

2007-11-21

Sammanfattade av
Anneli Sandbladh

Bör AP-fondssystemet reformeras?

Gabriel Urwitz

Mina damer och herrar! Hjärtligt välkomna till kvällens diskussion och debatt. Harry Flam kommer att inleda. Ursprunget är den artikel i *Ekonomisk Debatt* som Harry skrev för ett tag sedan. Jag antar att den kommer att utgöra utgångspunkten för diskussionen. I stället för två har vi i kväll tre opponenter: Erik Åsbrink, Mats Andersson och Niklas Ekvall.

Harry Flam

Jag kommer att tala om buffertfonderna i det nya inkomstgrundade allmänna pensionssystemet, alltså Första till Fjärde AP-fonden och Sjätte AP-fonden. Därutöver finns den Sjunde AP-fonden som tillhör premiepensionsdelen av det nya allmänna pensionssystemet. Sjunde kommer jag inte alls att prata om.

Jag har satt upp fem frågor. Den första frågan gäller buffertfondernas uppdrag. Den andra frågan gäller antalet buffertfonder. Varför har vi fem buffertfonder, fyra stora och en lite mindre? Varför blev det så? Den tredje frågan gäller aktiv eller passiv förvaltning. Den fjärde gäller Sjätte AP-fondens existensberättigande. Varför finns den? Borde den finnas? Slutligen gäller den femte frågan styrningen av fonderna, dvs styrelsens sammansättning och vilken instans som styrelsen är ansvarig inför.

När det gäller uppdraget måste man börja med att göra klart för sig vilken uppgift buffertfonderna har i pensionssystemet. Den är att minska risken för att intjänade pensionsrätter och utgående pensioner inte räknas upp i samma takt som den genomsnittliga pensionsgrundande inkomsten. Systemet har en

balansräkning med tillgångar och skulder. Buffertfonderna finns på tillgångssidan. I ett visst läge betraktas systemet som insolvent eller i obalans och där träder den sk balanseringsmekanismen i kraft som innebär att pensionerna först räknas upp i lägre takt än den pensionsgrundande inkomsten. Så småningom blir systemet förhoppningsvis åter solvent eller i balans. Risken för balansering försöker man alltså minska.

När det gäller uppdraget finns det dels en lag om allmänna pensionsfonder, dels förarbeten i form av en proposition som ligger till grund för lagen. I lagen står att buffertfonderna ska verka för att vara till största möjliga nytta för den inkomstgrundade ålderspensionen. I propositionen står det flera olika saker. Det pratas om att fonderna ska maximera avkastningen. Det står också att man ska undvika risken för balansering, så att pensionerna inte räknas upp i takt med den pensionsgrundande inkomsten. Det står vidare att det ska vara neutralt mellan olika generationer.

Om man ser på hur fonderna har uppfattat sitt uppdrag genom att läsa deras årsredovisningar ser man att de har lagt lite olika vikt vid de olika målen. Första till Tredje AP-fonden har lagt relativt stor vikt vid att man ska undvika risken för balansering, medan Fjärde AP-fonden inte har gjort det. Det har lett till att Första till Tredje AP-fonden har en något mindre aktieandel i portföljen än Fjärde AP-fonden även om skillnaderna mellan dessa fyra stora fonder inte är särskilt stora. Aktieandelen ligger i de tre första något under 60 procent, i Fjärde AP-fonden något över 60 procent.

De portföljer man har beslutat om, referensportföljerna, har naturligtvis tagits fram genom en sk ALM-analys, man har tittat på *assets* och *liabilities* på vanligt sätt och bestämt sig för en viss portfölj med en viss sammansättning

mellan olika tillgångsslag. Att undvika balansering har emellertid också varit en faktor man har tagit hänsyn till.

Jag menar att det inte går att vara neutral mellan olika generationer. Neutralitet har uppfattats som att det gäller att undvika risken för balansering. Om man inte råkar in i en balanseringssituation anser man, så uppfattar jag det i alla fall, i styrelserna att man är neutral mellan generationerna, för då får varje generation sina pensioner uppräknade med den genomsnittliga pensionsgrundande inkomsten.

Men jag menar att det inte är rätt att se det på det sättet för om risken för balansering bedöms vara som störst nu, då ska man ligga i relativt säkra tillgångar med liten risk och motsvarande relativt låg avkastning. Det betyder att senare generationer kommer att få mindre buffertfonder och eventuella överskott i buffertfonderna inte på motsvarande sätt kan tillgodoräknas av senare generationer. Dessutom ökar naturligtvis risken för balansering i framtiden. Det finns alltså en inneboende motsättning här.

När fonderna beslöt om sina referensportföljer kunde man grunda detta beslut på beräkningar som Riksförsäkringsverket hade gjort 1999–2000, där man hade prognostiserat den ekonomiska och demografiska utvecklingen ungefär 50 år framåt i tiden. De olika scenarier man hade simulerat fram visade att risken för balansering var som störst någon gång mellan 2015 och 2040. Det är ungefär då som 40-talisterna är pensionärer. År 2004 gjordes nya simuleringar av den sk UTÖ-utredningen, som kom fram till att risken var störst 2007, alltså i år, och sedan successivt skulle minska.

Jag nämner detta för att understryka att det är väldigt svårt att göra prognoser på så lång sikt om produktivitetsutveckling, olika demografiska faktorer, invandring, dödlighet, sysselsättningsgrad, förvärvsmönster osv. Jag skulle

vilja säga att det praktiskt taget är omöjligt att beräkna och göra prognoser som har någon grad av säkerhet på lång sikt. Därför bör man lägga det åt sidan och ge fonderna ett mycket tydligt uppdrag, nämligen att maximera avkastningen givet vissa begränsningar när det gäller risk. Man bör alltså ha vissa begränsningar när det gäller aktier och räntebärande tillgångar, riskspridning, innehav i enskilda företag osv, men i princip ska uppdraget entydigt och klart inom de här ramarna vara att maximera avkastningen.

Om man ser på den historiska avkastning som aktierna har gett är det rimligt att tro att om någon generation kommer buffertfonderna att vara så stora att risken för balansering är väldigt liten, praktiskt taget obefintlig. Dock kommer man i ett läge där buffertfonderna är så stora att man måste diskutera om man ska börja dela ut medel till pensionärerna. UTÖ-utredningen som jag nämnde utredde just en sk gas i systemet. Det finns alltså en broms i balanseringsmekanismen. Man frågade sig om det också kan finnas en gas så att man i ett visst läge låter pensionerna öka i högre takt än den pensionsgrundande inkomsten. Utredningen föreslog när och hur detta skulle ske.

Nästa fråga gäller antalet buffertfonder. I propositionen om buffertfonderna fördes en diskussion om hur många buffertfonder man skulle ha. Å ena sidan talade hänsyn till konkurrens, marknadspåverkan, operationella och politiska risker för att man skulle ha flera buffertfonder. Å andra sidan talade stordriftsfördelarna för att man skulle ha få, kanske en enda buffertfond. Man tänkte sig att konkurrensen skulle bidra till högre avkastning och en effektivare förvaltning och lägre kostnader.

Jag menar att det i dag inte finns några eller åtminstone väldigt små konkurrens effekter mellan fonderna. Jag vet

Tabell 1
Uppskattade kostnadsbesparingar, miljoner kr

	Förvaltningskostnader 2006						Uppskattade kostnader och besparingar		
	AP1	AP2	AP3	AP4	AP6	Summa	En fond, aktiv förv	Fem fonder, passiv förv	En fond, passiv förv
Courtage*	95	126	85	129		435	300	200	100
Rörliga arvoden*	21	25	54	19	10	129	100	0	0
Fasta arvoden	132	164	154	75	200	725	400	275	100
Personal	97	75	80	87	64	403	100	260	80
Övrig förvaltning	58	55	45	47	67	272	60	200	50
Totalt	403	445	418	357	341	1 964	960	935	330
% av fondkapital*	0,2	0,21	0,2	0,18	1,98	0,23	0,11	0,11	0,04
Besparing							1004	998	1 634

* Fonderna kostnadsför i enlighet med praxis courtage och rörliga arvoden direkt mot intäkterna från respektive tillgångsslag. Förvaltningskostnaderna är därför högre än i fondernas redovisning.

Källa: Årsredovisningar för 2006; egna uppskattningar.

av egen erfarenhet att det man tittar på är index. Det är ungefär vad som är operationellt möjligt varje dag för alla dem som har mandat att ta positioner i de här fonderna och det är också det som styr. I dag finns inga bonussystem i fonderna, alltså inga ekonomiska incitament för förvaltningen eller styrelserna att försöka konkurrera med de andra buffertfonderna. Jag menar att det inte heller är önskvärt att utforma ett system för incitament där det gäller att överträffa de andra, utan det är naturligtvis den absoluta avkastningen som är intressant. Det finns *benchmarks*, måttstockar, som man kan använda för att avgöra om fonderna förvaltas bra eller dåligt, om avkastningen är bra, om kostnaderna är höga osv.

Den andra frågan gäller marknadspåverkan. Den spelade en rätt stor roll när man bestämde sig för fyra fonder. Man sade att de här fonderna inte bör ha de allra största innehaven på aktiemarknaden och obligationsmarknaden. Så räknade man ut att tre-fyra fonder kunde vara lagom i den marknadssituation man hade kring sekelskiftet.

Det faktum att om man är stor aktör på en marknad tenderar det att pressa ned priset när man ska sälja och pressa upp priset när man ska köpa, är någonting man kan överlämna åt fonderna själva. Är det så att ett stort innehav i svenska aktier leder till höga transaktionskostnader får man göra en annan avvägning mellan svenska aktier och aktier på andra marknader.

Politiska risker nämndes också, även om bara i förbigående. Men jag vill gärna tro att det spelade en viss roll i övervägandena, alltså att man skulle ha fyra fonder. Det är svårare att påverka fyra fondstyrelser om man vill använda fonderna till någonting annat än att påverka en fondstyrelse. Politiska risker kanske man kan ta hand om på ett annat sätt än genom att ha flera fonder.

När det gäller stordriftsfördelarna menar jag att de aldrig redovisades klart i propositionen. De nämndes, men de redovisades inte. Många av er som håller på med detta professionellt vet att det är väldigt stora stordriftsfördelar i kapitalförvaltningen. Jag har gjort ett försök att

med hjälp av branschexpertis beräkna hur mycket man skulle spara på att slå ihop buffertfonderna till en enda fond. Jag vill inte påstå att det är någon exakt och riktig beräkning, men jag tror att jag befinner mig i rätt härad.

Ni ser att 2006 var den totala förvaltningskostnaden för buffertfonderna knappt 2 miljarder. Det är 0,23 procent av förvaltad kapital. För de fyra stora buffertfonderna är det ungefär 0,2 procent, 20 punkter, som det kostar att förvalta de här fonderna. Internationellt sett är det ganska bra, inga speciellt höga kostnader.

Men jag räknar med att genom att få lägre förvaltararvode till externa förvaltare och genom att ha mindre personal på fonderna kan man komma ned till en kostnad på ungefär 1 miljard i förvaltningskostnader. Det betyder att man sparar i runda tal 1 miljard genom att slå ihop fonderna, vilket är ganska mycket pengar. Man kan räkna ut ett diskonterat nuvärde. Storleken på nuvärdet beror på vilken diskonterings-sats man använder, men med nuvarande realränta kommer man upp i ganska stora tal.

Den tredje frågan gäller aktiv eller passiv förvaltning. Här tar jag min utgångspunkt i att finansiella marknader, aktiemarknader och andra marknader är approximativt effektiva. Med en effektiv marknad menar vi en marknad där priserna på aktier och andra finansiella tillgångar vid en viss tidpunkt avspeglar all offentligt tillgänglig information som kan bestämma tillgångarnas priser. Priset på Ericsson i dag speglar t ex all information investerare kan ha om en Ericsson-aktie. Är det så att priset på Ericsson-aktien förändras tills i morgon beror det på att information har tillkommit som inte var känd i dag. Det är mer slumpmässigt vad som händer i morgon. Det är också så att prisutvecklingen på finansiella tillgångar bäst kan beskrivas genom *random walk*, en slumpprocess.

Det har forskats väldigt mycket på aktiv och passiv förvaltning. Det finns en 30-40 år gammal akademisk debatt om huruvida hypotesen om effektiva finansiella marknader är riktig eller inte. Ett sätt att pröva detta på är att se hur professionella kapitalförvaltare klarar sig på olika marknader. Det visar det sig då att de inte klarar att slå index i allmänhet, utan de ligger på eller strax under index. Drar man ifrån merkostnaderna för aktiv förvaltning ligger de ungefär så mycket under index som motsvaras av de här merkostnaderna. En undersökning från den amerikanska aktiemarknaden visar att 73 procent av dessa fonder slogs av index.

Det är ett ganska typiskt tal. Det finns många sådana undersökningar. De brukar ligga mellan 70 och 75 procent. Men – när vi tittar på lite längre sikt – 10 år – visar det sig att index slår 86 procent av fonderna och på 20 år slår index 90 procent av fonderna. Det är också väldigt typiska tal. Man finner inte bara detta i USA, utan även i Europa, för andra marknader och för globalfonder.

Det är ungefär vad man kan vänta sig om man tror på den effektiva marknadshypotesen. Dock är det ändå så att 10 procent av fonderna slår index på 20 år. Om man tänker sig att man vill leta reda på dessa fonder och klara en hygglig avkastning på sina pengar visar det sig tyvärr att det finns en negativ korrelation mellan tidigare och framtida förvaltningsresultat. Till exempel är det så att de fonder som hade 4 eller 5 stjärnor hos Morningstar på den amerikanska börsen 1993 var bland de sämre fonderna under de följande tio åren. Det beror på att de under en viss period har haft ett framgångsrecept. Sedan ändras förutsättningarna och då går det inte bra.

Det finns alltså en negativ korrelation. Det verkar som att om man lyckas under en längre tidsperiod beror det mer på tur än skicklighet.

Jag menar att AP-fonderna är tvungna att diversifiera bort mycket risk. Det ligger så att säga i sakens natur. Det är stora fonder, de förvaltar svenska folkets pensionspengar. De måste försöka minska risken genom att vara väldigt diversifierade. Då blir det också så att de får väldigt svårt att slå index.

Hur har det gått för de fyra stora AP-fonderna de första fem hela verksamhetsåren? Den aktiva avkastningen var något negativ, 3 punkter, alltså minus 0,03 procent. Drar man ifrån merkostnaderna för aktiv förvaltning tror jag att man hamnar på ungefär minus 0,15 procent per år under de här fem åren. Första AP-fonden har i genomsnitt haft en positiv aktiv avkastning med 0,3 procent, Andra minus 0,2, Tredje plus 0,3 och Fjärde minus 0,5.

Enligt mina beräkningar skulle det kosta ungefär en knapp miljard för de fyra stora AP-fonderna att förvalta allt passivt. I den Sjätte AP-fonden går det inte att ha en passiv förvaltning. Det betyder att man sparar ungefär 1 miljard. Dessutom har jag beräknat kostnadsbesparingen av att slå ihop fonderna till en fond och bara ägna sig åt passiv förvaltning. Jag kom fram till att man kunde spara 1,6 miljarder. Man kan alltså krympa förvaltningskostnaderna till drygt 300 miljoner per år. Det betyder ungefär 4 punkter på de 850 miljarder som de här fonderna förvaltade under 2006.

Sjätte AP-fonden är en fond som tillkom före de andra buffertfonderna, nämligen i mitten av 1990-talet som en uppörelse mellan socialdemokraterna och centerpartiet i ett läge då man ansåg att det var nödvändigt att tillföra mer riskkapital till mindre och medelstora svenska företag. Den här fonden har sedan tillförts buffertfondssystemet, dvs den är en blandning av näringspolitik och pensionsfond. Jag menar att det är tveksamt om en statligt ägd fond kan ha sådana incitament att den blir lika effek-

tiv och bra som privata riskkapitalfonder. Jag menar också att det är tveksamt att en statlig fond ska vara direkt ägare av små och medelstora företag i den omfattning som nu förekommer. Sjätte AP-fonden har ungefär 70 olika engagemang, större delen av dessa i enskilda företag. Det var många fler tidigare.

Detta är inte bra. Dessutom, om det här skulle vara en ren buffertfond och inte näringspolitik skulle man inte ha bestämt sig för att sätta allt i riskkapital och allt i svenska företag. Detta innebär en kostnad för pensionärerna. Jag menar att man ska göra en ren buffertfond av Sjätte AP-fonden, avveckla den successivt och tillföra medlen till de fyra AP-fonder som har riskkapitalförvaltning men inte direktägande.

Slutligen har vi styrningen av fonderna. I lagen om AP-fonderna står det att styrelseledamöterna ska ha kapitalförvaltningskompetens. Jag tror att det är rätt ovanligt att man kräver detta av en styrelseledamot i en bolagsstyrelse, men det har man gjort i det här fallet. Samtidigt utser arbetsmarknadens parter fyra av nio ledamöter i de fyra stora AP-fonderna. Det måste begränsa förvaltningskompetensen i dessa styrelser. De som har suttit i de fyra AP-fonderna är inte, kan man konstatera, alla professionella kapitalförvaltare. De är utmärkta personer med mycket förnämliga andra meriter, men en del är inte speciellt kompetenta när det gäller kapitalförvaltning. Har man ett klart mål för AP-fonderna, t ex att maximera avkastningen, finns det inget behov av att ha partsrepresentanter i en sådan fonds styrelse. Man kan reglera det eventuella politiska inflytande man vill ha i lagstiftningen eller på annat sätt.

Dessutom bäddar det för konflikter om hur man använder fondmedlen och det har vi sett ett exempel på. Det har förekommit att åtminstone en ledamot av en AP-fond har gått ut och offentligt

sagt att medlen borde användas för att rädda svenska företag kvar i svensk ägo, som Volvo, Scania och Skandia. Det har förekommit att ledamöter av regeringen har gått ut och sagt samma sak. Detta har lett till politiska fnurror på tråden mellan de fem partier som står bakom uppgörelsen. Jag menar att det inte är bra. Det kanske på sikt kan underminera det politiska förtroendet för det här systemet. Systemet bör riggas på ett sådant sätt att man inte får denna typ av konflikter.

Det finns många olika åtgärder som kan vidtas för att minimera sådana konflikter. Man kan avskaffa partsrepresentationen, man kan förbjuda AP-fonderna att ha svenska aktier, man kan stipulera att det ska vara indexförvaltning av svenska aktier och slutligen kan man lägga AP-fonderna direkt under riksdagen. Regeringen har kanske lite andra mål än styrelserna i AP-fonderna. Det finns då en naturlig konflikt mellan regeringen och AP-fondernas styrelser. Man kanske ska göra som man har gjort med Riksbanken, nämligen lägga fonderna direkt under riksdagen.

Gabriel Urwitz

Tack, Harry! Jag kanske ska nämna att Harry har suttit i en AP-fondstyrelse så han har inte bara akademisk kunskap utan även praktisk erfarenhet av hur det är att sitta i en fondstyrelse.

Vi låter Erik berätta hur det var att ta fram det nuvarande systemet. Det är en viktig beskrivning.

Erik Åsbrink

Jag antar att jag är inbjuden därför att jag var med och tog fram det här systemet. Jag ska väl stå till svars för alla konstigheter som Harry har påtalat. Jag kommer till det så småningom, men jag ska börja lite med historiken – den självupplevda historiken. Jag kan säga att jag tidigt – och då talar jag om 1980-talet, då

jag var statssekreterare i Finansdepartementet – tyckte att vi hade en orimlig organisation av AP-fondssystemet. Det gällde inte minst två av de förhållanden som Harry tar upp, organisationen och placeringsreglerna.

När det gäller organisationen av systemet förvaltades större delen, kanske 90 procent, av kapitalet av tre fondstyrelser, men med endast en VD. Carl Johan Åberg har varit en sådan. Förmodligen är det väldigt bekvämt för en VD att ha tre styrelser att spela ut mot varandra. Men detta är i grunden en orimlighet. Det bör naturligtvis finnas en VD för varje styrelse.

Det fanns också några mindre fonder, Fjärde och Femte, som svarade för kanske 10 procent av fondkapitalet.

Placeringsreglerna var oerhört rigida. De 90 procent av kapitalet som förvaltades av Första-Tredje fondstyrelserna fick inte placeras i aktier och de 10 procent av kapitalet som förvaltades av Fjärde-Femte fondstyrelserna måste placeras i aktier. Det har gjorts beräkningar, som jag inte har tagit fram nu, där man beskrev hur mycket pensionskapitalet långsiktigt förlorade i utebliven värdetillväxt, framför allt på grund av att man var tvingad att placera nästan enbart i räntebärande tillgångar. Det rörde sig om upp till flera procentenheter om året i lägre avkastning. Ackumulerat över tiden blir det naturligtvis oerhört stora belopp.

Det fanns de som sade att det inte spelar någon roll hurdan avkastningen blir, eftersom fonderna på den tiden inte hade något att göra med utgående pensioner. Vi har avgifter och förmånsbestämda pensioner och om inte avgifterna räcker till får man höja dem, menade man. Fonderna skapades av ett helt annat skäl – för att kompensera för bortfallet av privat sparande. Med rätta antog man att ATP-reformen skulle innebära ett sådant bortfall. Jag menar ändå att

argumentet i sig var orimligt. Även om det inte fanns någon direkt koppling till utgående pensioner var det djupt störande att man år efter år hade en alldeles för låg avkastning.

Efter pensionsreformen har det däremot uppkommit en direkt koppling även formellt. Om tillgångssidan i systemet, fonderna, och de framtida förväntade avgifterna är lägre än de framtida förväntade pensionerna, slår den s k bromsen till. Då blir de utgående pensionerna lägre än vad de annars skulle ha blivit. Det finns därför ett direkt intresse av att få en bra avkastning på fondkapitalet och därmed mindre risk att bromsen slår till.

Det som har varit ett problem i alla år är möjligheterna att placera i aktier. Vi minns alla löntagarfonderna och det rabalder de medförde. Tidigare inrättades den Fjärde AP-fonden. Det var första gången man hade en fond som skulle placera i aktier. Den infördes av den dåvarande socialdemokratiska regeringen under hårt motstånd från de borgerliga partierna, men blev sedermera accepterad. Senare infördes en Femte AP-fond med samma placeringsmöjligheter men som var mycket mindre än den Fjärde. Det märkliga var att då var den Fjärde AP-fonden rumsren, medan den Femte väckte ont blod. Det var faktiskt bara genom en heroisk insats från Carl Langenskiöld och Johan Björkman, som ställde sina krafter till förfogande, som det över huvud taget gick att sjösätta den fonden. Men den var fortfarande illa sedd.

När jag hamnade i regeringen 1990 som ansvarig för skatter och finansmarknadsfrågor tog jag upp tanken på att reformera AP-fondssystemet på ungefär det sätt som sedan genomfördes ca tio år senare. Här har jag faktiskt lite oklara hågkomster; jag vet inte om Lars Tobison eller någon annan minns exakt om det var ett utredningsbetänkande eller om det rentav fanns en proposition,

som dock inte hann beslutas av riksdagen innan valet 1991 ägde rum och det blev regimskifte.

Som en bieffekt av detta förslag skulle löntagarfonderna ha försvunnit genom baddörren. Det fick inte så stor uppmärksamhet. Men vem vet – det kanske inte var önskvärt att de skulle försvinna då. De var ju en mobiliseringsfaktor för de borgerliga partierna inför valet 1991. Nåväl, detta var ett sidospår. Det blev ingenting av med förslaget. Däremot avskaffades löntagarfonderna genom beslut 1991.

När jag några år senare på nytt fick tillfälle att i regeringsställning ta upp frågorna var läget förändrat. Då fanns en pensionsreform och bakom den stod socialdemokraterna och de fyra borgerliga partierna. Då hade man kommit ganska långt i ett samförstånd. I det sammanhanget framstod det för mig som naturligt att vi äntligen kunde ta upp frågan rörande AP-fondsystemet och se över organisationen och placeringsreglerna. Då var inte detta med aktier lika känsligt som tidigare. Det fanns fortfarande vissa problem, men de var inte lika stora som tidigare. Det var alltså möjligt att diskutera frågorna och det var samma partier som stod bakom pensionsreformen som inbjöds att vara med i det arbetet. Vänsterpartiet och miljöpartiet fick inte vara med.

Arbetet förflöt ganska smärtfritt, som jag minns det. Det var inga stora kontroverser. Vi var överens om att ha fria placeringsregler med målet att eftersträva långsiktigt hög avkastning. Fonderna skulle inte bedriva näringspolitik eller regionalpolitik. Vi skulle ha flera fonder. Det var i stort sett konsensus om detta. Det som fortfarande var lite känsligt var placeringar i aktier. Det fanns en rädsla på sina håll för att fonderna skulle få en alltför stark ställning och bli för stora ägare i svenskt näringsliv. Det ledde till vissa begränsningsregler. Några av

dem är i och för sig rätt naturliga. Man skulle inte vara aktiv ägare utan ha högst 10 procent av röstetalet i företag och det skulle vara en tioprocentsträns för fondens kapital vad gällde enhandsengagemang. Den mer speciella regeln var att en fond inte fick äga mer än 2 procent av börsvärdet i Stockholm. Sammantaget blev det 8 procent för de fyra fonderna, men fonderna skulle inte samarbeta. Vi var noga med att betona att de skulle uppträda oberoende av varandra.

Sedan kommer vi till frågan om antalet fonder. Harry har gått igenom detta och de skäl som anfördes för och emot. Det blev fyra fonder. Diskussionen handlade mycket om ifall det skulle vara tre eller fyra fonder. Konkurrensaspekten fanns; det råder ingen tvekan om det. Så här i efterhand kan jag erkänna att det inte har fungerat särskilt väl. Visst fanns det tankar om att det är bra med konkurrens och att konkurrens leder till högre avkastning, men det var knappast möjligt som konstruktionen var. Fonderna var identiska, hade samma placeringsregler och fick samma kapitaltilldelning. Det finns inga starka incitament att slå andra fonder.

Vi hade tankar om riskspridning och tankar om att en aktör inte får bli för stor. Med för stora fonder uppkommer olika problem för förvaltningen. En stor aktör tvingas avstå från olika affärer, de tar längre tid att genomföra osv. Vi fastnade alltså för fyra fonder. Vad som däremot inte föresvävade oss, vad jag kan minnas, var att vi skulle begränsa hur stort engagemang fonderna skulle kunna ha i svenska tillgångar. Vi skulle kunna ha sagt att fonderna får placera högst x procent av tillgångarna i svenska värdepapper, men den diskussionen förekom inte. Jag skulle snarare säga att vårt problem var det motsatta; det var att övertyga en omgivning som ville att fonderna måste placera allt i svenska tillgångar. Vi var angelägna om att det

skulle vara tillåtet att placera i utländska tillgångar och så blev det. En successivt växande andel skulle få placeras i utländska tillgångar.

Jag har ingen anledning att ifrågasätta Harrys kalkyler. Enligt dessa finns en potential på ca 1,6 miljarder i årlig besparing genom att gå ned till *en* fond och införa passiv förvaltning. Men jag vill göra en jämförelse med den reform som redan har genomförts och som trädde i kraft 2000–01. Om vi antar att de tidigare rigida placeringsmöjligheterna innebar att avkastningen i genomsnitt blev 2 procentenheter lägre än vad den kunde bli med fria placeringsregler och applicerar denna skillnad på ett fondkapital som i dag är ungefär 800 miljarder, motsvarar detta ett årligt värdetillskott på 16 miljarder. Så mycket vinner vi årligen på att placeringsreglerna blev friare. Det är tio gånger så mycket som du kan erbjuda, Harry! Av det som kan göras har ca 90 procent redan genomförts och du tillhandahåller den sista tiondelen. Och det är ju bra det!

Låt oss tänka i termer av vad som är praktiskt möjligt att genomföra. Som opinionen såg ut då och som den fortfarande ser ut finns det starka krafter som vill ha någon slags näringspolitisk insats. Man vill slå vakt om det svenska ägandet. Den typen av uppfattningar finner vi inte bara i politiken utan också i näringslivet.

Jag vill nämna två alternativ som vi skulle kunna överväga, även om det naturligtvis finns många fler. Vi kan skapa *en* fond och slå ihop allting. Eftersom den blir i största laget i förhållande till den svenska marknaden, får den placera högst x procent i svenska tillgångar. Resten ska placeras i utländska tillgångar. Det innebär att jag inte vill gå så långt som man gjorde med den norska oljefonden – att allt ska placeras i utländska tillgångar. Det andra alternativet skulle vara att minska antalet

fonder till två. En skulle då få fria placeringsregler, ungefär som nu, och den andra skulle bara få placera i utländska tillgångar. Oavsett vilket av alternativen som genomförs behövs det en ganska lång – flerårig – övergångstid. Det ska vara en gradvis anpassning. Om man ska se det hela mer praktiskt-politiskt borde det i alla fall vara möjligt att väcka frågan om att genomföra sådana förändringar, även om jag lätt kan se de invändningar som skulle komma.

Summa summarum tar jag på mig en betydande del av ansvaret för de kvarvarande bristerna men jag är å andra sidan öppen för förändringar och förbättringar.

Gabriel Urwitz

Tack så mycket! Nu kommer Mats Andersson, som i dag är VD för Fjärde AP-fonden. Du har inte varit med så länge, så du behöver inte känna något stort ansvar för historien.

Mats Andersson

Jag tycker att det är kul att få komma hit och få chansen att tala om det här. Det finns uppenbarligen en tradition av att man ogärna pratar med dem som är direkt berörda. Jag fick ett mejl från Harry någon gång i början på året där det gavs uppgifter. Sedan hörde jag inte ett skvatt förrän debattartikeln kom. Finansutskottet var ute och sågade AP-fonderna, framför allt den fjärde, jämsmed fotknölnarna. Hur många tror ni det var från finansutskottet som hade lyft på luren, ringt mig och frågat: Vad händer på Fjärde AP-fonden? Det är alltså en ynnest att äntligen få tala inför den här församlingen och berätta vad som händer. Jag tror nämligen, till skillnad från Erik, att du inte alls behöver försvara dig. Innan du tar ut en ny färdriktning bör du lyssna på mig!

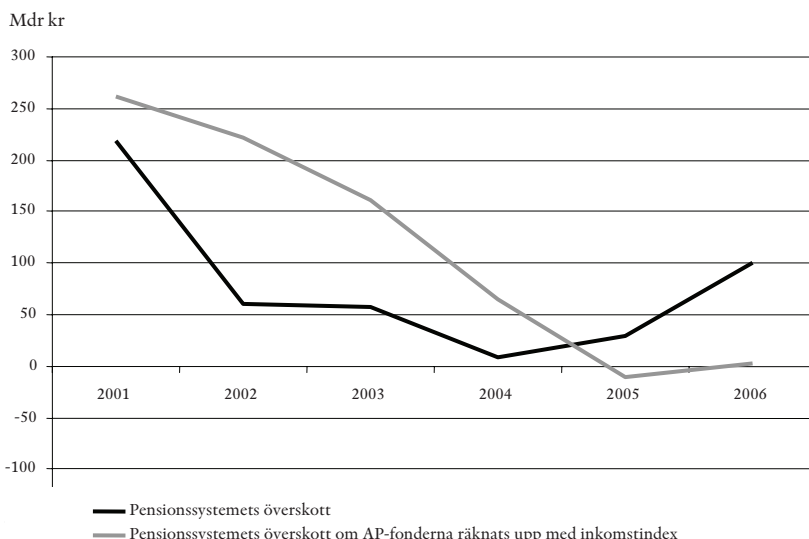
När det gäller regelverket var Harry lite inne på de mål och riktlinjer som

finns. Men det regelverk som vi lever med ser ut så här: 30 procent av tillgångarna är räntebärande. Varje fond får äga max 2 procent av Stockholmsbörsen. Högst 10 procent av rösterna i enskilt noterade bolag. Minst 10 procent av tillgångarna är externt förvaltade. 5 procent av tillgångarna är onoterade.

Jag ställer mig frågan: Hur tänkte ni här? De två procenten har vi fått förklarade. Någon har berättat för mig i efterhand att de tio procenten av tillgångarna som är externt förvaltade var Arne Mårtensson bidrag till systemet. Han lär någon gång ha fått en chans att lämna synpunkter på det. Utifrån Handelsbankens perspektiv tänkte han då förstås att det vore lysande om man har en del externt förvaltade medel hos AP-fonderna, för då kunde Handelsbanken vara med och tjäna pengar, givet att man fick ett uppdrag. Det är kanske en skröna, men ingen har kunnat förklara för mig varför det är just 10 procent, och inte 15 eller 20. Ingen har heller kunnat förklara för mig varför just 5 procent av tillgångarna är onoterade och inte 15, 12 eller 7. Det diskuterar man inte. Jag tror absolut att regelverket behöver ses över.

När man tittar på AP-fonderna glömmar man ofta bort hur balansräkningen ser ut. Om man beräknar samtliga tillgångar, inklusive värdet av förväntade pensionsavgifter, svarar AP-fonderna sammantaget för 12–13 procent av de samlade tillgångarna. Den resterande delen kan man likna vid en realränteblogigation. Med den kunskapen tror jag att de flesta skulle säga: Varför ska man då över huvud taget ha räntebärande papper i de sista 12–13 procenten? Den debatten förs inte heller någonstans och den vill jag gärna ta upp.

AP-fondssystemet har dessutom fungerat väl – tro mig! Jag visar här (figur 1) vad som hade hänt om man i stället för buffertfonderna hade använt en inkomstuppräknig av tillgångarna. Då



Figur 1
Pensionssystemets
överskott 2001–06

Källa: Fjärde AP-fonden

hade bromsen slagit till 2005. Tack vare AP-fonderna och det system som sjösattes för snart sju år sedan har man undvikit att bromsen har slagit till. Systemet fungerar och nu åker man från alla hörn i världen och tittar på hur vi har gjort.

Det framförs ofta att AP-fondernas förvaltning är för dyr. Om man jämför AP-fonderna med andra motsvarande fonder ser man att det inte är kostnaderna som är mitt problem. Däremot har vi varit urbota dåliga på att förklara vår kostnadsbild. Straffet för detta är t ex att en professor tar in lite uppgifter och gör egna skattningar i stället för att komma till oss och låta oss förklara hur det ser ut. Med bättre information tror jag att bilden skulle bli helt annorlunda. Kostnaderna är inte min största huvudvärk. Vi jagar kostnaderna; tro mig!

När det gäller valet mellan passiv och aktiv förvaltning är det dagens fluga att hävda att allt ska vara passivt. Jag gjorde en snabb koll runt bordet vid middagen i kväll och alla föredrog en passiv förvaltning framför en aktiv! Jag tycker att debatten måste nyanseras. För mig är det

självlklart att som utgångspunkt ha en passiv förvaltning. När man sedan hittar möjligheter att vara aktiv, dvs bättre än snittet, måste man motivera varför, inklusive visa vad den förväntad avkastningen efter kostnader är.

Det finns många exempel på framgångsrika aktiva förvaltare, men i den akademiska världen förfäktar man fortfarande detta. Låt mig ge några exempel:

Norges bank, som förvaltar närmare 2 000 miljarder kr – de är tio gånger så stora som vi – har under tio år lyckats skapa en meravkastning på 50 punkter per år.

Warren Buffett har hållit på i 50 år och lyckats, men tycks inte existera i läroböckerna.

Gabriel Urwitz' Segulah och EQT hävdar nog med rätt att de har levererat en avkastning bättre än snittet.

Donationsfonderna kring Yale och Stanford är ytterligare exempel på att det över tiden går att vara bättre än snittet, även om det sammantaget är ett nollsummespel.

Det är nog få, om någon, som evigt är bättre än index. Men vår målsättning måste vara att hitta de förvaltare som har förutsättningar och utnyttja dem under kortare eller längre perioder.

Debatten kring AP-fonderna har också handlat om tillgångsslaget svenska aktier. Det har framförts att vi antingen inte skulle få äga svenska aktier över huvud taget, alternativt vara indexerade och inte bedriva förvaltningen aktivt. Erik talade om detta. Den bild jag visar här gäller utvecklingen om man hade valt att investera sina pengar i globala aktier respektive svenska aktier. Den ena linjen visar läget före skatt och den andra efter skatt. Den vita, övre linjen visar vad den svenska börsen har gett i avkastning. Om man hade sagt att fonderna inte skulle tillåtas äga svenska aktier hade de fyra AP-fonderna sammantaget haft 35 procents mindre avkastning på tillgångsslaget aktier mätt sedan starten 2001. I pengar räknat motsvarar det ungefär 35–40 miljarder. Fonderna ska hålla koll på sina kostnader men i relation till dessa belopp får de en mer underordnad betydelse och det visar väl trots allt att olika frågor väger olika tungt.

Om fonderna i stället skulle indexera den svenska aktieförvaltningen och dessutom bedriva den i en enda fond skulle vi ha en svensk indexportfölj som i dag skulle vara på ungefär 160 miljarder i Sverige. Jag lovar att det medför valberedningsarbete, lågt räknat, i 50–70 bolag. I en indexförvaltning har man ingen uppfattning om vad bolagen gör eller hur en bra sammansättning av styrelse ska se ut. Jag tror att alla håller med mig om att en sådan utveckling vore oönskad.

Oavsett vilken modell man väljer – att helt utesluta svenska aktier eller bara förvalta dessa aktier passivt – är bristerna ganska uppenbara.

Nästa synpunkt som framförts är att

AP-fonderna är för många till antalet. Vi tar bort sexan, säger man. Det kan låta utmärkt, men är praktiskt omöjligt. När man startade de fyra AP-fonderna försökte man t ex ta Fjärde AP-fondens *private equity*-portfölj och dela upp den. Men det gick inte. Den juridiska strukturen är för komplicerad.

I diskussionen kring AP-fonderna talas nästan alltid om resultatet för den aktiva förvaltningen. Är man bättre eller sämre än index? Allokeringen, dvs valet mellan tillgångsslag, och resultatet av denna berörs däremot sällan, trots att detta är väsentligt mycket viktigare än den aktiva förvaltningen. Ungefär 80–85 procent av en över- eller underavkastning kan tillskrivas allokeringsbeslutet. Den aktiva förvaltningen svarar alltså för resterande 15–20 procent.

Om vi går tillbaka och tittar på 2006 vet vi att Fjärde AP-fonden hade en aktiv förvaltning som var minus 50 punkter. Om man däremot tar hänsyn till de allokeringsbeslut som fattades och genomfördes under 2006 blir slutresultatet plus 10–20 punkter, inte minus 50.

Bland frågor och ämnen som borde diskuteras i större utsträckning än vad som gjorts hittills finns:

Se över regelverket för fonderna med regelbundenhet i stället för en gång vart tionde år. Undvik de tvära kast som lätt blir effekten av drastiska förändringar.

Diskutera allokeringen och utvärdera den! Det är fondernas viktigaste uppdrag trots allt.

Ge oss en chans att över tiden äga mer aktier.

Se över om det finns möjligheter att spara kostnader i nuvarande struktur.

Skapa flexibilitet i systemet. Varför kan man inte skapa en möjlighet att flytta pengar mellan de olika fonderna utifrån hur de sköter sig?

Diskutera ersättningsfrågorna. Vilka möjligheter har vi att betala en rörlig ersättning, jämfört med andra förvaltar-

organisationer? Vill man ha en bra förvaltning måste vi kunna konkurrera om nyckelperson på rimligt lika villkor. Den möjligheten har vi inte i dag.

Jag upplever slutligen inte att den politiska inblandningen har varit något problem för oss i dag.

Niklas Ekvall

Mycket av det jag hade tänkt säga har redan sagts. Det är kul att det förs en debatt om just AP-fonderna.

När man läser Flams artikel, som är välskriven, får man uppfattningen att man kallats till ett krismöte. Men så är inte fallet. Om man ser objektivt på vad AP-fonderna gjort kan man konstatera att de har varit ganska framgångsrika. Som Mats nämnde har AP-fondernas avkastning redan bidragit till att den automatiska balanseringen inte har aktiverats (vilket den annars skulle ha gjort). AP-fonderna har också levererat en avkastning som överstiger de mål som deras styrelser bestämt. De har även på ett framgångsrikt sätt utvecklat ALM-modeller för att understödja arbetet med att bestämma den långsiktiga tillgångsallokering som är bäst för pensionssystemet.

AP-fonderna har också, tycker jag, byggt upp professionella förvaltningsorganisationer, som erhållit internationell respekt och även fått flera utmärkelser för sitt förvaltningsarbete. Bland annat har Tredje AP-fonden utsetts av IPE till Europas bästa pensionsfond vad gäller såväl sitt totala förvaltningsarbete som sin portföljstruktur. Tredje AP-fonden har också utsetts till Sveriges bästa pensionsfond flera gånger.

Så det är inte så att det är kris. De har varit framgångsrika, tycker jag. Sedan ska man tillägga att AP-fonderna har byggts upp under en av de mest besvärliga och turbulenta tidsperioder vi har haft på de finansiella marknaderna. I dag har vi kanske delvis glömt den

krisstämning och turbulens som vi hade på de finansiella marknaderna under början av 2000-talet, alltså precis under den period som fonderna sattes upp. Tar man också hänsyn till detta så har man lyckats väldigt bra.

Harry var inne på en mängd olika punkter i sitt anförande. Han diskuterade t ex aktiv kontra passiv förvaltning, potentiella vinster av att slå ihop alla AP-fonder till en fond, strukturen för politisk styrning, möjliga förbättringar av fondernas uppdrag samt problem vid tolkningen av generationsneutralitet. Alla dessa punkter är sådana där det inte finns några objektiva sanningar, utan man kan ha olika uppfattningar. Det finns för- och nackdelar med olika lösningar. Mats och jag har kanske också en något annan infallsvinkel än Harry.

Jag tänkte ägna huvuddelen av min tid kring frågan om aktiv eller passiv förvaltning, men låt mig ändå börja med att säga något om fondernas ambitioner att vara generationsneutrala och undvika ”bromsförluster”. Jag vet av egen erfarenhet att fonderna lagt väldigt stor vikt vid att uppnå generationsneutralitet vid sina val av tillgångsallokering. Sedan är det en tolkningsfråga, som Mats sade, vad man menar med generationsneutralitet. Man har även lagt mycket vikt vid att undvika bromsförluster. Detta gäller såväl den ackumulerade bromsförlusten över tiden som extrema utfall av bromsförlusten ett enskilt år.

I din artikel får man en känsla av att du inte tycker att bromsförluster är ett så stort problem eftersom de drabbar både pensionärer och förvärvsaktiva på ett rimligt generationsneutralt sätt. Jag tycker däremot att både den ackumulerade bromsförlusten och enskilda extrema ”inbromsningar” är viktiga aspekter på pensionssystemet eftersom de *de facto* påverkar storleken på pensionsutbetalningar och pensionstillgodohavanden. Dessa bör självklart beaktas vid valet

av tillgångsallokering. Men jag ska som sagt inte ägna så mycket tid åt just den frågan, utan mer åt frågan aktiv eller passiv förvaltning.

Mats var inne på att det inte så mycket är en fråga om ja eller nej när det handlar om aktiv kontra passiv förvaltning, utan hos i stort sett alla stora internationella fondförvaltare handlar det om både och. När man bygger upp en portföljstruktur handlar det om att effektivt implementera sin långsiktiga strategiska tillgångsallokering som i sig själv är en ganska teoretisk skapelse. Den måste implementeras genom verkliga investeringar i de olika tillgångsslagen. Detta kan man göra genom sin egna interna förvaltning eller via externa förvaltare. Man har också valet om man vill välja en passiv eller aktiv lösning för vart och ett av tillgångsslagen. Vad gäller valet av aktiv förvaltning så är de flesta större och professionella pensionsfonderna ödmjuka inför uppgiften och vet att det är en mycket svår uppgift att långsiktigt generera en konsistent positiv aktiv avkastning. Man väljer med omsorg de tillgångsslag och förvaltare där man tror att förutsättningar för positiv aktiv avkastning finns. I de fall man känner tveksamhet avstår man från aktiv förvaltning och väljer i stället en passiv lösning. Den totala portföljstrukturen blir sålunda en kombination av aktiva och passiva lösningar beroende på var man bedömer att de bästa förutsättningarna finns. Så aktiv kontra passiv förvaltning är inte en fråga om bara ja eller nej.

Någonting man också glömmer bort är att tillgångsallokeringen och valet mellan aktiv och passiv förvaltning inte är två helt separata tingestar. För många tillgångsslag är det inte så att man kan välja aktiv eller passiv förvaltning, utan man måste i praktiken välja någon form av aktiv förvaltning. Genom att säga nej till all typ av aktiv förvaltning måste man samtidigt avstå från vissa tillgångs-

slag vilket kan leda till en sämre avkastning och diversifiering på lång sikt. Exempel på sådana tillgångsslag är *private equity* och fastigheter.

Man kan också konstatera att genom att välja passiv förvaltning överallt, med en bibehållen och så bred tillgångsallokering som AP-fonderna har, skulle man inte alls få de kostnadsbesparingar som Harry anger i sin artikel. Till exempel är passiv förvaltning på mindre likvida marknader dyrare än på större mer likvida marknader. Dessutom är förutsättningarna för en passiv förvaltning på mindre likvida marknader ofta ganska dåliga och skulle troligen efter transaktionskostnader långsiktigt ha en inte obetydlig negativ aktiv avkastning.

Så det är inte så enkelt som du visar på i din artikel. För att få de riktigt stora kostnadsbesparingarna får man begränsa sig till att bara investera i de stora likvida tillgångsslagen med hjälp av passiva lösningar. Då får man emellertid stora alternativkostnader via bl a utebliven portföljdiversifiering.

En annan fråga gäller förutsättningarna för AP-fonderna att långsiktigt generera en aktiv avkastning. Vad gäller förmåga att leverera aktiv avkastning efter kostnader finns det många undersökningar och du hänvisar till några i din artikel. Många undersökningar fokuserar brett på *mutual funds* efter kostnader. Det finns mycket att diskutera vad gäller dessa undersökningar. Bland annat ska man komma ihåg att kostnadsuttaget i många av dessa fonder ligger på nivån 1,5–2,5 procent, vilket är avsevärt högre än i en AP-fond, och självklart i betydande grad påverkar förutsättningarna att leverera en positiv aktiv avkastning efter kostnader.

I stället för att fokusera på *mutual funds* kan man undersöka hur framgångsrika institutionella förvaltare av AP-fondernas typ har varit historiskt. Det finns t ex i din artikel en referens

till en undersökning av ett stort antal institutionella fonder där de i snitt levererar en aktiv avkastning på 0,2 procent under en tidsperiod av 5–0 år efter kostnader. Du nämner också ett antal stora och framgångsrika fonder som t ex ABP och Petroleumfonden i Norge som har visat en konsistent positiv aktiv avkastning under ganska många år. Utifrån dessa fakta måste jag säga att det känns ganska hoppfullt för AP-fonderna. Det är kanske t o m så att AP-fonderna har förutsättningar som är ännu bättre än flera av de nämnda fonderna. De har ett långsiktigt uppdrag och en lång investeringshorisont. De kan utnyttja likviditetspremier och temporära obalanser på marknaden t o m mer än flera av de nämnda och framgångsrika fonderna.

Jag tycker att det vore rimligt, med de speciella förutsättningar som AP-fonderna har, att de långsiktigt skulle kunna leverera 0,4–0,7 procent i årlig aktiv avkastning efter kostnader. Det skulle i så fall utgöra ett väldigt stort bidrag till pensionssystemet.

Det vore sålunda dumt att lagstifta kring passiv förvaltning. Det skulle omöjliggöra en potentiellt framgångsrik aktiv förvaltning. I dag är det så att AP-fonderna själva kan fatta beslutet kring aktiv eller passiv förvaltning och om en AP-fond över tiden skulle leverera en dålig aktiv avkastning skulle fondstyrelsen successivt kunna gå mot en mer passiv förvaltning, medan en AP-fond som lyckas väl över tiden kanske kunde utnyttja det än mer. Att ensidigt lagstifta till fördel för passiv förvaltning skulle omöjliggöra genererandet av ett potentiellt positivt aktivt bidrag. Det skulle vara olyckligt.

Låt mig avsluta med några ord kring den politiska styrningen av AP-fonderna. Jag håller med Mats. Jag har inte själv upplevt att det har varit någon stor politisk inblandning. Det var kanske några år i början av 2000-talet då det var en

del diskussioner och påpekanden från politiker. I och för sig var det riksdagsledamöter lika mycket som regeringsmedlemmar som hade synpunkter. Genom att lägga över ansvaret på riksdagen i stället för regeringen vet jag inte om man egentligen löser problemet. Även synpunkten att man policymässigt skulle förbjuda investeringar i svenska aktier för AP-fonderna för att undvika politisk inblandning känns för mig som en lite udda tanke. Det känns som att man går lite fel väg. För att ta bort ett mindre problem skapar man kanske i stället ett annat större.

Det var lite gott och blandat kring Flams artikel och delvis en annan syn på en del av frågeställningarna.

Harry Flam

Jag kanske ska säga att jag satt i Första AP-fondens styrelse i fem år och skrev den här artikeln när jag hade slutat där och det var ett sätt att summera tankar som jag hade fått under resans gång. Jag tycker att det finns ovanligt lite diskussion om AP-fonderna. Den diskussion som har varit har behandlat fel saker. Det har gällt kostnader, etiska frågor osv. De är i och för sig viktiga, men det finns betydligt viktigare saker.

En sak som du tog upp i diskussionen om aktiv eller passiv förvaltning gäller den betydelse allokeringen har jämfört med aktiv eller passiv förvaltning. Det visas av att Andra AP-fonden har haft högst avkastning men negativ aktiv avkastning under fem år. Det är alldeles riktigt att 80–90 procent av resultatet beror på allokering och inte på aktiv eller passiv förvaltning.

Det är ändå så att teorin om effektiva marknader säger att avkastningen blir densamma oavsett aktiv eller passiv förvaltning i genomsnitt och därför ska vi inrikta oss på kostnadssidan.

När det gäller att fonderna själva ska bestämma om de ska ha aktiv eller passiv

förvaltning kan jag hålla med om det i princip. Det borde vara så att den som inte är särskilt bra på aktiv förvaltning ska ägna sig åt passiv förvaltning. Nu var det så i Fjärde AP-fonden att man var dålig på aktiv förvaltning. Ändå hade man 100 procent i aktiv förvaltning i svenska aktier. Självsaneringen fungerar inte därför att det ligger i sakens natur att en professionell organisation vill ha väldigt kvalificerade medarbetare och de vill helt enkelt ägna sig åt aktiv förvaltning.

Möjligtvis kan man säga att det skulle stärka styrelserna både professionellt och incitamentsmässigt att ge dem tydligare uppdrag och att ägaren skulle vara mer aktiv. Ägarna har egentligen varit helt passiva under de fem år jag har varit med.

Vad gäller att vissa lyckas väldigt bra med aktiv förvaltning så nämnde jag i min artikel enskilda personer och vissa pensionsfonder. Det finns sådana. Det verkar som att det inte är helt omöjligt att ha ett bra aktivt förvaltningsresultat över en lång period. Jag pekade på några utländska pensionsfonder som har lyckats. Jag vet inte varför de har lyckats så bra medan de svenska fonderna inte har gjort det. Det är möjligt att fem år är för kort tid. Man kanske ska vänta tio år. Men det är ändå så att den norska Oljefonden började placera i aktier 1999 och har lyckats bra ända från början. Varför har de svenska fonderna inte lyckats bra från början?

När det gäller enskilda personer som lyckats bra eller de amerikanska universitetsfonderna har de tagit mycket större risker. Jag skulle vilja se den svenska VD och den svenska fondstyrelse som vågar gå in i *private equity* med 50 procent eller köpa råvarutillgångar till 20 procent i en svensk pensionsfond. Jag menar att det är att ta för stora risker och det vill man inte utsätta sig för. Man har inte ersättning för att ta ett så stort ansvar.

Styrningen – varför vore det en för-

del att ligga under riksdagen? Jo, det är möjligt som du säger att det finns fler synpunkter på näringspolitiken från riksdagsledamöter än från ansvariga regeringsmedlemmar. Fördelen med att ha det under riksdagen är att då är det fem partier som får ta ett gemensamt ansvar för fonderna. I regeringen är det ett parti eller en koalition. Jag är orolig för att det ska bli politiskt bråk om pensionssystemet. Man kan minska riskerna för det.

Gabriel Urwitz

Jag har en fråga till Mats och Niklas, kanske även till Erik. Ni vet att den ägarstatistik som finns är väldigt bra. Man kan gå in och se vad en viss ägare har i sin egen portfölj. Jag har vid två tillfällen haft anledning att gå in och se hur AP-fondernas svenska aktieportföljer ser ut. Då var antalet innehav i den svenska aktieportföljen 170 respektive 243. Har man en AP-fond och har 243 svenska innehav så börjar man fråga sig om det inte är en indexfond. Dessutom var den relativa vikten av respektive innehåll ungefär som index. Om man har 70 innehav och är ungefär som index vikt-mässigt är det en väldigt liten avvikelse och dessutom ett väldigt stort innehav. I praktiken verkar man nästan bete sig som en indexfond, fast man pratar ganska mycket om sin aktiva förvaltning. Den aktiva förvaltningen verkar mest vara munväder eller? Lite tillspetsat uttryckt, men jag måste provocera fram en reaktion.

Gustaf Hagerud

Jag var på Första AP-fonden och har skrivit en replik som ni kanske har läst i *Ekonomisk Debatt*.

Det där resonemanget är fel. Jag tror att om man tittar på Fjärde AP-fondens problem ser man att vad de har pysslat med är att de inte har funderat på hur man balanserar riskerna i en portfölj. De har haft alldeles för mycket aktiv risk på

svenska aktier som både empiriskt och teoretiskt är rätt svårt. Det är svårt att förvalta svenska aktieportföljer eftersom det är rätt få faktorer som styr avkastningen på svenska aktier. Jag skulle vilja säga att det är ganska bra att inte ta väldigt mycket aktiv risk på svenska aktier. Sannolikheten att man ska tjäna pengar på det är liten och sedan måste man balansera det mot de andra aktiva riskerna i portföljen. Det är klart att det alltid i efterhand är lätt att säga: Varför tog ni inte mycket mer risk där, om ni hade köpt i bara ett bolag? Det är det man inte vet.

Gabriel Urwitz

Är din slutsats att när det gäller svensk aktieförvaltning bör det vara en indexfond?

Gustaf Hagerud

Nej, man ska ha någonting som heter *enhanced index*. Och det är ungefär det man bedriver, man lägger in en viss del, kanske ungefär 1 procent, i *tracking error*, dvs avkastning över standardavvikelsen. I det segmentet finns det bevis både internationellt och i Sverige på att man tjänar pengar. Sedan finns det empiriska bevis för att man tjänar pengar på mycket hög risk, dvs att man tar mycket stora positioner, typ Gardell, och går in med aktivt ägande, men det är kanske inte en modell som passar för de svenska AP-fonderna. Men mainstreamförvaltarna – det är väldigt mycket det som också Harry visar på när det gäller förvaltning – är aktiva fonder med halvmycket risk. Där är det empiriskt belagt, åtminstone i USA, att det inte är en bra styrning.

Niklas Ekvall

Det är också så att man i AP-fonderna bygger upp totalportföljen via flera olika typer av delpportföljer. Det kan exemplifieras av vad den Sjunde AP-fonden gör på den svenska marknaden. De har

en indexportfölj i svenska aktier som grundinvestering. Sedan har de en kort/lång portfölj på toppen, genom vilken man försöker skapa en aktiv avkastning. En sådan totalportfölj för svenska aktier har förstås många aktier via den indexnära delpportföljen, men samtidigt en bra potential att leverera en aktiv avkastning via en kort/lång delpportfölj.

ABP, Petroleumfonden och flera andra stora framgångsrika förvaltare visar att det definitivt inte finns ett entydigt samband mellan kostnader och en fonds storlek. Om vi tar ABP som exempel, som har mer än 1 000 miljarder i förvaltning och är väldigt framgångsrik, så hade den förra året omkring 25 baspunkter i förvaltningskostnader. Det finns sålunda många andra komponenter än enbart en fonds storlek som påverkar totalkostnaden (en mycket viktig sådan är vald portföljstruktur). Det finns också stordriftsnackdelar när man ”jagar” aktiv avkastning. Det finns förvaltare som har väldigt mycket pengar och som får stora sökkostnader när man söker duktiga aktiva förvaltare att investera i.

ABP och även Petroleumfonden har på senare år haft en stark kostnadstillväxt beroende på att de byggt upp en allt mer avancerad portföljstruktur och i växande utsträckning investerat i *private equity*, infrastruktur, fastigheter och andra mer kostnadskrävande tillgångslag. Detta har gett dem en väldigt bra utveckling för den aktiva avkastningen efter kostnader. Det är ett exempel på en framgångsrik fond som är riktigt stor, men som är långt ifrån att ha lägst kostnader. Alla de framgångsrika fonder som du nämnde i din artikel har faktiskt ganska höga kostnader.

Mats Andersson

Att den svenska aktieportföljen på Fjärde AP-fonden har ökat vad gäller antalet innehav ska ses i skenet av ett beslut att försöka indexera små- och medelstora

bolag i början av 2007. Vi bedömde att vi inte hade kunskap och möjligheter att vara aktiva i det segmentet. Vår tradition har varit att fokusera på stora bolag. Här har vi en lång och framgångsrik tradition.

Under hösten 2007 har vi emellertid skaffat resurser för att vara aktiva, även vad gäller små och medelstora bolag. Med andra ord kommer antalet innehav att minska.

Pehr Wissén

När man ska jaga kostnadsbesparingar och kostnadseffektivitet, det som Mats tog upp, är det fruktbart att skilja på förvaltning och backoffice och överväga att dra nytta av stordriftsfördelar genom att skapa ett backoffice för hela förvaltningen. Om man sedan dessutom skapar endast en förvaltningsorganisation ger det rimligtvis en mindre riskspridning. Det senare kan diskuteras. Distinktionen mellan förvaltningsorganisationen och backofficeorganisationen anser jag dock vara mycket fruktbar om man vill diskutera kostnadsfrågor.

Erik Åsbrink

Det som Pehr tar upp är ett halvt steg mot att slå samman fonderna och en viss kostnadsbesparing. Jag vill gå i polemik mot Mats som i sin föredragning säger att i det ena fallet är det för sent att slå ihop de fyra fonderna och i det andra att det inte går att avveckla Sjätte AP-fonden. Jag måste säga att jag har svårt att ta det på allvar. Jag vågar påstå att vi varje år ser fusioner genomföras i näringslivet som är långt mer komplicerade. En fusion av AP-fonderna går naturligtvis att genomföra även om det tar lite tid.

Mats Andersson

Frågan är bara vad det kostar. Innan man fattar beslut om att slå samman fonder krävs en mer noggrann analys än den Harry Flam gjort. Man måste se till

den samlade bilden, dvs avkastning och kostnad. Risken med *en* fond är att avkastningen sammantaget blir lägre. Om målet är att få ned kostnaderna kan det till stora delar göras utan att slå samman fonderna.

Erik Åsbrink

Det är en engångskostnad medan kostnadsbesparingarna är varaktiga. Så brukar det vara med fusioner.

Daniel Barr

Jag jobbar nu på PPM och var tidigare tjänsteman på Finansdepartementet, den tjänsteman som var tvungen att försöka få ihop propositionen någon gång i mitten av 1990-talet. Vi har alla minnesbilder och så här tio år efteråt blir kanske historierna bättre och bättre.

Antalet fonder kan man fundera på. Det är mycket riktigt som Erik påpekade att det fanns ett betänkande som remitterades innan valet 1991 och i det betänkandet föreslogs att det skulle skapas fem nya AP-fonder, med ungefär samma struktur som det nu blev. Det var det budskap vi fick 1996 och man började jobba enligt de riktlinjerna. I praktiken blev det fyra därför att man bestämde sig för att leverera en massa pengar från AP-fonderna till statsbudgeten för att bli kompensera statsbudgeten för de ökade kostnader som pensionsreformen innebar.

Sedan försökte vi naturligtvis sätta ihop en text. Vi tittade på ett antal variabler. Vi tittade på marknadspåverkan. Det fanns inte en möjlighet på den tiden att ha en aktiv förvaltning i Första och Tredje AP-fonden; de var för stora för marknaden. Vi försökte uppskatta hur stor del av tillgångarna som skulle placeras i svenska aktier och räntebärande instrument och drog slutsatsen att det var rimligt att ha fyra fonder för att inte fonderna i princip skulle vara tvungna att ha en passiv indexförvaltning. Mark-

nadsvård var ett centralt argument för att splittra kapitalet på många händer.

Sedan tittade man också på diversifieringseffekterna. Man ville inte lägga allt i en korg utan ha fyra förvaltningar för att sprida riskerna. I den andra vågskålen fanns naturligtvis stordriftsfördelarna.

När man så här i efterhand tittar på vad som har hänt sedan dess har fonderna väsentligt mindre tillgångar i Sverige än vi trodde och diversifieringseffekterna är i princip obefintliga. Korrelationen mellan fonderna är nästan lika med 1,0. Tittar man på de argument som fördes för att ha så många fonder som fyra har de således ändrats väsentligt sedan dess. Utvecklingen talar således för att man snarare borde ha färre fonder än fler, som Harry påpekar.

När det gäller riskkapital i AP6 var det ursprungliga utredningsförslaget att man skulle förbehålla det för AP6. All riskkapitalverksamhet skulle koncentreras till en enhet. Man funderade på hur mycket kostnader det skulle vara förenat med och om splittring av riskkapitalverksamheten på fem olika enheter skulle vara kostnadseffektiv. Det fanns dock en stark lobbyverksamhet från AP-fonderna själva som gjorde att det var det enda förslaget i utredningsbetänkandet som det ändrades i innan propositionen lades.

Politisk inblandning – mitt intryck är också att styrelserna har fungerat relativt väl. Det har inte funnits, åtminstone sett på håll, någon större politisk intervention. Den enda politiska intervention jag har sett är när det gäller bonussystemen i fonderna där man, efter att det hostades lite från politiskt håll, har avskaffat de som fanns.

När det gäller backofficesystem finns det mycket väl beskrivet i propositionen. Där uppmanas nästan fonderna att skaffa sig gemensam backoffice, men det valde man att inte göra. Det är fon-

dernas eget val. Det finns en sådan möjlighet till samarbete.

Niklas Ekvall

Det dyker upp många frågor, så jag vet inte riktigt var jag ska börja. Men jag kan starta med en sak som slår mig. Mats hade ett talande exempel på det som jag var inne på lite tidigare, nämligen att passiv förvaltning inte är något universalmedel för alla tillgångsslag. Det finns många intressanta tillgångsslag på lång sikt där passiv förvaltning inte fungerar över huvud taget och andra där det är tämligen ineffektivt. Om man då ändå försöker sig på en passiv lösning för dessa tillgångsslag så kommer man dels att ha en ganska hög kostnad för förvaltaren, dels troligen en negativ aktiv avkastning eftersom man har så mycket löpande transaktionskostnader. En passiv förvaltning med en så bred tillgångsallokering som AP-fonderna har i dag skulle inte alls vara så kostnadseffektiv som i Harrys beräkningar.

Jag var aldrig riktigt inne på frågan om antalet fonder i mitt anförande tidigare. Men när jag tittar över de argument som nämns här tycker jag att det väger över för att fler än en fond är bra. Däremot håller jag med om att det finns mycket som fonderna skulle kunna göra tillsammans för att få ned kostnaderna totalt sett. Då talar vi om sådana saker som administration, IT-system och *compliance*. Det gäller kanske också vissa upphandlingar av passiv förvaltning, där det inte finns konkurrensproblem och där man sålunda kanske kan samarbeta.

Det är som Daniel påpekade. Det står ingenting i lagstiftningen som tar bort sådana samarbetsmöjligheter. Det var faktiskt ganska många sådana diskussioner i gång när fonderna sattes upp, men då var tidsschemat så pressat att det helt enkelt inte fanns möjlighet att hinna med gemensamma processer för att bygga upp olika saker. Men det

borde finnas saker att ta tag i när det gäller detta i dag. Man kan kanske via det få fram en hel del av de kostnadssynergier som Harry påpekar i sin artikel.

Pehr Wissén

Jag ska hänga på Daniel. Jag jobbade i räntemarknaderna i Sverige på 1980-talet. Då var den här gigantiska AP-fonden ett problem. Den var så osannolikt stor i relation till storleken på marknaderna. Om den så mycket som rörde på sig var det som en explosion. Det var rimligtvis svårt för fonden att göra så mycket. Den svenska marknaden var en sluten marknad. Europas räntemarknad bestod av ett antal aktörer med rätt liten koppling mellan varandra. Flera ekonomer ropade då efter en AP-fondsreform – att man skulle slå sönder den stora jätten som förstörde marknaden och skapa mångfald. Vi skulle få bättre marknader i Sverige med ett antal AP-fonder.

Det var rätt då. Redan när reformen kom löste den emellertid ett gammalt problem. Då hade marknaderna förändrats och internationaliseringen rullade på som bäst. I dag är den svenska räntemarknaden en del av inte bara den europeiska räntemarknaden utan även av den globala. Behovet av att dela upp den gamla AP-fonden fanns när reformen beslutades. När reformen var genomförd hade problemet i mångt och mycket försvunnit.

Mats Andersson

När det gäller att slå ihop alla fonderna till en tror jag fortfarande att det är för sent. En kostnad är en kostnad oavsett om den är rubricerad som ”omstruktureringskostnad” eller ej. En sammanslagning innebär också andra problem. Om vi slår ihop fonderna till en enda får man definitivt problem på den svenska marknaden vad gäller aktieförvaltningen. Jag vet inte hur man ska hantera det, men av de få alternativ som står till buds

är det inte något som är speciellt bra.

När det gäller kostnader tror jag att lejonparten av besparingarna ligger mer på administrationssidan. Jag har kommit in sent i matchen och det enda jag kan förstå är att vi i dag bl a sitter i lite olika IT-miljöer.

Ett annat sätt att minska kostnaderna är att låta oss slippa vara en myndighet. Det kostar nämligen stora pengar – tro mig! Om vi ska handla upp mandat i Asien är det mer än 200 förvaltare som känner sig kallade. Alla ska ha korrekt behandling. Det tar tid. Jag är inte säker på att detta ger en bättre förvaltning och en bättre struktur.

Beträffande rörlig ersättning befann jag mig på Tredje AP-fonden när det beslutet kom. Det var ett lite besynnerligt beslut. Var det bra eller dåligt? Jag lutar åt det sistnämnda. Varför? Jo, jag tycker att man kan betala en rörlig ersättning för en bra leverans. Om jag tittar på min egen fond kan jag säga att förvaltningen hade varit billigare om vi hade haft en rörlig ersättning på Fjärde AP-fonden. Om man inte har levererat ska man inte heller få fullt betalt.

Men jag håller med; det var ett politiskt ingrepp i själva verksamheten. När det däremot gäller förvaltningen finns inga exempel på politisk inblandning utan målet om hög avkastning har fått styra.

Gustaf Hagerud

Jag håller på med aktiv avkastning och jag har rätt lätt att argumentera för det. Min grupp har levererat ungefär 3 miljarder till systemet under sju år. Men jag tänkte släppa den biten, för det är alltför lätt för mig att argumentera för aktiv avkastning.

Jag ska i stället återvända till en av de största frågorna här, nämligen hur vi gör med vår ALM-analys. Enligt Harrys sätt att argumentera skulle vi egentligen syssla med ren förmögenhetsförvaltning

och bara maximera avkastningen. Det finns en viss riskbegränsning. Som jag ser det är det ett stort misstag att presentera det hela på det sättet. På lång sikt är AP-fondsystemet uppbyggt på så sätt att det kommer att bli stabilitet i systemet. Vi har ju mekanismer som balanserar om vi får problem med demografin, löneutvecklingen eller förvärvsfrekvensen. På ungefär 50–60 år är det stabilitet i systemet.

Men under den perioden har det stor betydelse hur vi väljer att strukturera våra portföljer. Detta är inte obetydligt, utan betyder rätt mycket. Vi kommer nog att få en balansering – inte 2007, men kanske 2015. Vi ska dessutom vara generationsneutrala. Om vi bedriver en ren förmögenhetsförvaltning och drar upp riskerna kraftigt är det med stor sannolikhet vi hamnar i en balansering 2015. Det är inte bara kapitalmarknaderna som är viktiga här. Det är i och för sig sant att Försäkringskassan talar om för oss vilket basscenario vi ska utgå ifrån. Men det är stor osäkerhet i detta scenario.

När vi gör ALM-analysen inför vi en typ av osäkerhet på skuldsidan. Vi vet att det kan bli problem med reallöneutvecklingen. Vi vet att förvärvsfrekvensen är högst varierande. Just nu ser det bra ut, med den nuvarande regeringen, men vi kan inte veta hur det kommer att se ut i framtiden. Detta påverkar också hur mycket svenska aktier vi ska ha.

För oss är det ett dynamiskt optimeringsproblem att hela tiden se till att vi når den reala avkastning som krävs och att vi inte gör det på bekostnad av stora balanseringar som kommer att slå mot enskilda generationer. Antingen gäller det de ofödda eller de som är pensionärer nu. Flam säger att vi bara ska maximera avkastningen. Det är självfallet precis det vi försöker göra hela tiden. Men detta med risk är mycket mer komplicerat än att bara säga att det är

någon standardavvikelse. Det är ett dynamiskt problem.

Mats Andersson

Daniel är inne på detta med att fonderna är lika. Så är det väl till viss del, men glöm inte att vid starten 2001 hade vi en udda struktur på portföljerna; 70 procent nominella placeringar och 30 procent aktier. Valutamässigt var drygt 90 procent svenska kronor. Det tar tid att strukturera om en sådan portfölj. Det tar sedan tid att hitta en strategi som passar uppdrag och bemanning. I dag tycker jag att skillnaderna är ganska stora. Jag är övertygad om att under de kommande fem åren kommer det att visa sig i att avkastningen kommer att skilja sig åt.

När det talas om AP-fondernas aktiva avkastning vill jag framhålla att exklusive Fjärde AP-fonden har den samlade aktiva avkastningen varit positiv. Glöm inte det.

När det gäller aktiv avkastning har AP-fonderna ett nästan unikt mandat. Det är det längsta mandatet på den svenska marknaden. Vi har inga kapitalflöden som stör förvaltningen i det korta perspektivet. Vi redovisar vår avkastning endast två gånger per år. Dessutom tror jag att det är få som bryr sig om det kortsiktiga utfallet, vilket också är rätt inställning. Vi har med andra ord fantastiska möjligheter jämfört med andra att skapa avkastning. Detta borde också tala för att en aktiv avkastning passar alldeles utmärkt för det mandat vi har. Jag har fortfarande kvar bevisbördan för detta.

Harry Flam

Jag tog upp fem punkter i mitt inledningsanförande. Om jag själv skulle prioritera bland de fem olika punkterna och åtgärderna skulle jag sätta antalet fonder på första plats. Om det inte vore så att Erik Åsbrink hade skrivit denna pm 1990 eller 1991 och om det inte vore

så att vi hade haft flera fondstyrelser, hade vi aldrig fått ett system med flera fonder. Då hade vi i princip haft det som i Norge eller andra länder där man har en enda fond. Det tycker jag är det mest angelägna.

Det andra är att jag också tycker att fondernas uppdrag måste formuleras bättre. Det behöver inte nödvändigtvis formuleras annorlunda än i dag, men det måste göras mer precist.

Det tredje handlar om frågan om styrningen och styrelsernas sammansättning. Det gäller partsrepresentanterna. De borde inte finnas där. Om det ska vara nio ledamöter ska alla vara proffs på kapitalförvaltning på olika sätt.

Jag är ingen fundamentalist när det gäller frågan om aktiv eller passiv förvaltning. Jag ser precis som ni att det finns pensionsfonder som har gått bra under lång tid och som jobbar ungefär med samma förutsättningar som ni gör. Men man måste ändå granska vad ni har åstadkommit och det är inte så positivt. På de bilder som inte gick att visa här har jag ett rullande tolv månaders genomsnitt på aktiv avkastning på svenska aktier i totalportföljen och informationskvoten för de fyra fonderna. Tyvärr finns det ingen trend, inte ens för de två fonder som har gått bättre än snittet. Det tyder på samma sak som den andra lärdomen vi har från marknaden, nämligen att om det går bra under en viss period är det mer tur än skicklighet. Men jag är som sagt inte hundra procentigt säker på att det är så. Man kanske ska vänta i tio år. Men då måste ägarna vara lite mer aktiva och pressa på mer än vad de har gjort hittills. Man kan inte bara låta det hela rulla på.

Jag kan hålla med Niklas om att det kanske inte är så svart eller vitt när det gäller passiv och aktiv förvaltning. Det är jag naturligtvis medveten om, men jag var ju lite provokativ när jag skrev det här. Utrymmet var också begränsat osv.

Sigfrid Leijonhufvud

Jag har en kort fråga till Mats Andersson: Krävs ett återinfört bonussystem för att vi ska lyckas med den aktiva förvaltningen? Ingen av fonderna har ju hitintills lyckats uppnå sina egna uppsatta mål. Vad säger du om det?

Mats Andersson

Svaret får bli att jag tror att det skulle underlätta. Då betalar man bara om det verkligen levereras. Sammantaget skulle antingen kostnaden bli lägre (om aktivavkastning är negativ) eller avkastningen högre (den aktiva avkastningen positiv). Det är mitt enkla resonemang.

Jag har fortfarande svårt att förstå att en anställd på en AP-fond har sämre möjligheter att tjäna pengar än den som externt får uppdrag att förvalta pengar åt oss.

Jag förstår samtidigt problematiken. Men jag tycker att man ska ha rörlig ersättning. Man ska ha lika bra möjligheter som en bank att rekrytera duktiga människor.

Sigfrid Leijonhufvud

Vad har ni tappat på grund av det här?

Mats Andersson

Jag hade nog haft en högre personalomsättning om jag hade haft en rörlig ersättning. Det underlättar jobbet för mig att omstrukturera och utveckla förvaltningen om jag har det verktyget.

Jag ska också säga något kort om synpunkterna kring antalet fonder. Jag har ingen åsikt om ifall det är tre eller fyra. Däremot tror jag inte att det gagnar systemet och avkastningen att ha *en* fond. Då tror jag att man får ge för mycket ifrån sig på avkastningssidan och de kostnadsbesparingar som kan göras kan inte försvara ett sådant beslut.

Harry Flam

En sak som jag har undrat över när det

gäller antalet fonder är följande: Finns det en begränsad mängd talang när det gäller aktiv förvaltning i Sverige? Räcker inte den till för alla privata aktörer och de fyra AP-fonderna? Skulle det vara lättare om man slog ihop allt till en fond som kunde betala minst marknadsmässig ersättning? Skulle det av det skälet vara en fördel med en fond? Vad säger ni om det?

Mats Andersson

Jag tror att jag kan svara på det. Om man tar en fond med 150 miljarder i svenska aktier och ber någon förvalta det uppdraget aktivt mot en rörlig ersättning tror jag att få skulle känna sig kallade. Det är inte bristen på duktiga människor utan att ingen anser sig ha möjligheter att förvalta aktivt med framgång om portföljen är så stor.

Niklas Ekvall

Det kanske inte är så lätt att besvara frågan om ifall det ska vara två, tre eller fyra fonder. Men jag tror att det är gynnsamt att ha fler än en fond. Det finns en stimulans mellan fonderna och uppdragsgivaren kan göra en utförligare utvärdering om det finns flera fonder. Det finns också vissa storleksnackdelar inom kapitalförvaltning, som jag tidigare påpekade.

Om man på global basis går igenom årsredovisningarna för pensionsfonder så hittar man inget entydigt samband mellan storlek och förvaltningskostnader. De mest framgångsrika pensionsfonderna har inte de lägsta kostnaderna. Det kanske är så att AP-fondernas kostnader är för låga. Det kanske är det som är AP-fondernas problem, att man inte har en tillräckligt väl utvecklad portföljstruktur.

Vi har också varit inne på uppdragets formulering. Det är helt rätt att det finns olika målsättningar när det gäller pensionssystemet och AP-fonderna. Alla är kanske inte helt konsistenta med

varandra. Men jag tycker inte att det gäller i högre grad i AP-fondernas värld än i de flesta andra komplexa verksamheter – att driva ett företag t ex. Det finns olika ambitioner och målsättningar som alla är viktiga.

Nu har man valt att låta AP-fondernas styrelser tolka uppdraget från riksdagen på det sätt som de själva tycker är passande. Det kanske i någon form av teoretisk värld vore bättre om man fick ett specificerat uppdrag från riksdagen som definierar precis hur man ska vikta olika saker. Vid den tidpunkt då man lanserade lagstiftningen för AP-fonderna var nog inte riksdagen redo att ge en sådan specifik uppdragsbeskrivning. Det är komplex materia. Man kanske medvetet lämnade det till fondstyrelserna för att själva tolka det, så att det skulle bli en diversifiering även i den dimensionen. Daniel och Erik kanske kan ge ett mer konkret svar på hur man tänkte.

Som Gustaf var inne på är ALM-analysen en uppgift som alla AP-fonder tar på stort allvar och lägger betydande resurser på. Det är en integrerad del av verksamheten, vilken man jobbar dynamiskt med för att successivt utveckla verksamheten. ALM-arbetet har bidragit mycket till att man har lärt sig mer om pensionssystemet och det har inte bara AP-fonderna utan även Riksförsäkringsverket och andra haft nytta av.

I dag har alla AP-fonderna väl utvecklade ALM-processer som också skiljer sig rätt mycket från varandra. Man har alltså en diversifiering i arbetet mellan fonderna som jag tror är nyttigt. Det hade varit en risk att bara ha en centraliserad ALM-process, för det är en komplex uppgift med stor betydelse för pensionssystemets långsiktiga utveckling. Nu har man fyra olika processer som i sig är en diversifiering för lösningen på det komplexa ALM-problemet.

Jag är inte lika orolig som Daniel för att fonderna är ganska nära varandra al-

lokeringsmässigt. Jag tycker faktiskt att de skiljer sig ganska mycket åt. Jag tycker inte heller att det är speciellt besvärande om man via olika ALM-arbeten kommer till snarlika allokeringar. Då kan man åtminstone känna sig trygg med att allokeringarna är rimligt bra. Det hade varit ett större problem om någon fond hade kommit till någonting radikalt annorlunda som var helt fel för pensions-systemet. Då hade man visserligen fått en diversifiering i allokeringsvalet, men det hade inte varit till gagn för pensions-systemet.

Daniel Barr

När det gäller placeringsrestriktionen och att man delade upp det på fyra fonder för att kunna genomföra en aktiv förvaltning handlade det nog snarare om den svenska aktiemarknaden än räntemarknaden. Ränteandelen drogs kraftigt ned i och med reformen. I stället för att ha 10–20 procent i aktier kunde man gå upp till 60 procent. Ränteandelen reducerades kraftigt. Som Mats påpekade skulle man om man gjorde en enda fond av det ha drygt 150 miljarder liggande i svenska aktier. Med våra antaganden trodde vi att man skulle hamna på en bit över 250 miljarder. Jag tror att det hade varit alldeles för mycket. Det pekar, som jag sade, i riktning mot att man kanske skulle kunna dra ned antalet fonder.

Jag tycker att beskrivningen av fondernas uppdrag är den del där Harry missar målet mest i sin diskussion. Jag tycker att förslagen är glasklara, men det kanske beror på att jag har skrivit propositionen! Om man läser den första paragrafen ser man att det står precis som Harry säger: Man ska verka för nytta i pensionssystemet. Om man läser motivtexten står det att man ska tolka paragrafen så att man vid val av portfölj ska ta hänsyn till skuldsidan, dvs göra en ALM-analys. I nästa paragraf, som Harry kanske har missat, står det också

att man ska maximera avkastningen i förhållande till risk.

I uppdraget finns en avvägning mellan generationer. Tar man en låg risk gynnar man de generationer som ligger nära pension och riskerar dem som ligger längre fram, och omvänt. Som Niklas säger har man överlåtit den avvägningen till AP-fonderna, men man skickar med att man ska försöka hålla sig neutral när det gäller generationerna. Harry säger att det inte går att vara neutral mellan generationerna. Men samtidigt säger han att man ska prioritera avkastningen. Då har man på något vis tagit ställning i målkonflikten och satsar på de yngre generationerna framför de äldre. Jag tycker inte att det är ett bra alternativ.

Som Niklas säger kan man välja att låta regeringen eller riksdagen bestämma allokeringen. De får då bestämma vilken avvägning man ska göra mellan generationerna. Den avvägning som har gjorts tar hänsyn till att det är en komplex skuldsida, som Niklas säger. Genom att ge flera organisationer i uppdrag att genomföra ALM-analyser minskas risken.

Det fanns också en tanke om att kunna rekrytera och behålla kvalificerad personal som kan göra den här typen av avancerade finansmatematiska modeller. Det kanske inte var helt optimalt på Finansdepartementet. Då hade vi en personalomsättning på över 30 procent. När man fick in duktiga personer försvann de ganska snabbt. Men det fanns inte resurser att rekrytera sådana som verkligen kunde detta. Däremot kanske man skulle kunna göra det i dag. De bevekelsegrunderna tycker jag håller relativt bra i dag både när det gäller regelverket och den avvägning man gjorde.

Lars Tobison

Jag var liksom Erik Åsbrink och Daniel Barr involverad i tillkomsten av regelsystemet – jag mest från oppositionshåll.

Jag vill bara betona att bakom de olika gränser som sattes upp när det gäller antalet fonder osv ligger inte enbart effektivitetsaspekter. Det var också nödvändigt att bygga in politiska säkringar i systemen. Dessa överväganden är fortfarande aktuella. Här sitter vi och diskuterar ganska renodlade ekonomiska effektivitetssynpunkter. Men det finns andra aspekter som man inte ska glömma bort.

Jag sysslade inte bara med fondsystemet utan också med pensionssystemet. När jag ser tillbaka på vad vi åstadkom i den här segdragningen blir jag ganska nöjd. Jag tycker att det har fungerat förhållandevis bra. Det finns ett gammalt talesätt som lyder: *If it ain't broke, don't fix it!* Visst kan det behövas justeringar i vissa regelverk; det kan jag förstå. Men i grunden ska vi vara nöjda med det system som föreligger och inte äventyra dess funktionsätt. Det gäller att beakta inte bara effektivitetssynpunkter utan också den politiska balans som ligger i systemet.

Erik Åsbrink

Efter att ha lyssnat på debatten och de olika synpunkterna har jag samma uppfattning som Harry: Det jag sätter högst upp på min prioriteringslista är att minska antalet fonder. Jag har inte hört något argument som jag tycker är bra för att man ska ha så många fonder som vi har i dag. Jag kan tänka mig högst två fonder. Jag lekte, kanske inte helt seriöst, med tanken på att vi skulle ha en fond som har aktiv förvaltning och en som har passiv förvaltning. Sedan skulle man kunna jämföra dem och låta resultatet avgöra vem som har rätt i denna debatt.

Jag tycker inte att regering och riksdag ska gå in och bestämma hur fonderna ska sköta sin placeringspolitik. Det måste man överlåta åt fonderna inom ramen för det regelverk som statsmakterna har fastställt. Däremot kan man säga att det

krävs mer professionella styrelser än vad vi har i dag. Den synpunkten är jag beredd att ansluta mig till.

Men antalet fonder bör nedbringas till högst två och de blir då inte större än några av de aktörer som vi redan i dag har på svensk kapitalmarknad. Jag kan också tänka mig en enda fond, men då måste man förmodligen bygga in en oljefondspärr, dvs sätta en övre gräns för hur mycket den får placera i svenska aktier.

Harry tar upp frågan om hur uppdraget är formulerat. Det finns säkert förbättringar man kan göra. Men jag ser inte detta som något stort problem. Jag delar Daniels uppfattning; det som genomsyrar vårt tänkande och även avspeglas rätt väl i proposition och riksdagsbeslut är att det ska vara en hög avkastning långsiktigt.

Styrelsernas sammansättning bör alltså vara mer professionell. Därmed kan man ställa tuffare krav på fondledningarna. För mig får man gärna lägga fonderna under riksdagen i stället för under regeringen. Det är ett sätt att skapa större delaktighet för olika typer av partier. Mitt intryck är ändå att det inte har varit någon politisk inblandning i form av direktiv att man ska placera i det ena eller det andra. Bonussystemet må vara ett undantag, men det är ändå en mer perifer fråga. Den gäller inte kärnfrågan om hur fonderna ska placera.

Mats Andersson

Det man lätt glömmet bort är att AP-fonderna sammantaget, trots all kritik och synpunkter, har levererat på det uppdrag vi haft. Det var det Niklas började med att tala om. Fonderna har sammantaget lyckats med sitt uppdrag.

Sedan finns det alltid skäl att se över saker i syfte att förbättra. Det är dock viktigt att det sker kontinuerligt och inte med tvära kast igen! Mandatet är i grund och botten långt. Om man nu börjar kasta sig från fyra fonder till en el-

ler tre nästa gång eller från 100 procent aktiv till 100 procent passiv förvaltning kommer man inte heller att kunna få en trovärdighet när det gäller att rekrytera personal. Ingen vill vara i en organisation som kanske bara existerar i tre år för att sedan bli till något helt nytt. Det finns en risk att man skickar ut barnet med badvattnet.

Niklas Ekvall

Jag ska följa samma spår som Mats. Det är en sak att studera pensionsfonderna helt förutsättningslöst och en annan att titta på vad man *de facto* har. Vi har varit inne på att vi har ett antal AP-fonder som har lyckats ganska väl med sina uppdrag. En del har lyckats väl när det gäller aktiv avkastning, andra mindre bra, men alla har byggt upp ganska eller väldigt professionella organisationer som också har uppmärksammats internationellt. Jag tror att AP-fonderna över lag har goda förutsättningar att leverera en god aktiv avkastning framöver, minst lika bra förutsättningar som ABP, Petroleumfonden etc.

Vi vet att det tar väldigt lång tid att bygga upp en kvalificerad och kompetent förvaltningsorganisation. Men det går också snabbt att bryta ned och ha sönder den. Det lättaste sättet att göra det är genom snabba förändringar som organisationerna inte förstår. Då kan man bryta ned någonting över en natt. Att göra en radikal förändring till något som möjligen är lite bättre (men ganska osäkert) från någonting som fungerar rimligt bra känns som tämligen riskfyllt. Det kanske är mer logiskt att börja med det man kan göra tillsammans i form av kostnadsbesparingar – att titta på gemensamma IT-plattformar, gemensam administration osv. Det är bättre att börja i den änden för att komma åt kostnadsfördelarna än att försöka göra ett alexanderhugg med risken att slå sönder allt som mödosamt byggts upp.

Gabriel Urwitz

Då tackar vi Harry, Erik, Mats och Niklas och alla andra som ställt frågor för visat intresse och intressanta frågor.