

Registrator
Finansdepartementet
10333 Stockholm

Remissyttrande över promemorian Nya regler för AP-fonderna (Ds 2015:34)

Institutet för finansforskning (SIFR) har beretts tillfälle att yttra sig över promemorian *Nya regler för AP-fonderna* (Ds 2015:34). Promemorians förslag syftar till att reformera förvaltningen av pensionsmedlen och berör i huvudsak två problemområden: (1) Hur ska huvudmannen staten styra och utvärdera förvaltningen? (2) Hur kan avkastningen förbättras genom en mer kostnadseffektiv struktur? Vi noterar att promemorian inte innehåller en utvärdering av de befintliga AP-fondernas förvaltningsresultat under de 15 åren med dagens struktur och former för styrning och utvärdering. Innan man gör en reform borde man närmare ta ställning till det historiska utfallet, t ex jämfört med enkla referensportföljer av det slag som promemorian förespråkar.

1. Pensionsförvaltningens mål

Målet för AP-fondernas förvaltning är komplicerat av flera skäl. För det första handlar det om medel som ska förvaltas långsiktigt och där resultatet påverkar pensionerna för olika kohorter av pensionärer. Det finns alltså en inbyggd konflikt mellan nuvarande och framtida pensionärer. För det andra är AP-fonderna buffertfonder, som bara är en av flera källor som bestämmer pensionernas storlek och utveckling. För det tredje reglerar den s.k. bromsen direkt hur resultatet av fondernas förvaltning påverkar pensionerna. Av dessa skäl är det ett komplicerat dynamiskt problem att bestämma en portföljstrategi för hur buffertfondernas kapital ska förvaltas. Svaret beror både på hur välfärden för olika generationer av pensionärer värderas i förhållande till varandra och på vilken uppfattning man har om avkastning och risk på kort och lång sikt. Att formulera en enkel målportfölj som kan användas för styrning och utvärdering och som balanserar risk och avkastning med hänsyn tagen till de nämnda komplikationerna är svårt. Det är därför väsentligt att göra en grundlig beskrivning av målet för förvaltningen innan man försöker skapa ett system för att styra den.

2. AP-fondsystemets integritet

Det råder bred enighet om det övergripande målet för förvaltningen av fondkapitalet, nämligen att ge hög avkastning till rimlig risk. Målet är att tillföra värde för Sveriges nuvarande och framtida pensionstagare, inte att bidra till andra mål som ökad tillväxt eller regional balans. Det råder också bred enighet om att förvaltningen ska vara oberoende i förhållande till regering och riksdag. Samtidigt rymmer uppdraget en inneboende konflikt mellan nuvarande och framtida pensionärers intressen och det är därför viktigt att övergripande beslut är väl förankrade i demokratisk ordning. För att uppnå en sådan demokratisk förankring kan det vara rimligt, så som promemorian föreslår, att en särskild instans – en AP-fondsmyndighet – inrättas med ansvar för att precisera en målformulering för hur fondkapitalet ska förvaltas och att utvärdera förvaltningen. Det är viktigt att de mål som sätts för AP-fondernas förvaltning är långsiktiga och särskiljs från årliga budgethänsyn. Utvärderingen bör som en följd av detta göras över en längre tidshorisont, t.ex. rullande 5-årsavkastning. Det är också viktigt att myndigheten arbetar under stor transparens så att ingen politisk styrning kan ske utan att det blir omedelbart synligt. För att garantera myndighetens oberoende i förhållande till regeringen och budgetprocessen kan det vara lämpligt att myndigheten lyder under riksdagen i stället för under regeringen som föreslås i promemorian.

3. Styrning av förvaltningen

Vi är i princip positiva till promemorians förslag att gå från dagens generella, relativt godtyckliga begränsningsregler för hur stor andel av fondkapitalet som får investeras i olika tillgångsslag till en mer strukturerad målformulering baserad på modern portföljteori. Förslaget ger större frihet för buffertfonderna att sätta samman sina portföljer samtidigt som den övergripande risknivån styrs genom en referensportfölj. Det är rimligt att huvudmannen staten på detta sätt tar ansvar för den övergripande avvägningen mellan risk och förväntad avkastning. Det hade dock varit önskvärt att promemorian närmare hade diskuterat svårigheten med att översätta lösningen på ett komplicerat dynamiskt optimeringsproblem till en enkel referensportfölj.

För att styrning genom ett utvärderingsindex i form av en referensportfölj ska fungera väl måste två villkor vara uppfyllda. För det första måste index vara nära kopplat till det underliggande dynamiska portföljproblemet. För det andra måste indexet vara lätt att replikera för att det ska ge en realistisk jämförelsenorm. I praktiken innebär detta, som utredningen diskuterar och föreslår, en referensportfölj bestående av index av fullt likvida tillgångar. En sådan portfölj kommer dock naturligen att avvika påtagligt från den fond som är optimal. En anledning till

detta är att en betydande del av kapitalet bör placeras i mer eller mindre illikvida tillgångar. Genom att pensionsfonderna har en längre horisont än många andra investerare kan de på detta sätt generera en högre avkastning utan att ta större risk.

Det är därför viktigt att fonderna ges full frihet att avvika från referensportföljen, så länge som den övergripande risknivån inte överträffas. Men för att denna frihet ska få reell innebörd, måste fonderna också ges tydliga incitament att överträffa referensportföljens avkastning. Denna fråga diskuteras nästan inte alls i promemorian. I själva verket går promemorians förslag om principerna för ersättning till fondernas personal i rakt motsatt riktning. Finns inga tydliga incitament för att överträffa valt index medan underavkastning riskerar att bestraffas genom negativ publicitet, är risken stor att fondernas portföljer kommer att ha små avvikelser från index. Om lagstiftarens avsikt är att inga stora avvikelser ska göras vore den logiska följden att i stället inrätta en indexerad portfölj. Promemorians förslag riskerar därför att leda till den sämsta av alla världar, nämligen en dyr indexförvaltning.

De föreslagna placeringsreglerna innebär ett steg i rätt riktning mot generella regler som inte onödigtvis begränsar förvaltningen. I ett avseende är reglerna fortfarande alltför snäva. Det gäller kravet på att minst 70 % av kapitalet ska vara placerat i fullt likvida tillgångar. Det är just genom att en större andel illikvida placeringar som fonderna kan generera överavkastning på lång sikt. Behovet av likviditet i fondsystemet varierar naturligen över tiden, men sådana variationer borde lämpligen avspeglas i målformuleringen för fonderna, genom referensportföljens sammansättning eller på annat sätt.

4. Förekomsten av stordriftsfördelar

Vi anser, i likhet med promemorian, att en reducering av antalet fonder och en samordning av olika aktiviteter kan förväntas ge vissa kostnadsbesparingar. Det finns en relativt omfattande forskningslitteratur som visar att kostnaden för aktiv förvaltning minskar med fondstorleken. Minskningen tenderar dock att avta över en viss gräns. Om man tittar på resultatet av förvaltningen, överavkastningen i förhållande till ett marknadsbaserat index, kvarstår vissa stordriftsfördelar, men över en viss gräns tycks möjligheten att generera överavkastning inte längre öka (Andonov et al., 2012; Bikker, 2013; Broeders et al., 2015; 2013; Dyck och Pomorski, 2011). AP-fonderna är redan idag relativt stora och tillhör den översta kvintilen bland pensionsfonder världen över. Det finns därför inget tydligt stöd i forskningen för att hävda att det finns betydande utnyttjade stordriftsfördelar i dagens AP-fonder.

Inom vissa områden kan det ändå finnas goda skäl för samordning. Vi ser särskilt tre områden där sådana vinster borde vara möjliga:

- Private equity. Erfarenheten från framgångsrika internationella institutionella investerare tyder på att det finns betydande samordningsfördelar mellan fondinvesteringar, sekundärinvesteringar, och direktinvesteringar i PE (se exempelvis Dyck & Pomorski, 2015; och Fang, Ivashina, & Lerner, 2015). Det kan därför vara rimligt att samla specialistkompetensen inom Private Equity i en särskild enhet, i linje med promemorians förslag. Formerna för hur de olika AP-fondernas PE-investeringar i så fall ska koordineras och hur investeringsbeslut ska delegeras behöver dock utvecklas tydligare.
- Samordning av aktiviteter inom till exempel trading, back-office, kvantmodellering och administration kan också förväntas ge vissa kostnadsreduceringar. Det är dock viktigt att ställa dessa mot möjliga kvalitetsförsämringar. Om fokus allt för mycket läggs på kostnadsneddragningar och viktig kompetens hamnar utanför de enskilda AP-fondsmyndigheterna kan dessa utarmas på intern kompetens och bli alltför beroende av externa rådgivare.
- Det kan också finnas betydande samordningsvinster vad gäller fondernas aktiva ägande, t.ex. rörande corporate governance och ESG-frågor. Genom att driva sådana ägarfrågor gemensamt kan effekten av aktivt ägande ökas samtidigt som kostnaderna för detta arbete som en andel av förvaltad kapital kan minskas. Även dagens gemensamma ESG-arbete kan vidareutvecklas i detta avseende. En förutsättning för detta är dock, som tidigare nämnts, att AP-fondssystemet politiska oberoende kan garanteras.

5. Antal fonder

Med ett renodlat fokus på stordriftsfördelar och kostnadseffektivitet framstår en fond som den naturliga lösningen. Vi är medvetna om att detta alternativ uteslutits på förhand. Det är dock viktigt att bättre förstå de eventuella fördelar som finns med att ha flera fonder för att kunna ta ställning till att förändra systemet från fem till tre AP-fonder.

Ett första argument för flera fonder är det skulle motverka alltför stor maktkoncentration och politisk styrning. De viktigaste medlen för att uppnå detta är dock enligt vår mening att garantera det politiska oberoendet för AP-fondssystemet, exempelvis genom att lägga det under riksdagen snarare än regeringen, att göra klart i lagen att målet för AP-fondssystemet enbart är att generera avkastning på pensionskapitalet, samt att behålla en hög grad av transparens i fondens styrning och förvaltning. Den ytterligare fördelen av att dela upp pensionsförvaltningen i flera fonder är antagligen tämligen begränsad.

Ett andra argument för flera fonder är att det sprider analyskompetensen och leder till en diversifiering i olika aktiva investeringsstrategier, vilket i sin tur bidrar till riskreducering för pensionssystemet som helhet och en överavkastning från den aktiva förvaltningen. Flera fonder ger också utrymme för att utveckla olika företagskulturer och leder till att det samlade resultatet blir mindre beroende av hur väl en enskild fond sköts. Det finns dock även faktorer som pekar i motsatt riktning. Aktiv förvaltning handlar i slutändan om att avvika från en normportfölj. Om flera olika fonder väljer att avvika från normen på olika sätt, baserat på olika allokeringsoppfattningar, riskerar dessa avvikelser att i mångt och mycket ta ut varandra. Slutresultatet kan därför närma sig en indexförvaltning till priset av en aktiv förvaltning. Säg exempelvis att fond A vill öka allokeringen till fastigheter, medan fond B vill minska denna. Resultatet blir att två fonder tar dyra transaktionskostnader medan pensionssystemets fastighetsexponering inte ändras. Ett billigare sätt att minska ”strategirisken” är i så fall att se till att det finns en bred och varierad bakgrund och kompetens hos portföljförvaltarna och att det finns utvecklade riskhanteringssystem där alltför stora och riskfyllda aktiva positioner undviks.

Stockholm den 31 oktober 2015

Institutet för finansforskning / Pehr Wissén

Referenser

- Andonov, A., R. Bauer och M. Cremers (2012), "Can Large Pension Funds Beat the Market", working paper, Maastricht University.
- Bikker, J. (2013), "Is there an Optimal Pension Fund Size? A Scale-Economy Analysis of Administrativa and Investment Costs", De Nederlandsche Bank, working paper 376.
- Broeders, D., A. van Oord och D. Rijsbergen (2015), "Scale Economies in Pension Fund Investments: a Dissection of Investment Costs Across Asset Classes", De Nederlandsche Bank, working paper 474.
- Dyck, A., K. Lins och L. Pomorski (2013), "Does Active Management Pay? New International Evidence", *Review of Asset Pricing Studies* 3, 200-228.
- Dyck, A. och L. Pomorski (2015), "Investor Scale and Performance in Private Equity Investments", *Review of Finance* under publicering.
- Fang, L., V. Ivashina och . Lerner (2015), "The disintermediation of Financial Markets: Direct Investing in Private Equity", *Journal of financial Economics* 116, 160-178.