands att även tänka kreativt i övrigt när det gäller användning buffertkapitalet för politiska syften.

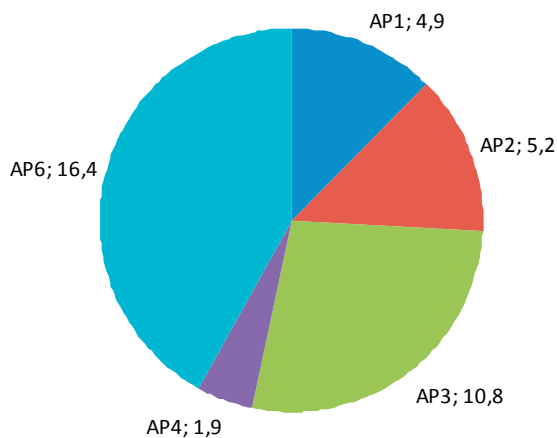
6.1.2 Buffertfondernas totala investeringar i onoterade aktier

Nuvarande struktur och regelverk innebär att buffertkapital investeras i onoterade aktier av fem olika organisationer. Första-Fjärde AP-fondernas investeringar i onoterade värdepapper får uppgå till maximalt 5 procent av kapitalet och Sjätte AP-fondens investeringar maximeras av portföljens storlek (16,4 miljarder SEK sista december 2008). Diagram 6.1 visar hur den totala buffertfondens innehav i onoterade aktier var fördelat mellan fonderna per sista december 2008 (i Sjätte AP-fondens portfölj utgör innehav i noterade småbolag cirka 12 procent).

⁹⁴ Åtminstone var det så 2007. Då hade Sverige enligt EVCA den högsta andelen investeringar i onoterade aktier (Buyout samt Venture Capital), mätt som andel av BNP, i alla länder i Europa.

Diagram 6.1 Investeringar i noterade aktier, december 2008

Miljarder SEK



Källa: AP-fondernas årsredovisningar.

Det kan noteras att Första-Fjärde AP-fondernas investeringar i onoterade aktier tillsammans var större än Sjätte AP-fondens. Tredje AP-fondens investeringar i onoterade aktier motsvarade mer än två tredjedelar av Sjättes. 5,4 procent av det totala buffertkapitalet var investerat i onoterade aktier.

Sjätte AP-fonden har investerat drygt halva kapitalet direkt i ett 50-tal bolag och resten i fonder från ett 20-tal riskkapitalbolag eller andra förvaltare. 70 procent av det direktinvesterade kapitalet har investerats i bolag med en omsättning på över 500 miljoner. Av resterande 30 procent är två procentenheter investerade i bolag med en omsättning under 20 miljoner. De övriga AP-fonderna får inte direktägda onoterade bolag, utan investerar enbart via riskkapitalbolag eller fonder. Antalet och typen av innehav varierar mycket mellan fonderna. Tredje AP-fonden hade vid årsskiftet innehav i drygt 100 fonder.

Sjätte AP-fonden hade vid årsskiftet 32 anställda, varav ungefär hälften i investeringsorganisationen. Hos var och en av de fyra övriga fonderna arbetade mellan en och tre personer direkt med investeringarna i onoterade aktier, men därtill var förstås också administrativ personal engagerad på olika sätt.

Hur ser då resultatet ut? McKinsey (2009) har på uppdrag av Finansdepartementet gjort en genomgång och utvärdering av uppgiften att skapa avkastning till pensionssystemet. Sjätte AP-fonden har haft som mål att överträffa riskfri ränta plus 4,5 procent. Under perioden 1997-2008 skulle detta ha krävt en årlig avkastning på minst 7,8 procent. Den faktiska avkastningen, efter kostnader, var 3,8 procent under perioden⁹⁵. Eftersom onoterade aktier motiveras som tillgångsslag för en långsiktig investerare för att man i teorin kan erhålla en premie över noterade aktier, är det intressant att jämföra med vilken avkastning man skulle ha fått från en portfölj av svenska noterade aktier under samma period. Aktieindexet MSCI Swedish Midcap⁹⁶ gav en årlig avkastning på 6,5 procent under perioden. En sådan avkastning hade inneburit att Sjätte AP-fonden i dag skulle ha haft 22 miljarder att förvalta i stället för 16,4. Eftersom det tar tid att investera ett så stort kapital som 10 miljarder, det kapital som Sjätte ursprungligen tilldelades i onoterade aktier, kan det vara mer rättvisande att utesluta de första åren. Även under perioden 2003-2008 underträffade dock Sjätte AP-fonden sitt avkastningsmål med 1,4 procentenheter per år. Den genomsnittliga avkastningen 5,9 procent kan jämföras med den på 9,1 procent från MSCI Swedish Smallcap. Visserligen bygger Sjättes avkastningssiffror på osäkra värderingar eftersom det tar tid att realisera investeringar i onoterade aktier, men det förefaller ändå som att det hade varit avsevärt bättre (5-6 miljarder SEK) för pensionssystemet om man sedan start i stället investerat i ett småbolagsindex. Investeringar i fonder som realiserats har sedan starten 1997 gett en avkastning på 20,9 procent (före interna kostnader) medan realiserad avkastning från direktinvesteringar varit 8,2 procent. Skillnaden beror bl.a. på att man investerat i buyoutfonder som varit mycket framgångsrika.

Som noterade ovan har inga utvärderingar gjorts av huruvida tillväxt och sysselsättning faktiskt har främjats av Sjätte AP-fondens investeringar. Sjätte AP-fondens styrelse konstaterar dock i sin egen utvärdering (Sjätte AP-fonden, 2009), när det gäller bidrag till svenskt näringsliv att:

- ”Inom fondinvesteringar har Sjätte AP-fonden, som kompetent investerare och kravställare med eget strukturkapital, bidragit

⁹⁵ McKinsey (2009).

⁹⁶ Det fanns inget småbolagsindex under perioden.

- till en kvalitetshöjning inom sektorn privata riskkapitalfonder som investerar i svenska små och medelstora företag.”
- ”Inom företagsinvesteringar har Sjätte AP-fonden med innovativa investeringsmodeller möjliggjort investeringar som med stor sannolikhet annars inte skulle ha kommit till stånd.”

Framför allt framhåller man att om inte det speciella uppdraget fanns så skulle med stor sannolikhet mer kapital ha ställts till *buyout*segmentets och mindre till andra sektorer förfogande. Mer kapital antas ha gått till tillväxtbolag, småbolag och medelstora företag än vad som annars skulle ha skett. Därtill har investeringarna, enligt Sjätte AP-fonden, fått en större geografisk spridning över landet. Mot bakgrund av att Sjätte AP-fonden har uppnått en IRR sedan start⁹⁷ på 13,5 procent i portföljen av mogna bolag, medan IRR i portföljen av expansionsbolag varit -6,5 procent förefaller det som att det hade varit mer gynnsamt för pensionssystemet om inte de näringspolitiska målen hade angivits som ett skäl för Sjätte AP-fondens tillskapande.⁹⁸ Därtill förefaller fondinvesteringarna ha utvecklats bättre än direktinvesteringarna.

När det gäller Första-Fjärde AP-fondernas investeringar i onoterade aktier är det ännu svårare att hitta information i fondernas årsredovisningar eller i regeringens skrivelser om hur de har utvecklats. En anledning är bl.a. att onoterade aktier ofta grupperas med andra typer av investeringar, t.ex. infrastruktur eller hedgefonder, i kategorin alternativa investeringar.

Sammantaget finns det inte tillräckligt bra material tillgängligt publikt för att man ska kunna göra en analys av huruvida det verkar finnas förutsättningar för framgångsrika investeringar av buffertkapital i onoterade aktier. En sådan undersökning skulle dock vara värdefull. Det skulle även behöva undersökas ytterligare vad som generellt gäller för att en institutionell investerare ska lyckas med sina placeringar i onoterade aktier. De studier som kort redogjordes för i avsnitt 5.2.1 indikerar att det som har betydelse är förmågan att bygga upp och behålla kompetens bland förvaltarna. Därtill ska det finnas utrymme att investera när andra inte kan eller vill, eftersom detta ger möjlighet till bra villkor. En förutsättning är då att man själv inte begränsas av placeringsregler eller

⁹⁷ Med IRR sedan start avses Internal Rate of Return, dvs. internräntan, under perioden 1997-2008.

⁹⁸ Det anges dock inte i regelverket att Sjätte AP-fonden särskilt ska investera i s.k. tillväxtbolag. Detta är ett beslut av Sjätte AP-fondens styrelse.

likviditetsproblem, och att styrelsen förstår och vågar investera fast andra inte gör det. Tyvärr finns inte utrymme för en sådan fördjupad studie av dessa frågor inom ramen för detta projekt.

6.1.3 Allokering till onoterade aktier

Konstruktionen med Sjätte AP-fonden innebär att en stor del av investeringarna i onoterade aktier sker utan koppling till den övriga portföljen. Det finns två uppenbara nackdelar med detta. För det första finns inget organ, annat än riksdagen, som har ansvar för den totala allokeringen till onoterade aktier. Detta gäller i dag, men skulle bli än mer uppenbart vid en sammanslagning av Första–Fjärde AP-fonderna till en fond. Då ska den stora buffertfondens allokering till onoterade aktier ta hänsyn till att investeringar i onoterade aktier också görs i en separat fond, vars investeringsstrategi, och därmed risknivå och avkastningspotential, man inte råder över. För det andra är det inte effektivt att investeringarna i onoterade aktier görs av flera olika aktörer i systemet. Investeringar i onoterade aktier kräver tillgång till kompetens och erfarenhet, såväl hos investerare som inom administration och juridik. Att ha sådana kompetenser i två organisationer blir dyrt, och om man inte bygger upp kompetensen finns risk att man blir beroende av dyra rådgivare eller att man blir en svag avtalspart med sämre villkor som följd. Dessutom finns det andra stordriftsfördelar vid investeringar i onoterade aktier: om man vill få tillgång till de bästa fonderna ("den övre kvartilen") så är det värdefullt att ha ett stort kapital, ett stort kunnande och ett trovärdigt långsiktigt engagemang inom tillgångsslaget. Det finns dock också en möjlig storleksnackdel; som stor placerare kan man behöva prioritera bort mindre investeringar, som kräver lika mycket, eller mer resurser, som större. Därigenom skulle avkastningen kunna bli något lägre. Detta handlar dock enbart om intern styrning.

6.2 Förslag till ett nytt system

Det har konstaterats på flera ställen i denna rapport att investeringar i onoterade aktier sannolikt är till nytta i en långsiktig pensionsfundsportfölj. Däremot är den nuvarande strukturen med

förvaltning i flera organisationer och i en fond utan koppling till den övriga buffertkapitalportföljen inte ändamålsenlig och effektiv. Sjätte AP-fonden bör därför avvecklas och tillgångarna föras över till den nya buffertfonden.

Den nuvarande begränsningen av investeringarna i onoterade aktier till 5 procent (vilket med hänsyn tagen till Sjätte AP-fondens innehav innebär cirka 7 procent totalt) tas bort när kvalitativt inriktade placeringsregler införs. Det blir styrelsens uppgift att besluta om lämplig allokering till tillgångsslaget mot bakgrund av uppställda mål för verksamheten, vilket innebär att bedömningar fortlöpande måste göras av risker, avkastningsmöjligheter, behov av betalningsberedskap etc.

Styrelsen måste också besluta om förvaltningens organisation och inriktning. Inledningsvis förefaller en ordenlig analys behövas mot bakgrund av de erfarenheter som gjorts i de olika fonderna. Vilka är förutsättningarna för att en statlig pensionsfond ska lyckas med investeringar inom onoterade aktier, och kan de uppfyllas? Ska man välja att investera indirekt via fonder, vilket kan innebära höga kostnader, eller kan de vara möjligt att bygga upp en organisation med nödvändig kompetens för att göra direktinvesteringar⁹⁹? Hur ska man arbeta långsiktigt med den strategiska uppbyggnaden av portföljen och var hittar man kompetenser för detta? Även om Sjätte AP-fonden avvecklas¹⁰⁰ kan det vara en bra lösning att också i framtiden separera förvaltningen av portföljen av onoterade aktier från den övriga förvaltningen i buffertfonden, eventuellt i bolagsform. Synergierna med förvaltningen av övriga portföljer är små, och eftersom investeringar i onoterade aktier tenderar att vara personalintensiva finns det risk att buffertfondens organisation kommer att domineras av personer som arbetar med en relativt liten del av portföljen, vilket kan vara en nackdel och leda till felaktigt fokus. Sammanfattningsvis finns det många frågor rörande förvaltningen av onoterade aktier som måste analyseras och fortlöpande utvärderas inom buffertfonden.

Det kan slutligen noteras att förändringen också innebär att de näringspolitiska mål som implementerats via Sjätte AP-fonden försvinner. Buffertfondens enda uppgift är att förvalta kapitalet till nytta för pensionssystemet, vilket också ska gälla för de onoterade

⁹⁹ Till följd av förändringen av placeringsreglerna kommer det inte att vara tillåtet att investera direkt i svenska bolag.

¹⁰⁰ Att fonden avvecklas behöver inte innebära att verksamheten i Göteborg läggs ner. Buffertfondens styrelse kan finna det ändamålsenligt att utnyttja den kompetens som finns i organisationen för den fortsatta förvaltningen av onoterade aktier.

aktierna. Kapitalet ska enligt förslaget i framtiden endast placeras i svenska små och medelstora bolag via fonder och om det förväntas gynna utvecklingen av buffertkapitalet. Eventuella problem med riskkapitalförsörjning till svenskt näringsliv bör lösas på annat sätt, inte genom att tvinga in buffertkapitalet i tillgångar som andra inte vill ha.

7 Avslutning

Eftersom rapporten blivit lång och flera olika områden behandlats kan det vara på sin plats med en kort sammanfattning av förslagen och med några slutkommentarer.

Till att börja med föreslås i rapporten att organisationsstrukturen förändras så att de stordriftsfördelar som finns i kapitalförvaltning kan utnyttjas fullt ut. Första-Fjärde AP-fonden föreslås läggas ner och kapitalet läggas samman för förvaltning i en fond. Detta skulle uppskattningsvis kunna innebära löpande kostnadsbesparingar på mer än 300 miljoner kronor per år. Internationella erfarenheter visar dessutom att förutsättningarna för att skapa en god nettoavkastning ökar med fondstorleken. Eftersom sammanläggningen skulle kunna innebära en risk för ökat statligt inflytande i näringslivet, bör den nya buffertfondens exponering mot svensk aktiemarknad skapas med hjälp värdepappersfonder eller derivat, så att rösträtt för svenska aktier inte innehas av buffertfonden.

I rapporten föreslås dessutom att strukturen med en separat förvaltning i Sjätte AP-fonden upphör, så att allt buffertkapital förvaltas i en och samma fond. Syftet är att skapa bättre förutsättningar för allokeringsbeslut och styrning, och att utnyttja stordriftsfördelar inom förvaltning av onoterade tillgångar.

Flera olika möjligheter att förbättra styrningen presenteras i rapporten. Ett förslag som innebär att buffertfonden skulle förvaltas av en myndighet under riksdagen förs fram. Förslaget innebär att styrningen skulle hamna närmare huvudmännen, och en del av de potentiella styrproblem som finns inbyggda i dagens struktur skulle hanteras. Det föreslås också att buffertfonden ytterst ska styras av ett fullmäktige, som delvis skulle likna Riksbanksfullmäktige, både avseende sammansättning och uppgifter. Förslaget innebär att styrningen av buffertfondernas

förvaltning tydliggörs, bli mer transparent, och även mer långsiktig. Förtroendet för förvaltningen skulle kunna stärkas.

Vidare förslås att buffertfondens styrelse blir något mindre än de nuvarande styrelserna i Första-Fjärde AP-fonden, och att ordningen att arbetsmarknadens parter föreslår fyra ledamöter upphör. Ökat krav på relevant kompetens i styrelsen bör ställas. Styrelserekryteringen bör ske genom en strukturerad och transparent process med hjälp av en särskild nomineringskommitté som i sin tur måste vara lämpligt bemannad. Styrelsearvodena bör också justeras uppåt från dagens låga nivåer.

Slutligen föreslås att placeringsreglerna blir friare. Kvantitativa regler bör ersättas med kvalitativa regler, med aktsamhetskrav liknande de för tjänstepensionsinstitut. Detta bör kunna ge förutsättningar för en förbättrad effektivitet och högre långsiktig avkastning. En förutsättning är dock att tillräcklig kompetens finns i styrelsen och att verksamheten kan tillses av förslagsvis Finansinspektionen.

Alla dessa förslag syftar till att på olika sätt förbättra förutsättningarna för en kostnadseffektiv förvaltning. Sammanlagningen av förvaltningen kan, som konstaterats, förväntas leda till lägre kostnader och avkastningen kan bli högre till följd av att det sannolikt är lättare att bygga upp relevant kompetens i en större fond.¹⁰¹ De föreslagna förändringarna beträffande styrningen bör innebära att styrelsen kommer att ha bättre förutsättningar att fatta de beslut avseende exempelvis strategisk allokering och förvaltningsmodell som en pensionsfonds styrelse bör besluta om. Därmed ska inte lagstiftaren behöva reglera aktiviteten i förvaltningen. Styrelsen bör också ha den integritet och det kunnande som krävs för att kunna utnyttja de möjligheter till långsiktig förvaltning som en pensionsfond har, exempelvis genom investeringar i onoterade tillgångar. Intressant att notera är att om en pensionsfond har styrka att vara långsiktig, kan den utnyttja flockbeteende på de finansiella marknaderna till egen fördel och därmed bidra till att motverka svängningar på marknaderna. Sammantaget bör en förbättrad styrstruktur kunna möjliggöra ett bättre långsiktigt förvaltningsresultat. Som noterades ovan är en bra styrstruktur också en förutsättning för fria placeringsregler. Bara om styrelsen kan anförtros ansvaret att fullt ut bestämma

¹⁰¹ Det är viktigt att tänka på att kostnadsminimering i sig inte är ett mål. Det är hög långsiktig nettoavkastning som eftersträvas. Om nettoavkastningen blir högre genom att mer resurser satsas i organisationen så är de höga kostnaderna inte skadliga.

risknivån i fonden är sådana möjliga. Nackdelen med kvantitativa regler är att de kan innebära begränsningar som medför att målet med förvaltningen blir svårare att uppnå och att de kan snedvrider risksynen. Dessutom kan de snabbt bli förlegade när marknader eller buffertfondens situation förändras.

Sammanfattningsvis har flera förslag förts fram som alla syftar till att förbättra effektiviteten i förvaltningen. Vissa av dem är en förutsättning för andra, men många kan genomföras oberoende av de övriga. Storleken på kostnadsbesparingen av att lägga samman förvaltningen i en fond har kunnat uppskattas, även om det är mycket ungefärligt. Hur stora de positiva effekterna av övriga förslag kan vara, är ännu svårare att uppskatta. Det kan också konstateras att kostnaderna för att genomföra dessa förändringar är mycket små, i det närmaste obefintliga i förhållande till buffertkapitalets storlek.

Rekommendationen till regeringen blir därför att snarast initiera arbetet med att ta fram konkreta förslag som syftar till att förbättra förutsättningarna för kostnadseffektiv förvaltning. I synnerhet eftersom förslagen kan medföra förändringar i organisationsstrukturen är det viktigt att arbetet sker skyndsamt. Det kan vara svårt att bedriva en effektiv förvaltning om det finns oro för organisationsförändringar, vilket innebär att utredningar i sig kan innebära en kostnad. Dessutom innebär förstås det faktum att stordriftsfördelarna inte utnyttjas fullt ut en löpande, onödig, belastning på buffertkapitalet. Om det uppstår behov av att prioritera mellan åtgärderna föreslås följande:

- *Stordriftsfördelar:*
Inled omgående arbetet med att lägga samman förvaltningen av hela buffertkapitalet i en enda fond.
- *Styrstruktur:*
Genomför omgående de förändringar av styrningen som syftar till att stärka styrelsen, och som är relativt enkla att implementera:
 - Styrelsen bör vara mindre än i dag, förslagsvis sju personer.
 - Arbetsmarknadens parter bör inte längre nominera kandidater.
 - En nomineringskommitté bör ta fram kandidater till styrelsen.

- Rekryteringsprocessen bör vara transparent, strukturerad och väl underbyggd.
- Ersättningen till styrelseledamöterna bör höjas.
- *Placeringsregler:*
Det mest angelägna är att ta bort begränsningen av investeringar i onoterade tillgångar och att göra det möjligt att investera i råvaror.

Att skapa en ny myndighet under riksdagen kräver däremot omfattande utredning av konstitutionella och andra legala frågor, och förutsätter dessutom förändringar i grundlagen. Inrättandet av en sådan myndighet skulle därför komma att ligga längre fram i tiden. Horisonten i pensionssystemet är dock mycket lång.

Referenser

- Ambachtsheer, K. (2006) How much is good governance worth? *The Ambachtsheer Letter*, no. 245, KPA Advisory Services Ltd.
- Ambachtsheer, K. (2009) Scale in pension fund management: Does it matter? *The Ambachtsheer Letter*, no. 280, KPA Advisory Services Ltd.
- Ambachtsheer, K., R. Capelle och H. Lum (2009) The pension governance deficit: Still with us? *Rotman International Journal of Pension Management*, Vol. 1, Issue 1.
- Bateman, H. och O.S. Mitchell (2004) New evidence on pension plan design and administrative expenses: the Australian experience. *Journal of Pension Economics and Finance*, 3: 63-76.
- Bauer, R. och R. Frehen (2008) The performance of US pension funds, Discussion Paper 2007-045, Netspar.
- Bauer, R. och L. Kicken (2008) The Pension Fund Advantage: Are Canadians Overpaying their Mutual Funds? *Rotman International Journal of Pension Management*, Vol. 1, Issue 1.
- Bertram R. och B. Zvan (2009) Pension funds and incentive compensation: A Story Based on the Ontario Teachers' Experience. *Rotman International Journal of Pension Management*, Vol. 2, Issue 1.
- De Bever, L. (2008) *Restrictions in pension investing: an Australian perspective*, presentation at ICPM June 2008 Discussion Forum.
- Bikker, J.A. och J. de Dreu (2009) Operating costs of pension funds: the impact of scale, governance and plan design. *Journal of Pension Economics and Finance*, 8:63-89.
- Björkmo, M. (2008), *Att rekrytera styrelser till svenska börsbolag: om arbetet i valberedningar*. SNS Förlag.

- Busse, J.A., A. Goyal och S. Wahal (2007), Performance persistence in institutional investment management. Working Paper. Maj 2007.
- Campbell, J.Y. och L.M. Viceira (1999), Consumption and portfolio decisions when expected returns are time-varying, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 114, No. 2, pp. 433-496.
- Chan H., R.W. Faff, D.V. Gallagher och A. Looi (2008) Fund size transaction cost and performance: Size matters!, Tillgänglig på Internet:
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=697581.
- Chan, L. K. C., H. L. Chen och J. Lakonishok (2002), On mutual funds investment styles, *The Review of Financial Studies* 15, 1407-1437.
- Dass, N., M. Massa och R. Pagini (2008), Mutual funds and bubbles: The surprising role of contractual incentives, *Review of Financial Studies*, 21, 51-99.
- Davis, E.P. (2002) Prudent person rules or quantitative restrictions? The regulation of long-term institutional investors' portfolios. *Journal of Pension Economics and Finance*, 1.
- Davis, E.P. och Y. Hu (2008) Are Canadian pension plans disadvantaged by the current structure of portfolio regulation, Working paper.
- Davis, E.P. och Y. Hu (2009) Should pension investing be regulated. *Rotman International Journal of Pension Management*, Vol. 2, Issue 1.
- Departementspromemoria (Ds 1999:38), AP-fondernas organisation och placeringsregler i det reformerade pensions-systemet.
- Dobronogov, A. och M. Murthi (2005) Administrative fees and costs of mandatory private pensions in transition economies. *Journal of Pension Economics and Finance*, 4:31-55.
- Flam, H (2007) Reformera AP-fondsystemet! *Ekonomisk Debatt* 4, 2007.
- Fristedt, D. och S.-I. Sundqvist (2009) *Ägarna och makten i Sveriges börsföretag 2009*, SIS Ägarservice AB.
- Förordning (2000:209) om ledamöter i styrelserna för Första-Fjärde AP-fonderna.
- Försäkringskassan (2009), Orange rapport – Pensionssystemets årsredovisning 2008.

- Gehrig, T., T. Lutje och L. Menkhoff (2009) Bonus payments and fund manager's behaviour: Trans-Atlantic evidence", CEPR Discussion Paper, no. 7118.
- Gorton, G. och K. G. Rouwenhorst K.G (2005), Facts and Fantasies about Commodity Futures, Working Paper No 04-20, Yale International Center for Finance, New Haven.
- Gruber, M. J. (1996), Another puzzle: The growth in actively managed mutual funds, *The Journal of Finance* 51, 783-810.
- Henrekson, M. och U. Jakobsson (2008), *Globaliseringen och den svenska ägarmodellen*, Underlagsrapport 19, Globaliseringsrådet, Utrikesdepartementet.
- Hess, D. och G. Impavido (2003) Governance of public pension funds: Lessons from corporate governance and international evidence. Policy research working paper 3110, The World Bank, Augusti 2003.
- Ibbotson, R.G. och P. D. Kaplan (2000) Does asset allocation policy explain 40, 90, or 100 percent of performance? *Financial Analysts Journal* 56(1):26-33.
- Impavido, G. (2008), Governance of public pension plans: The importance of residual claimants, I: J. Evans m.fl. (red.): *Pension fund governance: A global perspective on financial regulation*, kap. 6, Edward Elgar Publishing, 2008.
- James, E., J. Smalhout och D. Vittas (2001) Administrative costs and the organization of individual account systems: a comparative perspective, I: *Private Pensions Systems: Administrative Costs and Reforms*, Paris, OECD.
- Jordahl, H. (2008) *Privatiseringar av statligt ägda företag: En litteraturöversikt med fokus på OECD-länderna*, Regeringskansliet, september 2008.
- Kaplan, S.N. och P. Strömberg (2009), Leveraged buyout and private equity, *Journal of Economic Perspectives* 23 (1), 121-46.
- Khorana, A., H. Servaes och L. Wedge (2007) "Portfolio Manager Ownership and Fund Performance", Working Paper nr 148, European Corporate Governance Institute, Bryssel
- Lerner, J., A. Schoar och W. Wong (2007), Smart Institutions, Foolish Choices?: The Limited Partner Performance Puzzle, *Journal of Finance*, 62, 731-764.
- Lum, H (2006) *The World's Lowest Cost Funds*. CEM Benchmarking Inc, September 2006. Tillgänglig på Internet: <http://www.cembenchmarking.com/research/DB.aspx>.

- Malhotra, D.K. och R.W McLeod (1997) An empirical analysis of mutual fund expenses. *The Journal of Financial Research*, 20: 175-190.
- Malkiel, B. G. (1995) Returns from investing in equity mutual funds 1971 to 1991". *The Journal of Finance* 50, 549-572.
- McKinsey (2009), *Utvärdering av AP-fondernas verksamhet 2009*, Bilaga 8 i Skr. 2008/09:130.
- O'Barr, W.M. och J.M Conley (1992) *The wealth and power of institutional investing*. Business One Irwin, Homewood, Illinois.
- OECD (2005) OECD guidelines for pension fund governance: Recommendations of the Council. 28 april 2005.
- OECD (2006) OECD guidelines on pension fund asset management: Recommendations of the Council. 26 januari 2006.
- 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-fondstyrelse.*
- 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-fondstyrelse.*
- Proposition 1997/98:151, *Inkomstgrundad ålderspension.*
- Proposition 1999/2000:46, *AP-fonden i det reformerade pensions-systemet.*
- Proposition 2004/05:165, *Nya regler för tjänstepensionsinstitut.*
- Proposition 2008/09:219, *Utjämnat värde för buffertfonden.*
- Regeringens skrivelse, Skr. 2002/03:130, *Redovisning av AP-fondernas verksamhet t.o.m. 2002.*
- Regeringens skrivelse, Skr. 2003/04:130, *Redovisning av AP-fondernas verksamhet t.o.m. 2003.*
- Regeringens skrivelse, Skr. 2004/05:130, *Redovisning av AP-fondernas verksamhet t.o.m. 2004.*
- Regeringens skrivelse, Skr. 2005/06:210, *Redovisning av AP-fondernas verksamhet 2001-2005.*

- 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. 2008/2009:120, *2009 års redogörelse för företag med statligt ägande*.
- Regeringens skrivelse, Skr. 2008/09:130, *Redovisning av AP-fondernas verksamhet t.o.m. 2008*.
- RRV 2003:21, *Vad kostar pensionerna? Granskningsrapport*.
- Scharfstein, D.S. och J.C. Stein (1990) Herd behavior and investment, *American Economic Review*, 80(3). 465-479.
- Sjätte AP-fonden (2009) *Utvärdering av Sjätte AP-fondens verksamhet 1996-2008*.
- SOU 2008:207, *Etiken, miljön och pensionerna*. Betänkande från Kommittén om AP-fondernas etik- och miljöansvar.
- Statens Petroleumsfond (2000) *Sammenhanger mellom störrelse, kostnader og avkastning i kapitalforvaltningen*, Temaartikel, Årsrapport 2000.
- Styrelseakademien (2009) *Vägledning till god styrelsesed*.
- Sveriges Riksbank (2008) *Den svenska finansmarknaden 2008*.
- Watson Wyatt (2004) *Changing Lanes*. Watson Wyatt Worldwide, December 2004.
- Whitehouse, E. (2000) Administrative charges for funded pensions: an international comparison and assessment. *Social Protection Discussion Paper 16*. Washington DC, the World Bank,
- Yermo, J. (2005) *The Contribution of Pension Funds to Capital Market Development in Chile*, Oxford University och OECD.
- Yermo, J. (2008) Governance and investment of public pension reserve funds in selected OECD countries. OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions, nr 15, 2008.
- Zwiebel, J. (1995) Corporate conservatism and relative compensation", *Journal of Political Economy*, 103(1), 1-25.

Bilaga 1

Skrivningar om kostnader i regeringens utvärdering

Nedan följer ett antal utdrag om kostnader ur avsnittet Skrivelsens huvudsakliga innehåll i regeringens skrivelser med utvärderingar av AP-fondernas verksamhet.

Ur Skr. 2002/03:130:

”I skrivelsen noteras att AP-fonderna förefaller bedriva en rimligt kostnadseffektiv förvaltning, under förutsättning att förvaltningen är påtagligt aktiv, dvs. inte följer index i alltför stor omfattning.”

Ur Skr. 2003/04:130:

”Det leder i sin tur till slutsatsen att Första-Fjärde AP-fondernas förvaltningskostnader inte synes stå i proportion till graden av förvaltningsaktivitet”

Ur Skr. 2004/05:130:

”Utvärderingen bekräftar att Första-Fjärde AP-fondernas förvaltningsaktivitet inte stått i proportion till verksamhetens kostnader.”

”Regeringen förutser i skrivelsen en dialog med AP-fondernas styrelser om vilka åtgärder som kan vidtas för att förbättra fondernas kostnadseffektivitet. Åtgärder som förutsätter förändringar av AP-fondernas regelverk övervägs i samråd med partierna bakom pensionsöverenskommelsen”

Ur Skr. 2005/06:21:

”Det är däremot inte säkerställt att fondernas aktiva förvaltning har bidragit positivt efter kostnader på aggregerad nivå, vilket inte hindrar att så kan vara fallet för enskilda fonder. Utvärderingen indikerar att analysen av fondernas val av förvaltningsstruktur bör fördjupas.”

Ur Skr. 2006/07:130:

”Däremot har fondernas operativa förvaltning inte uppnått målet för verksamheten under femårsperioden 2002-2006. Det är inte säkerställt att fondernas aktiva förvaltning har bidragit positivt efter kostnader på aggregerad nivå under perioden 2002-2006, vilket inte hindrar att så kan vara fallet för enskilda fonder.”

Ur Skr. 2007/08:

”Den operativa förvaltningen kan sammantaget betecknas som mindre framgångsrik....”

”Regeringen anser att kostnaderna för att administrera ålderspensionen är betydande och har ökat markant jämfört med kostnaderna före reformen. Regeringskansliet kommer att inleda ett särskilt arbete för att precisera behovet av effektivisering och rationalisering av AP-fonden, inklusive översyn av placeringsregler.”

Ur Skr. 2008/09:130:

”Första-Fjärde AP-fondernas operativa förvaltning kan däremot bedömas ha gett otillfredsställande resultat...”

”Regeringen bedömer (mot den bakgrunden) att det finns skäl för en genomgripande översyn av Första-Fjärde AP-fondens operativa förvaltning. Regeringen anser att det finns outnyttjade möjligheter att samordna gemensamma funktioner.”

”Regeringen har tidigare uttalat att kostnaderna för att administrera ålderspensionen är betydande,..., och att kostnaderna för AP-fonderna är en bidragande orsak till detta. Mot den bakgrunden ska Pensionsgruppen...överväga om det finns skäl att se över nuvarande regler för AP-fonderna.”

Bilaga 2

Exempel på pensionsfonders portföljsammansättningar

Uppgifterna nedan är hämtade från årsredovisningar och från pensionsfondernas hemsidor.

CPPIB (Faktisk portfölj 2009-03-13)

Tillgångsslag	Andel av faktisk portfölj
Noterad aktie	44,0
Onoterade värdepapper	13,4
Räntebärande, reala	3,9
Räntebärande, nominella	27,9
Fastigheter	6,5
Infrastruktur	4,3

ABP (Strategisk portfölj 2009-05-31)

Tillgångsslag	Andel av strategisk portfölj
Aktier	32
Konvertibler	2
Onoterade aktier	5
Hedgefonder	5
Råvaror	3
Fastigheter	9
Infrastruktur	2
Innovation	2
Realränteobligationer	7
Statsobligationer	10
Företagsobligationer	23

OTPP (Faktisk portfölj 2008-12-31)

Tillgångsslag	Andel av faktisk portfölj
Noterade aktier	29,4
Onoterade aktier	11,6
Nominella obligationer	6,2
Fastigheter	19,0
Realränteobligationer	20,4
Infrastruktur och skog	11,8
Råvaror	1,5

CalPers (Målportfölj sedan december 2007)

Tillgångsslag	Andel av målportfölj
Nominella obligationer	19
Noterade aktier	56
Onoterade akiter	10
Fastigheter	10
Realränteobligationer	5

PFZW (Faktisk portfölj 31 mars 2009)

Tillgångsslag	Andel av faktisk portfölj
Noterade aktier	33,9
Onoterade aktier	6,3
Statsobligationer	11,6
Högavkastande obligationer	3,6
Realränteobligationer	17,9
Råvaror	1,2
Fastigheter	14,2
Strategiska investeringar	4,2

ATP (Målportfölj 2008-12-31)

Riskklass	Andel av total portfölj
Ränterisk	20
Kreditrisk	10
Aktierelaterad risk*	35
Råvarurelaterad risk	10
Inflationsrelaterad risk***	25

* Onoterade aktiers faktiska andel av den totala portföljen var 4,3 procent

**Fastigheters faktiska andel var 5 procent och infrastrukturs 1,4 procent

Yale endowment (Målportfölj juni 2008)

Riskklass	Andel av total portfölj
Absolutavkastande	25
Noterade aktier	25
Onoterade aktier	21
Nominella räntebärande	4
Reala tillgångar	29

Bilaga 3

Bilagan i sin helhet hittar du på www.eso.expertgrupp.se

Table of Contents	Page No.
1. Executive Summary.....	3
2. Methodology and Discussion of Results.....	4
2.1 Proxy Fund Construction.....	4
2.2 Composition of Peer Groups.....	6
2.3 Expected Cost Calculations and Discussion.....	8

List of Tables	Page No.
Table 1: Expected cost difference between Small and Big Fund.....	3
Table 2: Asset holdings and implementation style for Proxy Fund.....	5
Table 3: Peer group profiles.....	6
Table 4: Distribution of peer groups by asset size.....	7
Table 5: Peer group average costs.....	8

Appendix A: 2007 CEM Investment Benchmarking Survey - Europe

Förteckning över tidigare rapporter till ESO

2009

- Den långsiktiga finansieringen – välfärdspolitikens klimatfråga?
- Regelverk och praxis i offentlig upphandling.
- Invandringen och de offentliga finanserna.

2003

- Skolmisslyckande - hur gick det sen?
- Politik på prov - en ESO-rapport om experimentell ekonomi.
- Precooking in the European Union - the World of Expert Groups.
- Förtjänst och skicklighet om utnämningar och ansvarsutkrävande av generaldirektörer.
- Bostadsbyggandets hinderbana - en ESO-rapport om utvecklingen 1995 – 2001.
- Axel Oxenstierna - Furstespegel för 2000-talet.

2002

- "Huru skall statsverket granskas?" - Riksdagen som arena för genomlysning och kontroll.
- What Price Enlargement? implications of an expanded EU.
- Den svenska sjukan - sjukfrånvaron i åtta länder.
- Att bekämpa mul- och klövsjuka en ESO-rapport om ett brännbart ämne.

- Lärobok för regelnissar - en ESO-rapport om regelhantering vid avregleringar.
- Att hålla balansen - en ESO-rapport om kommuner och budgetdisciplin.
- The School's Need for Resources - A Report on the Importance of Small Classes.
- Klassfrågan - en ESO-rapport om lärartätheten i skolan.
- Staten fick Svarte Petter - en ESO-rapport om bostadsfinansieringen 1985-1993.
- Hoten mot kommunerna - en ESO-rapport om ansvarsfördelning och finansiering i framtiden.

2001

- Mycket väsen för lite ull - en ESO-rapport om partnerskapen i de regionala tillväxtavtalen.
- I rikets tjänst - en ESO-rapport om statliga kårer.
- Rättvisa och effektivitet - en ESO-rapport om idéanalys.
- Nya bud - en ESO-rapport om auktioner och upphandling.
- Betyg på skolan - en ESO-rapport om gymnasieskolorna.
- Konkurrens bildar skola - en ESO-rapport om friskolornas betydelse för de kommunala skolorna.
- Priset för ett större EU - en ESO-rapport om EU:s utvidgning.

2000

- Att granska sig själv - en ESO-rapport om den kommunala miljötillsynen.
- Bra träffbild, fast utanför tavlan - en ESO-rapport om EU:s strukturpolitik.
- Utbildningens omvägar - en ESO-rapport om kvalitet och effektivitet i svensk utbildning.
- En svartvit arbetsmarknad? - en ESO-rapport om vägen från skola till arbete.
- Privilegium eller rättighet? - en ESO-rapport om antagningen till högskolan
- Med många mått mätt - en ESO-rapport om internationell benchmarking av Sverige.

- Kroppen eller knoppen? - en ESO-rapport om idrotts-gymnasierna.
- Studiebidraget i det långa loppet.
- 40-talisternas uttåg - en ESO-rapport om 2000-talets demo-grafiska utmaningar.

1999

- Dagens och drivkrafter - en ESO-rapport om 2000-talets demografiska utmaningar.
- Återvinning utan vinning - en ESO-rapport om sopor.
- En akademisk fråga - en ESO-rapport om rankning av C-uppsatser.
- Hederlighetens pris - en ESO-rapport om korruption.
- Samhällets stöd till de äldre i Europa - en ESO-rapport om fördelningspolitik och offentliga tjänster.
- Regionalpolitiken - en ESO-rapport om tro och vetande.
- Att snubbla in i framtiden - en ESO-rapport om statlig omvandling och avveckling.
- Att reda sig själv - en ESO-rapport om rederier och subventioner.
- Bostad sökes - en ESO-rapport om de hemlösa i folkhemmet.
- Med backspeglarna som kompass - om svensk musikexport 1974 – 1999.
- Med backspeglarna som kompass - om stabiliseringspolitiken som läroprocess.

1998

- Staten och bolagskapitalet - om aktiv styrning av statliga bolag.
- Kommittéerna och bofinken - kan en kommitté se ut hur som helst?
- Regeringskansliet inför 2000-talet - rapport från ett ESO-seminarium.
- Att se till eller titta på - om tillsynen inom miljöområdet.
- Arbetsförmedlingarna - mål och drivkrafter.
- Kommuner Kan! Kanske! - om kommunal välfärd i framtiden.
- Vad kostar en ren? - en ekonomisk och politisk analys.

1997

- Fisk och Fusk - Mål, medel och makt i fiskeripolitiken.
- Ramar, regler, resultat - vem bestämmer över statens budget?
- Lönar sig arbete?
- Egenföretagande och manna från himlen.
- Jordbruksstödet - efter Sveriges EU-inträde.

1996

- Kommunerna och decentraliseringen - Tre fallstudier.
- Novemberrevolutionen - om rationalitet och makt i beslutet att avreglera kreditmarknaden 1985.
- Kan myndigheter utvärdera sig själva?
- Nästa steg i telepolitiken.
- Reglering som spel - Universiteten som förebild för offentliga sektorn?
- Hur effektivt är EU:s stöd till forskning och utveckling? - En principdiskussion.

1995

- Kapitalets rörlighet Den svenska skatte- och utgiftsstrukturen i ett integrerat Europa.
- Generationsräkenskaper.
- Invandring, sysselsättning och ekonomiska effekter.
- Hushållning med knappa naturresurser Exemplet sportfiske.
- Kostnader, produktivitet och måluppfyllelse för Sveriges Television AB.
- Vad blev det av de enskilda alternativen? En kartläggning av verksamheten inom skolan, vården och omsorgen.
- Hushållning med knappa naturresurser Exemplet allemansrätten, fjällen och skotertrafik i naturen.
- Företagsstödet Vad kostar det egentligen?
- Försvarets kostnader och produktivitet.

1994

- En effektiv försvarspolitik? Fredsvinst, beredskap och återtagning.
- Skatter och socialförsäkringar över livscykeln En simuleringsmodell.
- Nettokostnader för transfereringar i Sverige och några andra länder.
- Fördelningseffekter av offentliga tjänster.
- En Social Försäkring.
- Valfrihet inom skolan Konsekvenser för kostnader, resultat och segregation.
- Skolans kostnader, effektivitet och resultat En branschstudie.
- Bensinskatteförändringens effekter.
- Budgetunderskott och statsskuld Hur farliga är de?
- Den svenska insolvensrätten Några förslag till förbättringar inom konkurshanteringen m.m.
- Det offentliga stödet till partierna Inriktning och omfattning.
- Den offentliga sektorns produktivitetsutveckling 1980 – 1992.
- Kvalitet och produktivitet - Teori och metod för kvalitetsjusterande produktivitetsmått.
- Kvalitets- och produktivitetsutvecklingen i sjukvården 1960 – 1992.
- Varför kulturstöd? Ekonomisk teori och svensk verklighet.
- Att rädda liv Kostnader och effekter.

1993

- Idrott åt alla? Kartläggning och analys av idrottsstödet.
- Social Security in Sweden and Other European Countries Three Essays.
- Lönar sig förebyggande åtgärder? Exempel från hälso- och sjukvården och trafiken.
- Hur välja rätt investeringar i transportinfrastrukturen?
- Presstödet effekter en utvärdering.

1992

- Statsskulden och budgetprocessen.
- Press och ekonomisk politik tre fallstudier.

- Kommunerna som företagsägare - aktiv koncernledning i kommunal regi.
- Slutbudsmetoden ett sätt att lösa tvister på arbetsmarknaden utan konflikter.
- Hur bra är vi? Den svenska arbetskraftens kompetens i internationell belysning.
- Statliga bidrag motiv, kostnader, effekter?
- Vad vill vi med socialförsäkringarna?
- Fattigdomsfällor.
- Växthuseffekten slutsatser för jordbruks-, energi- och skattepolitiken.
- Frihandeln ett hot mot miljöpolitiken eller tvärtom?
- Skatteförmåner och särregler i inkomst- och mervärdesskatten.

1991

- SJ, Televerket och Posten bättre som bolag?
- Marginaleffekter och tröskeleffekter barnfamiljerna och barnomsorgen.
- Östyriga projekt att styra stora kommunala satsningar.
- Prestationsbaserad ersättning i hälso- och sjukvården vad blir effekterna?
- Skogspolitik för ett nytt sekel.
- Det framtida pensionssystemet två alternativ.
- Vad kostar det? Prislista för statliga tjänster.
- Metoder i forskning om produktivitet och effektivitet med tillämpningar på offentlig sektor.
- Målstyrning och resultatuppföljning i offentlig förvaltning.

1990

- Läkemedelsförmånen.
- Sjukvårdskostnader i framtiden vad betyder åldersfaktorn?
- Statens dolda kapital. Aktivt ägande: exemplet Vattenfall.
- Skola? Förskola? Barnskola?
- Bostadskarriären som en förmögenhetsmaskin.

1989

- Arbetsmarknadsförsäkringar.
- Hur ska vi få råd att bli gamla?
- Kommunal förmögenhetsförvaltning i förändring – city-kommunerna Stockholm, Göteborg och Malmö.
- Bostadsstödet - alternativ och konsekvenser.
- Produktivitetsmätning av folkbibliotekens utlåningsverksamhet.
- Statsbidrag till kommuner: allt på en check eller lite av varje? En jämförelse mellan Norge och Sverige.
- Vad ska staten äga? De statliga företagen inför 90-talet.
- Beställare-utförare - ett alternativ till entreprenad i kommuner.
- Lönestrukturen och den "dubbla obalansen" - en empirisk studie av löneskillnader mellan privat och offentlig sektor.
- Hur man mäter sjukvård - exempel på kvalitet- och effektivitetsmätning.

1988

- Vad kan vi lära av grannen? Det svenska pensionssystemet i nordisk belysning.
- Kvalitet och kostnader i offentlig tjänsteproduktion.
- Alternativ i jordbrukspolitik.
- Effektiv realkapitalanvändning i kommuner och landsting.
- Hur stor blev tvåprocentaren? Erfarenheten från en besparingsteknik.
- Subventioner i kritisk belysning.
- Prestationer och belöningar i offentlig sektor.
- Produktivitsutveckling i kommunal barnomsorg.
- Från patriark till part - spelregler och lönepolitik för staten som arbetsgivare.
- Kvalitetsutveckling inom den kommunala barnomsorgen.

1987

- Integrering av sjukvård och sjukförsäkring.
- Produktkostnader för offentliga tjänster - med tillämpningar på kulturområdet.
- Kvalitetsutvecklingen inom den kommunala äldreomsorgen 1970-1980.

- Vägar ut ur jordbruksregleringen - några idéskisser.
- Att leva på avgifter - vad innebär en övergång till avgiftsfinansiering?

1986

- Offentliga utgifter och sysselsättning.
- Produktions-, kostnads-, och produktivitsutveckling inom den offentliga finansierade utbildningssektorn 1960-1980.
- Socialbidrag. Bidragsmottagarna: antal och inkomster. Socialbidragen i bidragssystemet.
- Regler och teknisk utveckling.
- Kostnader och resultat i grundskolan - en jämförelse av kommuner.
- Offentliga tjänster - sökarljus mot produktivitet och användare.
- Svensk inkomstfördelning i internationell jämförelse.
- Byråkratiseringstendenser i Sverige.
- Effekter av statsbidrag till kommuner.
- Effektivare sjukvård genom bättre ekonomistyrning.
- Samhällsekonomiskt beslutsunderlag - en hjälp att fatta bättre beslut.
- Produktions-, kostnads- och produktivitsutveckling inom armén och flygvapnet 1972-1982.

1985

- Egen regi eller entreprenad i kommunal verksamhet - möjligheter, problem och erfarenheter.
- Sociala avgifter - problem och möjligheter inom färdtjänst och hemtjänst.
- Skatter och arbetsutbud.
- Produktions-, kostnads- och produktivitsutveckling inom vägsektorn.
- Organisationer på gränsen mellan privat och offentlig sektor – förstudie.
- Frivilligorganisationer alternativ till den offentliga sektorn?
- Transfereringar mellan den förvärvsarbetande och den äldre generationen.

- Produktions-, kostnads- och produktivitetsutveckling inom den sociala sektorn 1970-1980.
- Produktions-, kostnads- och produktivitetsutveckling inom offentligt bedriven hälso- och sjukvård 1960-1980.
- Statsskuldräntorna och ekonomin effekter på den samlade efterfrågan i samhället.

1984

- Återkommande kostnads- och prestationsjämförelser - en metod att främja effektivitet i offentlig tjänsteproduktion.
- Parlamentet och statsutgifterna hur finansmakten utövas i nio länder.
- Transfereringar och inkomstskatt samt hushållens materiella standard.
- Marginella expansionsstöd ekonomiska och administrativa effekter.
- Är subventioner effektiva?
- Konstitutionella begränsningar i riksdagens finansmakt - behov och tänkbara utformningar.
- Perspektiv på budgetunderskottet, del 4. Budgetunderskott, utlandsupplåning och framtida konsumtionsmöjligheter. Budgetunderskott, efterfrågan och inflation.
- Vem utnyttjar den offentliga sektorns tjänster.

1983

- Administrationskostnader för våra skatter.
- Fördelningseffekter av kommunal barnomsorg.
- Perspektiv på budgetunderskottet, del 3. Budgetunderskott, portföljeval och tillgångsmarknader. Modellsimuleringar av offentliga besparingar m.m.
- Produktivitet i privat och offentliga tandvård.
- Generellt statsbidrag till kommuner – modellskisser.
- Administrationskostnader för några transfereringar.
- Driver subventioner upp kostnader - prisbildningseffekter av statligt stöd.
- Minskad produktivitet i offentlig sektor - en studie av patent- och registreringsverket.

- Perspektiv på budgetunderskottet, del 2. Fördelningseffekter av budgetunderskott. Hushållsekonomi och budgetunderskott.
- Enhetligt barnstöd? några variationer på statligt ekonomiskt stöd till barnfamiljer.
- Staten och kommunernas expansion några olika styrmedel.

1982

- Ökad produktivitet i offentlig sektor - en studie av de allmänna domstolarna.
- Offentliga tjänster på fritids-, idrotts- och kulturområdena.
- Perspektiv på budgetunderskottet, del 1. Budgetunderskottens teori och politik. Statens budgetfinansiering och penningpolitiken.
- Inkomstomfördelningseffekter av livsmedelssubventioner.
- Perspektiv på besparingspolitiken.

1. Executive Summary

This report was prepared by CEM Benchmarking Inc. for Björkmo Consulting to evaluate expected costs for 'Proxy Fund', using data from the CEM Investment Performance Database. Proxy Fund is a hypothetical fund that approximates the average asset mix and implementation style obtained by combining four independent funds: AP1, AP2, AP3, and AP4. Expected costs for Proxy Fund were calculated for two asset size points using average 2007 costs from two different peer groups. 'Small Fund' costs were calculated using a peer group of 20 international pension funds with a median size of about SEK227 Billion, or close to current size for each of the 4 AP funds. 'Big Fund' costs were calculated using a peer group of 19 international pension funds with a median size of about SEK943 Billion, or roughly four times the current size of the individual AP funds.

Appendix A is the 2007 CEM Investment Benchmarking Survey, European version, which includes data definitions and CEM's instructions for completing our data survey.

Expected total fund costs are 22.0 bps for Small Fund and 17.3 bps for Big Fund. The difference, and expected cost saving from scale economies for Proxy Fund, is 4.7 bps. Table 1 summarizes expected costs and differentials by major cost component.

Table 1: Expected cost difference between Small and Big Fund

Summary Cost Components	Small Fund (bps)	Big Fund (bps)	Difference (bps)
Stocks	13.4	10.1	3.3
Fixed Income	1.7	1.7	0.0
Other Investments	<u>4.3</u>	<u>3.4</u>	<u>0.9</u>
Total Investment Management Cost	19.3	15.2	4.1
Oversight	0.9	0.8	0.1
Consulting & Perf. Measurement	0.3	0.3	0.0
Custody	1.1	0.7	0.4
Audit	0.1	0.1	0.0
Other	<u>0.3</u>	<u>0.2</u>	<u>0.1</u>
Total Administrative Cost	2.7	2.1	0.6
Total Expected Cost	22.0	17.3	4.7

2. Methodology and Discussion of Results

2.1 Proxy Fund Construction

The purpose of Proxy Fund was to create a fund that would reasonably represent a single Swedish fund. The four individual funds have participated in the CEM database at various times over the past several years. We used the data they provided to CEM to generate asset class holdings and implementation styles for Proxy Fund. For AP1, AP2, and AP3, we used 2007 calendar year data. For AP4, we used 2005 data, which was the last available year of data in the database for this fund.

There were four major reasons for using 2007 data in the case of AP1, AP2, and AP3, and 2005 data for AP4. First, CEM will only have 2008 data for two of the AP funds. Second, the 2007 data year is complete and contains superior peer group capability, since CEM cannot guarantee timely 2008 data delivery from all funds. Third, the focus of this report is on costs, and from CEM's experience, component cost levels change very little from one year to the next. Rather, significant cost changes arise from changes in asset mix and implementation style (external/internal; active/passive; use of fund of funds). Therefore, we believe there is no detriment to using 2007 (and 2005 in the case of AP4) data as the basis for Proxy Fund. Fourth, although the AP4 data is older, it has the required level of detail.

Asset class data reported to CEM reflects the varying ways individual funds organize their mandates and the categorization flexibility made available to them on the CEM survey. Consequently, for a few sub-asset class categories, only one AP fund reported data and holdings were trivial. We decided to 'roll up' these holdings into their 'parent' broader asset class categories. We only did this when the roll up made sense and would improve the analysis. One example is global small cap equity which we rolled up into global equity. In the CEM database, global equity includes mostly large cap but also includes some small cap.

For Private Equity (PE) we used 'amount on which fees are based', rather than net asset value (NAV) to determine holdings. For all other asset classes we used NAV. This has the effect of making the PE % of holdings higher than you might expect by looking at financial statements, which use NAV. For PE, CEM collects both NAV and the amount on which fees are based. Our standard practice for PE cost benchmarking is to use the amount on which fees are based.

Proxy Fund asset mix and implementation style is outlined in Table 2.

Table 2: Asset holdings and implementation style for Proxy Fund

Stock - Europe Internal Passive 2.5% Internal Active 10.0% External Passive 2.4% External Active <u>2.0%</u> Total 16.9%	Fixed Income - US Internal Passive 0.0% Internal Active 7.2% External Passive 0.0% External Active <u>0.8%</u> Total 8.0%	Tactical Asset Allocation External Active 0.1% Hedge Funds External Active 0.1%
Stock - US Internal Passive 0.0% Internal Active 1.2% External Passive 0.1% External Active <u>5.7%</u> Total 7.0%	Fixed Income - Europe Internal Passive 4.5% Internal Active 6.7% External Passive 0.0% External Active <u>0.0%</u> Total 11.2%	REITS Internal Passive 0.0% Internal Active 2.8% External Passive 0.0% External Active <u>0.0%</u> Total 2.8%
Stock - Global Internal Passive 0.2% Internal Active 15.3% External Passive 0.0% External Active <u>11.0%</u> Total 26.5%	Fixed Income - Asia Pacific Internal Passive 0.0% Internal Active 1.8% External Passive 0.0% External Active <u>0.0%</u> Total 1.8%	Real Estate ex-REITS Co-Investment 0.0% Internal 0.4% External Direct 0.0% External FoF* <u>0.0%</u> Total 0.4%
Stock - Asia-Pacific Internal Passive 0.7% Internal Active 0.0% External Passive 1.2% External Active <u>0.6%</u> Total 2.5%	Fixed Income - Global Internal Passive 0.1% Internal Active 12.7% External Passive 0.0% External Active <u>1.2%</u> Total 14.0%	Diversified Private Equity Internal Active 0.0% External Direct 1.7% External FoF* 0.3% Total <u>2.0%</u>
Stock - Emerging Internal Passive 0.4% Internal Active 0.0% External Passive 0.7% External Active <u>3.1%</u> Total 4.2%	Fixed Income - Inflat'n Indexed Internal Passive 0.0% Internal Active 2.5% External Passive 0.0% External Active <u>0.0%</u> Total 2.5%	
Total Stock Internal Passive 1.3% Internal Active 16.5% External Passive 2.0% External Active <u>20.3%</u> Total 40.2%	Total Fixed Income Internal Passive 4.6% Internal Active 23.7% External Passive 0.0% External Active <u>1.2%</u> Total 29.5%	

*FoF = Fund of Funds

2.2 Composition of the Peer Groups

To calculate expected costs for Proxy Fund at the two size points, we used average 2007 costs obtained from two different peer groups: Small Fund Peer Group and Big Fund Peer Group. Demographic and size distribution information for both groups is included in Tables 3 and 4.

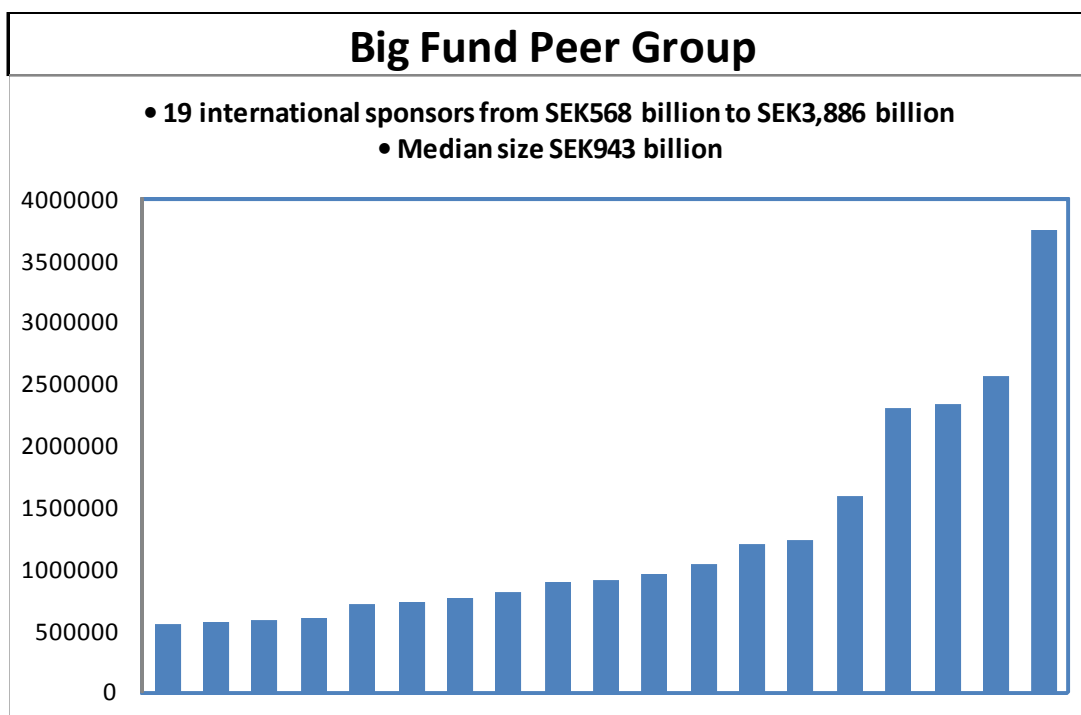
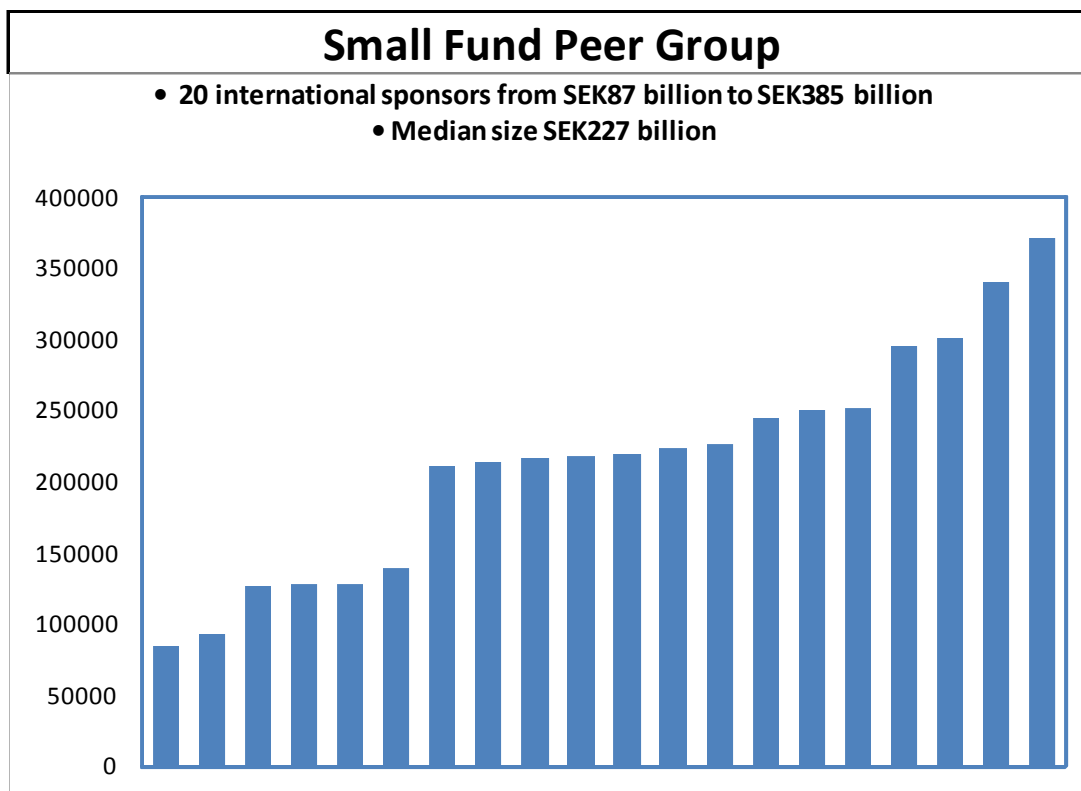
Table 3: Peer Group Profiles

Representation by Country		
Country	Small	Big
Canada	0	3
Europe	15	4
United States	<u>5</u>	<u>12</u>
Total	20	19

Average Asset Mix		
Asset Class	Small	Big
<i>Stock:</i>		
Europe & EAFE	23%	9%
US	17%	23%
Emerging	3%	2%
Global	7%	9%
Other	<u>0%</u>	<u>6%</u>
Total Stocks	50%	49%
Fixed Income	39%	34%
Real Estate & REITS	7%	10%
Hedge Funds	2%	1%
Private Equity	<u>2%</u>	<u>6%</u>
Total	100%	100%

Implementation Style by Category		
Implementation Style	Small	Big
Internal Passive	2%	19%
Internal Active	30%	35%
External Passive	19%	8%
External Active	<u>49%</u>	<u>38%</u>
Total	100%	100%

Table 4: Distribution of Peer Groups by Asset Size



2.3 Expected Cost Calculations and Discussion

Expected cost calculations were made by taking the average cost for each asset class and implementation style for each of the peer groups. Table 5 outlines average costs and the differential between the two peer groups.

Table 5: Peer group average costs

Asset Class and Implementation Style	Small Fund Costs (bps)	Big Fund Costs (bps)	Difference (bps)
Stocks:			
Europe			
Internal Passive	5.1	0.2	4.9
Internal Active	6	3.9	2.1
External Passive	7.9	3.7	4.2
External Active	46.8	37.5	9.3
US			
Internal Active	4	12.9	-8.9
External Passive	5.8	2.4	3.4
External Active	39.1	30.1	9.0
Global			
Internal Passive	4.7	5.2	-0.5
Internal Active	8.6	9.4	-0.8
External Active	45.1	31.9	13.2
Asia Pac			
Internal Passive	4.6	4.6*	0.0
External Passive	5.3	6.8	-1.5
External Active	50.1	27.3	22.8
Emerging			
Internal Passive	4.3	5.1	-0.8
External Passive	16.1	11.1	5.0
External Active	78.5	52.6	25.9

*No Big Fund used this asset class, so a value of 4.6 was assigned to neutralize the difference calculation.

Asset Class and Implementation Style	Small Fund Costs (bps)	Big Fund Costs (bps)	Difference (bps)
Fixed Income:			
US			
Internal Active	6.1	3.6	2.5
External Active	20	14.2	5.8
Europe			
Internal Passive	1.8	2.3	-0.5
Internal Active	3.3	3.9	-0.6
Asia Pacific			
Internal Active	5.1	1.4	3.7
Global			
Internal Passive	4.4	7.1	-2.7
Internal Active	2.9	3.5*	-0.6
External Active	16.9	30.9*	-14.0
Inflat'n Indexed			
Internal Active	4.4	4.2	0.2

*One extreme outlier removed from sample

Asset Class and Implementation Style	Small Fund Costs (bps)	Big Fund Costs (bps)	Difference (bps)
TAA			
External Active	112.9	41.8	71.1
Hedge Funds			
External Active	218.4	99.8	118.6
REITS			
Internal Active	13.8	8.5	5.3
Real Estate ex-REITS			
Internal	15.8	31	-15.2
Diversified PE			
External Direct	151.6	127.9	23.7
External FoF	219.8	192.9	26.9

Administration	Small Fund Costs (bps)	Big Fund Costs (bps)	Difference (bps)
Oversight and Consulting			
Oversight	0.9	0.8	0.1
Consulting & Perf. Measurement	0.3	0.3	0.0
Custodial, Audit and Other Costs			
Custody	1.1	0.7	0.4
Audit	0.1	0.1	0.0
Other	0.3	0.2	0.1

Discussion of Expected Cost Data and Results

Based on CEM's empirical evidence for an economy of scale effect for pension investment costs, it was expected that Big Fund expected total cost would be lower than Small Fund. The general scale effect is logarithmic and can be summarized as follows: on average a \$10 billion fund would be expected to have about 19 bps lower investment costs than a \$1 billion fund. Our analysis yielded an expected cost difference between Big Fund and Small Fund of 4.7 bps, with a scale factor of approximately 4.

While the overall result was in the direction expected, some of the component results were contrary to expectation: expected costs were lower for Small Fund. This effect was most obvious in the fixed income components and resulted in the same overall cost between Big and Small Fund in this category. In addition, although we expected Big Fund to have lower costs than Small Fund throughout most asset classes, there were some asset classes where the cost differential was larger than we would have expected based on scale economies. Examples are Tactical Asset Allocation (TAA), and Hedge Funds.

The counter-intuitive or unusually large cost differences described above suggest that the results for some individual asset classes should be interpreted with caution. We believe that there are several data and methodology issues that contribute to the unexpected results:

Small sample size for some asset class/implementation styles: The CEM survey provides flexibility for funds to submit data in asset class categories that reflect various possibilities for assignment of investment mandates. For example, some funds assign only Global equity mandates whereas others assign regionally (E.g. Europe, U.S., Asia-Pacific, Emerging Markets). For Proxy Fund, this results in some asset class/implementation style cells where very few funds reported matching data. The extreme example was Asia-Pacific Internal Passive Equity where no Big Fund used this asset class/style. We assigned a cost of 4.6 bps which was the Small Fund

average cost, to neutralize the impact of this anomaly. Results from small sample sizes should always be interpreted with caution.

Data outliers: Particularly with small sample sizes, outliers can have a big impact on results for individual asset classes/implementation style results. In two cases, Global Fixed Income Internal Active and Global Fixed Income External Active, a single extreme outlier was removed from each sample. In our opinion, these outliers were not representative of reasonable costs for these categories. We did not adjust or remove any other outlier data.

Attribution of Internal Costs: The highest quality cost data is total fund cost as it is generally easy for funds to identify and CEM puts a lot of effort into ensuring that we capture standardized total fund costs. Component costs, and particularly internal costs, are subject to 'noise error' arising from attribution of total internal costs to the various components. It is important to remember that errors are off-setting at the total fund cost level. That is, if more cost than actually incurred is assigned to one component, less has been assigned to another, assuming reported total costs are accurate.