

## SOU 2012:53 AP-fonderna i pensionssystemet – effektivare förvaltning av pensionsreserven

AP-fonderna spelar en viktig roll i inkomstpensionssystemet och Pensionsmyndigheten instämmer i utredningens problembeskrivning av den nuvarande organisationen av fonderna och kapitalförvaltningen. Vi delar i huvudsak utredningens förslag för att förbättra förutsättningarna för en långsiktigt och kostnadseffektiv förvaltning av inkomstpensionens buffertkapital och anser att det är angeläget att förslagen genomförs.

Vi kommenterar utredningens förslag nedan och följer strukturen för betänkandet. Utgångspunkten för kommentarerna av utredningens förslag har varit att buffertkapitalet ska förvaltas så att de blir till största möjliga nytta för pensionärer och pensionsparare. Förvaltningen ska bidra till så bra pensioner som möjligt genom god nettoavkastning och en kostnadseffektiv förvaltning.

### **Kapitel 6 Buffertkapitalets roll och mål för kapitalets förvaltning**

Pensionsmyndigheten anser att utredningens förslag att förtydliga buffertkapitalets roll och därmed dess koppling till pensionssystemet gynnar pensionsparare och pensionärer.

Pensionsmyndigheten vill i detta sammanhang framhålla följande: I lagförslaget om lag om förvaltning av pensionsreserven inleds den åttonde paragrafen med stycket ”Myndigheten ska på ett ansvarsfullt sätt förvalta fonderna så att de blir till största möjliga nytta för försäkringen för inkomstgrundad ålderspension genom att uppnå högsta möjliga avkastning inom vald risknivå.”

En grundläggande utgångspunkt vid fastställandet av målet för buffertfondernas långsiktiga förvaltning är det faktum att fondkapitalet har två huvuduppgifter. Den första är att vara buffertfonder för att klara pensionsutbetalningarna under olika demografiska och konjunkturmässiga verkligheter. Den andra är att ingå på tillgångssidan i balansräkningen för inkomstpensionen vid beräkning av pensionssystemets betalningsförmåga – den solvens som balanstalet beskriver. Pensionsmyndigheten stödjer utredningens förslag att det är Pensionsreservsstyrelsen som fastställer målet för buffertkapitalets förvaltning, men vill samtidigt understryka att detta är en svår uppgift. Det blir Pensionsreservsstyrelsen uppgift att göra bedömningen vad som blir bäst för pensionssystemet enligt förslaget. Om man eftersträvar en stor buffert innebär det ett högre risktagande och större volatilitet än om målet är en jämnare utvecklingstakt för pensionerna där risken för balanseringar minimeras. Vad som är största möjliga nytta för pensionssystemet är således inte självklart. Det beror bland annat på vilken av de två huvuduppgifterna som ges störst tyngd.

Pensionsmyndigheten vill framhålla att avgiftsunderlaget för närvarande står för knappt 90 procent av tillgångarna och buffertkapitalet för endast drygt 10 procent. En

2012-11-27

Er ref Fi2012/3047  
Dnr/ref. VER 2012-270

god samhällsekonomisk utveckling med hög sysselsättning är därmed den avgörande förutsättningen för en god utveckling av inkomstpensionen.

### **Kapitel 7 Styrningsmodeller**

Pensionsmyndigheten stödjer utredningens förslag om en ny styrmodell och ställer sig positiv till en separation av kapitalägare och kapitalförvaltning. Pensionsmyndigheten instämmer i den föreslagna strukturen för styrningen och att det bildas en ny myndighet, Pensionsreservsstyrelsen, som fastställer målet för buffertkapitalets förvaltning. Vi anser att ett strukturerat samarbete mellan Pensionsreservsstyrelsen och Pensionsmyndigheten är av stor vikt i arbetet med att ta fram beslutsunderlag för att bestämma målen för förvaltningen och är positiv till utredningens förslag att Pensionsmyndighetens generaldirektör ingår som ledamot i Pensionsreservsstyrelsen. Myndigheten saknar dock en närmare precisering av hur samarbetet mellan Pensionsmyndigheten och Pensionsreservsstyrelsen ska utformas och för nedan ett resonemang om hur Pensionsmyndighetens roll torde se ut om den föreslagna styrmodellen tillämpas.

#### **Pensionsmyndighetens roll**

Pensionsmyndigheten ställer sig positiv till att förvaltningen av buffertkapitalet får en mer uttalad och tydligare koppling till pensionssystemets finansiella ställning. Förvisso har de nuvarande fonderna och Pensionsmyndigheten och tidigare myndigheter haft samarbete i dessa frågor. Men det har skett informellt och med var och en av fonderna när dessa efterfrågat ett närmare samarbete. Nuvarande fonder har i varierande utsträckning använt sig av de framskrivningar av inkomstpensionssystemet som varje år publiceras. Enligt utredningens förslag ska Pensionsmyndigheten samarbeta med Pensionsreservsstyrelsen när det gäller de analyser av pensionssystemets finansiella ställning som Pensionsreservsstyrelsen behöver som underlag för att fastställa målet för investeringsverksamheten. Enligt Pensionsmyndighetens uppfattning innebär samarbetet att Pensionsmyndigheten ska förse Pensionsreservsstyrelsen med underlag som beskriver den aktuella och framtida antagen finansiella ställning för inkomstpensionssystemet. Det innebär bland annat framskrivningar av in- och utflöden ur buffertfonden eller fonderna, och balansräkningar (inklusive balanstalet). Sådana framskrivningar skulle kunna kombineras med olika scenarier för avkastningskrav och tillhörande bedömd risknivå. Den nya framskrivnings- och simuleringsmodell för pensionssystemet som Pensionsmyndigheten nyligen tagit i bruk, och som alla AP-fonder har möjlighet att använda, är utformad bl.a. för denna typ av analyser. Oavsett hur fondförvaltningen organiseras ser vi att det kommer att bildas en arbetsgrupp med deltagande från endera nuvarande fonder eller från Pensionsreservsstyrelsen och Pensionsmyndigheten.

Delvis finns kompetens för de uppgifter som beskrivs ovan idag på Pensionsmyndigheten, men kompetensen och resurserna behöver förstärkas om den föreslagna nya organisationen av förvaltningen av buffertkapitalet genomförs. Då de underlag Pensionsmyndigheten förser Pensionsreservsstyrelsen med kommer att få stor betydelse för fastställandet av investeringsverksamhetens mål krävs att arbetet med intern styrning och kontroll, dokumentation och transparens på Pensionsmyndigheten förstärks.



2012-11-27

Er ref  
Dnr/ref.Fi2012/3047  
VER 2012-270

### Tillsättning av Pensionsreservsstyrelsen och fondstyrelserna

Pensionsmyndigheten ställer sig bakom utredningens resonemang om vikten av att säkerställa oberoende, självständighet och ansvarstagande både avseende tillsättning av ledamöter i Pensionsreservsstyrelsen och av ledamöter i fondstyrelserna.

Utredningen har dock inte behandlat frågan om ledningen under styrelsen och om myndigheten ska ha en generaldirektör eller en verkställande direktör. Det är väsentligt att det finns ett oberoende i tillsättningen och ansvarsutkrävandet av ledningen under styrelsen. Om Pensionsreservsstyrelsen ska ha en generaldirektör är en möjlig lösning en liknande modell som gäller för Arbetsgivareverket idag där styrelsen utser generaldirektören och följer upp verksamheten. För att ytterligare säkerställa Pensionsreservsstyrelsens oberoende kan ytterligare regler övervägas. Exempel på en sådan regel skulle kunna vara att reglera andelen ledamöter som får tillsättas under en och samma mandatperiod.

Pensionsmyndigheten ställer sig bakom utredningens förslag att tillåta utländska medborgare i Pensionsreservsstyrelsen och fondstyrelserna för att på så sätt öka kompetensen. Vi anser dock att det är en fördel om språket som används i styrelserna är svenska. Risken är annars att det är svårt att hantera komplicerade problemställningar och facktermer.

### Integrering i Pensionsmyndighetens verksamhet

Ett alternativ till den föreslagna styrmodellen som även utredningen har berört är att integrera förvaltningen av buffertkapitalet i Pensionsmyndighetens verksamhet. Enligt vårt resonemang kommer merparten av arbetet med att ta fram de analyser av pensionssystemets finansiella ställning som ligger till grund för fastställandet av målet för investeringsverksamheten att utföras på Pensionsmyndigheten. Skulle dessutom förvaltningen av buffertkapitalet utföras i en fond i stället för – som utredningen föreslår – tre fonder (se vidare resonemang i avsnitt 8 nedan) minskar behovet av att Pensionsreservsstyrelsen är en egen myndighet.

Ett alternativ skulle då kunna vara att fastställandet av målet för buffertkapitalets förvaltning samt dess uppföljning anförtros en delegation som sorterar direkt under Pensionsmyndighetens ledning. Den fondstyrelse som återstår samt fondadministrationen kan då bilda en egen avdelning inom Pensionsmyndigheten. Övriga stödfunktioner kan integreras i Pensionsmyndighetens verksamhet.

De fördelar myndigheten kan se med detta förslag är att det rimligtvis blir mer kostnadseffektivt både initialt och på sikt. Det skulle dessutom undvika dubbla kompetenser inom Pensionsmyndigheten och Pensionsreservsstyrelsen. Att en myndighet förfogar över både tillgångs- och skuldsida underlättar kommunikationen och förtydligar ansvaret för förvaltningen av pensionssystemet. Möjligheten att informera pensionssparare och pensionärer på ett samlat sätt ökar.

En möjlig nackdel med förslaget är risken för ett minskat oberoende av förvaltningen av buffertkapitalet. Om förvaltningen av buffertkapitalet ska införlivas i Pensionsmyndighetens verksamhet ställer det krav på hur regeringens styrning av myndigheten utformas liksom hur utnämning och ansvarsutkrävandet av generaldirektören ser ut. En möjlig lösning är en modell liknande den som gäller för Arbetsgivareverket idag där styrelsen utser generaldirektören och följer upp

2012-11-27

Er ref Fi2012/3047  
Dnr/ref. VER 2012-270

verksamheten. Det skulle dock krävas en betydande kompetensuppbyggnad avseende kapitalförvaltning på myndigheten.

Sammantaget anser Pensionsmyndigheten att det kan finnas fördelar att integrera förvaltningen av buffertkapitalet i Pensionsmyndighetens verksamhet. Utredningen har inte i tillräcklig omfattning analyserat det alternativet i betänkandet.

### **Kapitel 8 Struktur på kapitalförvaltningen**

Utredningens direktiv anger att antalet fonder bör vara lägst tre och utredningens huvudförslag är således att dagens fem fonder ska reduceras till tre. Utredningens huvudargumentation för att minska antalet fonder är att det medför kostnadsbesparingar, att det skapar förutsättningar för att reducera överlappningar och möjligheter att höja den totala kompetensnivån och analyskapaciteten.

Att reducera antalet fonder till tre är förvisso en bättre lösning än dagens, men Pensionsmyndigheten förordar utredningens alternativa förslag med den argumentation som följer nedan. Det finns bara en pensionsskuld och Pensionsmyndigheten anser att utredningens förslag med tre oberoende fonder innebär att det inte går att upprätthålla en effektiv allokering och riskkontroll för buffertkapitalet som helhet och i relation till pensionssystemets krav. Varje fondstyrelse kommer oberoende av varandra att utifrån Pensionsreservsstyrelsens mål fatta beslut om den långsiktiga investeringsinriktningen, riskbudgetering, portföljval och värdepappersval för en tredjedel av kapitalet. Detta innebär att fondernas olika strategier även fortsättningsvis kan komma att vara överlappande samtidigt som det krävs flerdubbla förvaltningskompetenser.

Det kan diskuteras om en riskdiversifiering uppstår genom att fördela kapitalet på tre fonder istället för en. Pensionsmyndigheten menar att det inte är troligt att riskdiversifiering uppstår i utredningens förslag med tre fonder eftersom fonderna kommer att ha samma huvudman och samma mål avseende avkastning, risk och tidshorisont. Detta kommer att medföra att deras investeringsstrategier bör bli lika. Dessutom är utredningens förslag att även fondstyrelserna ska samarbeta med Pensionsreservsstyrelsen när målen för investeringsverksamheten fastställs. Därmed anser vi att det inte blir tre oberoende fonder och därmed finns det ingen anledning att dela upp kapitalet i tre fonder.

Argumentationen i betänkandet talar dock ännu starkare för utredningens alternativa förslag med en fond istället för tre. Då kan väsentlig kostandseffektivisering uppnås, samtidigt som en enhetlig riskkontroll, bättre kompetensförsörjning och strategisk portföljallokering får bättre förutsättningar att möta pensionssystemets krav.

Pensionsmyndigheten stödjer utredningens alternativa förslag om att förvaltningen bör ske i en fond då vi är av den uppfattningen att förvaltningen av buffertkapitalet bäst kan anpassas till pensionssystemets långsiktiga behov och att kapitalförvaltningen blir mest effektiv med ett tydligt ansvar för allokering och riskkontroll om den utförs i en fond istället för tre.

Att ha en enhetligt strukturerad kapitalförvaltning ger ett tydligt helhetsansvar för buffertkapitalets löpande förvaltning. Kapitalet kommer då att förvaltas med hänsyn till den totala risken för buffertkapitalet i relation till dess roll i pensionssystemet.



2012-11-27

Er ref Fi2012/3047  
Dnr/ref. VER 2012-270

Forskning har visat att den strategiska allokeringen är det beslut som har störst betydelse för en portföljs avkastning. Det finns bara en pensionskund och det krävs en helhetssyn för det totala kapitalet för att den strategiska allokeringen ska bli effektiv och portföljen diversifieras med hänsyn till den totala risken för buffertkapitalet. Det är inte den enskilda investeringen som är viktig, utan dess bidrag till den totala portföljen vad gäller avkastning och risk, vilket blir beroende av de övriga investeringarna i den totala portföljen. Därmed bör en allokering mellan tillgångar ta sin utgångspunkt från buffertkapitalet som helhet. Detta förutsätter att det finns en sammanhållen förvaltningsmodell.

Ett större kapital kan öppna upp för nya investeringsmöjligheter och ökar förutsättningarna för att vara en intressant motpart i långsiktiga investeringar. Dels ökar möjligheterna att binda en del av kapitalet i långsiktiga alternativa investeringar för att på så sätt ta del av den likviditetspremie som finns för den typen av investeringar, dels ökar också möjligheten att hålla en större kompetensbredd och samtidigt ha mer specialistkompetens än om kapitalet är uppdelat på flera fonder. En större del av förvaltningen kan göras internt istället för att läggas ut på externa förvaltare samtidigt som en fond blir mer kostnadseffektiv då man bättre utnyttjar stordriftsfördelarna i kapitalförvaltningen, vilket i sig bidrar till högre nettoavkastning.

Lösningen med en fond motiveras också av att buffertkapitalet förväntas vara nettoutbetalare till pensionssystemet i ca 30 år. Det innebär att fonden kommer att minska avsevärt i storlek och förutsättningarna att kunna fortsätta att investera en del av kapitalet i långsiktiga alternativa investeringar där man kan tillgodogöra sig den likviditetspremie som finns på marknaden ökar om kapitalet samlas i en fond.

Vad gäller maktkoncentrationen på den svenska marknaden anser vi liksom utredningen att man kan hantera den frågan genom strikta regler för pensionsreservsfondens ägande på den svenska börsen. Kapitalmarknaderna har blivit mer globaliserade och mer riskmedvetna. Ett väl diversifierat buffertkapital med avseende på tillgångsslag och geografi borde inte utgöra några problem med marknadspåverkan på den svenska börsen som endast står för ca 1,5 % av världsindex.

### **Kapitel 9 Ansvarsfullt ägande**

Pensionsmyndigheten stödjer utredningens förslag att det är Pensionsreservsstyrelsens uppgift att fastställa riktlinjer för ägarstyrning samt riktlinjer för miljö och etikhänsyn i investeringsverksamheten.

### **Kapitel 10 Placeringsregler**

I fråga om utredningen förslag att nuvarande kvantitativa placeringsregler för buffertkapitalet ersätts av kvalitativa placeringsregler kan Pensionsmyndigheten i allt väsentligt instämma i de övervägande som föregår utredningens förslag.

Pensionsmyndigheten är av den åsikten att kvalitativa placeringsregler ger bättre förutsättningar för en effektivare kapitalförvaltning som därmed kan generera högre avkastning till pensionssystemet. Vi tillstryker dock utredningens bedömning att detta kräver tydliga mål med ett riskbegränsande ramverk samt en effektiv styrning och uppföljning.

Myndigheten anser liksom utredningen att det är viktigt att säkerställa en politiskt oberoende förvaltning för att upprätthålla allmänhetens förtroende och förvaltningens

2012-11-27

Er ref Fi2012/3047  
Dnr/ref. VER 2012-270

legitimitet och ställer sig bakom utredningens förslag om en reglering av investeringar i svenska noterade aktier.

### Övriga synpunkter

Utredningen föreslår att buffertkapitalet ska kallas "pensionsreserv". Det föreslås följdriktigt att den nya myndigheten ska heta Pensionsreservstyrelsen. En pensionsreserv är arbetsgivarens pensionsskuld enligt allmän pensionsplan beräknad enligt försäkringstekniska grunder. Buffertkapitalet i inkomstpensionssystemet kan emellertid inte anses vara en pensionsreserv med de definitioner som används för försäkringsbolag. Pensionsmyndigheten anser därför att ordet pensionsreserv är missvisande för buffertkapitalet. Utredningen har påpekat ett problem med begreppet "AP-fonden". Första AP-fonden, exempelvis, är både en myndighet och ett fondkapital. Pensionsmyndigheten håller med om att detta är en begreppsförvirring. Ordet fond är dock en relevant benämning på en buffertfond i ett fördelningssystem. Däremot är det inte en bra benämning på en myndighet. Vi anser att ordet fond kan finnas med i benämningen för buffertkapitalet. Därför bör buffertkapitalet benämnas "Pensionsbuffertfonden".

---

Detta yttrande har beslutats av generaldirektören Katrin Westling Palm efter föredragning av processansvarig kapitalförvaltning och finansanalys Charlotta Brisell. Beslut om yttrandets inriktning har fattats av Pensionsmyndighetens styrelse. Styrelsebeslutet innehåller en reservation, vilken biläggs detta yttrande.

  
Katrin Westling Palm



Charlotta Brisell

Bilaga  
Särskilt yttrande



## Särskilt yttrande till Pensionsmyndighetens styrelsebeslut 2012-11-21 om inriktningen på remissvaret av Bo Könberg

### **Kapitel 8 Struktur på kapitalförvaltningen**

Jag ställer mig bakom huvudförslaget om tre framtida buffertfonder med inledningsvis ca 300 miljarder kr vardera. Skälet är främst att minska riskerna för politiska ingrepp i fondförvaltningen och att det främsta argumentet för det alternativa förslaget (bilaga 2) om en bättre avkastning med färre fonder inte verkar ha tillräckligt med fog för sig.

Min uppfattning på denna punkt har en hel del stöd i den översyn (review) som utredningen beställt av samarbetsorganisationen OECD.

En samlad fond på inledningsvis ca 900 miljarder kronor är för svenska förhållanden en mycket stor fond, motsvarande ca 1/4 av den svenska bruttonationalprodukten och så mycket som 23% av dagens samlade värde på Stockholmsbörsen. OECD konstaterar att det samlade värdet av nuvarande fyra AP-fonder är stort jämfört med de flesta andra länder - även om det finns flera länders pensionsfonder som är avsevärt större, däribland USA, Japan och Norge.

Vad gäller riskerna för politiska påtryckningar och politisk inblandning i allmänna pensionsreserver, hävdar OECD att detta världen över är en stor risk ("high risk"), speciellt i tider med ekonomiska problem. OECD tar i översynen inte ställning till om risken är större med färre och större fonder.

Även om inga garantier kan lämnas mot vad en framtida politisk majoritet skulle vilja och kunna göra med pensionsfond/fonder på ca 900 miljarder kronor, bedömer jag det som att risken för politisk inblandning blir större med endast en fond, som dessutom blir tre gånger större än med utredningens huvudalternativ med tre AP-fonder.

Vad gäller övertygelsen hos anhängarna av det alternativa förslaget med endast en AP-fond om att avkastningen blir klart bättre, synes den inte kunna byggas under med faktiska erfarenheter nationellt och internationellt.

Vad sedan gäller övertygelsen om att en koncentration till färre och större fonder får lägre administrativa kostnader, förefaller det sannolikt - även om OECD:s genomgång (sid 527-530) inte tycks belägga detta. I översynen görs en internationell jämförelse för år 2010. Där konstateras att de svenska AP-fonderna hade lägre kostnader räknat i procent av tillgångarna än USA, Kanada och Frankrike och en högre kostnad än några av de mindre fonderna. Trots det bedömer jag det sannolikt att en koncentration skulle kunna minska kostnaderna, men att den tänkbara vinsten med detta inte bör få väga tyngre än den ökade risk för möjligheten för politiska ingrepp som jag ser.

Sammantaget tillstyrker jag, som inledningsvis nämnts, på denna punkt huvudförslaget.

