

Finansdepartementet  
Finansmarknadsavdelningen  
103 33 Stockholm

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

### Innehållsförteckning

Sammanfattning .....	3
1 Probleminventering och analys.....	6
1.1 Oberoende.....	6
1.2 Placeringsregler.....	7
1.3 Utvärdering .....	8
1.4 Fondernas framtida storlek och förvaltningskostnader.....	9
1.5 Kostnaden för bristande styrning .....	10
1.6 Kostnaden av att ha flera fonder .....	11
1.7 Kostnadsanalys för utredningens huvudförslag.....	11
1.8 Konkurrensen mellan fonderna .....	12
1.9 Strukturen med flera fonder .....	13
1.10 Rollerna som uttolkare och utförare.....	13
1.11 Fonderna har olika mål.....	15
1.12 Kopplingen mellan fondernas mål och det övergripande uppdraget.....	16
1.13 Fondernas realiserade avkastning.....	17
1.14 Tillsättning av styrelseledamöter .....	17
1.15 Aktiv avkastning.....	18
2 Övriga synpunkter på utredningens betänkande.....	18
2.1 Effekterna på den svenska kapitalmarknaden.....	18
2.2 Juridiska aspekter av utredningens förslag.....	20
2.2.1 Fonderna kommer att betraktas som en enhet.....	20

2.2.2	Risk för ändrad skattestatus i andra länder med risk för ökade skattekostnader	20
2.2.3	Administrativa bestämmelser .....	21
2.3	Ägarstyrning.....	21
2.3.1	Bufferkapitalets ställning som ansvarsfull ägare .....	21
2.3.2	Miljö och etik (ESG).....	22
2.3.3	Ägarstyrning i övrigt .....	23
2.4	Namnbyte.....	24
2.5	Ersättning för ingående mervärdesskatt .....	24
2.6	Frågor rörande pensionssystemet i stort.....	24
3	Tredje AP-fondens förslag .....	24
3.1	Placeringsregler.....	25
3.2	En mer ändamålsenlig utvärdering .....	26
	Bilaga A: Diversifiering av målformulering.....	28
	Bilaga B: Nya placeringsregler för Första-Fjärde AP-fonderna .....	30
	Sänkning av limiten för räntebärande tillgångar.....	30
	Höjning av limiten för onoterade tillgångar samt tillåtelse att investera direkt i onoterade aktier och i direktlån .....	31
	Övergripande limit.....	31
	Direktlån.....	31
	Direktinvesteringar i onoterade företag.....	31
	Infrastrukturinvesteringar på samma villkor som för fastighetsinvesteringar.....	32
	Tillåta indirekta råvaruinvesteringar .....	33
	Kvantifiering av effekterna av nya placeringsregler .....	33
	Möjliga alternativ till de förändringar som presenteras .....	34
	Bilaga C: Lagtextförslag.....	35
	Inledning .....	35
	Lagtext .....	36

## Sammanfattning

Det offentliga pensionssystemet är ett kontrakt mellan generationer och mellan förvärvsarbete och icke-förvärvsarbete. Detta samhällskontrakt sträcker sig över ca 75 år för varje individ. För att ett sådant samhällskontrakt ska fungera och vara hållbart över tid krävs att det har allmänhetens förtroende. Om pensionssystemets förankring urholkas kan det få allvarliga politiska och samhällsekonomiska konsekvenser.

Tredje AP-fondens (AP3) synpunkter på Buffertkapitalsutredningen (SOU 2012:63), såväl som AP3s alternativa förslag, ska ses i ljuset av denna fundamentala utgångspunkt. Enligt vår uppfattning måste alla förslag till förändringar syfta till att öka allmänhetens förtroende för pensionssystemet och AP-fondernas roll i samhällskontraktet. Enligt AP3 är två faktorer avgörande för medborgarnas förtroende för förvaltningen av buffertkapitalet: avkastning respektive förståelse.

En hög avkastning till en låg risk och uppnådd på ett ansvarsfullt sätt är enligt vår uppfattning den faktor som har störst påverkan på förtroendet. En god avkastning på buffertkapitalet ökar sannolikheten för att utvecklingen på utbetalda pensioner blir i linje med löneutvecklingen för yrkesaktiva. Det stärker kittet mellan förvärvsarbete och icke-förvärvsarbete. Samtidigt kommer avkastningen på buffertkapitalet under vissa år att vara negativ. Det ligger i kapitalförvaltningens natur eftersom fondernas uppdrag är att ta finansiell risk – inte minst genom att en betydande andel av buffertkapitalet kommer att investeras i noterade aktier. I perioder av svag avkastning är det särskilt viktigt att allmänheten har en god förståelse för fondernas roll i pensionssystemet, vad de kan förväntas prestera i termer av avkastning och vad de kan förväntas bidra med till pensionssystemet. Transparens tillsammans med en proaktiv och nyanserad kommunikation gentemot AP-fondernas uppdragsgivare – det svenska folket – är därmed mycket viktigt. Den årliga utvärderingen spelar härvidlag en viktig roll.

Det svenska pensionssystemet är ett resultat av en komplicerad och känslig politisk process, som innehåller en rad kompromisser mellan olika intressen. Trots detta betraktas vårt pensionssystem som ett internationellt föredöme. Det bör därför förvaltas omsorgsfullt och – om så behövs – förändras varsamt, i bred politisk enighet. Mot den här bakgrunden anser AP3 att lagstiftaren bör fokusera på att rätta till faktiska och tydligt verifierade brister i dagens system, och genomföra förbättringar som inte kräver större förändringar än nödvändigt. Om eventuella brister är av sådan dignitet att betydande förändringar krävs bör förslag på sådana motiveras mycket väl.

AP3 anser att det nuvarande AP-fondsytmetet i stort fungerar tillfredsställande, men att det samtidigt finns områden som kan förbättras. AP3s intryck är att utredningen har haft en hög ambitionsnivå och en strävan att föreslå förbättrande åtgärder. AP3 anser emellertid att

utredningen inte åstadkommer detta. Utredningens förslag är komplicerat och motiveras på basis av ett bristfälligt underlag, som präglas av åsikter snarare än vederhäftiga analyser.

Grundproblemet, enligt AP3s syn, är att utredningen inte fokuserar på de primära bristerna i dagens system – trots att utredningen identifierar dem. Behovet av friare placeringsregler och en mer ändamålsenlig utvärdering utgör, enligt AP3, de primära förbättringsområdena för buffertfondssystemet. Istället för att direkt adressera dessa brister lägger utredningen emellertid fokus på helt andra delar som påstås utgöra problem – problem som inte närmare underbyggs och verifieras. Fondernas oberoende och rätt att fatta beslut om mål utmålas exempelvis som ett grundläggande problem. Några hållbara argument för detta framförs däremot inte.

Utredningen föreslår att dagens placeringsregler ersätts av en form av aktsamhetsprincip. Den påstås dock inte kunna införas inom ramen för nuvarande AP-fondssystem. AP3 delar inte denna uppfattning. Vi anser tvärtom att en aktsamhetsprincip mycket väl skulle kunna införas inom ramen för nuvarande struktur. AP3s bedömning är emellertid att ett sådant införande kan ställa särskilda krav, varför denna fråga bör utredas särskilt innan en aktsamhetsprincip införs.

Vad gäller behovet av en mer ändamålsenlig utvärdering anser AP3 att utredningens förslag inte tillför något. Snarare kompliceras den årliga utvärderingen till följd av strukturen på styrningen i förslaget. Vidare finner vi det anmärkningsvärt att utredningens förslag sammantaget inte åstadkommer några av de förändringar som utredningen anser nödvändiga. Det gäller framförallt frågan om var beslutet om fondernas mål ska fattas. Därtill orsakar förslaget nya problem, t.ex. vad gäller fondernas oberoende och ett antal juridiska aspekter.

Det finns också, enligt AP3s bedömning, anledning att fråga sig huruvida förslaget är förenligt med direktiven, som pensionsarbetsgruppen ställt sig bakom. Utredningens huvudförslag kan anses avvika från direktiven i två viktiga avseenden.

För det första kan det diskuteras om direktivets riktmärke om minst tre fonder beaktats. Huvudförslaget möjliggörs av att utredningen tolkat begreppet ”fond” till att avse en avdelning med inskränkt självbestämmanderätt inom en myndighet. Denna myndighet, Pensionsreservsstyrelsen, får således det samlade ansvaret för vad som idag motsvarar ca 900 miljarder kronor, att jämföra med statsbudgetens utgifter som för innevarande budgetår uppgår till 814 miljarder kronor. Med en sådan koncentration till en enda myndighet skulle mångfalden på den svenska kapitalmarknaden på ett avgörande sätt försämrats. AP3 anser vidare att stordriftsfördelarna med utredningens förslag är begränsade, samtidigt som fördelarna med flera fonder förloras – däribland sett från

perspektivet kapitalmarknadens funktionssätt. Utredningens analys av förslaget kostnadskonsekvenser är dessutom otillfredsställande.

För det andra behandlas inte frågan om friare placeringsregler separat. Det innebär att fondernas möjlighet till ökad diversifiering försenas i avvaktan på att ett helt nytt buffertfondssystem ska introduceras, vilket resulterar i kostnader i form av en lägre förväntad riskjusterad avkastning. Att frågan inte behandlas separat är särskilt allvarligt med tanke på dagens mycket volatila och labila situation på kapitalmarknaderna. Det är med andra ord särskilt olämpligt att i nuvarande läge utsätta det nuvarande AP-fondssystemet för fundamentala förändringar. Eftersom räntor på statsobligationer med låg risk är på historiskt låga nivåer, och eftersom AP-fonderna med nuvarande placeringsregler måste placera 30 procent av buffertkapitalet i sådana räntebärande tillgångar, är det synnerligen angeläget att placeringsreglerna ändras omgående. AP3 har därför, mot bakgrund av att ett införande av en aktsamhetsprincip kan komma att kräva en särskild utredning, valt att föreslå några begränsade förändringar av placeringsreglerna som syftar till att lösa AP-fondernas mest akuta behov. Detta förslag bör kunna genomföras omgående.

AP3s förslag är:

- Att lägsta limiten för räntebärande tillgångar med låg risk sänks från 30 till 20 procent;
- Att högsta limiten för onoterade tillgångar ökas från 5 till 15 procent och fördjupas till att tillåta s.k. direktlån och direktinvesteringar i onoterade aktier;
- Att tillåta investeringar i infrastruktur på samma villkor som idag gäller för fastighetsinvesteringar;
- Att indirekta råvaruinvesteringar motsvarande som mest 10 procent av portföljen tillåts.

I syfte att förstärka förtroendet för och öka kunskapen om pensionssystemet föreslår AP3 vidare att formerna för den årliga utvärderingsprocessen ses över. Kopplingen till pensionssystemet bör stärkas och såväl delarna som helheten bör utvärderas. Den gemensamma beredningen inom Regeringskansliet av utvärderingen bör med andra ord breddas och inte bara behandla de delar för vilka Finansdepartementet ansvarar, utan även de områden för vilka Socialdepartementet har ansvaret. I linje med detta bör, enligt AP3, riksdagens beredning av utvärderingen ske i form i ett sammansatt utskott med finans- och socialförsäkringsutskottet. AP3 anser också att det vore värdefullt om riksdagen i anslutning till beredningen av utvärderingen av AP-fonderna anordnade en årlig offentlig utfrågning om pensionssystemet som helhet, inklusive förvaltningens resultat, där samtliga AP-fonder och Pensionsmyndigheten deltar.

# 1 Probleminventering och analys

Enligt AP3 inriktar sig inte utredningen på de primära problemen med det nuvarande systemet. Istället får mindre centrala delar av direktiven en avgörande betydelse. Resultatet är ett komplicerat förslag som inte direkt adresserar de primära bristerna med dagens system.

## 1.1 Oberoende

Dagens AP-fondssystem tillkom efter omfattande debatt och utredning. En politisk kompromiss mellan olika intressen träffades. Bärande inslag i den kompromissen var att utforma ett AP-fondssystem som begränsade risken för statlig maktkoncentration, som minimerade risken för politiskt inflytande över kapitalförvaltningen, samt att skapa en diversifiering och konkurrens mellan flera fonder. För att erhålla detta accepterades en något högre förvaltningskostnad.

Enligt AP3 har Buffertfondutredningen i stor utsträckning negligerat dessa historiskt viktiga fakta. Utredningen har inte tagit hänsyn till det nuvarande AP-fondssystemets intrikata politiska historia. Det förefallet som om utredningen istället uteslutande har haft som mål att skapa en så kostnadseffektiv organisation som möjligt. Utredningen menar att fondernas oberoende, gentemot varandra och regeringen, i all väsentlighet inte försämras av utredningens förslag. AP3 är av en annan uppfattning.

AP3 anser i sammanhanget att den fulla vidden av utredningens förslag inte är tydlig. Jämfört med dagens AP-fonder har de s.k. fonder (pensionsreservsfonderna) som utredningen föreslår mycket begränsad självbestämmanderätt. Exempelvis:

- En ”fond” i förslaget är, genom utredningens egen tolkning av begreppet ”fond”, inte detsamma som dagens AP-fonder, utan istället avdelningar inom en och samma myndighet;
- Myndighetens styrelseledamöter utses samtliga av regeringen, eftersom arbetsmarknadens parter rätt att nominera styrelseledamöter tas bort;
- Myndighetens styrelse fattar beslut om mål och mandat för de s.k. fonderna. Målen och mandaten påverkar i sin tur vilka portföljer de s.k. fonderna väljer, vilket i sin tur dikterar avkastningen på buffertkapitalet. Myndighetens styrelse styr med andra ord till stor del avkastningen på buffertkapitalet;
- Myndighetens styrelse lyder under placeringsregler i form av en akksamhetsprincip. De s.k. fonderna lyder primärt under de restriktioner som sätts av myndighetens styrelse, vilka potentiellt kan vara så detaljerade att de reglerar användningen av enskilda instrument;
- Samtliga viktiga policybeslut fattas av myndighetsstyrelsen, t.ex. ägarpolicy och hur s.k. ESG (Environmental and Social Responsibility) ska integreras i förvaltningen;

- Myndighetens styrelse kan inte frånta de s.k. fonderna kapital. Däremot kan den fatta beslut om att en del av kapitalet ska förvaltas centralt;
- Myndighetens styrelse anställer samtlig personal. De s.k. fonderna har enbart rätt att anställa personal om myndighetens styrelse så medger. Med andra ord kan de s.k. fonderna inte bygga upp egna kapitalförvaltningsorganisationer utan myndighetsstyrelsens godkännande;
- De s.k. fonderna har inte, utan delegering, annan behörighet än att fatta allokeringsbeslut inom det av myndighetens styrelse delegerade mandatet samt att lägga ut kapitalförvaltning på externa mandat. Fonderna har dock inte en garanterad rätt att anställa personal för att handla upp och utvärdera sådan extern förvaltning;

Merparten av beslutanderätten i viktiga frågor, som idag ligger direkt på AP-fondernas styrelser, läggs i utredningens förslag således på myndighetens styrelse. Enligt AP3s mening är detta en direkt inskränkning av fondernas oberoende, jämfört med dagens system. AP3s slutsats är att utredningsförslaget leder till en otydlig rollfördelning mellan myndighetens ledning och de s.k. fondernas styrelser, vars ansvar för förvaltningen av fondkapitalet är starkt inskränkt eftersom merparten av de väsentliga besluten ska fattas av myndighetens styrelse.

## 1.2 Placeringsregler

AP3 har sedan en lång tid tillbaka efterlyst nya placeringsregler (se t.ex. AP3 årsredovisning för 2006). Det är den åtgärd som bedöms ha störst potential att öka fondernas riskjusterade avkastning – och därmed förtroendet för AP-fonderna. Att även utredningens beställare – alltså Pensionsarbetsgruppen – delar denna bedömning speglas av placeringsreglernas framskjutna plats i direktiven. Enligt direktiven skulle utredningen föreslå ändrade placeringsregler också som en isolerad företeelse. Något sådant förslag presenteras dock inte, trots att utredningen identifierar ett flertal brister med nuvarande placeringsregler och som konsekvens förordar en övergång till en akksamhetsprincip. Istället anförs följande (sid. 85): ”*Vi har dock valt att inte lämna ett särskilt förslag avseende enbart en förändring av placeringsreglerna inom ramen för nuvarande AP-fondsstruktur, då det är utredningens uppfattning att flera viktiga delar saknas avseende styrmodell, ansvarsfördelning, riskkontroll och behetsyn, vilket utredningen anser att det är nödvändigt och en förutsättning att dessa åtgärdas för en mer genomgripande förändring av placeringsreglerna.*”. AP3 anser att det är besvärande att utredningen medvetet har frångått direktiven i detta hänseende.

AP3 delar inte utredningens bedömning, utan anser att en akksamhetsprincip mycket väl går att genomföra inom ramen för nuvarande regelverk. Oavsett eventuella hinder mot en akksamhetsprincip, anser AP3 att utredningen borde ha presenterat ett mindre omfattande förslag om friare placeringsregler som adresserade de mest akuta bristerna med dagens

regler. Därmed hade beslut kunnat fattas omgående. Att utredningen har underlåtit att behandla denna fråga separat innebär ytterligare förseningar i processen och kostnader för pensionssystemet, i form av en lägre förväntad riskjusterad avkastning.

Nuvarande placeringsregler saknar, enligt AP3, nödvändig flexibilitet och innebär olyckliga begränsningar vad gäller tillgångsval. Med friare placeringsregler skulle buffertkapitalets risk kunna reduceras, med bibehållen förväntad avkastning. Konsekvensen skulle vara en bättre förväntad riskjusterad avkastning och därmed en lägre risk i utgående pensioner. AP3 delar därför i huvudsak utredningens bedömningar om problemen med nuvarande placeringsregler, behovet av förändring av placeringsreglerna samt att en akksamhetsprincip är att föredra. Däremot delar inte AP3 utredningens åsikt att ett grundläggande hinder mot att införa en akksamhetsprincip inom ramen för nuvarande system är att fonderna själva beslutar om mål för sin förvaltning (se även avsnitt 1.10). Några egentliga argument framförs dock inte i utredningen, utan snarare anges (se sid. 327) en rad kriterier för införandet av en akksamhetsprincip som AP-fonderna redan idag uppfyller.

Som utredningen noterar speglar dagens regelverk i många avseenden redan en akksamhetsprincip. Det nuvarande regelverket, med bl.a. betoning på låg risk, kan ses som en akksamhetsprincip, ovanpå vilken kvantitativa placeringsrestriktioner lagts. AP3 anser dock att en fullständig övergång till en akksamhetsprincip ställer höga krav och utgör en betydande förändring av styrningen, sett från regeringens perspektiv. Det är därför viktigt att beslutsfattare är bekväma med en sådan omställning, vilket förutsätter god kännedom om AP-fonderna och deras verksamhet. Frågan om ett införande av en akksamhetsprincip inom ramen för nuvarande struktur bör därför utredas specifikt innan ett eventuellt införande.

Vad gäller placeringsreglerna rörande aktier i svenska noterade bolag är utredningens förslag att kvantitativa regler behålls, i syfte att begränsa buffertfondernas ägande i svenska företag. AP3 anser att detta i grunden är en politisk fråga och reglerna ifråga inte är så ingripande att de kommer att påverka kapitalförvaltningen negativt.

### **1.3 Utvärdering**

Ett viktigt instrument för att upprätthålla förtroendet för pensionssystemet, och en viktig del av kommunikationen till allmänheten, är en väl fungerande årlig utvärdering. AP3 delar utredningens bedömning att utvärderingen haft brister, bl.a. genom att ha fokuserat på att kritisera AP-fondernas kostnader (se t.ex. sid. 245). Utredningen föreslår dock inga direkta förbättringar av utvärderingen, utan inriktar sig istället på att förändra AP-fonderna. Resultatet är en komplicerad utvärderingsstruktur. AP3 ser två problem i sammanhanget. För det första är de s.k. fonderna delar av den myndighet som utför utvärderingen, vilket innebär att myndigheten i viss mån utvärderar sig själv. För det andra är det ”fondernas” totalavkastning som är det viktigaste för pensionssystemet. Denna styrs till stor del av

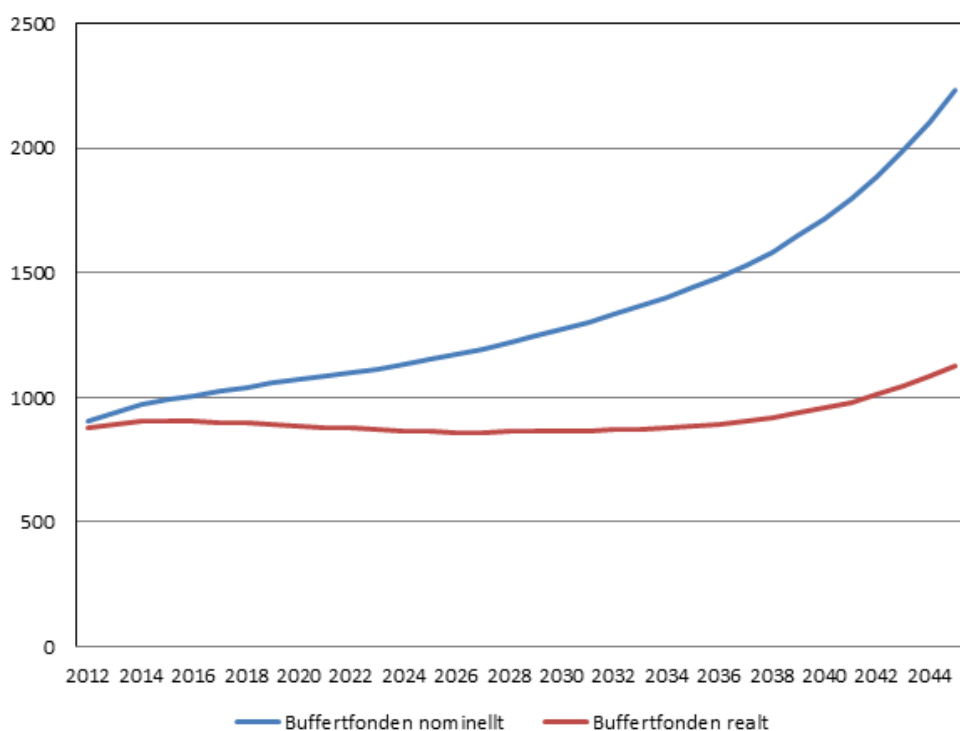


myndighetsstyrelsen, genom att denna beslutar om målet för förvaltningen och även i andra avseenden har möjlighet att styra förvaltningen. Den utomstående utvärderingen av Pensionsreservsstyrelsen, och därmed av helheten, föreslås regeringen göra enbart vart tredje år. I den nuvarande strukturen ska utvärderingen av helheten ske varje år.

#### 1.4 Fondernas framtida storlek och förvaltningskostnader

På ett antal ställen i utredningen utgår utredningen ifrån att fonderna kommer att minska i storlek t.o.m. år 2041. Denna uppgift härrör från en äldre framskrivning från Pensionsmyndigheten, i vilken buffertkapitalet väntades halveras i reala termer till år 2041. Enligt den senaste framskrivningen, som blev tillgänglig innan offentliggörandet av utredningen, kommer det samlade fondkapitalet istället att växa i nominella termer. I reala termer väntas fondkapitalet vara omkring dagens nivå under ett antal år framöver, för att därefter växa. Detta illustreras i diagram 1. AP3 anser således att utredningens argument för färre fonder till följd av ett minskat buffertkapital inte är giltigt.

**Diagram 1:** Fondkapital i miljarder kronor (nominellt resp. realt) enligt basscenariot i Pensionsmyndighetens årsredovisning (Orange rapport) för 2011.



Källa: Pensionsmyndigheten.

Det bör betonas att det är *fondkapitalets storlek* som är intressant i sammanhanget, inte den s.k. *fondstyrkan*. Fondstyrkan är ett relativt mått och är det som Pensionsmyndigheten presenterar och fokuserar på i sin Orange rapport och i andra sammanhang. En minskad

fondstyrka är inte detsamma som att storleken på fondkapitalet minskar. Själva storleken på fondkapitalet framgår inte i Orange rapport, men kan utläsas från underlagsmaterialet.

Utredningen menar vidare (sid. 341), mot bakgrund av den äldre framskrivningen från Pensionsmyndigheten, att förvaltningskostnaden som andel av förvaltad kapital kommer att dubblas till år 2041. Denna slutsats illustrerar att utredningen inte har satt sig in i hur AP-fondernas kostnader påverkas av fondkapitalets storlek. Av de totala kostnaderna utgör externa förvaltningskostnader drygt 40 procent. Dessa är till största delen baserade på storleken på det kapital som förvaltas. Denna del av kostnaderna kommer därmed att påverkas i samma grad som det totala fondkapitalet. Vidare är utredningens resonemang en grov förenkling, då även de interna rörelsekostnaderna skulle påverkas av en kraftig minskning av kapitalet under förvaltning.

### **1.5 Kostnaden för bristande styrning**

Utredningen menar att den påstådda bristande styrningen är förknippad med betydande kostnader. För att ”illustrera” detta, som utredningen benämner det, antas en kostnad om 0,5 procent per år. Att helt godtyckligt anta att en hypotetisk brist i styrningen kostar så pass mycket är i högsta grad olämpligt.

Antagandet ifråga kommer ifrån en akademisk artikel (Ambachtsheer et al., 2006). Utifrån ett formulär med ett antal frågor rörande styrning som företrädare för olika fonder besvarat – dels år 1997, dels år 2005 – kvantifierar författarna en s.k. ”CEO score”. Kopplingen mellan ”CEO score” och fondernas avkastning analyseras därefter i en s.k. regressionsanalys. Artikelförfattarna kommer, utifrån kopplingen mellan avkastning och ”CEO score” för 2005, fram till att bristande styrning kan kosta 1-2 procent i lägre avkastning per år. Artikeln är opublicerad, vilket innebär att den inte gått igenom den akademiska granskning som en publicerad artikel normalt genomgår. AP3 ser tre betydande problem med artikeln, som diskvalificerar den som lämplig referens i sammanhanget.

För det första framstår för AP3 den statistiska signifikansen i artikelns resultat som ytterst tveksam. Av någon anledning analyseras rullande fyraårsperioder. Kopplingen mellan ”CEO score” för 2005 och avkastning är bara signifikant i två av tio fyraårsperioder. Därtill är storleken på artikelns stickprov litet (88 fonder), vilket påverkar *t*-värden (d.v.s. den beräknade statistiska signifikansen). Författarna korrigerar inte för detta av någon anledning.

För det andra bemödar sig utredningen inte heller att i sammanhanget diskutera huruvida de egenupplevda brister som ligger bakom artikelns resultat är desamma som de brister som utredningen menar föreligger för AP-fonderna. Det enklaste skulle ha varit att be fonderna besvara det frågeformulär som artikelförfattarna använt. Så har emellertid inte skett.

För det tredje adresserar inte artikeln problematiken med kausalitet. Närmare bestämt, är en hög avkastning en konsekvens av en hög ”CEO score” eller är en hög ”CEO score” en konsekvens av en hög avkastning? Detta förefaller extra relevant i sammanhanget eftersom det rör sig om egenupplevda styrningsproblem. AP3 konstaterar att den enda prediktiva analys som görs, d.v.s. den som analyserar ”CEO score” för 1997 med avkastningen i efterföljande perioder, inte visar på något signifikant samband. Däremot är sambandet mellan ”CEO score” för 1997 och avkastningen för de fyra föregående åren – en period med en god utveckling på aktier – signifikant.

## **1.6 Kostnaden av att ha flera fonder**

Utredningen använder en akademisk artikel (Dyck & Pomarski, 2011) för att argumentera för att en stor fond är att föredra framför flera mindre, då artikeln finner ett positivt samband mellan avkastning och storlek på fondkapital. Som utredningen mycket väl noterar är de enskilda AP-fonderna, enligt artikelförfattarnas definition, redan att anse som stora fonder. Den potentiella effekten av att bli ännu större framgår inte i utredningen. Artikeln ifråga kan därför inte användas som argument för att ta vara på stordriftsfördelar. En annan av referenser, Bauer et al. (2010), visar dessutom att det finns stordriftsnackdelar, som resulterar i lägre nettoavkastning.

Utredningen bedömer vidare att en stor sammanslagen fond skulle ha större möjligheter att förhandla fram låga transaktionskostnader och förvaltningsavgifter, vilket skulle gynna totalavkastningen. Några argument eller bevis som underbygger att fonderna skulle kunna förhandla fram ännu bättre villkor än idag presenteras dock inte.

## **1.7 Kostnadsanalys för utredningens huvudförslag**

Utredningen redogör i kapitel 11 för den kostnadsanalys som genomförts av Ernst & Young, på uppdrag av utredningen. Denna analys innehåller två alternativ:

- a) Dagens struktur med fyra separata fonder (AP1-4) behålls, men vissa administrativa funktioner samlas i ett s.k. shared service center (SSC);
- b) AP1-4 slås samman till en fond (AP6 är inte inkluderat i analysen).

Någon kostnadsanalys av utredningens huvudförslag är däremot inte genomförd. Resonemanget avseende kostnader och implementering av utredningens huvudförslag utgår från alternativ a) ovan. I utredningen saknas därmed en genomarbetad kostnadsanalys rörande huvudförslaget. Det betraktar AP3 som allvarligt, och torde strida med allmän praxis i det statliga utredningsväsendet.

Utredningens kostnadsanalys omfattar inte heller någon analys av kostnaderna för att implementera det förslag som presenteras. De antaganden som görs bygger på alternativ a) ovan, vars implementeringskostnad beräknas uppgå till 100 miljoner kronor och förväntas

ta upp till två år att genomföra. Realismen i denna uppskattning av implementeringskostnad och tid kan ifrågasättas då det rör sig om en stor och komplex omställning av dagens system.

Utredningens förslag förordar bildandet av en ny myndighet som sätts upp från grunden med allt vad det innebär. Därunder ska sedan tre nya s.k. fonder bildas. Den nya myndigheten ska hantera förvaltning och administration av ca 900 miljarder kronor, varför det påpekas att det är nödvändigt att infrastruktur och processer är på plats innan en överföring av verksamheter sker från dagens fem myndigheter. Uppsättning av den nya myndigheten kommer att kräva upphandling av system och implementering baserat på krav från de tre s.k. fonderna, som samtidigt ska formulera förvaltningsmodell och strategi. Befintliga avtal, avseende såväl investeringsverksamheten som administrationen, från AP-fonderna ska överföras till den nya myndigheten. Depåbank eller -banker måste upphandlas och implementeras. Clearingbanker, säkerhetshantering m.m. ska sättas upp på nytt. Parallellt med detta ska förvaltningen fortsätta som vanligt inom de befintliga AP-fonderna. Tillgängliga resurser kommer att vara begränsade, samtidigt som osäkerheten avseende den nya organisationen medför risk att AP-fonderna förlorar kompetent och erfaren personal. Risken för negativ påverkan på avkastningen under övergångsperioden förefaller därmed vara stor, vilket i sig även utgör en potentiell kostnad.

Även om utredningens bedömda tidplan skulle kunna hålla, förefaller den bedömda implementeringskostnaden för alternativ b) ovan (sammanslagning till en fond) vara mer realistiskt för huvudförslaget. Denna kostnad uppgår till 300 miljoner kronor, att jämföra med de 100 mkr för alternativ a) som utgör utredningens antagande.

Slutligen berörs inte de transaktionskostnader som kommer att uppstå om och när de tre nya s.k. fonderna ska anpassa de tillgångar de tilldelats till portföljer som ligger i linje med deras nya förvaltningsstrategier. Att bygga upp nya förvaltningsorganisationer från grunden kommer att innebära en inkörningsperiod, även efter att implementeringen är genomförd. Även detta riskerar att påverka avkastningen negativt, vilket utgör en annan kostnad som inte utredningen har uppmärksammat.

## **1.8 Konkurrensen mellan fonderna**

Utredningen menar att konkurrensen mellan fonderna har orsakat likriktning och missriktad kostnadsfokus. Detta känner AP3 inte igen. Konkurrensen i sig har, enligt AP3, inte orsakat likriktning. Snarare, om något, har de snäva placeringsreglerna lagt restriktioner på hur mycket fonderna kan skilja sig åt. AP3 arbetar löpande med och fäster stor vikt vid kostnadseffektivitet. Det som av utredningen uppfattas som ensidigt fokus på kostnader är delvis en konsekvens av regeringens årliga utvärderingar. Det är en bedömning som Clark & Monk delar. AP3 anser att konkurrensen mellan fonderna har ett värde, inte minst i att stimulera till utveckling av verksamheterna – bl.a. vad gäller kostnadseffektivitet.

## 1.9 Strukturen med flera fonder

Utredningen präglas av åsikten att nuvarande struktur med flera fonder är kostsam och att fonderna därmed bör slås samman. Det kommer tydligast till uttryck i det alternativa förslag som lämnas men också i utredningens huvudförslag. Huvudförslaget bygger på att begreppet ”fond” reduceras till att avse en avdelning med inskränkt självbestämmanderätt inom en myndighet, Pensionsreservsstyrelsen. På så vis skapas en myndighet med det samlade ansvaret för vad som idag motsvarar ca 900 miljarder kronor. Mot den bakgrunden anser AP3 att det finns skäl att ifrågasätta huruvida utredningens huvudförslag är förenligt med direktiven som pensionsgruppen ställt sig bakom.

Utredningens tolkning att begreppet fond ”*avser en självständig och oberoende enhet avseende den operativa kapitalförvaltningen*” (sid 82), inom Pensionsreservsstyrelsen, har varit en förutsättning för utredningens huvudförslag. AP3 bedömer att det är en konstlad konstruktion genom vilket det förslag som utredningen egentligen föredrar, d.v.s. det alternativa förslag som lämnas, justerats tillräckligt för att det inte på ett uppenbart sätt ska avvika från direktiven. Resultatet är en suboptimal lösning som i bästa fall kan ses som ett mellanting mellan en och flera fonder.

Genom att merparten av makten över buffertkapitalet läggs hos myndighetens styrelse – däribland tolkningen av uppdraget – och inte hos de s.k. fonderna, förloras viktiga fördelar med att ha flera oberoende fonder. Samtidigt är strukturen, till följd av ett de tre förvaltningsavdelningarna ska vara oberoende från varandra, sådan att ett antal av de stordriftsfördelar som utredningen nämner sannolikt inte kan uppnås. Oavsett argument för en struktur med en fond konstaterar AP3 att utredningen inte tillför någon ny information i frågan som inte beaktades när beslutet om de nuvarande AP-fonderna fattades.

## 1.10 Rollerna som uttolkare och utförare

Utredningen anser att det är ett grundläggande problem att AP-fonderna har till uppgift att tolka uppdraget och fatta beslut om mål, samtidigt som de sköter den operativa förvaltningen. Enligt utredningens terminologi innehar AP-fonderna både rollen som s.k. uttolkare och rollen som s.k. utförare. Mot den bakgrunden föreslår utredningen att det nuvarande AP-fondsystelet läggs ner, till förmån för en ny struktur. I den nya strukturen ansvarar en ny myndighet, Pensionsreservsstyrelsen, för att sätta de s.k. fondernas mål. ”Fonderna” i sig är avdelningar inom denna myndighet. Frågan är nära kopplad till frågan om nya placeringsregler, då utredningen menar att friare placeringsregler enbart kan införas om rollerna ifråga separeras.

Det framgår inte *varför* de två rollerna *måste* separeras, utan det som i utredningen benämns som ”uppenbart” framstår istället som otydligt. I utredningen på sidan 329 står: ”*Målet för förvaltningen av kapitalet är ju det som i slutändan bestämmer om de strategier som valts, åtgärder som*

*vidtagits och de risker som tagits har varit aktsamma. Det är därför uppenbart olämpligt att förvaltningen beslutar målet*'. Den fråga AP3 ställer sig är vem som ska ha uppdraget att förvalta aktsamhetsprincipen? I dagens AP-fondssystem har fondstyrelserna fått det ansvaret och det är fondstyrelserna som utformar operativa målen för fonderna. Detta framstår vara helt i linje med utredningens beskrivning, varför det är svårt att förstå motiven för en förändrad styrning av fonderna. Utredningens åsikt att rollerna måste separeras är, enligt AP3, en hypotes som varken bevisas eller motbevisas, trots att utredningen anser sig föra saken i bevis. Att fondernas styrelser fastställer operationella mål har inte, enligt AP3, utgjort ett problem hittills. Inte heller ser AP3 vilka riskerna i praktiken skulle kunna vara. Utredningen stödjer sig delvis på OECD-rapporten skriven av Severinson och Stewart. Men medan utredningen framställer det faktum att fonderna själva beslutar om mål som ett grundläggande och allvarligt problem, fokuserar Severinson och Stewart snarare på att ett gemensamt mål skulle kunna underlätta utvärderingen. Severinson och Stewart betraktar därmed saken något annorlunda än vad utredningen gör.

Enligt AP3 finns fördelar med att AP-fonderna, genom gedigna ALM-analyser, tar fram operationaliserade mål och därefter fattar de operationella beslut som krävs för att nå målen. Sådana analyser förutsätter, och skapar inom organisationen, en god förståelse av uppdraget och fondernas roll i pensionssystemet. I en sådan struktur blir kopplingen mellan förvaltningen och det övergripande uppdraget således god. Om målet beslutas av någon utanför fonderna finns det en risk att förståelsen för det övergripande uppdraget blir mindre, då "fondernas" uppgift enbart är att förvalta buffertkapitalet i relation till ett operationellt mål.

Utredningen konstaterar (sid. 194) att den allmänna debatten fokuserat på kortsiktiga prestationer och kostnader samt att varken regering eller riksdag tagit huvudansvaret för AP-fonderna. Man menar vidare att det, till följd av fondernas oberoende, saknas förutsättningar för ett sammanhållet och tydligt ansvarstagande. AP3 instämmer inte, utan anser tvärtom att förutsättningar finns inom ramen för nuvarande system. AP-fonderna har, via ALM-analyser, fyllt sin roll genom att sätta samman tillgångsportföljer som, inom ramen för gällande placeringsregler, ska vara till största nytta för hela pensionssystemet. Det som kvartstår är att skapa en bättre fungerande årlig utvärdering. Det åstadkoms rimligen genom att ändra på hur utvärderingen utförs, inte genom att ändra på det som utvärderas.

Utredningen tar på ett antal ställen upp andra svenska myndigheter som exempel, däribland Riksbanken. Riksbanken är, enligt AP3, ett exempel på en myndighet där det förefaller fungera väl att rollerna som uttolkare och utförare kombineras. Riksbankens övergripande mål om prisstabilitet annonserades av Riksbankens fullmäktige, men är numera lagfäst genom Riksbankslagen. Målets precisering, 2 procent i termer av KPI, annonserades av fullmäktige 1993 eftersom fullmäktige vid den tiden ansvarade för de penningpolitiska

besluten. Idag ansvarar Riksbankens fullmäktige (Riksbankens ”överstyrelse”) endast för tillsättning av direktionsledamöter, utgivning av sedlar och mynt, samt beslut om vinstdisposition. Frågan om inflationsmålets precisering ägs numera av Riksbankens direktion (Riksbankens ”styrelse”). Ett eventuellt beslut om nytt inflationsmål skulle således fattas av direktionen. Riksbanken har därmed (precis som AP-fonderna) ett lagstadgat övergripande uppdrag som direktionen (precis som AP-fondernas styrelser) tolkar i termer av ett kvantitativt mål. Därefter fattar direktionen operationella beslut om styrrentan, som verkställs inom organisationen.

Oavsett om rollerna som uttolkare och utförare bör separeras eller ej är det tveksamt huruvida utredningens förslag i slutändan åstadkommer en separation. I förslaget utgör fonderna avdelningar under en och samma myndighet – en myndighet vars styrelse sitter på merparten av makten över buffertkapitalet. Det betyder att rollerna som uttolkare och utförare de facto ligger hos en och samma organisation. I utredningens alternativa förslag, i vilket det bara finns en ”fond”, är detta än mer tydligt. Visserligen menar utredningen att myndighetens styrelse enbart ska koncentrera sig på det övergripande målet och delegera den operationella förvaltningen, tillsammans med ett antal restriktioner, till de s.k. fonderna. Faktum kvarstår dock att samma organisation innehar båda rollerna.

### **1.11 Fonderna har olika mål**

Utredningen utmålar det faktum att fonderna fastställt olika mål som ett betydande problem. Utredaren går så långt som att skriva (sid. 262): *”Utredningen anser dock att det främsta argumentet mot nuvarande system är bristen på en medveten diversifiering och riskkontroll för kapitalet som helhet.”* Utredningen skriver vidare på sid 376: *”Problemet är dock att ingen har tagit ansvaret att slå fast vilket som är rätt mål utifrån pensionsystemets perspektiv.”* AP3 anser tvärtom att upplägget med flera fonder som tolkar uppdraget har fördelar, då det skapar en diversifiering.

Utredningen fokuserar (se t.ex. sid. 243) primärt på den traditionella typen av diversifiering, och menar att diversifieringen av buffertkapitalets risk bör ske på totalnivå. Utredningen går så långt som att hävda att dagens system leder till en suboptimal lösning, vilket emellertid inte bevisas – varken empiriskt eller teoretiskt. Det finns dock en annan – och, som AP3 ser det, viktigare – form av diversifiering som kommer av att ha flera fonder, vilket utredningen enbart berör i korthet (sid. 262). I sammanhanget måste man vara ödmjuk inför det faktum att ingen vet, eller kommer att veta, vad ”rätt mål” är.

Kapitalförvaltning handlar om att fatta beslut under osäkerhet. Längs vägen i en ALM-analys görs ett antal bedömningar och antaganden, vilka obönhörligen kommer att vara behäftade med osäkerhet. Detta är sant inte minst för AP-fonderna, till följd av det komplicerade uppdraget (uppdragets komplexitet diskuteras bl.a. på sid 172 i utredningen). Följaktligen kommer det mål man kommer fram till att också vara behäftat med osäkerhet.

En fördel med dagens system är att fyra analyser av vad som är ”det rätta” målet för systemet görs. Vilket mål av dessa som är ”mest rätt” är svårt att säga. Däremot kan felen som de olika fonderna gör förväntas ta ut varandra, så att genomsnittet av de fyra målen är ”bättre” än varje enskilt mål (eller det mål en eventuell Pensionsreservsstyrelse skulle fastställa).

I bilaga A ges ett matematiskt exempel på principerna för den typ av diversifiering som diskuteras ovan. Principerna i denna bilaga skulle kunna användas som utgångspunkt för att beräkna nyttovinsten uttryckt i kronor av att flera fonder som tolkar uppdraget, vilket skulle kunna ställas mot eventuella kostnadsbesparingar vid en sammanslagning (bilagan i sig utgör dock enbart ett exempel).

### **1.12 Kopplingen mellan fondernas mål och det övergripande uppdraget**

Utredningen menar att ett tydligt mål kopplat till det övergripande målet saknas. Utredningen skriver t.ex. att (sid. 156): ”[...] att ett grundläggande problem i dagens struktur är avsaknaden av ett tydligt mål som är sammankopplat med buffertkapitalets uppdrag i pensionsystemet.” samt att (sid 179): ”[...] ett helhetsperspektiv för buffertkapitalet och dess roll i pensionsystemet helt saknas”. Dessa bedömningar delar inte AP3. Utredningen antyder vidare (sid. 178) att fonderna, utan djupare analys, valt en så hög aktieandel som placeringsreglerna tillåter. Det ger en missvisande bild av hur fondernas portföljer tagits fram och förringar det omfattande ALM-arbete som fonderna utfört.

Det operationaliserade målen som fonderna fastställt är resultat av omfattande ALM-analyser med utgångspunkt i fondernas uppdrag. Av praktiska skäl utgår varje fond från hela buffertkapitalet, inte enbart varje fonds del. Målen är således i högsta grad sammankopplade med uppdraget och baserade på helhetsanalyser av pensionssystemet. Målen är vidare mycket tydliga. Samtliga mål är avkastningsmål uttryckta som en procentuell siffra. Det kan däremot diskuteras hur tydliga fonderna har varit i sin kommunikation kring *varför* avkastningsmålen är vad de är och *hur* de tagits fram, vilket inkluderar fondernas syn på risktolerans. Det är dock inte så AP3 tolkar den kritik som utredningen framför. Utifrån målen skapar fonderna, i den utsträckning som de kvantitativa placeringsreglerna tillåter det, diversifierade portföljer som har förväntade avkastningar i linje med målen. Aktieallokeringen är en konsekvens av denna process, inte ett ändamål i sig.

Utredningen anser i sammanhanget att det mål som Pensionsreservsstyrelsen beslutar ska omprövas vid förändringar av pensionssystemets finansiella ställning (vilket får tolkas som balanstalet), med en större översyn vart tredje år, samt vara relaterat till en specifik tidshorisont. AP3 anser att det är olämpligt att utredningen specificerar restriktioner som målet ska uppfylla utan någon grundlig analys, eftersom det rör sig om en mycket komplicerad fråga. I sammanhanget vill AP3 betona att det är naturligt att mål omprövas.



Det kan hända att förutsättningarna utifrån vilka man bestämde målet har ändrats. Att AP-fondernas mål har varit oförändrade sedan de först sattes ska inte tolkas som att de inte omprövas löpande. Däremot är det inte nödvändigtvis sant att målet bör variera med systemets finansiella ställning, eller ens i samband med en omprövning vart tredje år såsom utredningen föreslår. För det första eftersom det – trots att det eventuellt skulle kunna vara teoretiskt tilltalande – inte nödvändigtvis är möjligt att göra så av praktiska skäl, då slagen i implicit portföljallokering kan bli orimligt stora. För det andra eftersom en central aspekt för fonderna att beakta är generationsneutraliteten – och att ändra målet till följd av dagens balanstal kan ses som att dagens pensionärer gynnas på bekostnad av framtidens pensionärer. I sammanhanget vill AP3 också betona att ett stabilt mål inte bör underskattas, då det t.ex. underlättar placeringar i illikvida tillgångar, som per definition inte kan avvecklas hur som helst för att anpassa portföljen till ett nytt mål. Dessutom skapar ett stabilt mål en tydlighet i organisationen. Långsiktighet kräver att det finns en underliggande stabilitet. Ett mål som ständigt förändras minskar möjligheten att vara verkligt långsiktig.

Utredningen ger intrycket att inget större samarbete sker med Pensionsmyndigheten, vilket inte stämmer. AP-fonderna får regelbundet ta del av data och beräkningar från Pensionsmyndigheten. Inte minst har fonderna varit delaktiga – och delvis initiativtagare till – utvecklingen av Pensionsmyndighetens nya långsiktiga simuleringsmodell av pensionssystemet.

### **1.13 Fondernas realiserade avkastning**

På sidan 378 i utredningen skriver utredningen: *”Visserligen så har det varit en turbulent tid på världens finansmarknader vilket delvis kan vara en förklaring till fondernas resultat”*. Formuleringen implicerar att det finns andra viktigare faktorer än utvecklingen på finansmarknaden som förklarar varför fonderna inte uppnått den reala avkastningen på 3,25 procent som Pensionsmyndigheten använder sig av då man gör framskrivningar av pensionssystemets framtida ställning.

Enligt AP3 är det utvecklingen på finansmarknaden som är den helt dominerande förklaringen till avkastningen på buffertfondskapitalet under de senaste elva åren. Som utredningen själv noterar förefaller inte allmänhetens bild av vad AP-fonderna kan förväntas åstadkomma vara helt klar. Svepande uttalanden som det ovan citerade bidrar inte till öka förtroendet för AP-fonderna. I sammanhanget åstadkommer utredningen inte en särskiljning mellan ex ante (förväntad) avkastning och ex post (realiserad) avkastning.

### **1.14 Tillsättning av styrelseledamöter**

Vad gäller diskussionen om styrelseledamöternas tillsättning anser AP3 att det är rimligt att kravet på svenskt medborgarskap för styrelseledamöter tas bort. Däremot anser AP3 att rätten för arbetsmarknadens parter att nominera ledamöter tas bort alltför lättvindigt. Huvudmannen för fondkapitalet är i slutändan nuvarande och framtida pensionärer. Det

faktum att arbetsmarknadens parter har rätt att nominera ledamöter ökar allmänhetens förtroende för pensionssystemet eftersom dessa personer kan anses företräda allmänintresset.

### **1.15 Aktiv avkastning**

Utredningen konstaterar på sid 333 att: ”*Det framstår i det sammanhanget som anmärkningsvärt att den aktiva förvaltningen inte tydligare har omvärderats och förändrats mer, utifrån dess svaga bidrag till det totala resultatet.*” AP3 anser att påståendet är en konsekvens av att utredningen inte gjort en noggrann analys av hur AP-fondernas resultat utvecklats över tiden och hur fonderna valt att förändra placeringsinriktningen. Samtliga fonder har förändrat sin strategi för aktiv förvaltning jämfört med hur den såg ut vid systemets start år 2001. Detta finns tydligt dokumenterat i fondernas årsredovisningar. Vad gäller AP3 övergav fonden traditionell aktiv förvaltning 2008. Sedan dess arbetar AP3 med en modell där en portfölj av absolutavkastande mandat tillsammans skapar en avkastning som skall ha låg samvariation med avkastningen för övriga placeringar. Denna verksamhet har uppnått de av styrelsen uppsatta målen, och höjt AP3s riskjusterade avkastning.

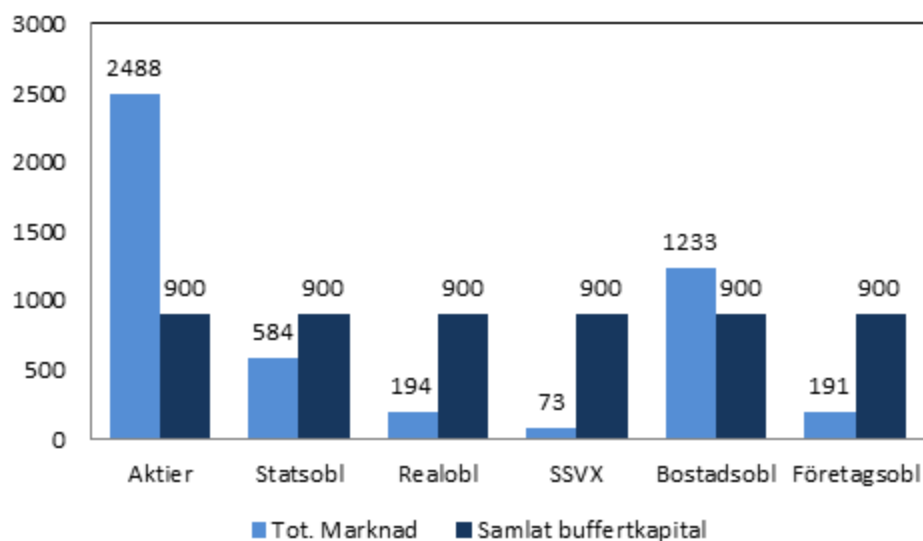
## **2 Övriga synpunkter på utredningens betänkande**

Utöver att utredningen, enligt AP3, inte inriktar sig på de mest centrala bristerna med dagens system, och därtill inte löser vissa av de problem den avser lösa, ger utredningens förslag upphov till ett antal nya problem.

### **2.1 Effekterna på den svenska kapitalmarknaden**

Genom sitt huvudförslag föreslår utredningen att en enskild myndighet kommer att ha det samlade ansvaret för förvaltningen av vad som idag motsvarar ca 900 miljarder kronor. Det innebär att myndigheten kommer att utgöra en mycket stor aktör på den svenska finansmarknaden. Enligt Pensionsmyndighetens senaste framskrivning väntas fonderna dessutom växa i nominella termer (se avsnitt 1.4). Diagram 2 ger en uppfattning om storleken på det samlade buffertfondkapitalet om 900 miljarder kronor (de flesta siffror från 31/12 2011).

**Diagram 2:** Det samlade buffertkapitalet, i relation till den svenska värdepappersmarknaden.



Utifrån att den nya myndigheten kommer att bli den dominerande institutionella förvaltaren i Sverige är det ett mycket tänkbart scenario att Pensionsreservstyrelsen kommer fram till att svensk finansmarknad är alldeles för liten för att effektivt kunna förvalta kapital i. Det kan inte uteslutas att slutsatsen av analysen blir att dra ned aktiviteten på den svenska finansmarknaden. Den nya Pensionsreservsstyrelsen kan komma att göra detta på två sätt: för det första genom att minska exponering mot den svenska finansmarknaden och för det andra genom att minska handelsaktiviteten på den svenska marknaden. Det finns alltså risk för att såväl kapitalförsörjningen som likviditeten kan påverkas negativt. AP3s bedömning är att effekten skulle märkas mest på aktiemarknaden. Detta beror på att Pensionsreservstyrelsen skulle bli en av Stockholmsbörsens absolut största aktörer. Det skulle vara mycket olyckligt om aktörer som verkligen står för långsiktigt sparande i Sverige skulle minska sina exponeringar och sin handelsaktivitet på den svenska aktiemarknaden. Detta blir speciellt påtagligt i den miljö vi befinner oss i idag, där de stora svenska liv- och pensionsbolagen har minskat sina aktieexponeringar. Sverige skulle därmed bli mer beroende av internationellt kapital som i de flesta fall är mer kortsiktigt än det inhemska.

Ytterligare en besvärande omständighet är att det är just inom förvaltning av små och medelstora företag som den föreslagna Pensionsreservstyrelsen kommer att få störst problem med förvaltningen. Likviditeten i den svenska aktiemarknaden är redan idag ett problem för AP-fonderna, men genom att fonderna kan fatta oberoende förvaltningsbeslut och genom att olika specialmandat har skapats kan fonderna ändå upprätthålla en god verksamhet.

## **2.2 Juridiska aspekter av utredningens förslag**

AP1-4 har gemensamt i en separat bilaga till respektive remissvar uppmärksammat olika frågor av juridiskteknisk natur som behöver övervägas i det fortsatta lagstiftningsarbetet. I detta avsnitt lyfts några, enligt AP3, särskilt viktiga frågor och konsekvenser av utredningens förslag fram.

### **2.2.1 Fonderna kommer att betraktas som en enhet**

Även om man i den fortsatta beredningen skulle komma till slutsatsen att utredningens huvudförslag lever upp till direktivens riktmärke om minst tre fonder är det troligt att Pensionsreservsstyrelsen och pensionsreservsfonderna i andra sammanhang kommer att ses som en enhet. Detta kan gälla svenska och internationella regler, men också bedömningar av motparter. Detta torde tvinga fram en koordinerad administration i vissa avseenden, samtidigt som respektive fond även behöver eget administrativt stöd. Vidare finns det påtaglig risk för att investeringsbeslut eller positioner gjorda av en fond direkt kommer att påverka förvaltningen i övriga fonder. Om en motpart fastställer en samlad limit för de tre pensionsreservsfonderna kan transaktioner av en fond hindra att övriga fonder gör transaktioner med samma motpart eftersom pensionsreservsfonderna tillsammans överskrider den limit motparten satt upp. Om exempelvis fonderna enligt internationella regler som är under framväxt om clearing och säkerställande skulle anses behöva ställa säkerhet centralt för den samlade exponeringen kommer också positioner som tas av en fond påverka övriga fonder. På motsvarande sätt kan centrala motparter komma att sätta limiter av regulatoriska eller affärsmässiga skäl för pensionsreservsfonderna som en enhet. Den självständighet som pensionsreservsfonderna enligt utredningen är tänkta att ha i den löpande förvaltningen kommer därför inte att kunna upprätthållas i praktiken, utan en fond kommer att bli beroende av vad de andra fonderna gör.

### **2.2.2 Risk för ändrad skattestatus i andra länder med risk för ökade skattekostnader**

Utredningen har inte närmare utvecklat vad den avser med begreppet fond eller vad tillgångsmassan i respektive fond har för rättslig ställning. Referenserna till lagen om investeringsfonder i författningskommentaren ger intryck av att utredningen avser att tillgångarna i respektive fond ska ha en rättslig ställning som liknar den som gäller för investeringsfonder. Idag är tillgångarna i AP-fonderna i rättslig mening statliga medel som i lag avsatts till sådan särskild förvaltning som anges i 9 kap. 8 § regeringsformen prop. 1999/2000:46 (sid. 134). Tillgångarna i fonderna ägs direkt av staten. Reglerna om investeringsfonder bygger på en annan princip. Investeringsfonden är en självständig förmögenhetsmassa. Förmögenhetsmassan ägs av andelsägarna. En investeringsfond är inte ett eget rättssubjekt men däremot ett skattesubjekt, se prop. 2002/03:150 (sid. 121). AP-fonderna är idag befriade från källskatt i många länder baserat på att medlen i fonderna

är statliga medel. Den normala skattesatsen i Sveriges dubbelbeskattningsavtal är 15 procent AP-fonderna erhåller årligen aktieutdelningar från bolag i andra länder som sammalagt uppgår till flera miljarder kronor. Om utländska tillgångar i pensionsreservfonderna skulle ges annan skattestatus jämfört med de AP-fondernas tillgångar har idag skulle det således kunna få allvarliga konsekvenser. Innan man ändrar bufferkapitalets rättsliga ställning måste eventuella skattekonsekvenser utredas.

### **2.2.3 Administrativa bestämmelser**

AP3 har inte någon erinran mot att det i lag införs uttryckliga regler om intern styrning och kontroll samt internrevision. AP3 är däremot kritisk till de förslag som utredningen lämnar. Reglerna om intern styrning och kontroll är enligt utredningen en förutsättning för införandet av en akksamhetsprincip som grund för placeringsreglerna. De föreslagna reglerna om intern styrning och kontroll är dock mycket allmänt hållna och innebörden utvecklas inte närmare i motiven. Dessa kan därför enligt AP3 inte rimligen vara avgörande för möjligheten att ta bort de kvantitativa placeringsreglerna och övergå till en akksamhetsprincip.

Vidare är det olyckligt att utredningen okritiskt, till förvaltningen av bufferkapitalet, överför regler som gäller för statliga myndigheter i allmänhet. Dessa bedriver traditionell myndighetverksamhet, d.v.s. tillhandahållande av offentliga nyttigheter med stöd av anslag. AP-fonderna däremot är udda medlemmar i den statliga familjen eftersom de bedriver kommersiell verksamhet. Det är inte givet att regler för traditionell offentlig verksamhet rakt av är lämpliga eller ändamålsenliga för den verksamhet som bedrivs i buffertfonderna. Enligt AP3 hade det därför varit naturligt att i varje enskilt fall överväga om regeln är ändamålsenliga för förvaltningen av buffertkapitalet och då jämföra med annan kommersiell verksamhet, särskilt sådan som ägs eller bedrivs av staten (t.ex. statligt ägda kommersiella bolag och statliga affärsverk). Någon sådan analys har inte gjorts i utredningen.

## **2.3 Ägarstyrning**

### **2.3.1 Bufferkapitalets ställning som ansvarsfull ägare**

Enligt utredningens förslag ska Pensionsreservsstyrelsen fastställa ägarpolicy, d.v.s. riktlinjer för utövande av rösträtt i enskilda företag och riktlinjer för miljö och etikhänsyn i investeringsverksamheten, medan pensionsreservfonderna ska utöva rösträtten och implementera riktlinjer för miljö och etikhänsyn i investeringsverksamheten. Det finns inte några begränsningar vad gäller hur detaljerad eller styrande den av styrelsen fastställda ägarpolicyn får vara. Begränsningarna kan röra investeringar i vissa länder, enskilda sektorer, bolag eller tillgångsslag. Restriktionerna kan också avse exempelvis hur fonderna ska rösta i ersättningsfrågor i enskilda företag eller generellt. Samtidigt finns det inte något krav på att fonderna överhuvudtaget är aktiva och röstar på bolagsstämmor. En fond torde

därför, som en konsekvens av den investeringsstrategi som valts, kunna välja att avstå från att delta och/eller rösta på bolagsstämmor eller bedriva annat ägarstyrningsarbete. AP3 anser att dessa omständigheter bidrar till att försvaga bufferkapitalets ställning som ansvarsfull ägare och dess möjligheter att påverka och i övrigt att agera inom detta område. En erkänd position som ansvarsfull ägare – samt som viktig och intressant samarbets- eller diskussionspartner – bygger på förtroende hos andra ägare, hos de bolag i vilka ägandet utövas samt hos andra aktörer. Förtroende som engagerad och aktiv ägare byggs under lång tid genom ett konsekvent och förtroendeskapande agerande. AP-fonderna har under tolv års tid nationellt och internationellt verkat för att bygga förtroende för fonderna som ansvarsfulla ägare och därigenom erhålla en position som viktig aktör och samarbetspartner.

Med en ny organisation, beslutsordning och ändrade namn riskerar mycket av det förtroende och den ställning som AP-fonderna, inte minst genom Etikrådet, har byggt upp att gå förlorat. För företagen och andra ägare är det av central betydelse att de har att göra med rätt personer, d.v.s. den som i det enskilda fallet representerar ägarmakten. De vill inte heller för olika frågor ha att göra med olika enheter inom samma organisation. Med den föreslagna organisationen och uppdelningen mellan Det finns risk för att företrädaren för bufferkapitalet blir otydligt då det är Pensionsreservsstyrelsen som fastställer ägarpolicyen medan pensionsreservsfonderna de som ska utöva rösträtten och implementera riktlinjerna inom ESG. Rätt företrädare kan också skifta från fråga till fråga och med hur detaljerad Pensionsreservsstyrelsen från tid till annan valt att göra ägarpolicyen. Oklarheter av detta slag riskerar att skada förtroendet för bufferkapitalet som ägare och aktör inom ESG.

AP3 anser, allt annat lika, att omständigheten att en aktör, Pensionsreservsstyrelsen, centralt utformar en ägarpolicy, d.v.s. riktlinjer för utövande av rösträtt i enskilda företag och riktlinjer för miljö och etikhänsyn i investeringsverksamheten, för hela förvaltningen av bufferkapitalet väsentligt ökar risken för eller försöken att politiskt påverka ägarstyrningen. Detta gäller både inom den traditionella ägarstyrningen och inom ESG. Politisk påverkan kan avse sådant som investeringar i vissa länder, enskilda sektorer, bolag eller tillgångsslag, men det kan också avse t.ex. hur fonderna ska rösta i ersättningsfrågor i enskilda företag eller generellt. Politisk påverkan riskerar att inverka negativt på investeringsmöjligheterna och avkastningen i pensionsreservsfonderna.

### **2.3.2 Miljö och etik (ESG)**

AP3 delar utredningens bedömning att inte reglera i lag vilken vikt etik- och miljöhänsyn (ESG) ska ges i verksamheten då föreskrifter i lagen riskerar att snabbt bli omoderna. Kapitalförvaltning handlar till stor del om riskhantering, varför integrering och riktlinjer för ESG-frågor bör läggas under kapitalförvaltningen. AP3 arbetar redan idag med integrering av ESG i förvaltningsbeslut och analys. AP3 delar således utredningens förslag om att

arbetet med att integrera ESG-faktorer i analysen och förvaltning bör vara ett fortlöpande arbete då det sannolikt gynnar den långsiktiga avkastningen.

Utredningen föreslår att Pensionsreservsstyrelsen ska utveckla och kommunicera en värdegrund som tydliggör vilka miljö- och etikhänsyn som ska tas i investeringsverksamheten och vilka avvägningars om gjorts för nuvarande och framtida pensionärer. AP3 anser AP1-4 redan har en väl fungerande värdegrund som har tagits fram av fondernas gemensamma Etikråd och som antagits av AP1-4s styrelser. Värdegrunden baseras på internationella konventioner som Sverige har undertecknat samt på principer om engagemang, agerande och krav på förändring. Värdegrunden har också tagit intryck av förslagen i betänkandet Etiken miljön och pensionerna (se SOU 2008:107). Denna värdegrund är grunden för AP3s aktiva ägarstyrning. AP3 ser ingen anledning att ändra dessa principer eftersom de har visat sig fungera väl i praktiken. Best practice inom ESG förändras ständigt. Ökade krav från omvärlden (som t.ex. FN:s ”Principles for Responsible Investments” och ”UK Stewardship code”, som båda förespråkar ansvarsfullt ägande) ställer nya krav på investerarna. Enligt AP3 utförs detta anpassningsarbete bäst inom det nuvarande Etikrådet och inte av en central funktion inom Pensionsreservsstyrelsen. AP3 anser istället, som framgått, att det finns en betydande risk för ökad politisk påverkan i att Pensionsreservsstyrelsen centralt ska utforma värdegrunden och ESG-riktlinjer.

### **2.3.3 Ägarstyrning i övrigt**

Utredningen behandlar inte närmare traditionell ägarstyrning, dvs. att som ägare utnyttja ägarmakten – framför allt på bolagsstämmor men även i valberedningar och i andra fora – aktivt engagera sig i traditionella frågor där ägarna bestämmer i bolagen, såsom val av styrelse och ersättningsfrågor. Institutionella ägare har i Sverige under det senaste decenniet gått i täten för att utveckla best practice på området. Enligt AP3 har detta varit det område där AP-fonderna varit mest utsatta för försök till politisk påverkan. Detta har framför allt rört hur AP-fonderna ska rösta i ersättningsfrågor i svenska bolag. Diskussionen om rätten och möjligheterna för regeringen att söka påverka AP-fonderna har t.o.m. föranlett ett uttalande från konstitutionsutskottet, (se betänkande 2009/10 KU20).

Enligt AP3 är det av väsentlig betydelse för förutsättningar att agera som ansvarsfull ägare, inte minst i Sverige, att det inte råder någon tvekan om vem som de facto utövar ägandet. Det förutsätter en tydlig rollfördelning, vilket AP3 anser att utredningens förslag inte åstadkommer. Ägare som är utsatta för och faller till föga för politiska påtryckningar förlorar i förtroende hos andra aktörer och blir därigenom ointressanta för bolagen och andra ägare som diskussions- och samarbetspartner. Följden blir att ägare som är utsatta för politiska påtryckningar får en svagare ställning och därigenom svårare att påverka bolagen och andra.

## 2.4 Namnbyte

AP3 anser att namnbytet till ”Pensionsreserven”, med förknippade namnändringar för buffertfonderna, i teorin är bra. Däremot anser AP3 att ett namnbyte kan ha praktiska, och potentiellt kostsamma, konsekvenser. Utredningen väger i sammanhanget inte fördelarna med ett namnbyte mot eventuella nackdelar. En tänkbar nackdel är att termen ”AP-fond” idag är ett inarbetat varumärke internationellt. AP-fonderna blir exempelvis kontaktade om vissa investeringsmöjligheter enbart för att avsändaren känner till AP-fonderna. Innan ett eventuellt nytt namn blir lika inarbetat skulle sådana möjligheter kunna utebli.

## 2.5 Ersättning för ingående mervärdesskatt

AP3 tillstyrker utredningens förslag.

## 2.6 Frågor rörande pensionssystemet i stort

Buffertkapitalet utgör enbart en mindre del av inkomstpensionssystemets balansomslutning och har därmed begränsad påverkan på utvecklingen av utbetalda inkomstpensioner och huruvida den automatiska balanseringen aktiveras eller ej. Det pågår för närvarande ett antal utredningar om syftar till att förbättra inkomstpensionssystemet i stort, exempelvis en utvärdering av beräkningsreglerna för inkomstpensionssystemets finansiella stabilitet. AP3 anser att det är mycket viktigt att åtgärder vidtas i denna och liknande frågor. Frågorna får inte samma massmediala utrymme som AP-fondernas avkastning, trots att de kan ha stor betydelse.

## 3 Tredje AP-fondens förslag

Utredningen konstaterar att de nuvarande placeringsreglerna är både omoderna, icke-ändamålsenliga och ibland direkt skadliga för det uppdrag buffertfonderna har. Samtidigt väljer utredningen att inte lämna ett särskilt förslag avseende enbart en förändring av placeringsreglerna inom ramen för nuvarande AP-fondsstruktur. AP3 anser att det finns starka skäl för att omgående förändra placeringsreglerna eftersom det är angeläget att öka möjligheterna för AP-fonderna att diversifiera sina portföljer. Behovet har uppmärksammats av AP3 sedan 2006 och frågan är än mer akut idag, bl.a. mot bakgrund av de historiskt låga räntenivåerna. Vidare är förtroendet för pensionssystemet en fråga som alltid måste värnas. Därför lämnar AP3 också ett förslag på hur utvärderingen skulle kunna förbättras för att få en starkare koppling till pensionssystemet och hålla debatten mer levande.

Förslagen begränsas till vad som är nödvändigt för att rätta till de problem som identifierats och som så långt som möjligt ryms inom ramen för det nuvarande regelverket. En sådan lösning har bl.a. fördelen att förslagen inte är irreversibla. Det innebär att dörren hålls



öppen för ytterligare förändringar i framtiden om behov eller politiska önskemål därom skulle uppkomma.

### 3.1 Placeringsregler

AP3 anser i likhet med utredningen att en övergång till aktsamhetsprincip som grund för placeringsreglerna är den långsiktigt mest ändamålsenliga lösningen. Som framgått anser AP3 dock att en aktsamhetsprincip mycket väl kan införas inom ramen för nuvarande struktur. AP3 gör emellertid bedömningen att frågan om ett införande av en aktsamhetsprincip inom ramen för nuvarande struktur bör utredas särskilt, vilket innebär att en eventuell övergång till en aktsamhetsprincip kan komma att ta tid.

Samtidigt är behovet av en förändring av placeringsreglerna akut. I dagens marknadsläge med räntenivåer på 1-2 procent kombinerat med placeringsreglernas krav på att minst 30 procent av tillgångarna ska placeras i räntebärande instrument med låg kredit- och likviditetsrisk tvingas AP-fonderna, för att kunna uppnå sina avkastningsmål, ha en ansevärd del av tillgångarna exponerade mot de globala aktiemarknaderna. Volatiliteten på aktiemarknaden jämfört med andra tillgängliga placeringsalternativ är hög vilket är ett problem när pensionssystemets ställning är sådan att risken för att den automatiska balanseringen ska aktiveras är relativt hög de kommande åren. Ett annat allvarligt problem är begränsningen på 5 procent för investering i onoterade tillgångar. Härigenom begränsas på ett olyckligt sätt AP-fondernas möjligheter att utnyttja sin kanske främsta komparativa fördel, nämligen att kunna vara riktigt långsiktiga i placeringsverksamheten. I syfte att möjliggöra en snabb ändring av placeringsreglerna och därigenom lösa AP-fondernas mest akuta problem har AP3 valt att föreslå några begränsade förändringar av placeringsreglerna.

AP3 har följande förslag:

- Att lägsta limiten för räntebärande tillgångar med låg risk sänks från 30 till 20 procent;
- Att högsta limiten för onoterade tillgångar ökas från 5 till 15 procent och fördjupas till att tillåta s.k. direktlån och direktinvesteringar i onoterade aktier;
- Att tillåta investeringar i infrastruktur på samma villkor som idag gäller för fastighetsinvesteringar;
- Att tillåta indirekta råvaruinvesteringar motsvarande som mest 10 procent av portföljen.

Enligt AP3 skulle dessa förslag om de genomförs:

- Förbättra möjligheterna till diversifiering;
- Minska beroende av aktiemarknaden och fastighetsmarknaden som källor till avkastning;

- Öka möjligheterna att utnyttja AP-fondernas kanske viktigaste komparativa fördel – att kunna bära och få betalt för likviditetsrisk.

Se bilaga B för en fördjupad diskussion och bilaga C för förslag till lagtext.

### **3.2 En mer ändamålsenlig utvärdering**

Enligt AP3 bör regeringens utvärdering, som är en viktig del av kommunikationen med allmänheten, ha fokus på mål och måluppfyllelse i förhållande till pensionssystemet som helhet och mindre fokus bl.a. på utvärdering mot relativa jämförelseindex, s.k. benchmark. Med flexiblarare placeringsregler som tillåter fler alternativa och mindre likvida tillgångar blir också utvärdering mot benchmark mindre relevant och svårare att genomföra på ett sätt som ger en rättvisande bild av förvaltningen. Det är givetvis viktigt att buffertfonderna bedriver en kostnadseffektiv förvaltning, vilket utredningen konstaterat att nuvarande AP-fonder gör. Med AP3s utgångspunkt är en hög avkastning till en begränsad risk, uppnådd på ett ansvarsfullt sätt, det som mest effektivt bidrar till att fonderna fullgör sin roll i pensionssystemet. Det är därför naturligt att fokus i utvärderingen läggs på mål och totalresultat, snarare än kostnader. Vidare är det, som AP3 framhållit, viktigt att se pensionssystemet som en helhet och att buffertfonderna ses och utvärderas som en del av denna helhet. AP3 anser därför att, i regeringens gemensamma beredning, även de frågor inom pensionssystemet som Socialdepartementet ansvarar för bör beaktas i utvärderingen. Därmed utvärderas buffertfonderna i ett större och mer relevant sammanhang. AP3 anser också att det skulle vara av värde att med viss frekvens utvärdera det statliga pensionssystemet som helhet, men det ligger utanför ramen för de frågor som ingår i direktiven.

Vidare bör riksdagens beredning av utvärderingen av buffertfonderna inte enbart göras av finansutskottet, utan den bör göras i form av en gemensam beredning med socialförsäkringsutskottet i form av ett sammansatt utskott, vilket riksdagsordningen möjliggör. Tredje AP-fonden anser också att det vore värdefullt om riksdagen i anslutning till beredningen av utvärderingen av AP-fonderna anordnade en offentlig utfrågning om AP-fonderna och det statliga pensionssystemet som helhet, där berörda intressenter såsom alla AP-fonderna och Pensionsmyndigheten bjuds in att delta. Vid en sådan utfrågning skulle pensionssystemet som helhet och förvaltningens resultat kunna diskuteras och AP-fonderna sättas i sitt rätta sammanhang. En sådan utfrågning skulle bidra till att hålla diskussionen om pensionssystemet levande och peka på eventuella behov av förändringar. Den skulle också kunna ge värdefullt bidrag till AP-fondernas verksamhet. En annan fördel med en årlig utfrågning med alla centrala intressenter är att den skulle bidra till ökad kunskap om pensionssystemet hos allmänheten och därigenom vara ägnad att bidra till att värna allmänhetens förtroende för pensionssystemet och förvaltningen av buffertfonderna.

---

Remissvar är avgivet av Tredje AP-fondens styrelse. I den slutliga handläggningen deltog Kerstin Hessius, Gustaf Hagerud, Mikael Sedolin och Christoffer Grände.

Stockholm som ovan

Pär Nuder

Kerstin Hessius

## Bilaga A: Diversifiering av målformulering

För att illustrera resonemanget kring diversifieringen av uppdragstolkningen konstrueras här ett förenklat exempel. Formlerna kan med fördel hoppas över. Exemplet ska inte tas som en exakt representation av situationen av AP-fonderna. Syftet är enbart att visa att det finns en poäng som kan kvantifieras med att ha flera fonder (istället för en enda fond) som tolkar uppdraget, då genomsnittet av tolkningarna kan förväntas ligga närmre ”det rätta målet” än vad de enskilda tolkningarna gör.

Anta att ett antal fonder,  $n$  stycken, har att välja mellan två tillgångar, låt oss kalla dem aktier och obligationer. Fonderna har en nyttofunktion, definierad över fondförmögenheten  $x$  en period fram i tiden, som implicerar en konstant relativ riskaversion  $\gamma$ , d.v.s.

$$u(x) = \frac{x^{1-\gamma}}{1-\gamma},$$

vilket är ett vanligt – och praktiskt – antagande inom nationalekonomi ( $x$  hade också kunnat definieras som kvoten mellan tillgångar och skulder, d.v.s. balanstalet, vilket dock skulle ha komplicerat exemplet något). Det implicerar, under vissa förutsättningar (log-normalfördelade avkastningar), att fonderna använder s.k. mean variance-optimering för att välja portföljer, d.v.s.

$$\max_w \left\{ w' \left( \mu + \frac{1}{2} \sigma^2 \right) - \frac{\gamma}{2} w' \Sigma w \mid w' \iota = 1 \right\},$$

där  $w$  är portföljen (vektor med portföljvikter),  $\mu$  är en vektor med förväntade avkastningar,  $\sigma^2$  är en vektor med varianser,  $\Sigma$  är en kovariansmatris och  $\iota$  är en vektor med ettor.

Riskaversion, förväntade avkastningar och risker (d.v.s.  $\gamma$ ,  $\mu$ ,  $\sigma$  och  $\Sigma$ ) väljs i detta exempel så att den resulterande ”sanna” optimala portföljen,  $w^*$ , är en likaviktad portfölj av aktier och obligationer. Det åstadkoms genom att riskaversionen är 10, förväntade avkastningar är 8 resp. 5 procent, korrelationen är 0,25 och att Sharpekvoterna är 0,5, givet en riskfri ränta om 4 procent. Dessa är de ”sanna” – och för fonderna (förutom riskaversionen) okända – antagandena. Den likaviktade portföljen  $w^*$  är således den portfölj som genererar högst nytta. För att veta det måste man dock ha full kännedom om  $\mu$ ,  $\sigma$  och  $\Sigma$ , vilket fonderna inte antas ha. Det resulterar i att de väljer andra portföljer än  $w^*$ .

De portföljer  $w_i$  som fonderna väljer antas vara den likaviktade portföljen  $w^*$  plus varsin normalfördelad slumpterm (medelvärde 0 och standardavvikelse 10 procent), d.v.s.

$$w_i = w^* + \varepsilon_i.$$

Slumftermerna  $\epsilon$  representerar sluteffekten av de fel som fonderna gör i sina bedömningar av förväntade avkastningar och risker. Felen gör att fonderna tenderar att hamna någonstans mellan en 70/30-portfölj och en 30/70 portfölj.

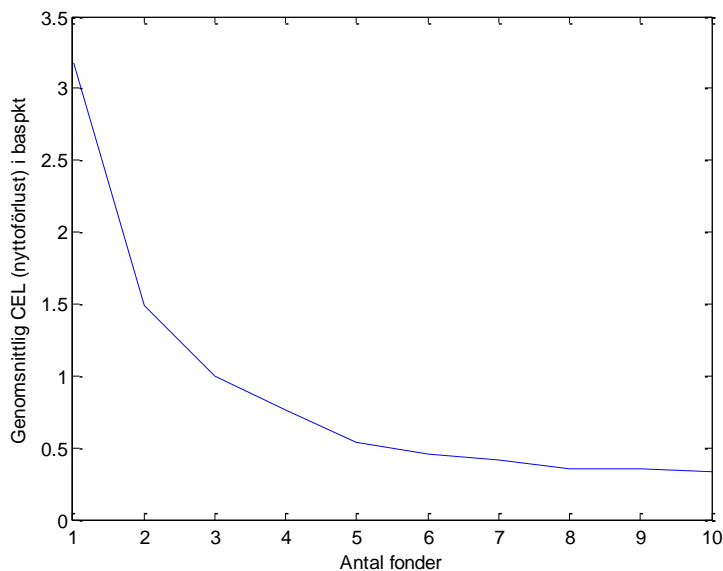
För att kvantifiera kostnaden för fonderna som resulterar av att man väljer portföljer  $w$  som egentligen inte maximerar deras nytta används förlusten i s.k. säkerhetsekvivalent,  $CEL$ , uttryckt i baspunkter. Den kan skrivas som

$$CE(w) = x \cdot \exp \left\{ w' \left( \mu + \frac{1}{2} \sigma^2 \right) - \frac{\gamma}{2} w' \Sigma w \right\}$$

$$CEL(w | w^*) = 10000 \cdot \frac{CE(w^*) - CE(w)}{CE(w^*)}$$

vilket är det sätt som kostnader brukar beräknas i liknande sammanhang inom nationalekonomin. Genom 10 000 simuleringar kan den förväntade förlusten i säkerhetsekvivalent beräknas. Detta görs för olika antal fonder  $n$ . På så vis erhålls den förväntade nyttoförlusten som funktion av antalet fonder. Resultatet visas i diagram A.1 nedan. Vinsten med att gå från en till flera fonder är tydlig. Nyttoförlusten för två fonder är mindre än hälften av nyttoförlusten för en fond. Vid fem fonder börjar effekten avta.

**Diagram A.1:** Nyttoförlust, som funktion av antal fonder.



## Bilaga B: Nya placeringsregler för Första-Fjärde AP-fonderna

### Sänkning av limiten för räntebärande tillgångar

Avkastningen på räntebärande tillgångar med låg risk kan över tid förväntas vara lägre än den avkastning som AP-fonderna måste generera för att uppfylla pensionssystemets krav. Därmed måste varje procent av portföljen som är investerad i räntebärande tillgångar matchas av en motsvarande investering i tillgångar med hög förväntad avkastning och risk – i praktiken aktier – för att säkerställa att portföljen har tillräckligt hög förväntad avkastning. Detta resulterar i en polaritet i portföljen, då den kommer att domineras av, å ena sidan, tillgångar med låg risk och, å andra sidan, tillgångar med hög risk. Genom en sänkning av limiten för räntebärande tillgångar med låg risk skulle det resulterande utrymmet kunna fyllas av tillgångar med en riskprofil liggandes emellan obligationer och aktier, som t.ex. infrastruktur. Dessutom skulle andelen marknadsnoterade aktier kunna sänkas, vilket ytterligare skapar utrymmer för diversifierande investeringar. Därmed skulle polariteten minska och graden av diversifiering öka. Av OECDs rapport framgår att kravet på att åtminstone 30 procent av en fonds tillgångar måste vara investerade i ränteinstrument med låg risk inte följer OECDs guidelines. Denna restriktion infördes när privata pensionsfonder i Sverige hade liknande investeringsregleringar, vilket de inte har längre.

Problematiken med placeringsregeln i fråga är synnerligen påtaglig för AP-fonderna i skrivande stund. Den förväntade avkastningen på räntebärande tillgångar med låg risk är betydligt lägre än normalt, till följd av de historiskt sett låga globala räntenivåerna. Dessa låga räntenivåer sammanfaller med en period då pensionssystemet är under påfrestning delvis till följd av samma händelser som orsakat de låga räntenivåerna. I denna situation, när en god förväntad avkastning på AP-fonderna behövs som mest, orsakar således nuvarande placeringsregler att en stor del av portföljerna måste placeras i tillgångar med låg förväntad avkastning. Allt annat lika betyder det ökad sannolikhet för fortsatt instabilitet i pensionssystemet (se även utredningen sid. 304).

### Förslag:

- Att lägsta limiten för räntebärande tillgångar med låg kredit- och likviditetsrisk sänks från 30 till 20 procent.

## **Höjning av limiten för onoterade tillgångar samt tillåtelse att investera direkt i onoterade aktier och i direktlån**

### **Övergripande limit**

Som långsiktig investerare är en av AP-fondernas viktigaste komparativa fördelar avsaknaden av risken för att hela eller stora delar av portföljen ska behöva avyttras på en kort tid. Därmed kan fonderna exponera sig mot likviditetsrisk och erhålla en premie för detta. Likviditetspremie kan t.ex. erhållas genom investeringar i onoterade tillgångar. Dessa onoterade tillgångar erbjuder dessutom diversifiering jämfört med traditionella portföljinslag, såsom marknadsnoterade aktier och obligationer. Att en traditionell portfölj av marknadsnoterade tillgångar inte erbjuder tillräcklig grad av diversifiering är tydligt i ljuset av de senaste årens händelser. Möjligheten att investera i onoterade tillgångar förefaller därför mer aktuell än någonsin. Den nuvarande mycket snäva limiten för onoterade tillgångar hindrar investeringar i onoterade tillgångar i önskvärd skala. För det första är den övre allokeringsgränsen på fem procent för låg för att onoterade värdepapper skall få någon signifikant påverkan på fondernas totalresultat. För det andra förhindrar nuvarande regler AP-fonderna från att välja den mest effektiva investeringsformen vid varje given investering. Idag tillåts endast investeringar i onoterade företag via fonder. AP-fonderna skulle kunna erhålla en mer kostnadseffektiv och en bättre styrning om det var möjligt att investera direkt i onoterade företag samt i s.k. direktlån.

### **Direktlån**

Direktlån, d.v.s. direkta placeringar i icke-marknadsnoterade räntebärande tillgångar, är en intressant investeringsform inom ramen för onoterade tillgångar som erbjuder en likviditetspremie och diversifieringsbidrag jämfört med noterade obligationer. Direktlånen har en lägre risknivå än aktier och en betydligt högre avkastning än noterade räntebärande instrument. Därmed lämpar de sig väl som ett alternativ till noterade aktier och obligationer. Genom de nya regler som är under införande för banker finns det förväntningar om att vissa grupper av svenska företag får svårare att hitta finansiering inom banksystemet samtidigt som deras upplåning inte är så stor att de kostnadseffektivt kan finansiera sig på obligationsmarknaden. Det kommer därför sannolikt att finnas behov av nya svenska aktörer som kan erbjuda finansiering till dessa företag där AP-fonderna inte kan agera som en följd av förbudet mot att investera i direktlån.

### **Direktinvesteringar i onoterade företag**

När det gäller direktinvesteringar ger en regelförändring AP-fonderna möjlighet att anpassa investeringsformen till investeringens natur och längd samt till lämplig incitamentsstruktur. För investeringar som har en tydlig livscykel och där en betydande del av värdeskapandet materialiseras vid försäljning, lämpar sig en investering i en fond eller ett riskkapitalbolag väl. Detta gäller t.ex. investeringar i traditionella onoterade aktier. I dessa fall avslutas

investeringen normalt sett med att tillgångarna säljs vidare, exempelvis via en börsintroduktion, och försäljningsintäkterna återbetalas till investerarna. När det gäller förvaltning av onoterade tillgångar av externa förvaltare är avtalsperioderna sällan längre än 10-12 år.

Är däremot värdeskapandet kontinuerligt och inte knutet till en försäljning för att kunna realiseras, är direktinvestering att föredra. Det kan t.ex. röra sig om produktionsanläggningar för energi. I detta fall är en direktinvestering det mest effektiva, antingen på egen hand eller tillsammans med andra institutionella investerare. Detta beror bland annat på att en fondinvestering, där förvaltningsbolaget får en del av ersättningen efter att tillgångarna realiserats, inte är önskvärd utan den underliggande verksamheten bör fortsätta att drivas på samma sätt som när projektet startades. Dessutom kan en fondinvestering bli onödigt dyr för AP-fonderna eftersom förvaltningsuppdraget efter den initiala investeringen blir relativt okomplicerat. Vid många investeringar i onoterade tillgångar förekommer det förvaltningsavtal som innebär att förvaltaren och investeraren inte har samma incitament att sköta förvaltningen på bästa sätt. När det visar sig svårt för den institutionella placeraren och förvaltaren att komma överens om lämpliga villkor för förvaltningsavgifter och risktagande, är det betydelsefullt att placeraren har stor frihet att bestämma förvaltningsform. För AP-fonderna är det därför ett problem att vara förhindrad att välja vissa förvaltningsformer, vilket i sin tur minskar fondens möjlighet att diversifiera sitt risktagande.

#### **Förslag:**

- Att limiten för onoterade tillgångar ökas från 5 till 15 procent samt fördjupas till att tillåta direktlån och direktinvesteringar i onoterade aktier.

#### **Infrastrukturinvesteringar på samma villkor som för fastighetsinvesteringar**

Infrastruktur är en investeringsmöjlighet som blir alltmer tillgänglig för investerare såsom AP-fonderna i takt med att sådana investeringar i större grad läggs utanför de nationella budgeterna och privata aktörer bjuds in. Tillgångsslaget har för AP-fonderna en mycket intressant avkastningsprofil. Eftersom kassaflödena är nära kopplade till den underliggande investeringen blir risken betydligt lägre än för t.ex. noterade aktier.

För närvarande sorterar infrastrukturinvesteringar, till skillnad från traditionella fastighetsinvesteringar, in under onoterade tillgångar och omfattas därmed av den lagstadgade limiten för onoterade tillgångar. Till följd av det är AP-fonderna för närvarande förhindrade från att göra direktinvesteringar i infrastruktur. Infrastruktur liknar dock i många avseenden fastighetsinvesteringar. Förutom att investeringarna rent fysiskt kan vara mycket lika fastigheter är värdeskapandet och kassaflödesprofilen liknande. Därmed är direkttagande en lämplig investeringsform. AP-fonderna bör därför ges samma möjlighet att



för investeringar i infrastruktur välja förvaltningssätt som för närvarande gäller för fastighetsinvesteringar.

#### **Förslag:**

- Att tillåta investeringar i infrastruktur på samma villkor som idag gäller för fastighetsinvesteringar.

#### **Tillåta indirekta råvaruinvesteringar**

Till skillnad mot vad som framfördes i förarbetena till AP-fondslagen är råvaror numera ett vanligt diversifierande inslag i internationella pensionsfonders portföljer. Exponering mot råvaror behöver inte göras genom direktinvesteringar i fysiska råvaror, utan kan göras indirekt via finansiella instrument. Råvaror är också vanlig komponent i strategier hos potentiella externa förvaltare. När råvaror helt ska exkluderas sätter det en betydande begränsning på urvalet av externa förvaltare, alternativt implicerar högre kostnader till följd av speciellt anpassade lösningar för AP-fonderna eller att AP-fonderna helt stängs ute från lönsamma investeringsmöjligheter.

#### **Förslag:**

- Att indirekta råvaruinvesteringar tillåts motsvarande högst 10 procent av portföljen.

#### **Kvantifiering av effekterna av nya placeringsregler**

För att försöka avgöra hur stora de positiva effekterna kan komma att bli har ett antal simuleringar genomförts. En beskrivning av dessa simuleringar återfinns i en särskild bilaga: Kvantitativ analys. Resultatet av dessa simuleringar är entydigt positivt och de möjliga effekterna på absolut avkastning och risk är stora. Sammanfattningsvis visar den kvantitativa analysen på följande slutsatser:

De föreslagna förändringarna av placeringsreglerna skulle om de införs möjliggöra att AP-fonderna minskar sin exponering mot aktier med 20 procentenheter vilket innebär i sin tur potential för lägre total risk. Om detta kapital investeras i alternativa tillgångar som exempelvis infrastruktur, skog, försäkringsrelaterade investeringar och råvaror, skulle den årliga avkastningen höjas med cirka 0,8 procentenheter med bibehållen risknivå. För Första-Fjärde AP-fonderna tillsammans innebär det för närvarande cirka 7 miljarder kronor per år i ökad avkastning.

I en historisk analys över perioden 2005-2011, skulle de nya placeringsreglerna, om de utnyttjats, gett en avkastning som varit cirka 2 procentenheter högre per år till en risk som varit mer än 1 procentenhet lägre.

Den historiska analysen visar dessutom att förändrade placeringsregler enligt förslagen skulle ha kunnat minska AP-fondernas negativa resultat under 2008 med cirka 3

procentenheter. Detta skulle i så fall innebära att AP-fondernas samlade kapital skulle varit över 20 miljarder kronor högre vid utgången av 2008. Det hade i sin tur inneburit ett högre balanstal och en mindre sänkning av pensionerna 2010.

Givetvis bygger den kvantitativa analysen på ett antal förenklade antaganden, men analysen visar trots detta att de förändringar av placeringsreglerna som föreslås i denna promemoria ger förutsättningar att väsentligt öka avkastningen och minska risken i AP-fondernas förvaltning vilket skulle kunna få signifikanta effekter på stabiliteten i det statliga inkomstpensionssystemet.

### **Möjliga alternativ till de förändringar som presenteras**

De ovan föreslagna ändringarna av placeringsreglerna är inte de enda tänkbara alternativen för att uppnå syftena med förslagen. De procentuella gränserna för olika tillgångsslag kan givetvis diskuteras. De kvantitativa restriktionerna får dock inte sättas så lågt att syftena med förslagen, såsom möjligheter till ökad diversifiering och ökade möjligheter att få betalt för likviditetsrisk, inte kan uppnås. Man måste också beakta att för att inte oavsiktligt överskrida olika kvantitativa restriktioner till följd av relativa prisförändringar mellan olika tillgångsslag, inklusive valuta, måste fonderna i placeringsverksamheten hålla en säkerhetsmarginal till de fastlagda gränserna, vilken blir större ju mindre likvitt tillgångsslaget är.

## Bilaga C: Lagtextförslag

### Inledning

De förändringar av placeringsreglerna som behövs för att genomföra AP3s förslag framgår av lagtextförslaget nedan. Förslaget att sänka gränsen för den del av kapitalet som måste placeras i fordringsrätter med låg kredit- och likviditetsrisk till 20 procent framgår av 4§. Höjningen av begränsning för innehav av onoterade instrument till 15 procent framgår av 8 § första stycket. Bredningen av samma bestämmelse till att tillåta direktinvesteringar i aktier och andra andelar i företag framgår av 8 § 1 medan utvidgningen till att tillåta s.k. direktlån framgår av 8 § 2.

Infrastruktur behandlas i 5 § 2. Det finns inte vad AP3 har kunnat hitta någon vedertagen legaldefinition av infrastruktur. Infrastruktur brukar beskrivas som samhällsnyttiga anläggningar och tjänster som utgör en förutsättning för ekonomisk produktivitet. Dessa kan indelas i ekonomisk infrastruktur som utgör anläggningar och tjänster för vilka användarna får betala en avgift och social infrastruktur som utgör anläggningar och tjänster där användarna inte direkt betalar någon avgift för utnyttjandet. Ekonomisk infrastruktur genererar sina intäkter från privatpersoner och företagskunder. Social infrastruktur genererar sina intäkter genom statliga anslag och utbetalningar.

Ekonomisk infrastruktur inkluderar (ej uttömmande):

- Transport (broar, tunnlar, vägar, hamnar, flygplatser, tågförbindelser mm);
- Energi (energiproduktion, transmission, distribution mm);
- Kommunikation (kablar, torn och nätverk);
- Vatten och avfallshantering.

Social infrastruktur inkluderar (ej uttömmande):

- Olika typer av byggnader för att tillhandahålla samhällstjänster (sjukhus, skolor, domstolar, fängelser, baracker mm);
- Vägtullar;
- Offentliga transportmedel.

AP3 har valt att föreslå en generell definition av infrastruktur eftersom fonden bedömer att längre uppräknningar är opraktiska och riskerar att bli föråldrade med samhällsutvecklingen. En utförligare beskrivning av vad som avses med infrastruktur kan istället enligt AP3 med fördel göras i motiven, t.ex. i författningskommenaren. I paragraferna 6, 7 och 9 finns följdändringar som syftar till att säkerställa att investeringar i infrastruktur företag behandlas på samma sätt som investeringar i fastighetsbolag. Bestämmelsen i 8 § sista stycket är ett förtydligande av vad som gäller idag, dvs. att begränsningen avseende onoterade

investeringar inte gäller fastighetsbolag och på motsvarande sätt föreslås inte gälla för infrastrukturföretag. Förtydligandet föranleds av att direktägande av aktier i onoterade företag och direktlån föreslås be möjligt inom ramen för onoterade innehav.

Förslaget att tillåta investeringar i finansiella instrument med råvaror som underliggande tillgång finns i 12 §. Systematisk borde bestämmelsen införas som en ny 7 a §, men AP3 har valt att i sitt förslag behålla nuvarande struktur på lagtexten där råvaror behandlas i 12 §.

## Lagtext

<i>Nuvarande lydelse</i>	<i>Föreslagen lydelse</i>
<p>4 § Minst <i>trettio</i> 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.</p>	<p>4 § Minst <i>tjugo</i> 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.</p>
<p>5 § 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</p> <p>1. företag som har till huvudsakligt ändamål att äga eller förvalta fast egendom eller tomträtt (fastighetsbolag), <i>eller</i></p> <p>2. företag som har till huvudsakligt ändamål</p>	<p>5 § § 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</p> <p>1. företag som har till huvudsakligt ändamål att äga eller förvalta fast egendom eller tomträtt (fastighetsbolag),</p> <p>2. företag som har till huvudsakligt ändamål att äga, förvalta eller driva anläggningar eller verksamheter som utgör ekonomisk eller social infrastruktur i samhället (infrastrukturföretag), <i>eller</i></p> <p>3. företag som har till huvudsakligt ändamål att äga och förvalta sådana aktier eller andra</p>

<p>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 (riskkapitalföretag).</p>	<p>andelar i företag som inte är upptagna till handel på en reglerad marknad eller en motsvarande marknad utanför EES (riskkapitalföretag).</p>
<p>6 § 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.</p> <p>Vid tillämpning av första stycket skall inte beaktas</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>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</li> <li>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.</li> </ol>	<p>6 § 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.</p> <p>Vid tillämpning av första stycket skall inte beaktas</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>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</li> <li>2. aktier i fastighetsbolag <i>eller infrastrukturföretag</i> i vilka fonden innehar så många aktier att röstetalet för dem överstiger tio procent av röstetalet för samtliga aktier i bolaget.</li> </ol>
<p>7 § Första-Fjärde AP-fonderna får endast förvärva obligationer och andra fordringsrätter som är utgivna för allmän omsättning. Denna begränsning gäller inte</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. placeringar som syftar till att tillgodose en fonds behov av likviditet, och</li> </ol>	<p>7 § Första-Fjärde AP-fonderna får endast förvärva obligationer och andra fordringsrätter som är utgivna för allmän omsättning. Denna begränsning gäller inte</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. placeringar som syftar till att tillgodose en fonds behov av likviditet, och</li> </ol>

<p>2. krediter till ett fastighetsbolag, om fonden ensam eller tillsammans med någon eller några av de andra tre AP-fonderna innehar <i>mer än</i> hälften av röstetalet för samtliga aktier eller andelar i bolaget.</p>	<p>2. krediter till ett fastighetsbolag <i>eller infrastruktur företag</i>, om fonden ensam eller tillsammans med någon eller några av de andra tre AP-fonderna innehar hälften av röstetalet för samtliga aktier eller andelar i bolaget.</p>
<p>8 § Av var och en av Första-Fjärde AP-fondernas tillgångar, värderade till marknadsvärdet, får högst <i>fem</i> procent bestå av</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. sådana aktier eller andra andelar i <i>riskkapital</i>företag som inte är upptagna till handel på en reglerad marknad eller en motsvarande marknad utanför EES,</li> <li>2. fordringsrätter som inte är upptagna till handel på en reglerad marknad eller en motsvarande marknad utanför EES, och</li> <li>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.</li> </ol> <p>Ingen av Första-Fjärde AP-fonderna får vara komplementär i ett svenskt eller utländskt kommanditbolag.</p>	<p>8 § Av var och en av Första-Fjärde AP-fondernas tillgångar, värderade till marknadsvärdet, får högst <i>femton</i> procent bestå av</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. sådana aktier eller andra andelar i företag som inte är upptagna till handel på en reglerad marknad eller en motsvarande marknad utanför EES,</li> <li>2. fordringsrätter som inte är upptagna till handel på en reglerad marknad eller en motsvarande marknad utanför EES <i>eller som inte är utgivna för allmän omsättning</i>, och</li> <li>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, <i>en handelsplattform</i> eller en motsvarande marknad <i>eller plattform</i> utanför EES.</li> </ol> <p><i>Begränsning i första stycket gäller inte aktier och andra andelar fastighetsbolag och infrastruktur företag samt krediter till sådana företag.</i></p> <p>Ingen av Första-Fjärde AP-fonderna får vara komplementär i ett svenskt eller utländskt kommanditbolag.</p>

<p>9 § 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 <i>sådana</i> riskkapitalföretag som <i>avses i 8 § första stycket 1</i>, trettio procent av röstetalet för samtliga aktier eller andelar i företaget.</p> <p>Begränsningen i första stycket gäller inte</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. sådana aktier eller andra andelar i fastighetsbolag som inte är upptagna till handel på en reglerad marknad eller en motsvarande marknad utanför EES,</li> <li>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</li> <li>3. andelar i svenska och utländska fonder som inte medför rätt att utöva rösträtt för de aktier eller andra andelar i företag som ingår i dessa fonder.</li> </ol>	<p>9 § 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 riskkapitalföretag <i>som inte är upptagna till handel på en reglerad marknad eller en motsvarande marknad utanför EES</i>, trettio procent av röstetalet för samtliga aktier eller andelar i företaget.</p> <p>Begränsningen i första stycket gäller inte</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. sådana aktier eller andra andelar i fastighetsbolag <i>och infrastrukturföretag</i> som inte är upptagna till handel på en reglerad marknad eller en motsvarande marknad utanför EES,</li> <li>2. sådana aktier eller andra andelar i fastighetsbolag <i>och infrastrukturföretag</i> 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</li> <li>3. andelar i svenska och utländska fonder som inte medför rätt att utöva rösträtt för de aktier eller andra andelar i företag som ingår i dessa fonder.</li> </ol>

<p><i>Råvaruderivat</i></p> <p>12 § Första-Fjärde AP-fonderna får <i>inte placera fondmedlen i optioner, terminer eller andra likartade finansiella instrument med råvaror som underliggande tillgång.</i></p>	<p><i>Förvärv av finansiella instrument med råvaror som underliggande tillgång</i></p> <p>12 § <i>Av var och en av Första-Fjärde AP-fondernas tillgångar, värderade till marknadsvärdet, får högst tio procent bestå av finansiella instrument med råvaror som underliggande tillgång.</i></p>