

Promemoria

Finansdepartementet
Finansmarknadsavdelningen

Ändrade regler för Första–Fjärde AP-fonderna

Fi2017/02972/FPM

Juli 2017

Innehållsförteckning

1	Promemorians huvudsakliga innehåll	3
2	Lagförslag	4
3	Ärendet	10
4	Bakgrund.....	11
4.1	Första–Fjärde AP-fondernas roll i det allmänna pensionssystemet.....	11
4.2	Regelverket för Första–Fjärde AP-fonderna	12
5	Allmänna utgångspunkter	15
5.1	Problem med nuvarande placeringsregler	15
5.2	Utgångspunkter för ändringar i regleringen	15
6	Placeringsregler	16
6.1	En högsta andel illikvida tillgångar.....	16
6.2	En minsta andel räntebärande värdepapper.....	23
6.3	Möjlighet att placera i råvaruderivat	25
6.4	Kravet att anlita externa förvaltare tas bort	26
7	Ansvarsfulla investeringar och ansvarsfullt ägande.....	26
7.1	Bakgrund.....	26
7.2	Lagkrav om föredömlig förvaltning genom ansvarsfulla investeringar och ansvarsfullt ägande	28
7.3	Riktlinjer och mål.....	33
7.4	Transparens	37
7.5	Samverkan.....	39
7.6	Utvärdering	40
8	Förslagets konsekvenser	41
8.1	Inledning	41
8.2	Pensionssystemet.....	41
8.3	Första–Fjärde AP-fonderna	42
8.4	Effekter på de offentliga finanserna	42
8.5	Konsekvenser för de finansiella marknaderna.....	42
8.6	Ansvarsfulla investeringar.....	43
9	Författningskommentar.....	44
Bilaga	Förteckning över remissinstanser	49

1 Promemorians huvudsakliga innehåll

I promemorian föreslås ändringar av placeringsreglerna i lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder). Syftet med ändringarna är att effektivisera placeringsreglerna för att ge bättre förutsättningar för Första–Fjärde AP-fonderna att kunna uppnå målet för förvaltningen, att långsiktigt maximera avkastningen i förhållande till risken i placeringarna, särskilt i rådande lågräntemiljö. Förslaget innebär att minsta andelen räntebärande värdepapper med låg kredit- och likviditetsrisk sänks från 30 till 20 procent, att begränsningen av noterade värdepapper tas bort och ersätts av en högsta andel illikvida tillgångar samt att kravet på extern förvaltning tas bort. Ändringarna innebär emellertid en fortsatt begränsad handlingsfrihet i jämförelse med den övergång till en s.k. aktsamhetsprincip som föreslogs i departementspromemorian Nya regler för AP-fonderna (Ds 2015:34).

I denna promemoria föreslås även att det i lag anges att Första–Fjärde AP-fonderna ska förvalta fondmedlen föredömligt genom ansvarsfulla investeringar och ansvarsfullt ägande. Att särskild vikt ska fästas vid hur en hållbar utveckling kan främjas, utan att göra avkall på det övergripande målet om hög avkastning. Detta innebär i huvudsak en modernisering av lagen om allmänna pensionsfonder (AP-fonder). Lagkravet syftar också till att markera att AP-fondernas arbete inom detta område ska ske föredömligt, och att det ska bidra till att upprätthålla en god trovärdighet för förvaltningen av buffertkapitalet.

Vidare föreslås att Första–Fjärde AP-fonderna när det gäller ansvarsfulla investeringar och ansvarsfullt ägande ska samverka och utveckla en gemensam värdegrund för förvaltningen samt anta gemensamma riktlinjer för placeringsverksamheten och gemensamt bedöma vilka tillgångar som inte bör ingå i AP-fonderna. De ska även gemensamt utveckla riktlinjer för redovisning av hur fonderna förvaltar buffertkapitalet föredömligt genom ansvarsfulla investeringar och ansvarsfullt ägande.

I promemorian föreslås inte någon ändring av det övergripande målet för förvaltningen av fondmedlen eller av övriga regler som i dag gäller för Första–Fjärde AP-fonderna.

Lagändringarna föreslås träda i kraft den 1 juli 2018.

2 Lagförslag

Förslag till lag om ändring i lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder)

Härigenom föreskrivs i fråga om lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder)

dels att 4 kap. 1, 2, 4–6, 8, 9 och 18 §§ och 5 kap. 6 § och rubrikerna närmast före 4 kap. 5 och 8 §§ ska ha följande lydelse,

dels att det ska införas fem nya paragrafer, 4 kap. 1 a, 1 b, 2 a, 2 b och 8 a §§, och närmast före 4 kap. 2 a och 2 b §§ nya rubriker av följande lydelse.

Nuvarande lydelse

Föreslagen lydelse

4 kap.

1 §¹

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

Den totala risknivån i fondernas placeringar ska vara låg. Fondmedlen ska, vid vald risknivå, placeras så att långsiktigt hög avkastning uppnås.

Fonderna ska i sin placeringsverksamhet ha nödvändig beredskap för att kunna överföra medel till Pensionsmyndigheten enligt 2 kap. 2 §.

1 a §

Första–Fjärde AP-fonderna ska förvalta fondmedlen föredömligt genom ansvarsfulla investeringar och ansvarsfullt ägande. Vid förvaltningen ska Första–Fjärde AP-fonderna fästa särskild vikt vid hur en hållbar utveckling kan främjas, utan att göra avkall på det övergripande målet om hög avkastning.

¹ Senaste lydelse 2009:1002. Ändringen innebär att tredje stycket tas bort.

1 b §

Första–Fjärde AP-fonderna ska i sin placeringsverksamhet ha nödvändig beredskap för att kunna överföra medel till Pensionsmyndigheten enligt 2 kap. 2 §.

2 §

Var och en av Första–Fjärde AP-fonderna *skall årligen* fastställa en verksamhetsplan. *Denna skall innehålla riktlinjer för placeringsverksamheten och för utövande av rösträtt i enskilda företag samt en riskhanteringsplan.*

Riskhanteringsplanen skall beskriva de huvudsakliga risker som är förenade med placeringsverksamheten och hur dessa risker skall hanteras. Det skall vidare finnas interna instruktioner för hantering av dessa risker. Riskhanteringsplanen och instruktionerna skall följas upp löpande.

Var och en av Första–Fjärde AP-fonderna *ska varje år* fastställa en verksamhetsplan. *Verksamhetsplanen ska innehålla riktlinjer för placeringsverksamheten och för utövande av rösträtt i enskilda företag samt en riskhanteringsplan.*

Riktlinjerna för placeringsverksamheten ska innehålla mål för

1. hur långsiktigt hög avkastning kan uppnås och en beskrivning av hur målen ska uppnås,

2. hur fondmedlen ska förvaltas föredömligt genom ansvarsfulla investeringar enligt 1 a § och en beskrivning av hur målen ska uppnås och hur investeringarna även i övrigt ska ske på ett ansvarsfullt sätt, och

3. hur fondmedlen ska förvaltas föredömligt genom ansvarsfullt ägande enligt 1 a § och en beskrivning av hur målen ska uppnås och hur ägandet även i övrigt ska utövas på ett ansvarsfullt sätt.

Riskhanteringsplanen ska beskriva de huvudsakliga risker som är förenade med placeringsverksamheten och hur dessa risker ska hanteras. Planen ska också innehålla interna instruktioner för hantering av dessa risker. Riskhanteringsplanen och instruktionerna ska följas upp löpande.

Samverkan

2 a §

Första–Fjärde AP-fonderna ska samverka när det gäller ansvarsfulla investeringar och ansvarsfullt ägande enligt 1 a §. Första–Fjärde AP-fonderna ska

1. utveckla en gemensam värdegrund för förvaltningen av AP-fonderna,

2. utveckla riktlinjer för redovisning av hur de förvaltar buffertkapitalet föredömligt genom ansvarsfulla investeringar och ansvarsfullt ägande på ett sätt som är förenligt med 1 a §, och

3. anta gemensamma riktlinjer för och gemensamt bedöma vilka tillgångar som inte bör ingå i AP-fonderna.

Förbud mot att vara komplementär

2 b §

Ingen av Första–Fjärde AP-fonderna får vara komplementär i ett svenskt eller utländskt kommanditbolag.

4 §

Minst *trettio* procent av marknadsvärdet av de tillgångar som var och en av Första–Fjärde AP-fonderna innehar *skall* vara placerade i fordringsrätter med låg kredit- och likviditetsrisk.

Minst *tjugo* procent av marknadsvärdet av de tillgångar som var och en av Första–Fjärde AP-fonderna innehar *ska* vara placerade i fordringsrätter med låg kredit- och likviditetsrisk.

Förvärv och innehav av aktier

Förvärv och innehav av tillgångar

5 §²

Första–Fjärde AP-fonderna får bara förvärva sådana *aktier eller andra andelar i företag* som är, *eller inom ett år från emissionen av dem avses bli, upptagna till handel på en reglerad marknad eller en motsvarande marknad utanför Europeiska ekonomiska samarbetsområdet (EES)*. Denna begränsning gäller inte aktier och andra andelar i

Första–Fjärde AP-fonderna får, *med undantag av det som anges i andra stycket*, bara förvärva sådana *tillgångar som är fullt likvida*. Med fullt likvida tillgångar avses

1. överlåtbara värdepapper och penningmarknadsinstrument som är upptagna till handel på en reglerad marknad eller en motsvarande marknad utanför Euro-

² Senaste lydelse 2007:555.

1. företag som har till huvudsakligt ändamål att äga eller förvalta fast egendom eller tomt-rätt (fastighetsbolag), eller

2. företag som har till huvudsakligt ändamål att äga och förvalta sådana aktier eller andra andelar i företag som inte är upptagna till handel på en reglerad marknad eller en motsvarande marknad utanför EES (riskkapital-företag).

peiska ekonomiska samarbets-området (EES) eller som handlas på en handelsplattform,

2. fondandelar som kan lösas in med kort varsel, och

3. kontoplaceringar i kreditinstitut eller andra liknande kortfristiga likviditetsplaceringar.

Första–Fjärde AP-fonderna får, med de begränsningar som följer av denna lag, förvärva illikvida tillgångar. Med illikvida tillgångar avses tillgångar som inte är fullt likvida.

6 §³

Var och en av Första–Fjärde AP-fonderna får inneha sådana aktier i svenska aktiebolag som är upptagna till handel på en reglerad marknad i Sverige till ett marknadsvärde som uppgår till högst två procent av det totala marknadsvärdet av sådana aktier i bolagen.

Vid tillämpning av första stycket skall inte beaktas

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

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

Vid tillämpning av första stycket ska inte beaktas

2. aktier i bolag som har till huvudsakligt ändamål att äga eller förvalta fast egendom eller tomt-rätt (fastighetsbolag), i vilka fonden innehar så många aktier att röstetalet för dem överstiger tio procent av röstetalet för samtliga aktier i bolaget.

Begränsning av innehav av onoterade instrument

Begränsning av förvärv och innehav av illikvida tillgångar

8 §⁴

Av var och en av Första-Fjärde AP-fondernas tillgångar, värderade till marknadsvärdet, får högst

Vid investeringstillfället får maximalt fyrtio procent av det verkliga värdet av var och en av

³ Senaste lydelse 2007:555.

⁴ Senaste lydelse 2007:555. Ändringen innebär bl.a. att andra stycket tas bort.

fem procent bestå av

1. sådana aktier eller andra andelar i riskkapitalföretag som inte är upptagna till handel på en reglerad marknad eller en motsvarande marknad utanför EES,

2. fordringsrätter som inte är upptagna till handel på en reglerad marknad eller en motsvarande marknad utanför EES, och

3. andelar i svenska och utländska fonder som huvudsakligen placerar i sådana aktier eller andra andelar i företag som inte är upptagna till handel på en reglerad marknad eller en motsvarande marknad utanför EES.

Ingen av Första-Fjärde AP-fonderna får vara komplementär i ett svenskt eller utländskt kommanditbolag.

Första-Fjärde AP-fondernas tillgångar består av illikvida tillgångar.

8 a §

Första-Fjärde AP-fonderna får endast göra placeringar i aktier som inte handlas på en handelsplats eller på en motsvarande marknadsplats utanför EES, genom fond, fastighetsbolag eller företag som har till huvudsakligt ändamål att äga och förvalta sådana aktier (riskkapitalföretag).

9 §⁵

Ingen av Första-Fjärde AP-fonderna får inneha så många aktier eller andra andelar i ett företag att röstetalet för dem överstiger tio procent eller, beträffande sådana riskkapitalföretag som avses i 8 § första stycket 1, trettio procent av röstetalet för samtliga aktier eller andelar i företaget.

Ingen av Första-Fjärde AP-fonderna får inneha så många aktier eller andra andelar i ett företag att röstetalet för dem överstiger tio procent eller, beträffande sådana riskkapitalföretag som avses i 8 a §, trettio procent av röstetalet för samtliga aktier eller andelar i företaget.

Begränsningen i första stycket gäller inte

⁵ Senaste lydelse 2007:555.

1. sådana aktier eller andra andelar i fastighetsbolag som inte är upptagna till handel på en reglerad marknad eller en motsvarande marknad utanför EES,

2. sådana aktier eller andra andelar i fastighetsbolag som är upptagna till handel på en reglerad marknad eller en motsvarande marknad utanför EES och i vilka bolag fonden ensam eller tillsammans med någon eller några av de andra tre AP-fonderna innehade minst hälften av röstetalet för samtliga aktier eller andra andelar i bolaget när aktierna eller de andra andelarna togs upp till handel, och

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

18 §⁶

Första–Fjärde AP-fonderna får uppdra åt ett värdepappersinstitut eller någon annan kapitalförvaltare, som i sitt hemland står under betryggande tillsyn av en myndighet eller något annat behörigt organ, att förvalta fondens tillgångar.

Var och en av Första–Fjärde AP-fonderna skall överlämna en andel av tillgångarna om minst tio procent av marknadsvärdet till förvaltning enligt första stycket.

5 kap.

6 §⁷

Följande bestämmelser i denna lag för Första–Fjärde AP-fonderna ska gälla också i fråga om Sjunde AP-fonden:

- 3 kap. om fondernas ledning utom 3 § första stycket,
- 4 kap. 1 § andra stycket om mål för placeringsverksamheten med den avvikelsen att det för förvaltningen av fonderna inte krävs att den totala risknivån ska vara låg,
- 4 kap. 2 § om verksamhetsplan utom vad gäller riktlinjer för utövande av rösträtt i enskilda företag, och mål för föredömlig förvaltning, och
- 4 kap. 18 § första stycket om förvaltningsuppdrag.
- 4 kap. 2 § om verksamhetsplan utom vad gäller riktlinjer för utövande av rösträtt i enskilda företag
- 4 kap. 18 § om förvaltningsuppdrag.

Denna lag träder i kraft den 1 juli 2018.

⁶ Ändringen innebär att andra stycket tas bort.

⁷ Senaste lydelse 2009:1460.

3 Ärendet

Den 12 mars 2014 träffade de fem partierna bakom pensionsöverenskommelsen (Socialdemokraterna, Moderaterna, Centerpartiet, Folkpartiet liberalerna [nuvarande Liberalerna] och Kristdemokraterna) en överenskommelse om förändringar av AP-fondernas organisation och placeringsregler. Med utgångspunkt i överenskommelsen utarbetades sedan departementspromemorian Nya regler för AP-fonderna (Ds 2015:34) inom Finansdepartementet. Pensionsgruppen, där nu även Miljöpartiet deltar, ställde sig bakom den slutgiltiga utformningen av den promemorian.

Departementspromemorian Nya regler för AP-fonderna har remitterats. En förteckning över remissinstanserna finns i *bilaga*. Remissyttrandena finns tillgängliga i Finansdepartementet (dnr Fi2015/3429).

Denna promemoria har utarbetats inom Finansdepartementet med utgångspunkt i den överenskommelse som slöts i Pensionsgruppen den 16 mars 2017 om att göra en översyn av Första–Fjärde AP-fondernas placeringsregler och att modernisera styrningen av hållbarhetsfrågor i förvaltningen. Pensionsgruppen har ställt sig bakom förslagen i promemorian.

I denna promemoria behandlas delar av de förslag som lämnades i promemorian Nya regler för AP-fonderna. Promemorians förslag avviker till stor del från förslagen om ändrade placeringsregler i den promemorian, medan förslagen om ansvarsfulla investeringar och ansvarsfullt ägande i huvudsak överensstämmer med dem i den promemorian.

4 Bakgrund

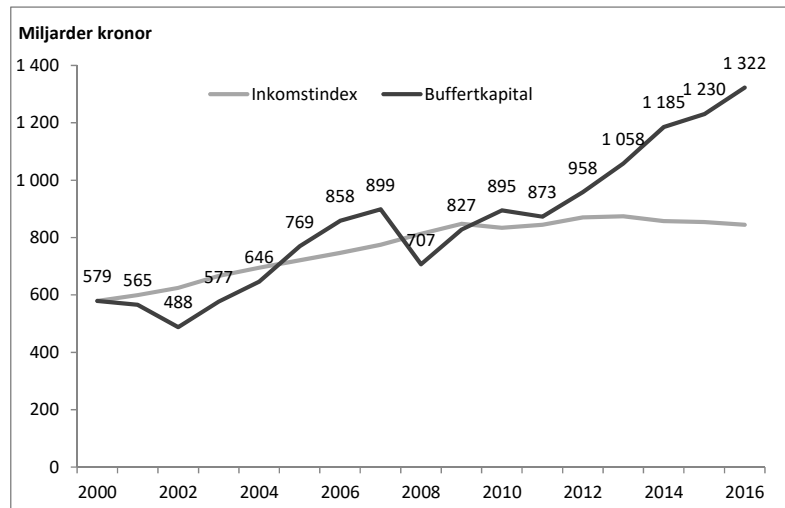
4.1 Första–Fjärde AP-fondernas roll i det allmänna pensionssystemet

Det reformerade allmänna pensionssystemet infördes den 1 januari 1999. Reformen innebar att det tidigare förmånsbestämda systemet (ATP och folkpension) ersattes av nuvarande avgiftsbestämda system (inkomstpension, garantipension och premiepension). Ansvaret för garantipensionen överfördes till statens budget, medan finansieringen av inkomstpensionen och premiepensionen frikopplades helt från denna. Reformen innebar att pensionssystemet gjordes självfinansierande (via avgifter) och det infördes en funktion så att pensionerna automatiskt anpassas till den ekonomiska tillväxten, den s.k. automatiska balanseringen. Inkomstpensionssystemet är ett fördelningssystem där inbetalda pensionsavgifter används för att finansiera samma års pensionsutbetalningar. För att hantera skillnaderna mellan de löpande pensionsavgifterna och pensionsutbetalningarna finns ett buffertkapital som förvaltas av Första–Fjärde AP-fonderna.

Buffertfonderna har två olika roller inom inkomstpensionssystemet. Den ena rollen är att hantera de över- och underskott som uppstår när volymen inbetalda pensionsavgifter skiljer sig från utbetalda pensioner. När inbetalningarna till systemet är större än utbetalningarna sparas överskottet i Första–Fjärde AP-fonderna. Omvänt tas medel från nämnda fonder när utbetalningarna är större än inbetalningarna. Den andra rollen är att långsiktigt generera avkastning för att öka stabiliteten i inkomstpensionssystemet. Om buffertfonderna har högre avkastning än den genomsnittliga inkomstutvecklingen i Sverige bidrar fonderna positivt till pensionssystemets långsiktiga finansiering. Framtida generationer kan då få en bättre pension samtidigt som risken minskar för att den automatiska balanseringen i inkomstpensionssystemet aktiveras.

Buffertkapitalet utgör en mindre del av inkomstpensionssystemets tillgångar, 15 procent, medan avgiftstillgången står för 85 procent. Avgiftsinkomsten grundas på den realekonomiska och befolkningsmässiga utvecklingen. Dock har fondernas betydelse för systemet ökat över tid då de utgör en ökande andel av tillgångarna (från 10 procent år 2001 till 15 procent år 2016). Sedan januari 2001 har buffertfondernas kapital ökat från 554 miljarder kronor till 1 322 miljarder kronor vid utgången av år 2016. Enligt regeringens skrivelse Redovisning av AP-fondernas verksamhet t.o.m. 2016 (skr. 2016/17:130) uppgick avkastningen efter kostnader för buffertkapitalet för perioden 2001–2016 till 829 miljarder kronor, vilket motsvarar en genomsnittlig avkastning på 5,6 procent per år. Inkomstindex, som ligger till grund för uppräknningen av pensionskulden, ökade under motsvarande period med i genomsnitt 3,0 procent. Genom att generera en avkastning som överstiger inkomstindex har fonderna bidragit positivt till finansieringen av inkomstpensionssystemet.

Figur 4.1 Buffertfondernas kapital jämfört med om kapitalet hade utvecklats i takt med inkomstindex



Not: Simulerade resultat för inkomstindex baseras på antagandet att fondkapitalet växer med en avkastning som motsvarar inkomstindex och årliga nettoflöden.

Källa: Regeringens skrivelse 2016/17:130 Redovisning av AP-fondernas verksamhet t.o.m. 2016.

4.2 Regelverket för Första–Fjärde AP-fonderna

Första–Fjärde AP-fonderna är statliga myndigheter som styrs genom lag. I lagstiftningen regleras ansvarsfördelningen mellan fondernas styrelser och regeringen. Riksdagen behandlar årligen en skrivelse från regeringen som innehåller en sammanställning av AP-fondernas årsredovisningar och utvärdering av AP-fondernas verksamhet.

Första–Fjärde AP-fondernas förvaltning regleras i lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder), förkortad lagen om allmänna pensionsfonder, i vilken det även finns bestämmelser om Sjunde AP-fonden. Enligt lagen är fondernas uppdrag att förvalta fondmedlen så att de blir till största möjliga nytta för inkomstpensionssystemet. Förvaltningen ska ta sin utgångspunkt i pensionssystemets åtagande. Målet är att långsiktigt maximera avkastningen i förhållande till risken i placeringarna. Den totala risknivån i förvaltningen ska vara låg, vilket inte ska tolkas som ett mål att minimera risken. Av det följer däremot ett krav på god riskspridning. Risk och avkastning ska tolkas i termer av utgående pensioner. Rollen som förvaltare av allmänna pensionsmedel ställer krav på att fonderna uppbär allmänhetens förtroende. Av det skälet är fonderna ålagda att ta hänsyn till miljö och etik i placeringsverksamheten, utan att göra avkall på det övergripande målet om hög avkastning. Fonderna ska inte ha näringspolitiska eller ekonomisk-politiska mål (prop. 1999/2000:46 s. 76).

Var och en av Första–Fjärde AP-fonderna ska, med de medel fonden förvaltar, svara för kostnaderna för sin verksamhet samt för revision och utvärdering av fondförvaltningen.

Varje fond ska ha en styrelse bestående av nio ledamöter. Styrelsen ansvarar för fondens organisation och förvaltning av fondmedlen. Styrelsens ledamöter utses av regeringen på grundval av sin kompetens att främja fondförvaltningen. Regeringen utser också ordförande och vice ordförande samt fastställer arvode och andra ersättningar till styrelsens ledamöter. Organisationer som företräder arbetsmarknadens parter har rätt att föreslå fyra kandidater till varje styrelse. Ingen av dessa kandidater får dock utses till ordförande eller vice ordförande.

Styrelsen fattar bl.a. beslut i strategiska frågor utifrån det uppdrag och mål som definieras i lag och förarbeten.

Var och en av Första–Fjärde AP-fonderna ska utforma en strategisk placeringsinriktning efter en analys av pensionssystemets åtagande. En central punkt i den strategi som styrelsen beslutar om är valet av referensportfölj (eller normalportfölj). För att fastställa vilken referensportfölj som ska användas utnyttjas s.k. ALM-analyser (tillgångs- och skuldanalys), där sambandet mellan fondens åtagande och olika investeringsval studeras.

Styrelsen ska också besluta om de riktlinjer som ska gälla för att verkställa strategin. Var och en av Första–Fjärde AP-fonderna ska årligen fastställa en verksamhetsplan. Den ska innehålla riktlinjer för placeringsverksamheten och för utövande av rösträtt i enskilda företag, men även en riskhanteringsplan. Riskhanteringsplanen ska beskriva de huvudsakliga risker som är förenade med placeringsverksamheten och hur dessa risker hanteras.

Första–Fjärde AP fondernas uppdrag kan beskrivas som att, så långt fondernas inflytande sträcker sig, undvika att den automatiska balanseringen aktiveras, men inte i en snävt kortsiktig mening (samma prop. s. 79). Ett alltför lågt (kortsiktigt) risktagande kan medföra att den långsiktiga avkastningen blir sämre och att sannolikheten därmed ökar för att balanseringsmekanismen ska aktiveras på sikt. Detta missgynnar yngre generationer som utsätts för en ökad risk för att deras pensioner påverkas negativt, medan äldre generationer gynnas av att balansering inte behöver ske i närtid. Ett alltför högt risktagande kan å andra sidan leda till en kortsiktigt negativ utveckling som drabbar äldre generationer oproportionerligt. I denna komplicerade avvägning mellan olika generationers intressen bör AP-fonderna sträva efter neutralitet. Fondernas roll som buffert motiverar också ett krav på nödvändig betalningsberedskap.

Enligt det nuvarande uppdraget ska Första–Fjärde AP-fonderna förvalta portföljer bestående av främst marknadsnoterade och omsättningsbara värdepapper och aktier (tabell 4.1). Minst 30 procent av det marknadsvärderade kapitalet ska placeras i räntebärande instrument med låg risk.

I relation till den inhemska aktiemarknaden får var och en av Första–Fjärde AP-fonderna inneha aktier i svenska bolag som är upptagna till handel på en reglerad marknad i Sverige till ett marknadsvärde som uppgår till högst två procent av det totala marknadsvärdet av sådana aktier. En fond får inte heller inneha så många aktier i ett företag att röstetalet för dem överstiger tio procent av röstetalet för samtliga aktier i bolaget. Högst fem procent av det marknadsvärderade fondkapitalet får placeras i onoterade värdepapper (inte mer än 30 procent av röstetalet i

onoterade riskkapitalbolag). Första–Fjärde AP fondernas aktieplaceringar i fastighetsbolag är undantagna från begränsningarna avseende marknadsvärde och röstetal. Sådana placeringar begränsas i stället av en generell princip om riskspridning. Högst 40 procent av Första–Fjärde AP-fondernas marknadsvärderade tillgångar får vara utsatta för valutarisk. Minst 10 procent av fondkapitalet ska förvaltas externt.

Tabell 4.1 Första–Fjärde AP-fondernas placeringsregler i sammandrag

Typ av instrument m.m.	Tillåtna placeringar
Generellt	Alla förekommande instrument på kapitalmarknaden. Aktier och fordringsrätter ska vara upptagna till handel på en reglerad marknad eller motsvarande marknad utanför EES (fastighetsaktier undantagna).
Onoterade värdepapper	Högst fem procent av fondkapitalet får vara placerat i aktier eller andelar i riskkapitalföretag, alternativt fordringsrätter, som inte är upptagna till handel på en reglerad marknad eller motsvarande marknad utanför EES. Onoterade aktier får endast ägas indirekt via fond eller riskkapitalbolag (fastighetsaktier undantagna).
Räntebärande instrument	Minst 30 procent av fondkapitalet ska vara placerat i räntebärande värdepapper med låg kredit- och likviditetsrisk.
Derivat	Främst i syfte att effektivisera förvaltningen eller minska risker. Ej derivat med råvaror som underliggande tillgång.
Krediter	Bankinlåning och utlåning på dagslånemarknaden. Direktlån till egna fastighetsbolag. Repor och värdepapperslån främst i syfte att effektivisera förvaltningen.
Upplåning	Kortfristig upplåning vid tillfälliga behov. Möjlighet till lån i Riksgäldskontoret vid fondtömning.
Utländsk valuta	Högst 40 procent av fondkapitalet får vara exponerat för valutarisk.
Stora exponeringar	Högst tio procent av fondkapitalet får vara exponerat mot en enskild emittent eller grupp av emittenter med inbördes anknytning.
Svenska aktier	Marknadsvärdet av en fonds innehav av aktier i svenska bolag som är upptagna till handel på en reglerad marknad i Sverige får uppgå till högst två procent av värdet av sådana aktier.
Röstetal	Högst tio procent i ett noterat enskilt företag (egna fastighetsbolag undantagna). Högst 30 procent i onoterade riskkapitalbolag.
Externa förvaltningsuppdrag	Minst tio procent av fondkapitalet ska läggas ut för extern förvaltning.

Enligt lagen om allmänna pensionsfonder ska regeringen för varje AP-fond utöver att utse en styrelse – utse två revisorer som ska granska förvaltningen av fondmedlen. En av revisorerna ska vara gemensam för

AP-fonder och samordna revisionen. Regeringen fastställer arvode och andra ersättningar till revisorerna.

5 Allmänna utgångspunkter

5.1 Problem med nuvarande placeringsregler

De finansiella marknaderna har utvecklats väsentligt de senaste 15–20 åren och utbudet av investeringsmöjligheter har ökat kraftigt både på grund av den tekniska utvecklingen, men även på grund av förändrade makroekonomiska förutsättningar. Dagens placeringsregler för Första–Fjärde AP-fonderna grundar sig på de regelverk och finansiella modeller som användes i slutet av 1990-talet. Vid den tiden var aktier, räntor och fastigheter det naturliga inslaget i en institutionell portfölj. I dag har avkastningsprofilen för dessa tillgångsslag förändrats, exempelvis så är avkastningen för räntor betydligt lägre, men även nya tillgångsslag har tillkommit. Utvecklingen på de finansiella marknaderna under 2000-talet har dessutom tvingat investerare att ifrågasätta sambanden mellan risk och avkastning för olika typer av tillgångar. Den ökade volatiliteten på finansmarknaderna kräver en mer dynamisk syn på kapitalförvaltning. Genom att addera fler tillgångsslag till portföljerna har investerare skapat mer robusta portföljer som innehåller fler avkastningskällor och därmed ökar spridningen av risken i portföljen.

Eftersom Första–Fjärde AP-fondernas nuvarande placeringsregler inte är anpassade till dagens finansiella marknader innebär det att AP-fonderna begränsas i sin förvaltning och riskerar att leverera en sämre avkastning per enhet risk jämfört med vad som skulle kunna vara möjligt med mindre begränsande placeringsregler. Kravet på att minst 30 procent av en AP-fonds tillgångar ska vara placerade i räntebärande värdepapper med låg kredit- och likviditetsrisk och att endast 5 procent får investeras i onoterade tillgångar är de placeringsregler som är mest begränsande för dagens förvaltning.

Ränteplaceringar ger i dag en mycket låg avkastning. Att en stor andel av kapitalet måste placeras i räntebärande värdepapper med låg kredit- och likviditetsrisk är en utmaning för att kunna uppnå de av fonderna uppsatta avkastningsmålen. Detta kan innebära ett större risktagande än vad som är nödvändigt för den övriga delen av portföljen.

5.2 Utgångspunkter för ändringar i regleringen

I denna promemoria lämnas förslag till ändringar i lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder). De föreslagna ändringarna innebär att nuvarande placeringsregler för Första–Fjärde AP-fonderna ändras. Syftet med ändringarna är att effektivisera placeringsreglerna för att ge bättre förutsättningar för fonderna att kunna uppnå målet för förvaltningen, att långsiktigt maximera avkastningen i förhållande till

riskerna i placeringarna, särskilt i rådande lågräntemiljö. De ändringar som föreslås kan också bidra till en ökad diversifiering mellan fonderna.

Ändringarna innebär emellertid en fortsatt begränsad handlingsfrihet i jämförelse med den övergång till en s.k. aktsamhetsprincip som föreslås i departementspromemorian Nya regler för AP-fonderna (Ds 2015:34). Aktsamhetsprincipen (the prudent person rule) är ett exempel på en kvalitativ regleringsansats till skillnad mot dagens kvantitativa placeringsregler. Grundläggande för principen är att förvaltaren har en lojalitetsplikt gentemot förmånstagarna och ska agera i deras intresse. Aktsamhetsprincipen är inriktad på beslutsprocessen snarare än på resultatet av placeringarna och ingen typ av investering betraktas som oaktsam i sig. Det finns därmed inte någon katalog över tillåtna investeringar och fondernas kvantitativa placeringsregler skulle, med införandet av en sådan princip, försvinna. För att införa aktsamhetsprincipen krävs emellertid en huvudman för buffertkapitalet med omfattande och betydande ansvar för att utvärdera förvaltningen. Det är inte lämpligt att regeringen har rollen som utvärderare i en sådan situation, eftersom möjligheterna till politisk styrning då ökar. Följden av att det inte föreslås någon ny huvudmannakonstruktion i denna promemoria är således att det inte heller är aktuellt att införa aktsamhetsprincipen.

I denna promemoria föreslås även att det i lag ska anges att en AP-fond ska förvalta fondmedlen föredömligt genom ansvarsfulla investeringar och ansvarsfullt ägande samt att särskild vikt ska fästas vid hur en hållbar utveckling kan främjas utan att göra avkall på det övergripande målet om hög avkastning. Att arbeta aktivt med att integrera miljöaspekter, sociala aspekter och bolagsstyrningsaspekter i förvaltningen, för att bidra till en långsiktigt hållbar värdetillväxt av kapitalet, är en del av modern förvaltningsstrategi. Som förvaltare av allmänna pensionsmedel bör det finnas en förväntan om att AP-fonderna, inom ramen för sitt uppdrag att verka för största möjliga nytta för försäkringen för inkomstgrundad ålderspension, tar ett visst samhällsansvar genom att främja en hållbar utveckling. Det är därför rimligt att det anges i lag och inte bara i förarbetena vilka krav som ställs på Första–Fjärde AP-fonderna när det gäller dessa aspekter av förvaltningen. Det saknas dock anledning att föreslå någon ändring av det övergripande målet för förvaltningen.

6 Placeringsregler

6.1 En högsta andel illikvida tillgångar

Promemorians förslag: Maximalt 40 procent av det verkliga värdet av Första–Fjärde AP-fondernas tillgångar ska få vara illikvida. Med illikvida tillgångar avses alla tillgångar som inte är fullt likvida. Fullt likvida tillgångar utgörs av

1. överlåtbara värdepapper och penningmarknadsinstrument som är upptagna till handel på en reglerad marknad eller en motsvarande

marknad utanför Europeiska ekonomiska samarbetsområdet (EES) eller som handlas på en handelsplattform,

2. fondandelar som kan lösas in med kort varsel, och

3. kontoplaceringar i kreditinstitut eller andra liknande kortfristiga likviditetsplaceringar.

Kravet ska avse tillgångarnas värde vid investeringstillfället.

Placeringar i aktier som inte handlas på en handelsplats eller på en motsvarande marknadsplats utanför EES ska endast få ske på indirekt väg genom fond, fastighetsbolag eller riskkapitalföretag.

Skälen för promemorians förslag

Nuvarande placeringsregler

Huvudregeln i de nuvarande placeringsreglerna för Första–Fjärde AP-fonderna innebär ett krav på omsättningsbarhet och marknadsnotering för de finansiella tillgångar som är tillåtna för placeringar (4 kap. 5 och 7 §§ lagen om allmänna pensionsfonder). Det finns dock undantag från kravet på marknadsnotering i form av en högsta andel som varje fond får placera i vissa onoterade tillgångar av annat slag än onoterade fastighetsaktier (4 kap. 8 §). Av var och en av Första–Fjärde AP-fondernas tillgångar, värderade till marknadsvärdet, får högst fem procent bestå av

- sådana aktier eller andra andelar i riskkapitalföretag (företag som har till huvudsakligt ändamål att äga och förvalta onoterade aktier eller andra andelar i företag) som inte är upptagna till handel på en reglerad marknad eller en motsvarande marknad utanför Europeiska ekonomiska samarbetsområdet (EES),
- fordringsrätter som inte är upptagna till handel på en reglerad marknad eller en motsvarande marknad utanför EES, och
- andelar i svenska och utländska fonder som huvudsakligen placerar i sådana aktier eller andra andelar i företag som inte är upptagna till handel på en reglerad marknad eller en motsvarande marknad utanför EES.

Därutöver får placeringar göras i onoterade aktier och andra andelar i företag som har till huvudsakligt syfte att äga eller förvalta fast egendom eller tomträtt (fastighetsbolag). Dessa begränsningsregler innebär att minst 95 procent av en AP-fonds tillgångar måste vara placerade i noterade tillgångar eller i onoterade aktier eller andra andelar i fastighetsbolag. Ett viktigt motiv till reglerna är behovet av att säkerställa att en tillräckligt stor andel av buffertkapitalet snabbt går att omsätta på en fungerande marknadsplats (prop. 1999/2000:46 s. 86).

Terminologi

Det finns ett flertal termer för att beskriva tillgångsslag som är av mer illikvid karaktär och som anses kräva särskild kompetens eller erbjuda alternativa riskexponeringar.

Med onoterade tillgångar avses sådana finansiella tillgångar som inte handlas på en handelsplats och för vilka det därför inte finns en daglig prissättning. Ett annat begrepp, som t.ex. McKinsey & Company

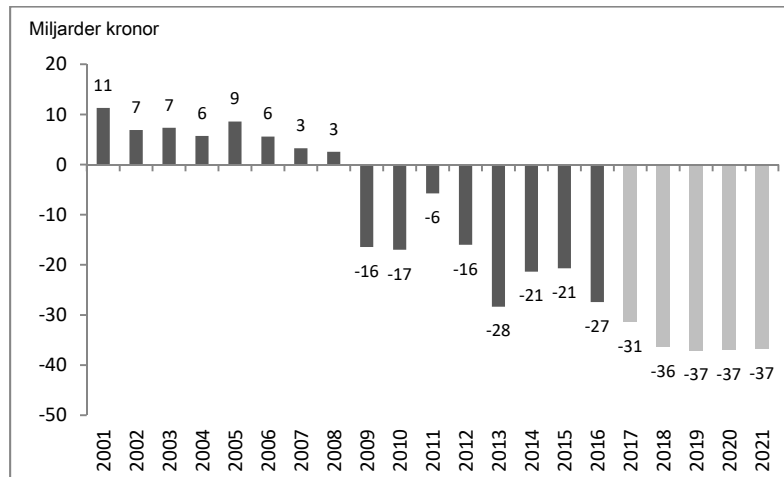
använder i sin utvärdering av AP-fonderna är alternativa investeringar. Det finns ingen allmänt erkänd definition av alternativa investeringar utan det anses ofta vara tillgångar av mer illikvid karaktär där investeringshorisonten är lång och investeringsprocessen mer komplex. McKinsey & Company har i sin utvärdering av AP-fondernas verksamhet för år 2016 definierat alternativa investeringar som reala tillgångar (onoterade innehav av fastigheter, jordbruk, skog och infrastruktur), s.k. private equity, hedgefonder och övrigt (t.ex. alternativa krediter och alternativa riskpremier). Gemensamt för dessa tillgångar är att de är av mer illikvid karaktär, dvs. att de inte lätt kan omsättas till ett rimligt pris.

Alla tillgångar som inte är fullt likvida är illikvida. Med fullt likvida tillgångar avses sådana tillgångar som lätt kan omsättas till ett rimligt pris. I huvudsak bör de fullt likvida tillgångarna bestå av överlåtbara värdepapper eller penningmarknadsinstrument som är upptagna till handel på en reglerad marknad. Även överlåtbara värdepapper eller penningmarknadsinstrument som handlas på en sådan handelsplattform som avses i lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden bör anses vara tillräckligt likvida för att anses som fullt likvida tillgångar. Vad som avses med handelsplattform i den lagen kommer att ändras något i och med genomförandet i svensk rätt av Europaparlamentets och rådets direktiv 2014/65/EU av den 15 maj 2014 om marknader för finansiella instrument (MiFID II) (se prop. 2016/17:162 s. 281–283). Dessutom bör fondandelar som kan lösas in med kort varsel och kontoplaceringar, eller andra liknande kortfristiga likviditetsplaceringar, anses som fullt likvida tillgångar. I det följande fokuseras i huvudsak på sådana tillgångar som inte är fullt likvida (illikvida tillgångar).

Långsiktighet i förvaltningen

Första–Fjärde AP-fondernas största komparativa fördel som förvaltare är att de har möjlighet att vara mycket långsiktiga i sin förvaltning, då likviditetsbehovet är litet och utvärderingsperioden lång. Detta trots att det sedan år 2009 är ett nettoutflöde ur Första–Fjärde AP-fonderna på grund av att den stora generationen som är född på 1940-talet har börjat ta ut sin pension. Enligt Pensionsmyndighetens prognoser kommer Första–Fjärde AP-fonderna fortsätta att bidra till finansieringen av inkomstpensionen över en överskådlig framtid. Storleken på de prognostiserade överföringarna är dock små i förhållande till fondernas totala marknadsvärde. Överföringarna för år 2017 beräknas uppgå till 31 miljarder kronor, vilket motsvarar 2 procent av fondvärdet vid årets början.

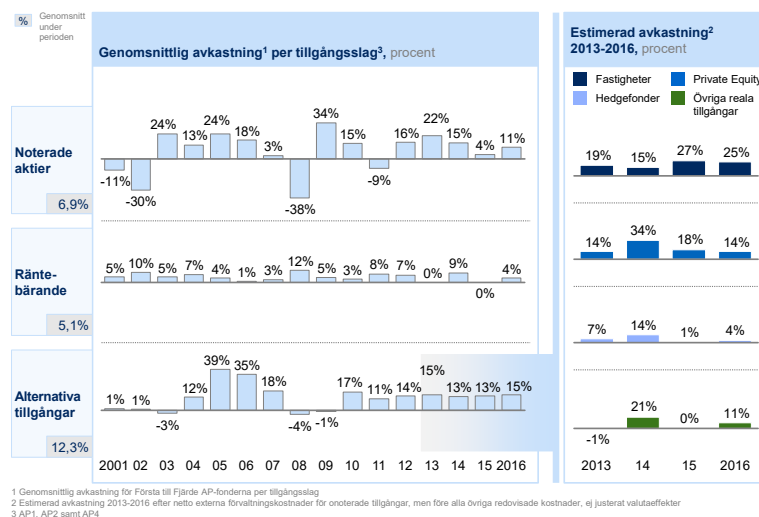
Figur 6.1 Nettoflödet mellan pensionssystemet och Första–Fjärde AP-fonderna



Källa: Skr. 2016/17:130 (grunddata från Pensionsmyndigheten)

Första–Fjärde AP-fonderna har därmed möjlighet att dra fördel av de likviditetspremier som finns på de finansiella marknaderna och som erhålls genom att man investerar i tillgångar som inte är fullt likvida (illikvida tillgångar) – en marknad som har utvecklats väsentligt under 2000-talet. Genom att avstå kapital för en viss förutbestämd period, t.ex. fem eller tio år kan en extra premie (avkastning) erhållas på kapitalet jämfört med en investering i likvida tillgångar där det ständigt finns aktörer som är beredda och villiga att köpa och sälja. Illikvida tillgångar kan bidra till att förbättra portföljens egenskaper i termer av risk och avkastning och de är dessutom diversifierande jämfört med traditionella tillgångsslag som aktier och räntor. McKinsey & Companys utvärdering av AP-fonderna har visat att alternativa tillgångar har gett högst genomsnittlig avkastning för perioden 2001–2016, 12,3 procent per år, medan den genomsnittliga avkastningen från aktieinnehaven har varit 6,9 procent per år och 5,1 procent per år för ränteinnehaven. Samtidigt har risken i termer av volatilitet varit lägre för alternativa tillgångar än för aktier.

Figur 6.2 Avkastning per tillgångsslag Första–Fjärde AP-fonderna



Källa: Skr. 2016/17:130 (grunddata från McKinsey & Company)

En god avkastning och en relativt begränsad volatilitet för alternativa investeringar ger stöd för att detta tillgångsslag lämpar sig väl för buffertkapitalet. Det kan även förväntas ha en dämpande effekt vid en eventuellt svagare utveckling på aktiemarknaden, speciellt i dagens lågränteläge där avkastningen från ränteplaceringarna inte kan förväntas väga upp för den eventuella negativa avkastningen från aktieplaceringarna på samma sätt som tidigare.

Även om buffertkapitalet till sin natur lämpar sig för långsiktiga och i viss utsträckning mindre likvida placeringar måste ändå en tillräckligt stor andel av kapitalet vara lätt tillgängligt för sitt huvudändamål att fungera som buffert inom inkomstpensionssystemet. Att en avsevärd del av tillgångarna är lätt omsättningsbara krävs också för att önskade förändringar i tillgångsportföljen snabbt ska kunna genomföras. Om en stor del av placeringarna är bundna i illikvida tillgångar, begränsas flexibiliteten och möjligheterna till aktiva placeringsbeslut. Därmed minskas också möjligheterna till ansvarsutkrävande framåt i tiden. Det är därför lämpligt med en begränsning av andelen tillgångar som inte inom skäligen tid kan omsättas till ett rimligt pris.

Det finns med hänsyn till det anförda skäl att utöka möjligheten för Första–Fjärde AP-fonderna att placera i tillgångar som inte är fullt likvida. Mot bakgrund av att förvaltningen har en lång placeringshorisont och att behovet av betalningsberedskap kan upprätthållas även med en utökad andel illikvida tillgångar i portföljen, framstår en högsta tillåten andel illikvida tillgångar om 40 procent av fondkapitalet som en lämplig avvägning. En sådan nivå kan varken anses begränsa möjligheterna till aktiva placeringsbeslut eller minska möjligheterna till ansvarsutkrävande framåt i tiden. Begränsningsregeln bör kopplas till investerings-tidpunkten, vilket motsvarar tidpunkten för när själva investerings-

beslutet fattades. Värdet på illikvida tillgångar förändras mer sällan än värdet på likvida tillgångar där det finns daglig marknadsnotering. Om värdet på de likvida tillgångarna faller kraftigt samtidigt som värdet på de illikvida tillgångarna är oförändrat kan det leda till en passiv överträdelse av begränsningsregeln på 40 procent av fondkapitalet, dvs. en överträdelse trots att inget nytt investeringsbeslut tagits. I ett sådant läge är det inte önskvärt att fonden ska behöva sälja av de illikvida tillgångarna vars värde är mer stabilt och som bidrar till en diversifiering av portföljen.

Vid investeringar i vissa illikvida tillgångar placeras inte kapitalet direkt utan beslut tas om hur stort åtagande som ska göras. Kapitalet kommer sedan att dras under en investeringsperiod som ofta uppgår till de första tre till fem åren av placeringens löptid. Genom att den föreslagna begränsningsregeln kopplas till investeringstidpunkten får gjorda åtaganden fullföljas även om andelen illikvida tillgångar på grund av en passiv överträdelse överstiger 40 procent av fondkapitalet. I sammanhanget bör särskilt uppmärksammas att inga nyinvesteringar får ske innan andelen är tillbaka under 40 procent av fondkapitalet. Det ligger således i AP-fondernas intresse att andelen illikvida tillgångar ligger på en nivå som är lägre än 40 procent och att denna är väl avvägd i relation till volatiliteten på övriga tillgångar i fonden. Detta för att i största möjliga mån undvika att en överträdelse sker så att nya investeringar i tillgångsslaget ska kunna ske kontinuerligt.

En del av det ökade utrymmet för illikvida placeringar som förslaget innebär kommer att behöva tas i anspråk för onoterade aktier i fastighetsbolag, som enligt nuvarande placeringsregler inte omfattas av begränsningen av högst fem procent i onoterade värdepapper, men också för investeringar i sådana fondandelar som inte nödvändigtvis kan lösas in med kort varsel, såsom andelar i vissa alternativa investeringsfonder och hedgefonder. Förslaget innebär dock en betydande ökning av möjligheterna att placera i andra tillgångar än sådana tillgångar som är marknadsnoterade, vilket förväntas förbättra portföljegenskaperna i termer av riskjusterad avkastning. En ökning av andelen illikvida tillgångar förbättrar möjligheten till mer långsiktiga placeringar av fondernas medel och på det sättet ökar den förväntade avkastningen per enhet risk. Samtidigt är det viktigt att de utvidgade placeringsmöjligheterna begränsas över tiden allt eftersom ytterligare placeringar görs i tillgångar som har låg likviditet. Det är därför angeläget att en ökning av andelen illikvida tillgångar sker i sådan takt att handlingsutrymmet för ytterligare sådana placeringar bevaras om förutsättningarna skulle förbättras jämfört med nuvarande förhållanden.

Kostnader

En ökning av andelen tillgångar som inte är fullt likvida kan innebära ökade förvaltningskostnader då detta tillgångsslag har högre förvaltningsavgifter än noterade aktier. Sådana kostnader kan dock motiveras om den förväntade avkastningen på placeringarna är tillräckligt hög.

Investeringsprocessen

Investeringsprocessen för olika tillgångsslag inom kategorin onoterade tillgångar skiljer sig åt och den har förändrats över tid. Ett exempel är utländska pensionsfonders investeringar i onoterade tillgångar inom riskkapital, där investeringar via fond-i-fondstrukturer i allt större utsträckning har ersatts av direkta fondinvesteringar som dessutom i allt större utsträckning kompletteras av samägda direktinvesteringar (s.k. co-investments). Att komplettera en riskkapitalportfölj av fondinvesteringar med samägda direktinvesteringar innebär ofta att den totala kostnaden minskar jämfört med att endast investera i fondstrukturen. En anledning till detta är att avgiftsstrukturen skiljer sig åt mellan de två investeringsformerna eftersom det vid direktinvesteringar inte tas ut några förvaltningsavgifter. Direktinvesteringar kräver dock en annan kompetens och organisation än fondinvesteringar, vilket innebär att de interna kostnaderna blir högre vid direktinvesteringar än vid fondinvesteringar.

Direktinvesteringar i riskkapitalverksamhet kräver stora resurser i jämförelse med förvaltning av noterade aktier. Sjätte AP-fonden har en betydande organisation för riskkapitalinvesteringar som innebär ett djupare engagemang och i många fall ett mycket starkt ägarinflytande i de enskilda företagen. Ur kostnadssynpunkt är det inte motiverat att bygga upp fem sådana parallella organisationer. McKinsey & Company uppskattar i sin utvärdering av AP-fondernas verksamhet år 2016 att vissa utländska pensionsfonder har 100–200 anställda utspridda globalt för alternativa investeringar och att det då framför allt är investeringsprocessen vid direktägande inom riskkapital, hedgefonder och reala tillgångar som driver det stora behovet av anställda. Det kan konstateras att direktägande ställer mycket höga kompetenskrav och en av de största utmaningarna är att hitta och behålla kompetens.

Första–Fjärde AP-fondernas uppgift ska vara att göra finansiella placeringar som inte ska medföra ett aktivt ägarengagemang i bolagen. Placering i onoterade aktier bör därför även fortsättningsvis ske på indirekt väg via fond- eller riskkapitalföretag. Med onoterade aktier avses aktier som inte handlas på en handelsplats eller på en motsvarande marknadsplats utanför EES. När det gäller placeringar i fastigheter får Första–Fjärde AP-fonderna inte placera direkt i fast egendom, även om de får förvärva fast egendom, tomträtt eller bostadsrätt för att skaffa lokaler till verksamheten (4 kap. 16 § lagen om allmänna pensionsfonder). Däremot finns möjlighet att placera indirekt i fastigheter, bl.a. genom placeringar i onoterade fastighetsbolag. Detta bör gälla även fortsättningsvis.

Enligt de regler som gäller i dag får ingen av Första–Fjärde AP-fonderna vara komplementär i ett svenskt eller utländskt kommanditbolag (4 kap. 8 § andra stycket lagen om allmänna pensionsfonder). Att vara komplementär innebär att man tar på sig ett obegränsat ekonomiskt ansvar för kommanditbolagets förpliktelser. Att svenska staten skulle åta sig ett sådant ansvar genom en AP-fond framstår som olämpligt. Förbudet för AP-fonderna att vara komplementär i ett svenskt eller utländskt kommanditbolag bör därför kvarstå oförändrat.

Avveckling av innehav av illikvida tillgångar

Regeln om en maximal andel illikvida tillgångar på 40 procent av fondkapitalet bör som anges ovan gälla vid tidpunkten för investeringsbeslutet. Om andelen tillgångar som inte är fullt likvida vid en senare tidpunkt överskrider 40 procent av fondkapitalet på grund av kraftiga marknadsrörelser, t.ex. kraftigt sjunkande marknadspriser på noterade tillgångar, uppkommer inget krav på försäljning av tillgångarna. Ett krav på försäljning vid ett sådant tillfälle, då marknadsvärdet på noterade tillgångar faller kraftigt, skulle sannolikt inte göras till tillgångens bästa möjliga pris och den skulle därför vara till nackdel för försäkringen för inkomstgrundad ålderspension. Om 40-procentsgränsen däremot överskrids vid investeringstillfället (aktiv överträdelse) bör, precis som i dag, innehavet avvecklas i enlighet med det som gäller när någon begränsning överskrids (4 kap. 15 § lagen om allmänna pensionsfonder).

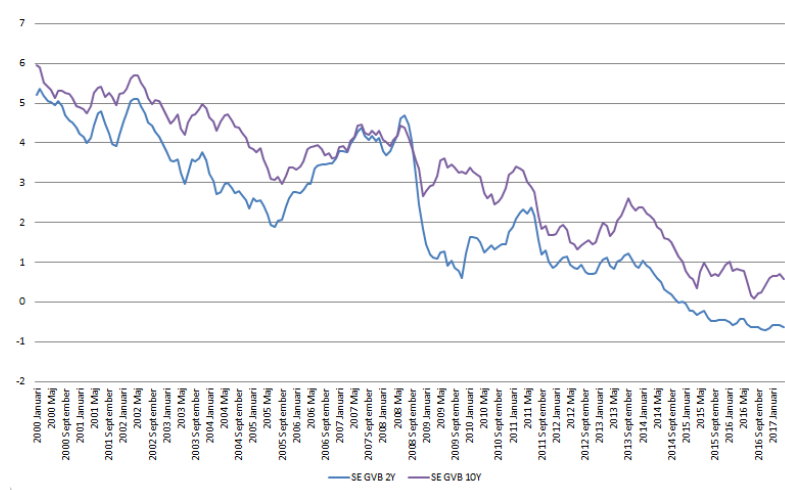
6.2 En minsta andel räntebärande värdepapper

Promemorians förslag: Minst 20 procent av marknadsvärdet av de tillgångar som var och en av Första–Fjärde AP-fonderna innehar ska vara placerade i räntebärande värdepapper med låg kredit- och likviditetsrisk.

Skälen för promemorians förslag: När kravet att minst 30 procent av var och en av Första–Fjärde AP-fondernas tillgångar ska vara placerade i räntebärande värdepapper infördes var det möjligt att få en ränta på 5–6 procent på en svensk 10-årig statsobligation (4 kap. 4 § lagen om allmänna pensionsfonder). Vid den här tidpunkten bestod de institutionella portföljerna främst av aktier, obligationer och fastigheter. Genom att sätta en miniminivå på andelen räntebärande värdepapper i fonderna var det möjligt att begränsa risktagandet för buffertkapitalet.

Regeln har historiskt gynnat förvaltningen av buffertkapitalet då trenden under 2000-talet har varit sjunkande räntor, vilket har bidragit till hög avkastning på ränteportföljer. I dag är utgångspunkten en annan då den framtida förväntade avkastningen på det tillgångsslaget minskat kraftigt. Sverige har i dag en negativ reporänta på 50 baspunkter och räntan på en 10-årig statsobligation är 57 baspunkter per den sista april 2017. Att placera i en 10-årig statsobligation och hålla den till förfall ger en årlig avkastning på 0,57 procent. En placering i kortare räntor t.ex. i en 2-årig statsobligation ger t.o.m. en negativ ränta på -0,64 procent per den sista april 2017, vilket innebär att investeraren måste betala för att placera kapitalet.

Figur 6.3 Ränuteveckling svenska statsobligationer



Källa: Finansdepartementet (grunddata från Riksbanken)

Motivet till att införa en minimibegränsning för räntebärande värdepapper var att begränsa risktagandet för buffertkapitalet. I dag kan regeln dock få motsatt effekt. Att Första–Fjärde AP-fonderna är tvingade att investera 30 procent av kapitalet i en tillgång där de får väldigt låg eller till och med negativ avkastning innebär att de måste ta hög risk med de övriga 70 procenten av portföljen för att ha möjlighet att uppnå de av fonderna uppsatta avkastningsmålen.

Sedan den nuvarande begränsningsregeln infördes har de finansiella marknaderna utvecklats och i dag finns det fler tillgångsslag att investera i som hamnar mellan aktier och räntor på riskskalan. Genom att minska minimivån i räntebärande värdepapper ökar diversifieringsmöjligheterna för Första–Fjärde AP-fonderna.

Målet för förvaltningen av Första–Fjärde AP-fonderna är att de ska förvaltas till största möjliga nytta för pensionssystemet. Allokeringen av tillgångarna ska ske efter en analys av pensionssystemets åtaganden, riskspridningen ska vara god och avkastningen ska maximeras i förhållande till risken i placeringarna. Hur stor andel räntebärande placeringar som är optimal för var och en av Första–Fjärde AP-fonderna bör bestämmas utifrån en ALM-analys (tillgångs- och skuldanalys) som tar sin utgångspunkt i förväntad avkastning och risk för de olika tillgångsslagen, samtidigt som åtagandesidan för buffertkapitalet beaktas.

Utvecklingen internationellt för regleringen av pensionssystem, försäkringsbolag och tjänstepensionsinstitut går mot friare placeringsregler där aktsamhetsprincipen (prudent person rule) gäller. Att ha en bindande undre gräns för ett enskilt tillgångsslag är ovanligt.

Ovannämnda faktorer och utvecklingstendenser måste vägas samman med inriktning mot att uppnå en lämplig reglering av Första–Fjärde AP-fonderna. Ränteplaceringar ger i dag en mycket låg avkastning. Att en stor andel av kapitalet måste placeras i räntebärande värdepapper är en utmaning för att kunna uppnå de avkastningsmål som fonderna satt upp.

Att sänka den minsta andelen räntebärande värdepapper från 30 till 20 procent framstår som en lämpligt avvägd riskbegränsningsregel som ger fonderna bättre förutsättningar för att kunna uppnå målet med förvaltningen, samtidigt som det möjliggör ytterligare diversifiering av portföljerna. Gränsen ska gälla för varje fond och bör avse marknadsvärden samt upprätthållas kontinuerligt.

Det centrala i begreppet låg kreditrisk bör vara att emittenten eller de emitterade skuldförbindelserna har en officiell, hög rating. Det är inte önskvärt att här närmare lägga fast vilka tillgångar som bör inkluderas. Dessa avvägningar bör i stället göras i de riktlinjer för placeringsverksamheten som varje buffertfond ska upprätta. Konkret är en möjlighet att utgå från den grupp som betecknas ”investment grade”. Inom denna grupp ryms såväl s.k. A-ratade (A, AA, AAA eller motsvarande) som trippel B-ratade låntagare (BBB eller motsvarande).

6.3 Möjlighet att placera i råvaruderivat

Promemorians bedömning: Första–Fjärde AP-fonderna bör inte heller i fortsättningen få investera i råvaruderivat.

Skälen för promemorians bedömning: Inledningsvis kan nämnas att råvarumarknaden har utvecklats på senare år. Exponering mot råvaror sker i dag indirekt via finansiella instrument som terminer och s.k. börshandlade fonder (Exchange Traded Funds, ETF) utan möjlighet till fysisk leverens. Råvaror är i dag ett vanligt inslag i utländska pensionsfonders portföljer och ingår typiskt sett i hedgefonder.

Råvaror kan bidra med inflationsskydd och riskdiversifiering vilket är viktiga portföljegenskaper. Studier har visat att råvaror under de senaste fyrtio åren har haft ungefär samma avkastning som obligationer, medan korrelationen mellan avkastningen för råvaror och avkastningen för aktier och obligationer har varit låg. Detta innebär att en portfölj med ett inslag av råvaror skulle ha gett ungefär samma avkastning som en portfölj med traditionella tillgångsslag, men till en lägre risk.

Råvaror är ett brett tillgångsslag som innehåller allt från metaller till jordbruksprodukter. Det kan ifrågasättas om det är moraliskt försvarbart att göra direktplaceringar i råvaror såsom livsmedel, eftersom det kan anses att sådana placeringar kan leda till ökade matpriser och därmed särskilt drabba fattiga och redan utsatta grupper bland jordens befolkning. Det bör ställas mot argumentet att en effektiv resursallokering kräver spekulation och att råvaruspekulanter indirekt skapar en marknad för livsmedel som fyller en nödvändig funktion för att utsatta grupper ska kunna sälja sin skörd.

Även om det kan anses som olämpligt att AP-fonderna själva ska göra investeringar i råvaror i spekulationssyfte skulle det kunna finnas skäl för att tillåta Första–Fjärde AP-fonderna att få investera i andelar i fonder som till en mindre del består av råvaror. I dag krävs oftast speciallösningar för Första–Fjärde AP-fonderna vid investeringar i hedgefonder eftersom råvaror inte får inkluderas. En avvägning om lämplighet att investera i fonder som innehåller råvaror skulle dock behöva göras i enlighet med det som anges om föredömlighet och ansvarsfulla

investeringar i avsnitt 7. Det får emellertid inte anses vara försvarbart att tillåta Första–Fjärde AP-fonderna att investera ens i andelar i fonder som till någon del består av råvaror. Övervägande skäl talar således för att behålla nuvarande ordning för Första–Fjärde AP-fonderna, dvs. att det inte bör vara tillåtet för fonderna att investera i råvaruderivat. I sammanhanget bör betonas att detta ställningstagande – särskilt mot bakgrund av de ändringar av placeringsreglerna som nu föreslås – inte torde utgöra något hinder för Första–Fjärde AP-fonderna att uppnå sina mål.

6.4 Kravet att anlita externa förvaltare tas bort

Promemorians förslag: Det nuvarande kravet på att minst tio procent av marknadsvärdet av var och en av Första–Fjärde AP-fondernas tillgångar ska förvaltas av externa förvaltare tas bort.

Skälen för promemorians förslag: Enligt nuvarande regelverk ska var och en av Första–Fjärde AP-fonderna överlämna minst tio procent av kapitalet till extern förvaltning (4 kap. 18 § andra stycket lagen om allmänna pensionsfonder). När det kravet infördes var motivet bl.a. att stimulera fonderna att i ökad utsträckning utnyttja möjligheterna att anlita utomstående expertis för placeringar på sådana marknader där det är motiverat av kompetensskäl och för att uppnå en kostnadseffektiv förvaltning (prop. 1999/2000:46 s. 111 f.). Utvecklingen har under de gångna åren gått i den eftersträlvade riktningen och behovet av att i lag styra Första–Fjärde AP-fondernas förvaltning i detta avseende finns inte längre. Att anlita externa förvaltare är ett förvaltningsbeslut som bör ha sin grund i hur fonden bäst uppnår en hög avkastning. Det nuvarande kravet på att minst tio procent av marknadsvärdet av var och en av Första–Fjärde AP-fondernas tillgångar ska förvaltas av externa förvaltare bör därför tas bort.

7 Ansvarsfulla investeringar och ansvarsfullt ägande

7.1 Bakgrund

Första–Fjärde AP-fonderna har i sin roll som förvaltare av buffertkapitalet i uppgift att säkerställa att fondmedlen blir till största möjliga nytta för försäkringen för inkomstgrundad ålderspension. Första–Fjärde AP-fondernas uppgift är således att skapa så god avkastning som möjligt på buffertkapitalet och därmed främja nuvarande och framtida pensionärers intressen. Utöver det faktiska avkastningsresultatet är dock en viktig fråga när det gäller förvaltningen på vilket sätt resultatet har uppnåtts.

Både i Sverige och internationellt används ofta förkortningen ESG, som står för engelskans Environment, Social and Governance, för att

beskriva faktorer som bör integreras i förvaltningen. Med ”Environment” avses t.ex. bolagens inverkan på miljö och klimat. Med ”Social” avses frågor som rör socialt ansvarstagande, t.ex. mänskliga rättigheter, arbetstagar rättigheter och likabehandling. Med ”Governance” avses frågor som rör styrningen av ett bolag, t.ex. aktieägares rättigheter och frågor om ersättningar till ledande befattningshavare. I det följande betecknas ESG som miljöaspekter, sociala aspekter och bolagsstyrningsaspekter, utom när det redogörs för utredningar som har använt begreppet ESG.

Såväl i Sverige som internationellt sker en snabb utveckling när det gäller integrering av miljöaspekter, sociala aspekter och bolagsstyrningsaspekter i finansiell analys, förvaltningsmetoder, utvärdering och redovisning samt inom finansiell forskning. Institutionella investerars ansvar och möjligheter att bidra till en hållbar utveckling betonas alltmer. Initiativen på området kan t.ex. syfta till att upprätthålla förmånstagarnas förtroende eller till att förbättra riskhanteringen. De kan också syfta till att uppnå högre finansiell avkastning, eftersom sambandet mellan ett bolags hantering av nu aktuella aspekter och avkastningen blir allt tydligare. Första–Fjärde AP-fondernas långsiktiga uppdrag lämpar sig väl för att uppnå en långsiktigt hållbar värdetillväxt genom att beakta frågor som rör miljöaspekter, sociala aspekter och bolagsstyrningsaspekter i sin förvaltning.

I de lagar som i dag styr hur buffertkapitalet ska förvaltas finns inget uttryckligt krav på att AP-fonderna ska beakta miljöaspekter, sociala aspekter och bolagsstyrningsaspekter. I förarbetena till lagen om allmänna pensionsfonder anges emellertid att hänsyn till miljö och etik ska tas i placeringsverksamheten utan att avkall görs på det övergripande målet om hög avkastning (prop. 1999/2000:46 s. 76). Det betonas även att AP-fondernas ägande inte ska vara ett närings- eller ekonomisk-politiskt instrument, men att AP-fonderna genom sin ägarroll bör kunna ”bidra till samhällsintresset” genom att verka för krav på miljöhänsyn och etik (samma prop. s. 84).

Någon närmare vägledning för hur AP-fonderna ska ta hänsyn till miljö och etik i förvaltningen av buffertkapitalet har inte getts av lagstiftaren. Regeringens styrningsmöjligheter när det gäller placeringsverksamheten är starkt begränsade. Skälet till detta är att ett förtroende på så sätt kan upprätthållas för att AP-fondernas medel endast används till nytta för pensionssystemet och pensionstagarna och inte utnyttjas för andra syften, t.ex. närings- eller ekonomisk-politiska syften.

Samtliga AP-fonder har, trots avsaknad av krav i lag, över tid utvecklat och aktivt arbetat med att införa metoder för att integrera miljöaspekter, sociala aspekter och bolagsstyrningsaspekter i förvaltningen av buffertkapitalet. Första–Fjärde AP-fonderna samarbetar även sedan år 2007 i ett gemensamt Etikråd. Genom Etikrådet har AP-fonderna utvecklat en gemensam värdegrund som innebär att fonderna ska agera utifrån principerna om engagemang, agerande och krav på förändring med syftet att göra skillnad. Etikrådets arbete utifrån denna värdegrund består främst i att identifiera bolag som kan kopplas till brott mot de internationella konventioner som Sverige har undertecknat och därefter genom bl.a. dialog försöka påverka bolagen att ta itu med kränkningar. Dessutom arbetar rådet med att införa förebyggande system och åtgärder för

att förhindra framtida konventionsbrott. Etikrådet deltar även i bransch- och investerarinitiativ i syfte att påverka bolag att öka transparensen och att agera mer ansvarsfullt. Dialog är således AP-fondernas främsta redskap för att påverka bolag i rätt riktning. Under år 2014 införde Etikrådet en tidsgräns på fyra år för bolagsdialoger som gäller konventionskränkningar. Om Etikrådets mål med bolagsdialogen inte uppnåtts inom fyra år, rekommenderar Etikrådet Första–Fjärde AP-fonderna att utesluta bolaget ur fondernas investeringsuniversum, dvs. de tillgångar som är tillåtna att investera i för fonderna. Beslut om avyttring fattas emellertid av varje AP-fond.

Under åren har AP-fondernas arbete inom detta område varit föremål för diskussion och många synpunkter. AP-fondernas arbete på området har bl.a. varit föremål för en särskild utredning, Etik- och miljöutredningen som lämnade betänkandet Etiken, miljön och pensionerna (SOU 2008:107). Utredningens generella omdöme var att AP-fonderna gör ett bra arbete, men att det finns en potential för utveckling och förbättring. De flesta av utredningens förslag kunde omhändertas inom ramen för det nuvarande regelverket. Vissa av utredningens förslag behandlas i departementspromemorian Nya regler för AP-fonderna (Ds 2015:34, se vidare i nästa avsnitt). Även Buffertkapitalsutredningen lämnar förslag om hur etik- och miljöfrågor ska beaktas i förvaltningen av buffertkapitalet. De förslagen behandlas också i nyss nämnd departementspromemoria (se även här vidare i nästa avsnitt).

Regeringen har i den årliga utvärderingen av AP-fonderna vid flera tillfällen beställt fördjupade studier av hur AP-fonderna arbetar med hållbarhetsfrågor. År 2013 gav regeringen konsultbyrån McKinsey & Company i uppdrag att genomföra en fördjupad analys avseende AP-fondernas integration av hållbarhetsfaktorer i förvaltningen (se skr. 2013/14:130 bilaga 9).

I ljuset av den snabba utvecklingen på området och resultatet av tidigare utredningar finns det skäl att överväga hur miljöaspekter, sociala aspekter och bolagsstyrningsaspekter bör beaktas i Första–Fjärde AP-fondernas placeringsverksamhet.

7.2 Lagkrav om föredömlig förvaltning genom ansvarsfulla investeringar och ansvarsfullt ägande

Promemorians förslag: Första–Fjärde AP-fonderna ska förvalta fondmedlen föredömligt genom ansvarsfulla investeringar och ansvarsfullt ägande. Särskild vikt ska fästas vid hur en hållbar utveckling kan främjas, utan att det görs avkall på det övergripande målet om hög avkastning.

Promemorian Nya regler för AP-fondernas (Ds 2015:34) förslag överensstämmer i huvudsak med promemorians förslag. I den promemorian föreslås dock att en aktsamhetsprincip införs.

Remissinstanserna: *Naturvårdsverket*, *Svenska kyrkan* och *WWF* tillstyrker förslaget att i lag stadfästa att medlen i AP-fonderna ska

förvaltas föredömligt genom ansvarsfulla investeringar och ansvarsfullt ägande. *Sveriges Aktiesparares Riksförbund* och *Sveriges Kommuner och Landsting* ser emellertid inte något behov av reglering då de anser att AP-fonderna redan i dag arbetar föredömligt med hållbarhet och ansvarsfullt ägande. *Statskontoret* anser att det inte bör finnas andra målsättningar än att tillgodose pensionstagarnas intresse av god avkastning på buffertkapitalet och att förslaget till lagtext angående ”hållbar utveckling” därmed bör utgå. *Första* och *Andra AP-fonderna* är positiva till att förvalta medlen genom ansvarsfulla investeringar och ett ansvarsfullt ägande, men anser inte att en ändrad lagstiftning är nödvändig. Däremot anser fonderna att det bör klargöras att målet om hög avkastning är överordnat andra mål. *Tredje* och *Fjärde AP-fonderna* avstyrker att värdeord såsom ”föredömlig” och ”ansvarsfull” används i målformuleringen, förarbeten och lagtext då de anser att detta riskerar att ge upphov till olika tolkningar och tvister om vilka intressegrupperingar som har tolkningsföreträde. *Pensionsmyndigheten* anser att det är viktigt att lagstiftaren tydligt uttalar att hänsyn till ansvarsfulla investeringar och ansvarsfullt ägande får tas på bekostnad av avkastningen om de värdena ska kunna få genomslag.

Skälen för promemorians förslag

Varför ett krav i lag?

Det finns flera goda skäl till varför Första–Fjärde AP-fonderna, som statliga myndigheter och förvaltare av statliga pensionsmedel, bör arbeta aktivt med att integrera miljöaspekter, sociala aspekter och bolagsstyrningsaspekter i förvaltningen. Att beakta dessa aspekter är en del av en modern förvaltningsstrategi för att undvika risker och uppnå högre finansiell avkastning i sammanhang där det finns en positiv korrelation mellan finansiell avkastning och hänsynstagande till ESG-aspekter. Första–Fjärde AP-fondernas långsiktiga placeringshorisont och storleken på förvaltad kapital innebär också att verksamheten lämpar sig väl för att integrera dessa aspekter. En sådan integrering bidrar till att upprätthålla en god trovärdighet för förvaltningen, givet att kapitalet förvaltas till största möjliga nytta för pensionssystemet.

Sveriges Aktiesparares Riksförbund och *Sveriges Kommuner och Landsting* ser inget behov av reglering på området då de anser att AP-fonderna redan i dag ligger i framkant när det gäller hållbara investeringar. Som förvaltare av allmänna pensionsmedel bör det dock finnas en förväntan om att Första–Fjärde AP-fonderna, inom ramen för sitt uppdrag att verka för största möjliga nytta för försäkringen för inkomstgrundad ålderspension, tar ett visst samhällsansvar genom att främja en hållbar utveckling. Det är därför rimligt att det anges i lag och inte bara i förarbetena vilka krav som ställs på Första–Fjärde AP-fonderna när det gäller dessa aspekter av förvaltningen.

Första och *Andra AP-fonderna* samt *Statskontoret* påpekar att målet om hög avkastning bör vara överordnat andra mål medan *Pensionsmyndigheten* anser att hänsyn till ansvarsfulla investeringar och ansvarsfullt ägande ska få tas på bekostnad av avkastningen om de värdena ska kunna få genomslag. Det övergripande syftet med förvaltningen av buffertkapitalet är att bidra till finansiering av pensioner för nuvarande

och framtida pensionärer, dvs. att uppnå en hög avkastning till största möjliga nytta för försäkringen för inkomstgrundad ålderspension. Ett krav i lag om beaktande av miljöaspekter, sociala aspekter och bolagsstyrningsaspekter får emellertid inte anses innebära att det övergripande målet om hög avkastning försvagas.

Ansvarsfulla investeringar och ansvarsfullt ägande

Inom institutionell kapitalförvaltning har begreppet ansvarsfulla investeringar (Responsible Investments, RI) kommit att bli allt vanligare. Begreppet används t.ex. i FN:s principer för ansvarsfulla investeringar (Principles for Responsible Investment, PRI), som är etablerade internationella principer för hur institutionella investerare bör agera för att integrera miljöaspekter, sociala aspekter och bolagsstyrningsaspekter i förvaltningen och i rollen som ägare verka för ett hållbart företagande. Begreppet har den fördelen att det kan knytas till både investeringar och ägande. I en bestämmelse i lagen om allmänna pensionsfonder om integrering av miljöaspekter, sociala aspekter och bolagsstyrningsaspekter bör det därför anges att Första–Fjärde AP-fonderna ska vara ansvarsfulla investerare och ansvarsfulla ägare.

I rollen som investerare kan en institutionell investerare välja att t.ex. utesluta bolag som inte lever upp till vissa kriterier, eller välja de bolag som bedöms vara bäst på att bedriva ett hållbart företagande och därmed leverera god avkastning. I rollen som ägare handlar det om att aktivt verka för att bolag förbättrar brister kopplade till t.ex. anställningsvillkor eller miljöförstöring genom att t.ex. använda sin röst på bolagsstämma för att stödja en viss inriktning.

Ett krav på att Första–Fjärde AP-fonderna ska förvalta fondmedlen ansvarsfullt innebär att varje fond ska integrera miljöaspekter, sociala aspekter och bolagsstyrningsaspekter i förvaltningen av kapitalet. Varje fond måste bedöma hur sådan integrering kan ske på bästa sätt, utifrån den valda förvaltningsmodellen. Ett krav i lag innebär inte att lagstiftaren tar ställning till hur stor andel av förvaltningen som ska ske aktivt respektive passivt eller vilken metod för tillvaratagande av sådana aspekter som är den mest effektiva. Ett krav i lag innebär dock att miljöaspekter, sociala aspekter och bolagsstyrningsaspekter ska beaktas, oavsett förvaltningsmodell.

Första–Fjärde AP-fonderna bör beakta de riktlinjer för hållbart företagande som utarbetats inom t.ex. FN, ILO och EU samt de riktlinjer och principer för hållbart företagande som framgår av Statens ägarpolicy och riktlinjer för bolag med statligt ägande (se avsnitt 7.3). Första–Fjärde AP-fonderna bör använda de metoder som bedöms vara mest effektiva för att inkludera dessa riktlinjer bl.a. med beaktande av hur stor ägare Första–Fjärde AP-fonderna är i det enskilda företaget. En fond bör också överväga när det är mest effektivt att agera enskilt och när det är mest effektivt att samarbeta med en eller flera AP-fonder eller andra aktörer för att uppnå önskat resultat.

Hållbar utveckling

Första–Fjärde AP-fonderna bör beakta miljöaspekter, sociala aspekter och bolagsstyrningsaspekter trots att detta inte förväntas bidra till en

högre riskjusterad avkastning än den som kan förväntas genom den av fonden i övrigt valda förvaltningsstrategin. Detta bör markeras genom att det i lagen om allmänna pensionsfonder anges att Första–Fjärde AP-fonderna ska fästa särskild vikt vid hur en hållbar utveckling kan främjas.

Med hållbar utveckling avses, i enlighet med Brundtlandkommissionens definition, en utveckling som tillgodoser dagens behov utan att äventyra kommande generationers möjligheter att tillgodose sina behov. Med hållbar utveckling avses miljömässig, social och ekonomisk hållbarhet. Begreppet rimmar därför väl med kravet på integrering av miljöaspekter, sociala aspekter och bolagsstyrningsaspekter i förvaltningen.

Social hållbarhet handlar om aspekter viktiga för människors välbefinnande, som rättigheter, rättvisa och välstånd. Social hållbarhet konkretiseras bl.a. i de internationella konventioner som Sverige har undertecknat om exempelvis mänskliga rättigheter, barns rättigheter och grundläggande rättigheter för arbetstagare, liksom riktlinjer och principer för hållbart företagande såsom FN:s vägledande principer för företag och mänskliga rättigheter och OECD:s riktlinjer för multinationella företag, ILO:s trepartsdeklaration om grundläggande principer och rättigheter i arbetslivet, samt konventioner om handel med och användning av vapen och narkotika.

Vad som är en miljömässigt hållbar utveckling har i Sverige konkretiserats genom den målstruktur för det svenska miljöarbetet som riksdagen beslutade år 2010, med ett generationsmål, miljökvalitetsmål och etappmål (prop. 2009/10:155, bet. 2009/10:MJU25, rskr. 2009/10:377). Generationsmålet är det övergripande målet för miljöpolitiken och innebär att vi till nästa generation ska kunna lämna över ett samhälle där de stora miljöproblemen är lösta, utan att orsaka ökade miljö- och hälsoproblem utanför Sveriges gränser. Miljökvalitetsmålen är sexton till antalet och anger det tillstånd i den svenska miljön som miljöarbetet ska leda till. Möjligheten att uppnå miljökvalitetsmålen är dock i flera fall beroende av att åtgärder genomförs också i andra länder och på internationell nivå. Sverige har även undertecknat en rad internationella konventioner som syftar till minskad miljöpåverkan. Dessa berör bl.a. utsläpp till luft, skydd av natur, havsmiljö och kemikalieanvändning.

Ekonomisk hållbarhet betecknar en ekonomisk utveckling som inte sker på bekostnad av den miljömässiga eller sociala hållbarheten.

För att kunna fästa särskild vikt vid hur förvaltningen kan främja en hållbar utveckling bör en AP-fond bl.a. analysera hur placeringsverksamheten påverkar möjligheterna till en hållbar utveckling.

Det kan vara svårt att bedöma en investerings påverkan på möjligheterna till en hållbar utveckling. I en analys av den verksamhet som bedrivs av ett företag bör t.ex. beaktas att olika aspekter kan verka i olika riktning när det gäller hållbarhet och att det relevanta således är vilken s.k. nettopåverkan som en verksamhet leder till. Transparensen när det gäller de olika typer av påverkan, både positiv och negativ, som ett företags verksamhet kan ha på en hållbar utveckling har ökat, bl.a. genom företagets hållbarhetsredovisningar, och kan förväntas fortsätta öka i och med utvecklingen av internationella initiativ för redovisning av olika hållbarhetsparametrar såsom t.ex. Carbon Disclosure Project (CDP). I sammanhanget måste även bedömas vilka rimliga möjligheter

som finns att påverka ett företag eller en bransch i riktning mot en minskad negativ påverkan på möjligheterna till hållbar utveckling. Vidare kan det vara svårt att bedöma vilka effekter en AP-fonds beslut att investera i eller utesluta ett företag har. Första–Fjärde AP-fonderna bör stödja internationella initiativ som syftar till att främja ökad transparens i hela värdekedjan. En AP-fond bör även kunna redovisa vilka överväganden som gjorts, särskilt när det gäller investeringar som kan framstå som tveksamma ur hållbarhetsperspektiv.

Genom att bedöma hur integreringen av miljöaspekter, sociala aspekter och bolagsstyrningsaspekter i förvaltningen av buffertkapitalet kan främja en hållbar utveckling i begreppets alla dimensioner och ta hänsyn till dessa aspekter, kan förvaltningen generera maximal nytta för pensionsspararna, samtidigt som den främjar en hållbar utveckling och bidrar till att ett högt förtroende för förvaltningen kan upprätthållas. Hänsynstagandet till sådana aspekter får dock inte ske på bekostnad av den övergripande målsättningen om att uppnå största möjliga nytta för försäkringen för inkomstgrundad ålderspension. Det bör därför framgå av lagen om allmänna pensionsfonder att den vikt som läggs vid hur en hållbar utveckling kan främjas inte får innebära att det görs avkall på det övergripande målet om hög avkastning.

Första–Fjärde AP-fonderna bör särskilt uppmärksamma relevanta forskningsresultat som handlar om samband mellan kapitalförvaltning och en hållbar utveckling.

Föredömlig förvaltning

Tredje och Fjärde AP-fonderna avstyrker att värdeord som t.ex. ”föredömlig” används då de anser att detta kan riskera att ge upphov till olika tolkningar och tvister om vilka intressegrupperingar som har företräde. Det bör ställas krav på att Första–Fjärde AP-fonderna ska förvalta fondmedlen föredömligt. Kravet på föredömlig förvaltning bör i detta sammanhang innebära en förväntan om att förvaltningen ska bedrivas på bästa möjliga sätt utifrån givna förutsättningar. Förvaltningen bör med andra ord bedrivas effektivt, leda till önskat resultat, ske på ett transparent sätt och bidra till en långsiktigt hållbar värdetillväxt av kapitalet. Det är mot den bakgrunden svårt att se att införandet av ett uttryckligt krav på ”föredömlig förvaltning” skulle kunna få de effekter som Tredje och Fjärde AP-fonden befarar.

En föredömlig förvaltning av fondmedlen genom ansvarsfulla investeringar och ansvarsfullt ägande är förenat med kostnader. Det innebär att Första–Fjärde AP-fonderna måste avsätta tillräckliga resurser för att säkerställa kvalitet i arbetet med ansvarsfulla investeringar och ansvarsfullt ägande, samtidigt som Första–Fjärde AP-fonderna även i detta arbete ska välja så kostnadseffektiva metoder som möjligt för att uppnå resultat.

Första–Fjärde AP-fonderna bör bl.a. delta i nationella och internationella fora för kunskaps- och erfarenhetsutbyte om frågor som rör integrering av miljöaspekter, sociala aspekter och bolagsstyrningsaspekter i förvaltningen. Genom att visa hur de bedriver en föredömlig förvaltning utan att göra avkall på kravet att förvalta buffertkapitalet till största möjliga nytta för pensionssystemet, kan Första–Fjärde AP-

fonderna inspirera fler förvaltare att i sin förvaltning i högre grad beakta miljöaspekter, sociala aspekter och bolagsstyrningsaspekter.

7.3 Riktlinjer och mål

Promemorians förslag: Första–Fjärde AP-fonderna ska varje år besluta om riktlinjer för placeringsverksamheten. Dessa ska bl.a. innehålla mål för hur långsiktigt hög avkastning kan uppnås och hur fondmedlen ska förvaltas föredömligt genom ansvarsfulla investeringar och ansvarsfullt ägande. Riktlinjerna ska bl.a. också innehålla en beskrivning av hur målen ska uppnås och hur investeringarna och ägandet även i övrigt ska ske på ett ansvarsfullt sätt.

Första–Fjärde AP-fonderna ska samverka när det gäller att utveckla en gemensam värdegrund för förvaltningen av buffertkapitalet. Första–Fjärde AP-fonderna ska även anta gemensamma riktlinjer för, och gemensamt bedöma, vilka tillgångar som inte bör ingå i Första–Fjärde AP-fonderna.

Promemorians bedömning: Första–Fjärde AP-fonderna bör fortsätta att utveckla och tydliggöra den värdegrund som de har som utgångspunkt för verksamheten. Det är naturligt att detta sker inom ett gemensamt organ som det nuvarande Etikrådet. Värdegrunden bör i vart fall ta sin utgångspunkt i de etiska grundvärden som kommer till uttryck i regeringsformen, inklusive främjandet av en hållbar utveckling som leder till en god miljö för nuvarande och kommande generationer. Värdegrunden bör även ta sin utgångspunkt i de internationella konventioner som Sverige har undertecknat samt Agenda 2030 och de globala målen för hållbar utveckling. Vidare bör värdegrunden förmedla att Första–Fjärde AP-fonderna ska ha ett vetenskapligt förhållningssätt till frågor om hållbar utveckling.

Promemorian Nya regler för AP-fondernas (Ds 2015:34) förslag och bedömning överensstämmer med promemorians förslag och bedömning.

Remissinstanserna: *Första, Andra och Fjärde AP-fonderna* anser att det inte bör regleras i lag hur värdegrunden ska tas fram och vad den bör innehålla utan anser att detta beslut bör ligga så nära verksamheten som möjligt. *Tredje AP-fonden* avstyrker förslaget att det i lag regleras hur fondernas värdegrund ska tas fram och vad den ska innehålla då de anser att detta bidrar till likriktning av ansvarsfulla investeringar och ansvarsfullt ägande och att den positiva konkurrensen som finns mellan fonderna tas bort. *Tredje och Fjärde AP-fonderna* anser att kriterier för och uteslutning av bolag bör vara den enskilda AP-fondens ansvar att besluta om då detta ofta beror på vald förvaltningsstrategi.

Skälen för promemorians förslag och bedömning

Värdegrund för ansvarsfull förvaltning

En värdegrund anger de centrala utgångspunkterna för hur Första–Fjärde AP-fonderna ser på sitt uppdrag när det gäller integrering av miljöaspekter, sociala aspekter och bolagsstyrningsaspekter i förvaltningen.

Värdegrunden bör vara kommunicerbar och kunna få bred acceptans. Första–Fjärde AP-fonderna har identiska uppdrag och sedan år 2007 ett gemensamt väl fungerande Etikråd. Mot denna bakgrund finns det i motsats till vad *Första–Fjärde AP-fonderna* anför övervägande skäl som talar för att Första–Fjärde AP-fonderna gemensamt ska utveckla en värdegrund för förvaltningen. Detta bör anges i lagen om allmänna pensionsfonder.

Att det är Första–Fjärde AP-fonderna själva som ska utforma sin värdegrund hindrar dock inte att det bör finnas vissa förväntningar om vad värdegrunden åtminstone ska innehålla. Värdegrundens legitimitet stärks genom att den grundar sig på brett förankrade demokratiska värderingar. Sådana värderingar kommer till uttryck i regeringsformen, t.ex. det grundläggande målet om den enskildes personliga, ekonomiska och kulturella välfärd och att det allmänna ska främja en hållbar utveckling som leder till en god miljö för nuvarande och kommande generationer. Vägledande bör även vara internationella riktlinjer för ett hållbart företagande, Agenda 2030 och de globala målen för en hållbar utveckling.

Det kan vara svårt att tolka internationella konventioner och även att bedöma vad tolkningen bör innebära i praktiken för Första–Fjärde AP-fondernas arbete. Eftersom konventionerna sällan behandlar vilka typer av investeringar som får eller inte får göras så handlar det om att bedöma hur en investering eller ett påverkansarbete inverkar på de värden som konventionen är avsedd att skydda. Ett exempel är icke-spridningsavtalet Nuclear Non-Proliferation Treaty (NPT), som inte uttryckligen förbjuder kärnvapen men som innehåller ett tydligt åtagande för kärnvapenstaterna om att nedrusta och för icke-kärnvapenstaterna om att inte utveckla eller anskaffa kärnvapen. Inom ramen för NPT-arbetet har samtliga statsparter åtagit sig att verka för att alla kärnvapen elimineras. Mot denna bakgrund arbetar regeringen för en eliminering av alla kärnvapen. Detta bör få återverkningar på Första–Fjärde AP-fondernas investeringsbeslut.

I arbetet med att tolka internationella konventioner bör Första–Fjärde AP-fonderna föra en dialog med relevanta experter, inklusive de departement inom Regeringskansliet som har ansvar för konventionen i fråga. Första–Fjärde AP-fondernas tolkning av en internationell konvention bör spegla hur Sverige har valt att tillämpa den specifika konventionen.

Värdegrundens relevans stärks genom att den även reflekterar vikten av vetenskapliga forskningsresultat. Den vetenskapliga forskningen inom områden som visar hur företagens agerande påverkar samhällsutveckling och ekosystem är t.ex. viktig för bedömningen av hur de företag som Första–Fjärde AP-fonderna är delägare i kan förändra sin verksamhet i riktning mot ett mer hållbart företagande. Även forskning som undersöker samband mellan kapitalförvaltning och en hållbar utveckling är av relevans för Första–Fjärde AP-fondernas investeringsverksamhet.

Värdegrunden bör utgöra utgångspunkten för Första–Fjärde AP-fondernas agerande och konkretiseras i de mål och strategier och övriga riktlinjer för ansvarsfulla investeringar och ansvarsfullt ägande som enligt det som anges nedan ska fastställas av varje styrelse för Första–Fjärde AP-fonderna.

Vem ska besluta om närmare riktlinjer?

Riktlinjer när det gäller ansvarsfulla investeringar och ansvarsfullt ägande kommer att ta sikte på förvaltningsstrategier, vilket det bör överlämnas till varje AP-fond att utveckla. Att Första–Fjärde AP-fonderna har möjlighet att sinsemellan ha olika strategier och arbetssätt för ansvarsfulla investeringar och ansvarsfullt ägande kan också antas bidra till större dynamik och möjlighet att lära av varandras arbete än om alla fyra ska följa samma riktlinjer, liksom till den riskspridning som är ett skäl för att ha fyra AP-fonder. Mot den bakgrunden bör det vara respektive AP-fond som bär ansvaret för att fastställa riktlinjer för förvaltningen, även avseende ansvarsfulla investeringar och ansvarsfullt ägande. I vissa avseenden bör dock Första–Fjärde AP-fonderna fastställa gemensamma riktlinjer, vilket utvecklas nedan.

Mål

I dag finns inget lagfäst krav på vad riktlinjerna för placeringsverksamheten ska innehålla. Det finns inte heller något lagstadgat krav på Första–Fjärde AP-fonderna att fastställa mål för ansvarsfulla investeringar och ansvarsfullt ägande. Att fastställa mål och strategier för hur målen ska uppnås är dock en viktig del i uttolkningen av vad det innebär att leva upp till kravet på föredömlig förvaltning genom ansvarsfulla investeringar och ansvarsfullt ägande. Det är genom att granska sådana mål och den uppföljning som ska göras av hur de uppfylls som regeringen och en intresserad allmänhet kan bedöma om Första–Fjärde AP-fondernas arbete på området är föredömligt. Första–Fjärde AP-fonderna bör därför fastställa egna mål för föredömlig förvaltning genom ansvarsfulla investeringar och ansvarsfullt ägande. Målen bör utformas så att de är relevanta, tydliga och uppföljningsbara samt enkla att kommunicera.

Första–Fjärde AP-fonderna kan t.ex. fastställa ansvarsfulla mål när det gäller aktieportföljens samlade klimatpåverkan. Detta kan med befintliga metoder t.ex. redovisas genom s.k. koldioxidavtryck (se avsnitt 7.4). Genom att redovisa aktieportföljens samlade koldioxidavtryck i enlighet med den praxis som håller på att utvecklas på marknaden går det att se förändringar över tid samt göra jämförelser med andra portföljer. Målen kan också vara av kvalitativ karaktär och t.ex. ange verksamhetsmål för när och hur olika miljöaspekter, sociala aspekter och bolagsstyrningsaspekter ska vara integrerade i förvaltningen. Målen bör kompletteras av strategier för att uppnå målen.

Första–Fjärde AP-fondernas ansvar att ange mål och strategier för hur fondmedlen ska förvaltas föredömligt genom ansvarsfulla investeringar och ansvarsfullt ägande bör gälla såväl för den egna förvaltningen som vid köp av externa förvaltningstjänster.

Tidigare har talats om att det i placeringsriktlinjerna ska anges hur man i placeringsverksamheten ska ta hänsyn till miljö och etik utan att avkall görs på det övergripande målet om hög avkastning (prop. 1999/2000:46 s. 82 f.). Med hänsyn härtill och med beaktande av att det nu föreslås att det i lagen om allmänna pensionsfonder ska anges att placeringsriktlinjerna ska innehålla mål för hur ansvarsfulla investeringar och ansvarsfullt ägande ska förvaltas framstår det som befogat att i lagen

också uttryckligen föreskriva att placeringsriktlinjerna ska innehålla mål för hur det övergripande målet om hög avkastning ska uppnås. Målen bör, precis som för de ansvarsfulla investeringarna och det ansvarsfulla ägandet, utformas så att de är tydliga och uppföljningsbara.

Kriterier för uteslutning

I riktlinjer avseende ansvarsfulla investeringar och ansvarsfullt ägande bör det även finnas kriterier för uteslutning av enskilda företag. Sådana kriterier är relevanta såväl inför ett investeringsbeslut som vid bedömningen av om en tillgång ska avyttras. Första–Fjärde AP-fonderna kan också välja att stanna kvar som ägare, trots att företaget inte lever upp till ställda krav, med målsättningen att försöka påverka företaget i den riktning som bedöms önskvärd.

I dag har Första–Fjärde AP-fonderna genom Etikrådet fastställt vissa kriterier för uteslutning av företag som kan kopplas till brott mot internationella konventioner. Som framgår av avsnitt 7.1 införde Etikrådet under år 2014 även en tidsgräns på fyra år för dialoger som gäller konventionskränkningar. Om Etikrådets mål med dialogen inte har uppnåtts inom fyra år, rekommenderar Etikrådet Första–Fjärde AP-fonderna att utesluta företaget ur sina investeringsuniversum. Beslut om avyttring fattas dock av varje AP-fond.

I likhet med värdegrunden bör vissa kriterier för uteslutning fastställas av Första–Fjärde AP-fonderna gemensamt. I sådana kriterier bör det konkretiseras på vilka grunder ett bolag eller annan tillgång inte bör ingå i Första–Fjärde AP-fondernas investeringsuniversum. De gemensamma kriterierna kan t.ex. baseras på faktorer som är knutna till efterlevnaden av de internationella konventioner och riktlinjer som Sverige har undertecknat och uppfyllelsen av de svenska miljömålen eller i övrigt främjandet av en hållbar utveckling. De gemensamma kriterierna ska inte hindra att var och en av Första–Fjärde AP-fonderna inom ramen för vald strategi för föredömlig förvaltning genom ansvarsfulla investeringar och ansvarsfullt ägande utformar ytterligare kriterier för innehav som inte ska ingå i Första–Fjärde AP-fondernas investeringsuniversum.

Tredje och Fjärde AP-fonderna anser att kriterier för och uteslutning av bolag bör vara den enskilda AP-fondens ansvar att besluta om. I detta sammanhang bör det betonas att bedömningen av om ett innehav ska avvecklas eller inte på grund av att bolaget t.ex. bedriver en verksamhet som inte är förenlig med de svenska miljömålen eller på annat sätt strider mot de ovan nämnda kriterierna, hänger nära samman med möjligheten att påverka bolaget i rätt riktning. Detta bör dock, liksom hos Första–Fjärde AP-fonderna i dag, ske efter en rekommendation av ett gemensamt organ som det nuvarande Etikrådet. Första–Fjärde AP-fonderna samordnar i dag ofta sin påverkansprocess i Etikrådet, vilket innebär att Etikrådet är nära kopplat till den processen och kan göra bedömningar av om fortsatt påverkan kan ge positivt resultat eller inte. I lagen om allmänna pensionsfonder bör det därför anges att Första–Fjärde AP-fonderna ska samverka när det gäller bedömningar av vilka innehav som bör uteslutas. Det bör inte slås fast i lag att samverkan ska ske inom ramen för Etikrådet utan det bör vara Första–Fjärde AP-fonderna som bedömer hur de vill organisera sin samverkan.

En rimlig förväntan är att en AP-fond som väljer att inte följa en rekommendation från det gemensamma organet bör kunna motivera sitt ställningstagande för regeringen och, så snart det är lämpligt, för allmänheten.

Riktlinjer i övrigt

Förutom att fastställa konkreta mål och strategier för ansvarsfull förvaltning bör Första–Fjärde AP-fonderna fastställa riktlinjer som gäller för hela förvaltningen, inklusive de områden där det inte är möjligt att fastställa konkreta mål.

Det internationella samarbetet på området för ansvarsfulla investeringar drivs främst genom FN:s initiativ för ansvarsfulla investeringar och ansvarsfullt ägande (PRI), FN:s initiativ för hållbart företagande (Global Compact), ILO:s kärnkonventioner och trepartsdeklarationer samt inom ramen för samarbete i EU och OECD. Regeringen har utvecklat en egen definition av hållbart företagande som bl.a. framgår av skrivelsen Politik för hållbart företagande (skr. 2015/16:69) som överlämnades till Riksdagen i december 2015 och Statens ägarpolicy och riktlinjer för bolag med statligt ägande (2017). Statens ägarpolicy syftar bl.a. till att de statligt ägda bolagen ska agera föredömligt inom området hållbart företagande. Ett föredömligt agerande inkluderar ett strategiskt och transparent arbete med samarbete i fokus. Vägledande för detta arbete är enligt ägarpolicyen internationella riktlinjer, Agenda 2030 och de globala målen för en hållbar utveckling.

Riktlinjer för hur Första–Fjärde AP-fonderna ska förvalta fondmedlen föredömligt genom ansvarsfulla investeringar och ansvarsfullt ägande bör utgå från kravet i lagen om allmänna pensionsfonder på föredömlig förvaltning samt bl.a. baseras på relevanta nationella och internationella riktlinjer, som de som nämns ovan.

Uppföljning

Riktlinjer och mål, inklusive strategier för att uppnå målen, bör redovisas i relevanta styrdokument. Varje AP-fond bör även fastställa på vilket sätt uppföljning ska ske. En AP-fond bör med viss regelbundenhet granska om målen och riktlinjerna alltför är relevanta och väl avvägda samt om strategierna för att nå målen har lett till önskat resultat. Resultatet av uppföljningen bör offentliggöras på ett för allmänheten lättillgängligt sätt.

7.4 Transparens

Promemorians förslag: Första–Fjärde AP-fonderna ska gemensamt utveckla riktlinjer för redovisning av hur fonderna förvaltar buffertkapitalet föredömligt genom ansvarsfulla investeringar och ansvarsfullt ägande.

Promemorians bedömning: För att främja allmänhetens förtroende för fondernas förvaltning bör Första–Fjärde AP-fonderna tillhandahålla lättillgänglig och rättvisande information om sin verksamhet och

sina resultat inklusive de som gäller ansvarsfulla investeringar och ansvarsfullt ägande.

Promemorian Nya regler för AP-fondernas (Ds 2015:34) förslag och bedömning överensstämmer med promemorians förslag och bedömning.

Remissinstanserna tillstyrker förslaget och bedömningen.

Skälen för promemorians förslag och bedömning: Institutionell kapitalförvaltning är en komplicerad verksamhet som de flesta inte kan följa och bedöma i detalj. Etik- och miljöutredningen uttrycker det som att där kunskaperna tar slut måste förtroendet ta vid, och förtroendet bygger på faktorer som kompetens, öppenhet, integritet och välvilja. Första–Fjärde AP-fondernas arbetssätt, organisation och kommunikation måste ta sin utgångspunkt i detta.

I den årliga skrivelsen om redovisning av AP-fondernas verksamhet har regeringen återkommande belyst vikten av öppenhet från AP-fondernas sida. Regeringen har noterat att AP-fonderna arbetar aktivt med etik- och miljöfrågor i en omfattning som sannolikt inte är känd för allmänheten. Utåtriktad kommunikation, oavsett AP-fondernas vägval, bör därför eftersträvas.

Det finns många olika sätt på vilka Första–Fjärde AP-fonderna kan vara transparenta när det gäller arbetet inom området ansvarsfulla investeringar och ansvarsfullt ägande. En given utgångspunkt för transparens är att fastställda riktlinjer, mål och strategier för ansvarsfulla investeringar och ansvarsfullt ägande ska finnas lättillgängliga på en AP-fonds webbplats. Även de resultat som förvaltningen leder till bör särskilt redovisas, liksom vilka processer som fastställts för uppföljning och utvärdering. Etikrådets årsrapport är ett bra exempel på redan pågående arbete, liksom att Första–Fjärde AP-fonderna inkluderar information om hållbarhetsfrågor på sina respektive webbplatser, i ägar rapporter och årsredovisningar.

Samtliga AP-fonder har i dag etablerat metoder för att redovisa resultat, genom ägarstyrningsrapporter och andra redovisningsformer. Första–Fjärde AP-fonderna rapporterar aktieinnehavens koldioxidavtryck (s.k. Carbon footprint). Fjärde AP-fonden deltar även i ett internationellt initiativ för att investerare globalt ska mäta koldioxidutsläpp för tillgångsportföljerna och anamma strategier för att minska sitt koldioxidavtryck. Sjätte AP-fonden har gjort en första klimatanalys för att mäta klimatpåverkan av sina investeringar och har därutöver bl.a. utarbetat en egen rankingmodell för att mäta fondbolagens arbete med hållbarhet. Andra AP-fonden lanserade år 2003 ett Kvinnoindex som detaljerat mäter andelen kvinnor i svenska börsbolags styrelser och ledningsgrupper som ett redskap för en mer jämställd bolagsstyrning. Sjätte AP-fonden publicerar även fondens uppförandekod och hållbarhetsredovisar i enlighet med Global Reporting Initiative (GRI) sedan år 2013. Det finns dock ingen gemensam standard för detta i enlighet med t.ex. GRI:s standard.

Det kan argumenteras för, liksom FAR och Finansanalytikernas förening gör i sina remissvar till Etik- och miljöutredningens förslag, att ett minimikrav bör vara att Första–Fjärde AP-fonderna årligen publicerar en bestyrkt hållbarhetsredovisning med utgångspunkt i Global Reporting

Initiative. Det finns dock ett stort antal internationella och nationella initiativ för redovisning på området. Det är angeläget att Första–Fjärde AP-fonderna även inom detta område agerar föredömligt, både gemensamt och enskilt, för att överväga vilka redovisningsformer som är mest lämpliga. Även om Första–Fjärde AP-fondernas förvaltningsmodeller kommer att se olika ut, och det därför är naturligt att redovisningsformerna delvis skiljer sig åt, bör det utvecklas riktlinjer för redovisning som gör att deras arbete på området ansvarsfulla investeringar och ansvarsfullt ägande kan granskas och jämföras med varandra. Första–Fjärde AP-fonderna bör därför vara skyldiga att samverka när det gäller att ta fram riktlinjer för hur de bör redovisa sitt arbete med ansvarsfulla investeringar och ansvarsfullt ägande. En redovisningsmetod som aktualiserats under senare år och som Första–Fjärde AP-fonderna tillsammans bör fortsätta att utveckla är redovisning av koldioxidavtryck i portföljerna.

En annan form av transparens som bidrar till förtroendet för förvaltningen är deltagande i den offentliga debatten. McKinsey & Company rekommenderar i sin utvärdering av AP-fondernas verksamhet år 2013 att AP-fonderna bör se över möjligheter att vara ännu mer proaktiva i den offentliga debatten om ESG-frågor för att stärka förtroendet bland intressenter (skr. 2013/14:130 s. 228).

Det är viktigt att Första–Fjärde AP-fonderna är proaktiva och transparenta kring sitt arbete med ansvarsfulla investeringar och ansvarsfullt ägande samt uppnådda resultat på kort och lång sikt. När det gäller transparens bör det emellertid också beaktas att det ibland kan finnas skäl till varför det inte är lämpligt för en AP-fond att vara fullt ut transparent i en viss fråga. Det kan t.ex. handla om en pågående förhandling med ett bolag eller ett känsligt skede i en påverkansprocess. Det är rimligt att Första–Fjärde AP-fonderna tillämpar samma principer för transparens och att principerna baseras på att Första–Fjärde AP-fonderna ska vara så transparenta som möjligt. Första–Fjärde AP-fonderna bör därför utforma en gemensam policy för transparens som klargör för allmänheten hur de avser att agera. En sådan policy bör vara en del av de gemensamt fastställda riktlinjerna. Exempel finns t.ex. hos Europeiska Investeringsbanken som publicerar sin policy för transparens på bankens webbplats.

7.5 Samverkan

Promemorians bedömning: Utöver det som föreskrivs i lagen om allmänna pensionsfonder bör Första–Fjärde AP-fonderna successivt utveckla sin samverkan ytterligare utifrån de behov som de har på området. Målet bör vara att uppnå ökad effektivitet och kostnadsbesparingar när det gäller föredömlig förvaltning genom ansvarsfulla investeringar och ansvarsfullt ägande.

Promemorian Nya regler för AP-fondernas (Ds 2015:34) bedömning överensstämmer med promemorians bedömning.

Remissinstanserna: *Tredje AP-fonden* instämmer i promemorians bedömning att AP-fonderna successivt bör utveckla sin samverkan

ytterligare utifrån de behov de har på området. *Första AP-fonden* anser inte att det bör anges hur fonderna ska samarbeta. *Fjärde AP-fonden* avstyrker tvingande samarbete och samverkan mellan AP-fonderna.

Skälen för promemorians bedömning: Första–Fjärde AP-fonderna samverkar som nämns i avsnitt 7.1 sedan år 2007 genom ett gemensamt Etikråd. I McKinsey & Companys utvärdering av AP-fondernas verksamhet år 2013 görs bedömningen att samarbetet inom Etikrådet fungerar väl, men att Första–Fjärde AP-fonderna bör se över möjligheterna att ytterligare öka samarbetet för att stärka resurser och kompetens inom ESG-området (skr. 2013/14:130 s. 227). Samtliga AP-fonder har under de senaste åren ökat fokus på att integrera ESG-aspekter i förvaltningen och bygga intern expertis. Var och en av fonderna har begränsade resurser för detta arbete, medan flera utländska fonder som Första–Fjärde AP-fonderna jämförts med upplever skalfördelar inom området (större grupper har större möjlighet och kapacitet att arbeta aktivt och systematiskt med integrationen).

I motsats till vad *Första* och *Fjärde AP-fonderna* anför bör det finnas goda förutsättningar för att utveckla och förstärka den samverkan som fonderna redan har i dag inom Etikrådet när det gäller arbetet med ansvarsfulla investeringar och ansvarsfullt ägande. Första–Fjärde AP-fonderna bör därför fortsätta att samarbeta inom Etikrådet och kontinuerligt utveckla och stärka rådets arbete.

Genom att Första–Fjärde AP-fonderna är transparenta med sitt arbete och sina överväganden (se avsnitt 7.4) kan även allmänheten få insyn i hur arbetet bedrivs.

Som framgår ovan bör samarbetet åtminstone innebära att Första–Fjärde AP-fonderna utvecklar en gemensam värdegrund för ansvarsfulla investeringar i förvaltningen (avsnitt 7.3), antar riktlinjer för och gemensamt bedömer vilka tillgångar som inte bör ingå i fonderna utifrån hållbarhetsöverväganden (avsnitt 7.3) och att de utvecklar riktlinjer för redovisning av hur fonderna förvaltar fondmedlen på ett ansvarsfullt sätt (avsnitt 7.4).

Genom ett samverkansråd kan Första–Fjärde AP-fonderna fortsätta att delta i nationella och internationella samarbeten för att stärka kunskapsutvecklingen om metoder, redovisningsformer och andra frågor relaterade till ansvarsfulla investeringar och ansvarsfullt ägande. Genom ett samverkansråd kan Första–Fjärde AP-fonderna även, när det är relevant, samverka vid köp av tjänster från externa förvaltare. Första–Fjärde AP-fonderna kan även vidareutveckla gemensamma fokusområden för att särskilt analysera hur en viss fråga på bästa sätt kan beaktas i förvaltningen, t.ex. koldioxidutsläpp, arbetsmiljöfrågor, korruptionsrisk eller risk för felvärdering av tillgångar som kan komma att bli s.k. strandade tillgångar.

7.6 Utvärdering

<p>Promemorians bedömning: Hur Första–Fjärde AP-fonderna lever upp till kravet på föredömlighet utan att göra avkall på det övergripande målet om hög avkastning bör omfattas av regeringens årliga</p>
--

utvärderingsskrivelse om AP-fondernas verksamhet. Med viss regelbundenhet bör AP-fondernas arbete med ansvarsfulla investeringar och ansvarsfullt ägande vara föremål för särskild fördjupning. En sådan fördjupning lämnas i regel vid den årliga utvärderingen, men kan även ske vid en annan tidpunkt.

Skälen för promemorians bedömning: Utvärderingen av hur AP-fonderna arbetar med ansvarsfulla investeringar och ansvarsfullt ägande bör, liksom utvärderingen i övrigt, göras ur ett långsiktigt perspektiv.

En kvalitativ granskning av AP-fondernas mål, strategier och riktlinjer kan göras varje år. En djupdykning i vilka resultat som uppnås bör dock inte göras varje år utan det bör ske en fördjupad analys vissa år som fokuserar på frågor om ansvarsfulla investeringar och ansvarsfullt ägande.

8 Förslagets konsekvenser

8.1 Inledning

De finansiella marknaderna har utvecklats väsentligt de senaste 15–20 åren och utbudet av investeringsmöjligheter har ökat kraftigt både på grund av den tekniska utvecklingen, men även på grund av förändrade makroekonomiska förutsättningar.

Förslagen i denna promemoria syftar till att effektivisera placeringsreglerna för att ge bättre förutsättningar för Första–Fjärde AP-fonderna att kunna uppnå målet för förvaltningen, att långsiktigt maximera avkastningen i förhållande till risken i placeringarna, särskilt under rådande lågräntemiljö samt att tydliggöra i lag att AP-fonderna ska förvalta fondmedlen föredömligt genom ansvarsfulla investeringar och ansvarsfullt ägande. Dessa ändringar innebär i huvudsak en modernisering av lagen om allmänna pensionsfonder (AP-fonder).

Att inte genomföra föreslagna ändringar skulle innebära att pensionsystemet går miste om den potentiellt ökade avkastning som förslaget syftar till. Det skulle även riskera att urholka allmänhetens förtroende för AP-fondernas verksamhet dels eftersom förändrade omvärldsförhållanden medfört krav på anpassningar av nuvarande placeringsregler, men även att investerares ansvar och möjligheter att bidra till en hållbar utveckling blir allt viktigare.

De som berörs av förslagen i denna promemoria är nuvarande och framtida pensionärer (pensionssystemet) och finansmarknaden.

8.2 Pensionssystemet

Ett väl fungerande pensionssystem är av stor vikt för dagens och morgondagens pensionärer, men även för samhället i stort. Sveriges demografi har stor betydelse för pensionssystemet. Därutöver är den viktigaste faktorn för det svenska pensionssystemets utveckling en väl

fungerande arbetsmarknad med hög sysselsättning och god försörjning av avgifter till pensionssystemet. Avgiftsnettot är skillnaden mellan de avgifter som betalas in och pensionsutbetalningar till dagens pensionärer. Om avgiftsnettot är negativt innebär det en minskning av kapitalet som finns i buffertfonderna, i den utsträckning nettoavkastningen på buffertkapitalet inte väger upp för detta. Under perioder då pensionssystemets finansiella ställning är under påfrestning är avkastningen på buffertkapitalet särskilt viktig, eftersom avkastningen då kan få betydelse för om den s.k. balanseringen aktiveras eller inte. Syftet med de förslag som lämnas i denna promemoria är att öka förutsättningarna för att uppnå en hög avkastning vid en risknivå som är anpassad till inkomstpensionssystemets krav, till nytta för dagens och framtida pensionärer.

Att minska minsta andelen räntebärande värdepapper och öka andelen illikvida tillgångar ger en större flexibilitet att anpassa förvaltningen av buffertkapitalet till rådande marknadsförutsättningar. Därmed bör en högre riskjusterad avkastning kunna uppnås. Det är inte möjligt att med någon grad av säkerhet kvantifiera i vilken omfattning de föreslagna ändringarna kan komma att påverka framtida nettoavkastning positivt. Även en mer begränsad positiv påverkan på nettoavkastningen har dock betydande effekter när det gäller bidrag i absoluta tal till buffertkapitalet.

8.3 Första–Fjärde AP-fonderna

Eftersom de föreslagna ändringarna i denna promemoria är av mindre karaktär förväntas effekterna på Första–Fjärde AP-fondernas verksamhet att vara små.

8.4 Effekter på de offentliga finanserna

Det svenska pensionssystemet räknas inte in som en del av statens budget utan är ett fristående system. Den viktigaste faktorn för det svenska pensionssystemets utveckling är en väl fungerande arbetsmarknad med hög sysselsättning. Under perioder då avgiftstillgången inte motsvarar pensionsskulden i beräkningen av pensionssystemets finansiella ställning, är avkastningen från buffertkapitalet särskilt viktig eftersom avkastningen då kan få betydelse för om den s.k. balanseringen aktiveras eller inte. En aktivering av denna kan leda till indirekta effekter på de offentliga finanserna, t.ex. i form av ökade kostnader för garantipension och bostadstillägg till vissa pensionärer till följd av minskade pensioner.

8.5 Konsekvenser för de finansiella marknaderna

Första–Fjärde AP-fondernas portföljer är väldiversifierade inom ramen för nuvarande regelverk. Även om förslagen i denna promemoria förväntas leda till vissa omallokeringar över tid är det mindre sannolikt att det kommer att ske på samma snabba sätt som vid den förra ändringen av placeringsreglerna år 2001. Omallokering kan förväntas ske från likvida till illikvida tillgångar såsom placeringar i infrastruktur och riskkapital. Sådana investeringar tar tid. Därför är det sannolikt att

eventuella överflyttningar från likvida till illikvida tillgångar kommer att ske gradvis. Effekten på de finansiella marknaderna bedöms därmed bli begränsad.

Det går dock inte att förutse hur den framtida portföljsammansättningen för fonderna kommer att se ut. Det är därför inte möjligt att avgöra om och i vilken grad de ändrade placeringsreglerna kommer att leda till en förändring av investeringar inom specifika tillgångsslag.

8.6 Ansvarsfulla investeringar

Förslagen i denna promemoria innebär att Första–Fjärde AP-fonderna får ett mer uttalat ansvar att förvalta fondmedlen föredömligt genom ansvarsfulla investeringar och ansvarsfullt ägande. Särskild vikt ska fästas vid hur en hållbar utveckling kan främjas, utan att göra avkall på det övergripande målet om hög avkastning eller kravet att förvaltningen ska ske uteslutande i pensionsspararnas intresse. De får även ett uttalat ansvar att ange mål och andra riktlinjer för hur kravet på föredömlighet ska uppfyllas samt att vara transparenta med sina bedömningar och resultat på området.

Det är inte möjligt att bedöma i vilken utsträckning förslagen kan leda till att Första–Fjärde AP-fondernas förvaltning främjar en hållbar utveckling. Uppdraget att samverka när det gäller redovisning av arbetet på området bör dock leda till ökad jämförbarhet och därmed bättre möjligheter att utvärdera fondernas strategier. Första–Fjärde AP-fonderna kan genom att förvalta buffertkapitalet föredömligt genom ansvarsfull förvaltning, utan att göra avkall på det övergripande målet om att förvalta fondmedlen till största möjliga nytta för pensionssystemet, även inspirera andra finansiella aktörer att förvalta sitt kapital mer ansvarsfullt. Sammantaget kan de nya kraven om föredömlig och ansvarsfull förvaltning till största möjliga nytta för pensionssystemet antas leda till att allmänhetens förtroende för Första–Fjärde AP-fondernas verksamhet stärks.

9 Författningskommentar

Förslaget till ändring i lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder)

4 kap.

1 §

Ändringen innebär att tredje stycket tas bort. Den bestämmelsen införs i stället i 1 b §. Det innebär inte någon ändring i sak.

1 a §

I paragrafen, som är ny, anges att AP-fonderna ska förvalta medlen i AP-fonden föredömligt genom ansvarsfulla investeringar och ansvarsfullt ägande och att särskild vikt ska fästas vid hur en hållbar utveckling kan främjas utan att avkall görs på det övergripande målet om hög avkastning.

Med *föredömlig förvaltning* avses att arbetet ska bedrivas på bästa möjliga sätt utifrån givna förutsättningar, dvs. det ska vara effektivt, leda till resultat och ske på ett transparent sätt.

Vid en föredömlig förvaltning ska varje AP-fond agera ansvarsfullt genom att integrera miljöaspekter, sociala aspekter och bolagsstyrningsaspekter i förvaltningen. Eftersom metoderna för att agera som *ansvarsfull investerare* kan skilja sig från metoderna för att agera som *ansvarsfull ägare*, anges i paragrafen att Första–Fjärde AP-fonderna ska agera ansvarsfullt i båda dessa roller.

Med *hållbar utveckling* avses, i enlighet med Brundtlandkommissionens definition, en utveckling som tillgodoser dagens behov utan att äventyra kommande generationers möjligheter att tillgodose sina behov. Hållbar utveckling syftar till en långsiktigt miljömässigt, socialt och ekonomiskt hållbar utveckling. De svenska miljömålen i form av ett generationsmål och sexton miljö kvalitetsmål, som fastställts av riksdagen (prop. 2009/10:155), konkretiserar vad som krävs för att uppnå en miljömässigt hållbar utveckling. Genom att ange att Första–Fjärde AP-fonderna ska *fästa särskild vikt vid* hur en hållbar utveckling kan främjas betonas att hänsyn ska tas till miljöaspekter, sociala aspekter och bolagsstyrningsaspekter även om det inte innebär en högre riskjusterad avkastning än den som kan förväntas genom den av fonderna i övrigt valda förvaltningsstrategin. Hänsynstagande till sådana aspekter får dock inte innebära att det görs avkall på det *övergripande målet om hög avkastning* (se prop. 1999/2000:46 s.76–79).

Övervägandena finns i avsnitt 7.2.

1 b §

Paragrafen, som är ny, motsvarar nuvarande 1 § tredje stycket. Det innebär inte någon ändring i sak.

2 §

Paragrafen innehåller bestämmelser om den verksamhetsplan och de riktlinjer som Första–Fjärde AP-fonderna varje år ska fastställa.

I *första stycket* görs endast några språkliga justeringar.

Andra stycket, som är nytt, innebär att Första–Fjärde AP-fonderna i placeringsriktlinjerna ska fastställa mål för hur en långsiktigt hög avkastning kan uppnås och för en föredömlig förvaltning genom ansvarsfulla investeringar och ansvarsfullt ägande.

I *punkt 1* föreskrivs att placeringspolicyn ska innehålla mål för hur det övergripande målet om långsiktig hög avkastning ska uppnås. Det innebär att tidigare förarbetsuttalanden lagfästs (prop. 1999/2000:46 s. 82 f.).

I *punkterna 2 och 3* föreskrivs att AP-fonderna i placeringsriktlinjerna ska fastställa mål för föredömlig förvaltning genom ansvarsfulla investeringar och ansvarsfullt ägande. Målen ska vara relevanta, tydliga och uppföljningsbara samt enkla att kommunicera. Båda målen ska kompletteras med strategier för hur de ska uppnås. När det inte är möjligt att fastställa konkreta mål ska det finnas riktlinjer för hur placeringsverksamheten ska bedrivas aktsamt respektive ansvarsfullt. Vad som avses med föredömlig förvaltning, ansvarsfulla investeringar och ansvarsfullt ägande anges i 1 a §, se författningskommentaren till den paragrafen.

Tredje stycket motsvarar nuvarande andra stycket. Ändringarna är endast språkliga.

AP-fondernas ansvar för att ange riktlinjer, mål och strategier enligt paragrafen gäller såväl för fondernas förvaltning som för förvaltning som de uppdrar åt någon annan att utföra (jfr 18 §).

Övervägandena finns i avsnitt 7.3.

2 a §

I paragrafen, som är ny, ställs krav på att Första–Fjärde AP-fonderna ska samverka i frågor som rör föredömlig förvaltning genom ansvarsfulla investeringar och ansvarsfullt ägande. Uppräkningen av de typer av frågor där det särskilt förutsätts att AP-fonderna samverkar är inte uttömmande.

Enligt *punkt 1* ska AP-fonderna utveckla en gemensam värdegrund för förvaltningen av fonderna. Utvecklandet av *värdegrunden* ska utgå ifrån de grundvärden som uttrycks i 1 kap. 2 § regeringsformen. Ytterligare utgångspunkter för vad som utgör värdegrund finns i de internationella konventioner som Sverige har undertecknat.

Enligt *punkt 2* ska AP-fonderna utveckla riktlinjer för redovisning av hur de förvaltar fondmedlen på ett föredömligt sätt. Att riktlinjerna ska utvecklas gemensamt innebär bl.a. att AP-fonderna ska samverka för att säkerställa att den metodutveckling som sker vad gäller olika former av hållbarhetsredovisning för kapitalförvaltning beaktas av dem och ytterst att transparensen och jämförbarheten mellan fondernas arbete med ansvarsfulla investeringar och ansvarsfullt ägande ökar. AP-fonderna ska därför gemensamt bedöma vilka redovisningsformer som är bäst för att uppnå ändamålet. Att AP-fonderna ska samverka i detta avseende hindrar inte att var och en av dem även använder sig av egna redovisningsformer.

Riktlinjer för redovisning innefattar även riktlinjer för transparens. Detta innebär att AP-fonderna också ska utforma en gemensam policy för transparens för att klargöra vilka principer som AP-fonderna agerar utifrån, inbördes såväl som gentemot allmänheten.

Enligt *punkt 3* ska samverkan ske också genom att AP-fonderna antar riktlinjer för, och gemensamt bedömer, vilka tillgångar som inte bör ingå i fonderna. Det rör sig dels om antagande av gemensamma kriterier för vad som de facto inte bör ingå i en AP-fond (s.k. uteslutning), dels om kriterier för att i ett enskilt kunna fall bedöma om en viss tillgång bör avyttras. Kriterierna ska utgå från värdegrunden och konkretisera på vilka grunder ett företag eller annat innehav bör uteslutas. Kravet på samverkan kring uteslutningar handlar inte om uteslutningar av rent finansiella skäl utan om uteslutningar för att leva upp till kraven om en föredömlig förvaltning genom ansvarsfulla investeringar och ansvarsfullt ägande.

AP-fonderna är självständiga såväl när det gäller placeringsverksamheten som när det gäller beslut om att avveckla tillgångar på grund av att innehavet kan anses oförenligt med kraven i 1 a §.

Övervägandena finns i avsnitten 7.3 och 7.4.

2 b §

Paragrafen, som är ny, motsvarar nuvarande 8 § andra stycket. Detta innebär inte någon ändring i sak.

Övervägandena finns i avsnitt 6.1.

4 §

Paragrafen syftar till att begränsa Första–Fjärde AP-fondernas totala risktagande (se prop. 1999/2000:46 s. 165).

Ändringen innebär att minst tjugo procent, mot i dag trettio procent, av var och en av Första–Fjärde AP-fondernas tillgångar ska vara placerade i räntebärande värdepapper med låg kredit- och likviditetsrisk.

Övervägandena finns i avsnitt 6.2.

5 §

Paragrafen innehåller bestämmelser om de typer av tillgångar som Första–Fjärde AP-fonderna får förvärva.

I *första stycket* föreskrivs att en AP-fond, som huvudregel, endast får förvärva tillgångar som är fullt likvida. Uttrycket *fullt likvida tillgångar* definieras av vissa inom kapitalförvaltningen välkända termer. De termer som används i *punkt 1* har t.ex. samma innebörd som i lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden. *Punkt 2* innebär att andelar i svenska eller utländska fonder ska anses som fullt likvida under förutsättning att fondandelarna kan lösas in med kort varsel. Med fonder avses fonder som omfattas av direktiv 2009/65/EG (UCITS-direktivet), såsom svenska värdepappersfonder, och motsvarande fonder i tredjeland samt alternativa investeringsfonder. *Punkt 3* innebär att kontoplaceringar i kreditinstitut eller kortfristiga likviditetsplaceringar som är av samma karaktär som sådana placeringar också ska anses vara fullt likvida.

Av *andra stycket*, som är nytt, följer att, med undantag från huvudregeln i första stycket, förvärv får göras också av illikvida tillgångar, med de begränsningar som följer av lagen i övrigt bl.a. 7, 8 och 8 a §§ (se författningskommentarerna till de paragraferna). Illikvida tillgångar får således förvärvas endast om förutsättningarna som rör illikvida tillgångar och som ställs upp i övriga paragrafer i lagen är uppfyllda. Begreppet illikvida tillgångar utgör motsatsen till de fullt likvida tillgångar som räknas upp i första stycket.

Övervägandena finns i avsnitt 6.1.

6 §

Paragrafen innebär en begränsning av Första–Fjärde AP-fondernas innehav av aktier som är upptagna till handel på en reglerad marknad i Sverige.

Ändringen i paragrafen innebär att den definition av fastighetsbolag som i nuvarande lydelse finns i 5 § 1 i stället förs in i *andra stycket 2*. Ändringen är endast en följdändring med anledning av att definitionen av fastighetsbolag tas bort i 5 §. Det innebär inte någon ändring i sak.

8 §

I paragrafen, som reglerar placeringar i vissa onoterade tillgångar, införs en bestämmelse om begränsning av innehav av illikvida tillgångar.

Bestämmelsen innebär att var och en av Första–Fjärde AP-fonderna får inneha maximalt 40 procent av illikvida tillgångar vid investeringsstillfället. Med *investeringsstillfället* förstås den tidpunkt då AP-fonden fattar beslutet om investeringsåtagande. Prövningen av hur stor andel av placeringarna som utgörs av illikvida tillgångar vid investeringsstillfället ska göras utifrån de illikvida tillgångarnas värde vid detta tillfälle i förhållande till de tillgångar som fonden de facto har vid denna tidpunkt. Om kapitalplaceringen portioneras ut på flera tillfällen har således ingen betydelse för tillämpningen av bestämmelsen. Med *illikvida tillgångar* avses tillgångar som inte är fullt likvida, dvs. motsatsen till tillgångar som är fullt likvida. Vad som avses med fullt likvida tillgångar anges i 5 §.

Övervägandena finns i avsnitt 6.1.

8 a §

I paragrafen, som är ny, införs en bestämmelse om att placering i aktier som inte är föremål för organiserad handel på kapitalmarknaden endast får ske genom fond, fastighetsbolag eller riskkapitalföretag.

Bestämmelsen innebär att Första–Fjärde AP-fonderna får göra placeringar i s.k. onoterade aktier endast om det sker indirekt. Med onoterade aktier avses sådana aktier som inte handlas på en handelsplats eller på en motsvarande marknadsplats utanför EES. Med handelsplats avses det samma som i lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden, dvs. såväl reglerade marknader som handelsplattformar omfattas (se definitionen i 1 kap. 4 b § den lagen). Placering i onoterade aktier får endast göras genom en fond, ett fastighetsbolag eller ett riskkapitalföretag, dvs. in-

direkt. Bestämmelsen inbegriper en definition av riskkapitalföretag. Vad som avses med fastighetsbolag framgår av 6 § andra stycket 2.

Övervägandena finns i avsnitt 6.1.

9 §

Paragrafen begränsar Första–Fjärde AP-fondernas ägarinflytande i ett enskilt företag (se prop. 1999/2000:46 s. 167).

I *första stycket* görs en följdändring med anledning av att bestämmelsen i 8 § första stycket 1 om riskkapitalföretag tas bort och en definition av riskkapitalföretag införs i 8 a §.

18 §

Paragrafen reglerar möjligheten för Första–Fjärde AP-fonderna att uppdra åt någon annan att förvalta fondens tillgångar.

Andra stycket tas bort. Ändringen innebär att var och en av Första–Fjärde AP-fonderna inte längre behöver avsätta minst tio procent av marknadsvärdet på sina tillgångar till extern förvaltning.

Övervägandena finns i avsnitt 7.4.

5 kap.

6 §

I paragrafen anges, genom en hänvisning, de bestämmelser för Första–Fjärde AP-fonderna som gäller också för Sjunde AP-fonden.

Av paragrafen följer bl.a. att bestämmelserna i 4 kap. 2 § om verksamhetsplan gäller Sjunde AP-fonden utom i den del som avser riktlinjer för utövande av rösträtt i enskilda företag.

Hänvisningen till 4 kap. 2 § justeras på så sätt att Sjunde AP-fonden också undantas från att tillämpa 4 kap. 2 § andra stycket 2 och 3 (mål för hur fondmedlen ska förvaltas föredömligt genom ansvarfulla investeringar och ansvarsfullt ägande) Justeringen föranleds av de nya bestämmelser som införs för Första–Fjärde AP-fonderna om föredömlig förvaltning genom ansvarfulla investeringar och ansvarsfullt ägande och placeringsriktlinjer för detta område (se avsnitten 7.2 och 7.3). Justeringen innebär också att 4 kap. 2 § andra stycket 1 (mål för hur det övergripande målet om långsiktig hög avkastning ska uppnås) blir tillämplig för Sjunde AP-fonden. För den närmare innebörden av 4 kap. 2 § andra stycket 1, se författningskommentaren till den bestämmelsen.

I hänvisningen till 4 kap. 18 § görs en följdändring med anledning av att andra stycket i den paragrafen tas bort.

Promemorian Nya regler för AP-fonderna (Ds 2015:34)

Sveriges riksbank, Riksdagens ombudsmän, Riksrevisionen, Svea hovrätt, Kammarrätten i Göteborg, Justitiekanslern, Revisorsnämnden, Försäkringskassan, Inspektionen för socialförsäkringen, Pensionsmyndigheten, Riksgäldskontoret, Finansinspektionen, Ekonomistyrningsverket, Skatteverket, Kronofogdemyndigheten, Konjunkturinstitutet, Första AP-fonden, Andra AP-fonden, Tredje AP-fonden, Fjärde AP-fonden, Sjätte AP-fonden, Sjunde AP-fonden, Bokföringsnämnden, Kammarkollegiet, Arbetsgivarverket, Statskontoret, Statens tjänstepensionsverk, Statens servicecenter, Naturvårdsverket, Konkurrensverket, Stiftelsen Industrifonden, Tillväxtverket, Göteborgs universitet (Handelshögskolan), Handelshögskolan i Stockholm, Lunds universitet (Nationalekonomiska institutionen och Knut Wicksells centrum för finansvetenskap), Uppsala universitet (Juridiska fakulteten), Institutet för finansforskning (SIFR), Sustainable Investment Research Platform (SIRP), Aktietorget, Nasdaq OMX AB, Nordic Growth Market AB, FAR, Fondbolagens förening, Föreningen för god sed på värdepappersmarknaden, Svensk Försäkring, Svenska Bankföreningen, Svenska Fondhandlareföreningen, Sveriges Aktiesparares Riksförbund, Sveriges Finansanalytikers förening, Landsorganisationen i Sverige, Tjänstemännens Centralorganisation, Sveriges Akademikers Centralorganisation, Svenskt Näringsliv, Sveriges kommuner och landsting, Arbetsgivaralliansen, Arbetsgivarföreningen KFO, Bankinstitutens Arbetsgivarorganisation, Företagarna, Lantbrukarnas Riksförbund, Svenska kyrkans arbetsgivarorganisation, Privattjänstemannakartellen, Pensionärernas Riksorganisation, SPF Seniorerna, Svenska Kommunal-Pensionärernas Förbund, Sveriges Pensionärs Riksförbund, Riksförbundet Pensionärs gemenskap, Sveriges ungdomsorganisationer (LSU), CSR Sweden, Social Venture Network Sweden, Sveriges Forum för hållbara investeringar (SWESIF), Swedfund, Swedwatch och Världsnaturfonden (WWF).