

Fjärde AP-fondens  
remissvar på  
buffertkapitalsutredningen  
(SOU 2012:53)

**(Utkast efter styrelsemöte)**

## Innehåll:

Kort bakgrund och inledning till remissvar på SOU 2012:53.....	3
Bristen på långsiktighet.....	3
Behovet av engagerade ägare.....	4
Inrättandet av en Pensionsreservstyrelse.....	4
Fjärde AP-fondens åsikt:.....	5
Förvaltningen av AP-fonderna har likriktats.....	7
Fjärde AP-fondens åsikt:.....	7
Ändrade placeringsregler.....	10
Fjärde AP-fondens åsikt:.....	10
Exponering mot Sverige och utnyttjande av rösträtt i Sverige.....	10
Fjärde AP-fondens åsikt:.....	10
Onoterade investeringar.....	12
Fjärde AP-fondens åsikt:.....	12
Hur stor är potentialen för ökad avkastning respektive lägre kostnad?.....	12
Fjärde AP-fondens åsikt:.....	13
Mervärdeskatt.....	13
Fjärde AP-fondens åsikt:.....	13
Fjärde AP-fondens slutomdöme.....	13

## Kort bakgrund och inledning till remissvar på SOU 2012:53

Fjärde AP-fonden (AP4) är en av fem buffertfonder i inkomstpensionssystemet.

AP4, med 50 anställda, förvaltade vid halvårsskiftet 2012 tillgångar till ett värde om drygt 220 mdr kronor, huvudsakligen investerade i noterade aktier. Det långsiktiga avkastningsmål som styrelsen formulerat innebär att fonden över rullande tio år skall uppnå en real avkastning om 4.5%.

Det är lätt att hitta motiv till att göra en utvärdering av AP-fonderna efter drygt tio år i det nya inkomstpensionssystemet. Den lag som AP-fonderna lyder under, lag (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder), och som bl.a. innehåller regler för fondernas placeringsverksamhet, är i flera avseenden ett föråldrat regelverk. Förutsättningarna och möjligheterna att bedriva en framgångsrik kapitalförvaltning ser helt annorlunda ut 2012 jämfört med 2001. Nuvarande placeringsregler för AP-fonderna har i vissa avseenden blivit ett hinder för att skapa en god avkastning till låg kostnad.

Utgångspunkten måste således vara att eftersträva en struktur som ger AP-fonderna möjligheter att över tid skapa ännu bättre avkastning. Centrala frågor är:

- Vilken är AP-fondernas roll och hur väl är den förankrad?
- Hur bör regelverket för hur tillgångarna kan placeras förändras?
- Hur fastställs avkastningsmål?
- Hur är verksamheten organiserad? Hur följs den upp?

Vad Fjärde AP-fonden vill bidra med är att förmedla de pratiska erfarenheter som finns kring nuvarande struktur och utifrån detta ge synpunkter på de förslag som utredningen presenterar.

I grunden ska det framhållas att kapitalförvaltning är en komplex verksamhet. Uppgiften att förvalta medel som en buffertfond är heller inte okomplicerat. Eftersom AP-fonderna för närvarande förvaltar nära 1.000 mdr kan misstag och felbeslut få förödande konsekvenser. Detta i sig talar för evolution snarare än revolution.

Innan vi lämnar våra kommentarer till Buffertkapitalsutredningen vill vi gärna peka på två teman som ofta och världen över dyker upp som problem.

### Bristen på långsiktighet.

En allt vanligare uppfattning är att värdepappersmarknaderna generellt blir allt mer kortsiktiga. Detta leder till mer volatila marknader. En annan risk som ofta framhålls är att företagsledning och styrelser inte längre vågar fatta långsiktiga beslut, vilket skadar den intjäningen och därmed värderingen av bolagen. Om så är fallet, leder det till att den avkastning en förvaltare som en AP-fond på sikt kan försämrats.

Det finns flera bakomliggande orsaker till denna utveckling. En orsak är att utvecklingen är driven av placeringsregler som tvingar pensionsfonder att köpa och sälja tillgångar för att dessa skall möta de

placeringsregler som myndigheter har satt upp istället för att se till tillgångarnas långsiktiga värde. Ett exempel på detta är de solvensregler som finns för livförsäkringsbolag.

Att förvaltare utvärderas för prestationer på årlig basis snarare än utifrån en mer långsiktig förvaltning är en annan faktor som driver fram ett kortsiktigt beteende. Det är ytterst ovanligt att hitta förvaltningsuppdrag av likvida tillgångar där prestations- och utvärderingsperioder överstiger ett år.

Även massmedias fokus på kvartalsrapporter påskyndar denna utveckling.

### **Behovet av engagerade ägare**

I en värld där ägandet av företag i växande utsträckning finns hos pensions- och aktiefonder höjs allt fler röster för att institutionerna också skall uppträda som aktiva ägare och till exempel utnyttja den rätt som en aktie ger i samband med en årsstämma.

AP-fonderna har ett mandat som skiljer sig åt jämfört med många andra pensionsförvaltare och som ger oss nästan unika möjligheter att vara såväl en långsiktig som engagerad ägare. AP-fonderna omfattas inte av solvenskrav. Flödet av pengar till och från fonderna är i stor utsträckning förutsägbara. Fonderna lämnar inte heller några kvartalsrapporter.

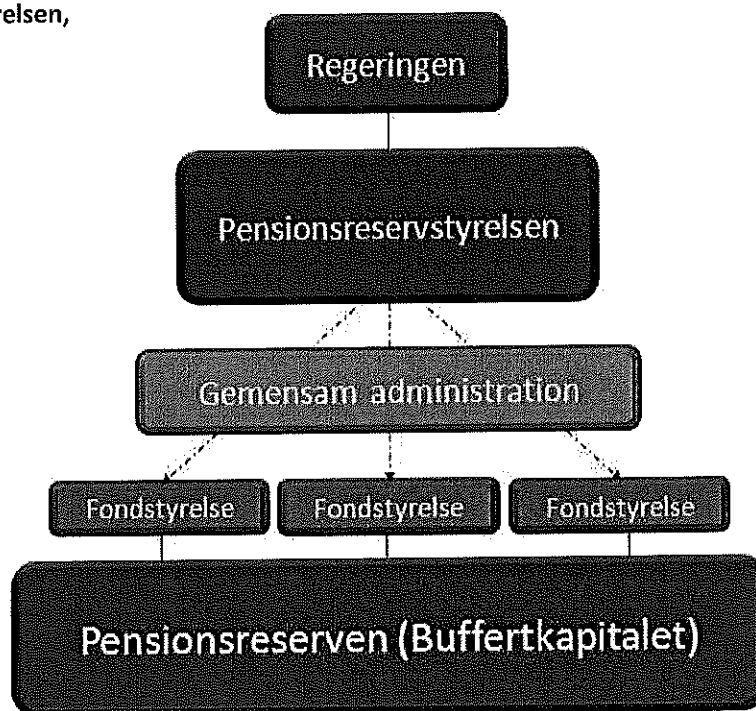
Det är Fjärde AP-fondens uppfattning att fonden genom att vara en långsiktig och engagerad ägare förbättrar chansen att på sikt öka avkastningen på de medel som förvaltas. Med andra ord finns det all anledning att slå vakt om dessa möjligheter när och om förändringar av förvaltningen föreslås/genomförs. En förutsättning för att lyckas är dock att det finns en governance-modell som gör detta möjligt. Det handlar bland annat om att ha ett väl anpassat regelverk och regler för styrning och uppföljning.

Med detta som bakgrund följer nedan Fjärde AP-fondens synpunkter på Buffertkapitalsutredningens förslag. Synpunkterna har begränsats till att gälla Första till Fjärde AP-fonden. Sjätte AP-fondens mandat och bakgrund skiljer sig i väsentlig utsträckning från AP1-AP4.

## **Inrättandet av en Pensionsreservstyrelse**

Utredningen föreslår att det inrättas en Pensionsreservstyrelse (sid 384 diagram 13.1) som i sin tur har att ansvara för tre fristående fonder. Styrelsen föreslås bestå av elva ledamöter och får en mycket central roll för fonderna om det skissade förslaget sätts.

**Bild 1: Regering, pensionsreservstyrelsen, SSC, tre fonder etc**



Pensionsreservstyrelsen, som utses av regeringen, har i sin tur att utse tre separata styrelser för själva förvaltningen av buffertkapitalet. Vidare skall den fastställa mål och riskmandat för respektive fondstyrelse baserat på pensionssystemets finansiella ställning och rådande marknadsförutsättningar. Dessutom sägs att styrelsen utöver att fastställa avkastningsmål, risktolerans och tidshorisont kan ange "riktlinjer eller restriktioner av olika karaktär" (sid 392). Pensionsreservstyrelsen skall också fastställa riktlinjer för ägarstyrning, samt riktlinjer för miljö och etikhänsyn i investeringsverksamheten (sid 394).

Pensionsreservstyrelsen blir med andra ord huvudman för buffertfonderna på ett sätt som saknar motsvarighet i dagens struktur.

En annan väsentlig förändring är att dagens kvantitativa placeringsregler ersätts med en aktsamhetsprincip. Här konstateras att "Aktsamhetsprincipen förutsätter att utredningens övriga förslag om tydliga mål och en effektiv styrning genomförs" (sid 402).

#### **Fjärde AP-fondens åsikt:**

Förslaget har flera positiva inslag.

Inrättandet av en pensionsreservstyrelse skulle lösa frågan om vem som skall sätta fondernas avkastningskrav och hur buffertkapitalfonderna kan kopplas till inkomstpensionssystemet. Dessutom blir det tydligt vem som är huvudman och vem som förväntas tala för/ försvara systemet och ge det en bättre legitimitet än vad som är fallet idag.

Samtidigt saknas inte invändningar:

- Den föreslagna pensionsreservstyrelsen kommer att få ett mycket stort inflytande på den förvaltning som finns i de fonderna. Det är en mycket stor förändring jämfört med nuvarande system där inflytandet över mål, risktolerans och inriktning på förvaltningen sköts av respektive styrelse/ledning med en helt annan frihetsgrad. Om detta är rätt tolkning innebär det att likformigheten mellan fonderna med stor sannolikhet skulle öka, vilket knappast är önskvärt.
- Att fastställa ett avkastningskrav borde rimligen vara en uppgift som Pensionsmyndigheten är bättre lämpad att ta sig an än pensionsreservstyrelsen. Pensionsmyndigheten är det enhet som har överblicken över den totala skuld- och tillgångssidan i inkomstpensionssystemet.
- Tanken att Pensionsreservstyrelsen skulle ge legitimitet åt inkomstpensionssystemet kan också ifrågasättas. För att ge legitimitet åt systemet måste det finnas en återkoppling till de fem riksdagspartier som står bakom pensionsuppbyggnaden samt till arbetsmarknadens parter. Den frågan är fortfarande olöst.
- Att pensionsreservstyrelsen skall ha elva ledamöter strider mot vad som gängse anses vara ett optimalt antal personer i en styrelse. Likaledes framstår sju ledamöter i respektive fondstyrelse som varande i överkant av vad som anses önskvärt. De nya fondstyrelsernas uppgift kommer enligt förslaget snarare att ha karaktären av ett placeringsråd än att ha ett självständigt uppdrag som i nuvarande system.
- Utredningens förslag om ett Shared Service Center (SSC) måste ifrågasättas. Vem ska exempelvis prioritera mellan de olika fondernas önskemål om resurser? Risker är uppenbara att respektive fond kommer att bygga upp sin egen kompetens inom detta område. Den besparing som görs enligt förslaget kommer snabbt gå förlorad. Flera av de administrativa tjänster som föreslås tillhandahållas av SSC utgör idag en integrerad del i kapitalförvaltningen. Det finns få, om något, exempel på att den föreslagna strukturen skulle fungera i verkligheten. Detta konstaterades också i konsultfirman Occam's rapport 2010.
- Det finns en rad frågor av mer juridisk karaktär som reses när man tar del av buffertkapitalsutredningen, inte minst vad gäller ansvarsfördelningen mellan pensionsreservstyrelsen och fondstyrelserna och fondernas rättsliga status.. Dessa frågor belyses närmare i bilaga 1. Slutsatsen är dock att utredningen har varit alltför grund i sin behandling av dessa frågor och att ytterligare analys är en absolut nödvändighet för att genomföra förändringar som skulle öka möjligheten att över tid skapa ännu bättre avkastning.

## Förvaltningen av AP-fonderna har likriktats

Det görs i utredningen gällande att den diversifiering som ett system med fyra fonder borde ge inte har fungerat. På sidan 23 sägs tvärtom att "Konkurrensen mellan de fyra AP-fonderna har snarare påverkat i negativ riktning. Förvaltningen av fonderna har likriktats."

### Fjärde AP-fondens åsikt

Diversifiering sägs vara den enda "fria lunchen" inom kapitalförvaltning. Enkelt uttryckt uppnår man en bättre avkastning över tid om det är fler som förvaltar och om strategier och beslutsfattande separeras.

Diversifiering kan uppnås på flera sätt.

Genom att ha fyra olika fonder som var och en för sig tolkar sitt uppdrag och formulerar sitt mål uppnår man en viss typ av riskspridning. Det visar sig också i att de fyra AP-fonderna har olika övergripande avkastningsmål. Med detta som utgångspunkt följer att man får modellportföljer som skiljer sig åt.

Även med likartat avkastningsmål kommer strategier och processer mellan fonderna se annorlunda ut. Beslutsfattande oavsett nivå kommer att fattas av fler personer. Varje fond väljer till exempel om förvaltning skall ske internt/externt, aktivt passivt, noterat/onoterat och så vidare.

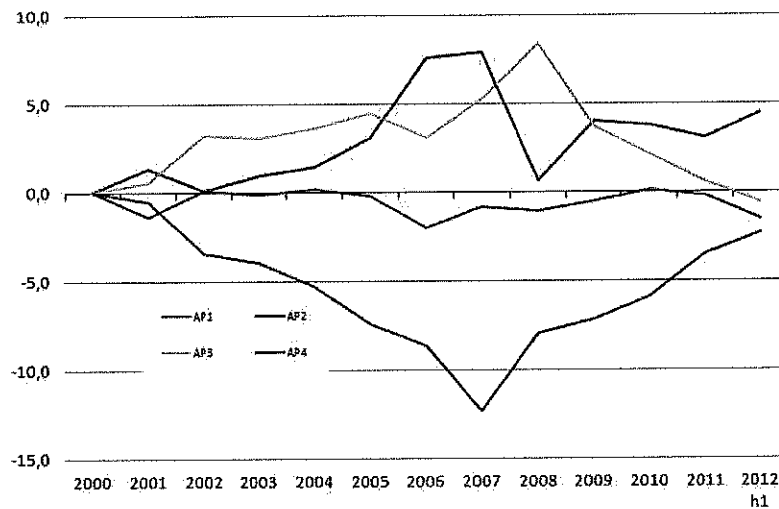
Den som tar sig tid att läsa respektive AP-fonds årsredovisning inser snabbt att strategier och processer de facto skiljer sig åt.

Det är lätt att förledas att tro att de fyra AP-fonderna har löst sin uppgift på likartat sätt när man ser utvecklingen sedan start 2001. Skillnaderna om man jämför start och 2012 visar att fonderna är i stort sett lika stora.

**Bild 2: Jämförelse  
genomsnittligt fondkapital**

Bilden visar hur respektive fonds kapital har utvecklats jämfört med ett genomsnitt sedan 2011. AP4 hade tex ett kapital som 2007 var nära 20 mdr mindre än AP2 och AP3.

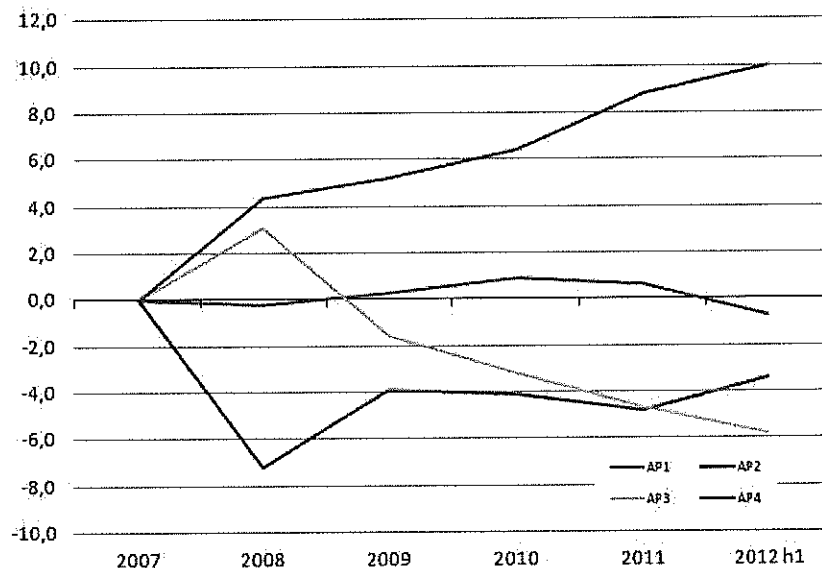
**Jämförelse genomsnittligt fondkapital (mdr kr)**



Situationen var en helt annan 2007. Ser vi till perioden 2007 – 2012 blir slutsatsen åter en annan. Under de senaste fem åren har kapitalet förändrats enligt följande:

**Bild 3: Förändring av  
fondkapital**

**Förändring av fondkapital i jämförelse med  
genomsnittet (mdr kr)**

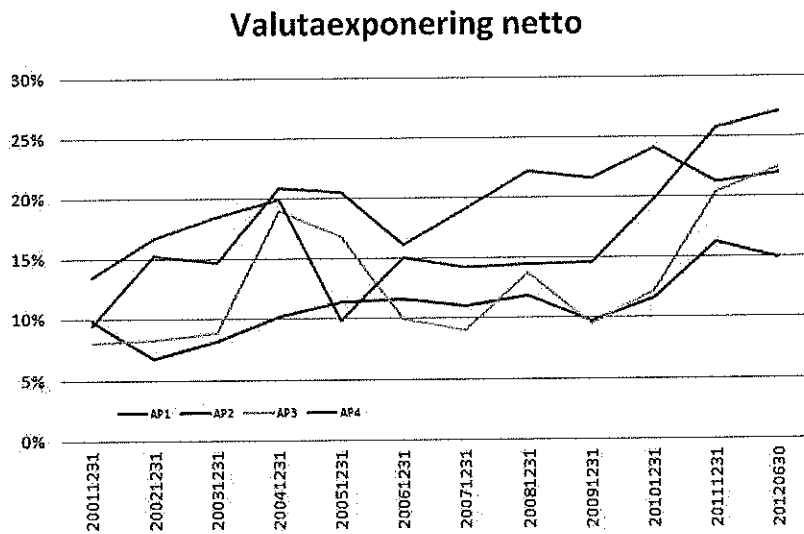


En avvikelse av den här storleken mellan fondernas utveckling förklaras endast av att processer, strategi och vald portfölj skiljer sig åt.

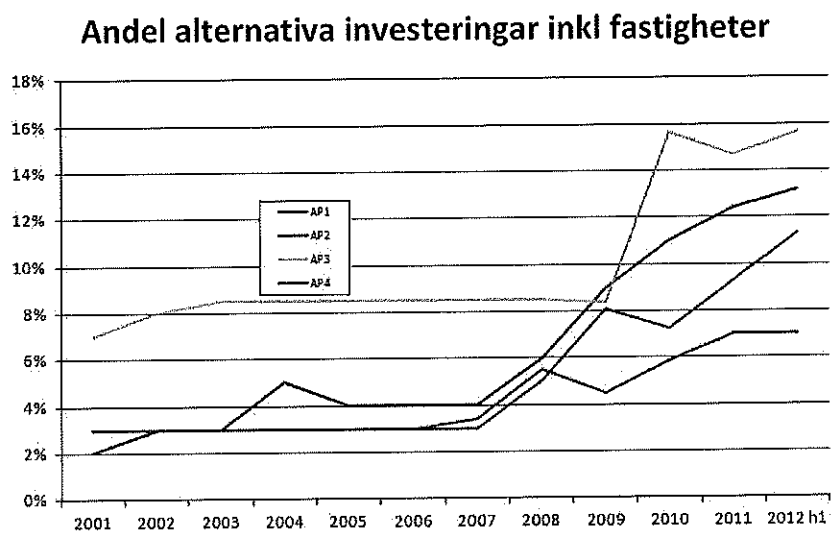
Bryts sedan de fyra portföljerna ned på tre områden är skillnaderna påfallande stora, vilket följande tre diagram visar. Noterbart är att skillnaderna dessutom förmodas öka.



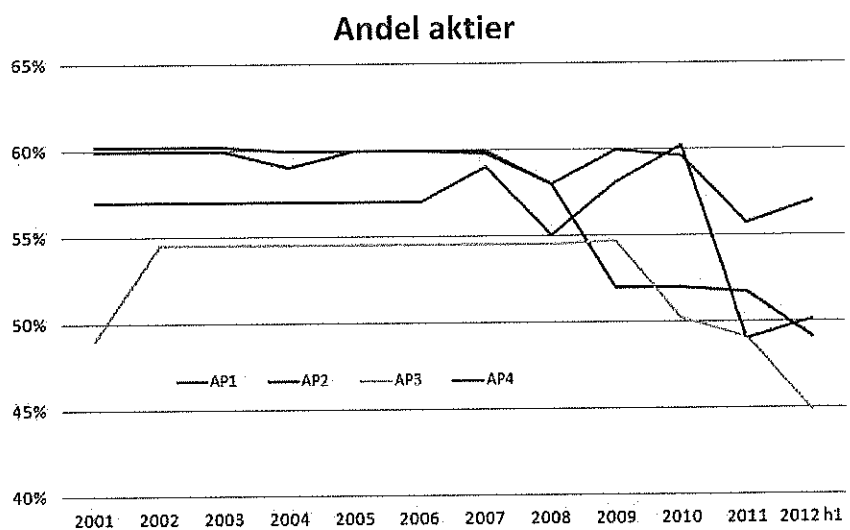
**Bild 4: Jämförelse valutaexponering**



**Bild 5: Jämförelse andel alternativa investeringar**



**Bild 6: Jämförelse andel aktier**



Om nuvarande placeringsregler ändrades skulle dessa skillnader sannolikt bli än mer accentuerade.

Genomgången visar tydligt att fondernas olika sätt att lösa sin uppgift har medfört en diversifiering. En annan slutsats skulle kunna vara att konkurrens leder till att den fond som utvecklas sämst hamnar i blickfånget och tvingas till förändring, av externa (huvudmannen) eller interna (styrelsen) krafter. Detta inträffade på Fjärde AP-fonden 2007/2008.

## Ändrade placeringsregler

Det finns en rad placeringsregler som AP-fonderna enligt lag har att följa. Kraven innefattar bland annat att minst 30 % av tillgångarna skall vara placerade i säkra och likvida obligationer, maximalt 5% av medlen får vara placerade i onoterade tillgångar och att råvaror är inte tillåtna som placeringsalternativ.

Utredningen föreslår att placeringsreglerna ersätts med en akksamhetsprincip, men villkorar detta av att den så kallade pensionsreservstyrelsen inrättas.

### Fjärde AP-fondens åsikt:

Det skulle gagna AP-fonderna om regelverket för fondernas placeringar kunde förändras i riktning mot en akksamhetsprincip. Idag försvårar de nuvarande föråldrade placeringsreglerna många gånger möjligheter till att uppnå en bättre avkastning och inte sällan medför begränsningarna i regelverket högre kostnader.

Fjärde AP-fonden ställer sig alltså bakom förslaget att ändra placeringsreglerna men anser att detta inte behöver villkoras av inrättandet av en pensionsreservstyrelse. Ett alternativ till att helt övergå till en akksamhetsprincip vore att ta ett par steg i den riktningen genom att vidga möjligheterna för investeringar i till exempel onoterade tillgångar. Fjärde AP-fonden har, tillsammans med de övriga buffertfonderna, adresserat denna fråga till utredarna genom att föreslå ett antal konkreta förändringar i den nuvarande lagtexten, och hänvisar i denna del till detta förslag.

## Exponering mot Sverige och utnyttjande av rösträtt i Sverige

I utredningen diskuteras frågan om i vilken utsträckning fonderna, om antalet minskas, kan bli en för stor maktfaktor på den svenska börsen och på ett mer övergripande plan på den inhemska värdepappersmarknaden. För att råda bot på detta framförs förslag i utredningen om att begränsa fondernas möjligheter att äga svenska noterade aktier (idag 2 % per fond). Alternativt att fonderna fråntas rätten att rösta vid svenska årsstämmor (sid 310).

### Fjärde AP-fondens åsikt:

Som nämns inledningsvis finns en tydlig internationell trend mot att institutionella ägare skall ta ett större ägaransvar, inklusive att utöva sin rösträtt för underliggande aktieinnehav. Utredningens

förslag går stick i stäv mot denna önskan, som f.ö. bara riktas mot äganderätten i Sverige! I Sverige har AP-fonderna varit en viktig kraft i att förbättra ägarstyrning generellt, vilket är en bidragande orsak till Sverige idag anses ha en av världens bästa governance-modeller. En modell som förutsätter att ägare tar sitt ansvar i bland annat valberedningar.

Att regelmässigt begränsa exponeringen mot svenska aktier är uppseendeväckande med tanke på hur avkastningen ser ut historiskt. Ett exempel:

Sedan AP-fondernas start 2001 har den svenska börsen, mätt i svenska kronor, överträffat ett världsindex (MSCI World) med ca 5 procentenheter per år. I pengar räknat har till exempel Fjärde AP-fonden därmed kunnat tillgodogöra sig en extra avkastning om nära 20 mdr kronor (se diagram nedan).

Utredningens förslag framstår mot ovan bakgrund som anmärkningsvärt.

### Den svenska aktiemarknaden har överträffat den globala aktiemarknaden



Grafen visar att den svenska aktiemarknaden har avkastat 4,8 procentenheter mer per år än den globala aktiemarknaden under perioden 2001-2012, vilket motsvarar cirka 18,5 miljarder kronor.

## Onoterade investeringar

Ett tema i utredningen är att fondernas avkastning skulle förbättras om andelen onoterade investeringar skulle utökas. Bland annat pekar utredning på tillgångsslaget Riskkapital (sid 313-).

### Fjärde AP-fondens åsikt:

Det finns en rad skäl för att den nuvarande gränsen om att AP-fonderna maximalt får investera 5% av tillgångarna i onoterade tillgångar borde revideras uppåt. Dock är det ingen självklarhet att detta utrymme skall användas för ytterligare riskkapital-investeringar. Riskkapitalfonder är en sällsynt dyr förvaltningsform, inte sällan är den verkliga kostnaden 4-5% per år. Riskkapitalfonder är också ett område där det är svårt att dra slutsatser baserat på studier av historisk avkastning. Det finns andra alternativ som framstår som mer lockande om utrymmet för onoterade investeringar skulle utökas. Det viktiga är att AP-fonderna ges ökad flexibilitet och möjlighet att beroende på marknadssituation och förvaltningsstrategi göra de investeringar som är till störst nytta för pensionssystemet till en så låg kostnad som möjligt

Ibland framhålls att onoterade investeringar ger en bättre riskjusterad avkastning. Många gånger är det en chimär och bygger på att värderingar görs mer sällan än vid innehav av noterade aktier i en annan förpackning. Onoterade tillgångar innebär ofta en betydande inlåsning och inte sällan med hög belåning.

## Hur stor är potentialen för ökad avkastning respektive lägre kostnad?

På flera ställen i utredningen refereras till olika studier som pekar mot att om antalet fonder minskade skulle avkastningen efter kostnader öka markant. Utredaren Mats Langensjö har vid flera presentationer visat följande bild för att tydliggöra vilka effekterna är om governance och antalet fonder skulle förändras:

Kostnad dålig styrning	1 – 3 % -enhet p.a
Skalfördelar	0.45 % -enhet p.a
Kostnad för placeringsregler	0.5 – 2 % -enheter p.a.
<b>SUMMA</b>	<b>1.95 – 5.45 % -enheter p.a.</b>

Med andra ord skulle en sammanslagning av AP-fonderna, ändrade placeringsregler och med en bättre governance-modell, enligt utredningen, öka avkastningen med i genomsnitt 3.7 procentenheter per år. Det särskilda yttrande som finns på sid 457 föreslår också att det bästa alternativet för att förvalta buffertkapitalet är enligt enfondsmodellen.

**Fjärde AP-fondens åsikt:**

Kvalitén i de studier som utredningen hänvisar till kan starkt ifrågasättas. Det gäller i än högre utsträckning den ovan sammanställda tabellen. Att fonderna sammantaget skulle ha klarat av en ökad avkastning om drygt 3 procentenheter per år om föreslagna åtgärder genomfördes är enligt Fjärde AP-fonden fullständigt orealistiskt. Det finns ingenting i de jämförelser som gjorts med andra globala pensionsförvaltare som ger något stöd för detta påstående.

**Mervärdeskatt**

Utredningen föreslår att en ny bestämmelse bör föras in i lagen som anger att myndigheten har rätt till kompensation för ingående mervärdeskatt (sid 410).

**Fjärde AP-fondens åsikt:**

Fjärde AP-fonden har ingenting att invända utan anser att förslaget är logiskt.

**Fjärde AP-fondens slutomdöme**

Sammanfattningsvis kan Fjärde AP-fonden konstatera att buffertkapitalsutredningen reser och belyser flertalet frågor som är av stor betydelse för att åstadkomma bättre möjligheter för AP-fonderna att skapa avkastning och göra det till en rimlig kostnad.

Efter att ha tagit del av utredningen är det emellertid omöjligt att bortse från att argumentationen i grunden handlar om att förorda en fond, inte tre fonder. Frågan om en respektive fyra fonder belyses i utredningen bättre och djupare än det nu föreslagna alternativet med tre fonder. Därmed försvåras också väsentligt utvärderingen av utredningens huvudförslag.

Utredningens synpunkter om brist på diversifiering i nuvarande system är svår att ta till sig. Den besparingspotential/möjligheter att genom förslaget öka avkastningen framstår som orealistisk.

Önskan att minska exponering mot Sverige och begränsningarna i möjligheten att utöva rösträtt i för de svenska aktierna står i strid mot de strömningar som finns internationellt.

Juridiskt finns många, men mycket viktiga, utestående frågor vilka kräver ytterligare analys och förtydliganden, se bilaga 1.

\*\*\*