

Remissyttrande

beträffande promemorian

Översyn av buffertfonderna

INNEHÅLLSFÖRTECKNING

Sammanfattning	2
A Synpunkter på de huvudsakliga frågorna	4
A.1 Ett införlivande av Sjätte AP-fonden i buffertfondssystemet (avsnitt 5.3).....	4
A.2 Stordriftsfördelar i de stockholmsbaserade buffertfonderna.....	13
A.3 Buffertfondernas styrelser (avsnitt 5.2)	18
B Synpunkter på övriga frågor	19
B.1 Förenklad administration (avsnitt 5.1)	19
B.2 Ändrade placeringsregler (avsnitt 5.5).....	20
B.3 Rapportering av illikvida tillgångar (avsnitt 5.6)	20
B.4 Övergångsfrågor och ikraftträdande	21
Bilaga: Kompletterande detaljsynpunkter	23

SAMMANFATTNING

Till att börja med anser Andra AP-fonden att förslagen avseende vissa administrativa rutiner samt styrelsens sammansättning är rimliga och tillstyrker därför dessa förslag, med undantag för förslagen om periodisering av kostnader.

Vad gäller förslagen avseende konsolidering alternativt ökad samverkan mellan AP-fonderna, för såväl "göteborgs-" som "stockholmsfonderna", anser Andra AP-fonden att dessa inte har analyserats tillräckligt i utredningen och att promemorian i detta avseende har avgörande brister.

Utgångspunkten för utredningens arbete var inte ett vitt papper. Det råder inte heller någon kris i förvaltningen av buffertkapitalet som gör det nödvändigt att genomföra förändringar, oavsett riskerna och kostnaderna. Såväl regeringen som utredaren har vid upprepade tillfällen konstaterat att AP-fonderna är välskötta, med gott internationellt renommé, och att de har genererat avkastning som bidrar till inkomstpensionssystemets långsiktiga finansiering. Under en rad år har fonderna bedrivit ett effektiviseringsarbete, och har visat sig kostnadseffektiva i internationella jämförelser.

Med denna utgångspunkt är det särskilt viktigt att beakta de risker som varje förslag till förändring medför. Möjliga förbättringsförslag kan och bör löpande prövas. Avvägningen mellan, å ena sidan, potentiellt ökad avkastning och, å andra sidan, risker och kostnader måste dock ske med stor omsorg, så att den konstaterat välfungerande verksamhet som man de facto har inte försämras.

I promemorian görs vissa grova uppskattningar av den förmodade besparingspotentialen med förslagen, liksom kostnaderna för att genomföra dem. Däremot framgår inte alls storleksordningen av de positiva effekter på förvaltningsverksamheten som uppges finnas. Inte heller riskerna har belysts på ett adekvat sätt. I konsekvensutredningen noteras visserligen risken för förlust av mjuka värden och betydande operationella risker, som kan leda till att förvaltningsresultatet kan påverkas negativt med mycket stora belopp. Det framgår dock inte av promemorian att detta har beaktats vid den slutliga bedömningen av förslagen. Perspektivet påverkan på utbetalda pensioner saknas helt.

I promemorian görs inte den nödvändiga och kritiska avvägningen mellan, å ena sidan, potential för ökad nettoavkastning och, å andra sidan, risker och kostnader för den idag konstaterat välfungerande verksamheten. Det framgår således inte av promemorian om de potentiella fördelarna med förslagen överväger riskerna och kostnaderna för ett genomförande.

Redan mot denna bakgrund är det svårt att tillstyrka något av förslagen i promemorian avseende ett införlivande av Sjätte AP-fonden i buffertfondssystemet såväl som stordriftsfördelar i de stockholmsbaserade fonderna.

Vad gäller de båda alternativa förslagen avseende Sjätte AP-fondens integrering i buffertfondssystemet förefaller utredningen haft som utgångspunkt att syftet med Sjätte AP-fonden är att bidra med "riskspridning". Andra AP-fonden ställer sig frågande till var detta syfte har beslutats. Det framgår inte, vad Andra AP-fonden känner till, av gällande lag eller dess förarbeten.

Promemorian hävdar också att Sjätte AP-fonden är till nytta som "en extra buffert". Det framgår inte på vilket sätt denna "extra buffert" skulle tillföra nytta. Konceptuellt är en "extra buffert", vad Andra AP-fonden känner till, inte något som har berörts eller ansetts behövas – vare sig i samband med pensionsreformen eller när AP-fondernas struktur och organisation tidigare har utretts.

I sak anses riskkapital typiskt sett vara ett volatilt tillgångsslag som är starkt korrelerat med noterade aktier och som är svårt att avyttra. Det är därför inte nödvändigtvis ett lämpligt val av tillgångsslag för att bidra till den riskspridning som i promemorian framförs som önskvärd eller för att utgöra en så kallad extra buffert.

I promemorian framställs emellertid detta syfte och den förmodade riskspridningen, tillsammans med funktionen som en så kallad extra buffert, som den avgörande faktorn för hur de alternativa förslagen avseende Sjätte AP-fonden har utformats. Med dessa felaktiga premisser som utgångspunkt låser utredningen fast sig i lösningar och förslag som inte är ändamålsenliga.

Att promemorian förordar förslaget som innebär att Sjätte AP-fonden kvarstår tycks bero på att promemorian lägger stor vikt vid att den sammantagna andelen riskkapital i buffertkapitalet upprätthålls. Någon analys till stöd för denna önskan återfinns inte i promemorian. Utredaren förefaller ha bortsett från det faktum att det, i samband med pensionsreformen, beslutades att det är Första – Fjärde AP-fonden som har ansvar för att analysera pensionssystemets behov och utifrån det besluta hur buffertkapitalet ska investeras så att det är till största möjliga nytta för pensionssystemet, inklusive en ändamålsenlig allokering till riskkapital. De nuvarande placeringsreglerna och det samlade kapitalet i buffertfonderna ger utrymme att öka allokeringen till onoterade tillgångar i större utsträckning än storleken på Sjätte AP-fondens kapital, om Första – Fjärde AP-fonderna skulle göra bedömningen att det vore till nytta för pensionssystemet.

Mot bakgrund av att den grundpremiss som utredningen baserar sina förslag på inte stämmer, tillsammans med att den kritiska avvägningen av för- och nackdelar saknas, är det inte möjligt att tillstyrka något av de alternativa förslagen avseende en integrering av Sjätte AP-fonden i buffertfondssystemet, på det sätt dessa har utformats.

Närliggande alternativa tillvägagångssätt bör därför övervägas, men sådana har inte redovisats i promemorian. I detta remissvar ges dock förslag på ett alternativt tillvägagångssätt för en mer ändamålsenlig integrering av Sjätte AP-fonden i buffertfondssystemet, som är i linje med uppdragsbeskrivningen och där såväl de operativa riskerna som kostnaderna minimeras.

Struktur på Andra AP-fondens remissvar

Inledningsvis lämnas synpunkter på de frågor som utredningen i *huvudsak* handlar om (sidan 7 i promemorian):

- Frågan om Sjätte AP-fondens roll i buffertfondssystemet och en eventuell sammanslagning med Andra AP-fonden (avsnitt 5.3);
- Frågan om stordriftsfördelar hos de stockholmsbaserade AP-fonderna och en eventuell minskning från tre till två sådana fonder (avsnitt 5.4);
- Frågan om ändamålsenlig kompetens i AP-fondernas styrelser (avsnitt 5.2).

De två förstnämnda frågorna ges störst utrymme. Synpunkterna på den sistnämnda frågan är mer kortfattade.

Därefter lämnas synpunkter på de övriga förslagen som handlar om förenklad administration (avsnitt 5.1), ändrade placeringsregler (avsnitt 5.5) samt rapportering av illikvida tillgångar (avsnitt 5.6).

Som en bilaga till remissvaret lämnas synpunkter av kompletterande och mer detaljerad karaktär avseende vissa delar i promemorian.

A SYNPKTER PÅ DE HUVUDSAKLIGA FRÅGORNA

A.1 Ett införlivande av Sjätte AP-fonden i buffertfondssystemet (avsnitt 5.3)

I promemorian lämnas två alternativa förslag till hur Sjätte AP-fonden kan införlivas i buffertfondssystemet. Det ena förslaget, vilket beskrivs i mer detalj i promemorians avsnitt 5.3.2, är att Sjätte AP-fonden ska avvecklas och att tillgångarna såväl som verksamheten ska överföras till Andra AP-fonden på ett visst sätt. Det andra förslaget, vilket beskrivs i mer detalj i promemorians avsnitt 5.3.3, är att Sjätte AP-fonden organisatoriskt ska finnas kvar med några förändringar, såsom en förtydligad process för beslut om när Sjätte AP-fondens kapital ska tas i anspråk och riktlinjer för ökad samverkan med Andra AP-fonden. Det sistnämnda förslaget förordas av utredaren.

Andra AP-fondens synpunkter följer dispositionen i promemorian. Eftersom utredaren i avsnitt 5.3.2 lägger grunden även för diskussionen i avsnitt 5.3.3 är synpunkterna på det förstnämnda avsnittet mer omfattande. Underrubrikerna med romersk numrering eller som saknar numrering är Andra AP-fondens rubrikval.

Andra AP-fonden använder genomgående benämningen "riskkapital" för de investeringar som görs av Sjätte AP-fonden, såväl som av Första – Fjärde AP-fonderna. I promemorian förekommer

olika benämningar, såsom "riskkapital", "riskkapitalfonder", "riskkapitalinvesteringar" och "onoterade aktier".

A.1.1 Alternativet att föra över Sjätte AP-fondens verksamhet till Andra AP-fonden (avsnitt 5.3.2)

Andra AP-fonden avstyrker förslaget att Sjätte AP-fondens verksamhet förs över till Andra AP-fonden såsom det utformats, men föreslår ett alternativt förfarande för hur Sjätte AP-fonden kan integreras i buffertfondssystemet.

Sammanfattningsvis konstaterar Andra AP-fonden att det i promemorian inte framförs några adekvata argument eller någon analys till stöd för ställningstagandet att det finns ett fortsatt behov i pensionssystemet av en buffertfond specialiserad på riskkapitalinvesteringar. I Andra AP-fondens mening finns inte ett behov av en AP-fond specialiserad på riskkapital.

Lagstiftaren har, såvitt Andra AP-fonden känner till, aldrig uttryckt behov av en extra buffert eller beslutat att Sjätte AP-fondens investeringar syftar till en ökad riskspridning i förhållande till de övriga buffertfondernas investeringar. Sjätte AP-fondens investeringar i riskkapital bidrar sannolikt inte till riskspridning eftersom de har hög volatilitet och är starkt korrelerade med noterade aktier. Därutöver bedriver övriga buffertfonder liknande verksamhet som den som bedrivs av Sjätte AP-fonden, vilket också innebär att sådan kompetens som finns i Sjätte AP-fonden också finns i de övriga buffertfonderna.

Konsolideringsförslaget i promemorian innebär onödigt stora risker och kostnader, samtidigt som de positiva effekterna är oklara. Den föreslagna genomförandeprocessen hindrar styrelsens ansvarsutövande.

Med denna utgångspunkt bör andra tillvägagångssätt för att integrera Sjätte AP-fonden i buffertfondssystemet övervägas. Ett förslag på ett mer ändamålsenligt förfarande presenteras i detta remissvar (se sidan 11).

Behov av en AP-fond inriktad mot riskkapital finns inte

Felaktig premiss 1: Sjätte AP-fondens syfte som riskspridande "extra buffert"

Ett argument som förs fram i promemorian till varför en specialistfond för riskkapital bör finnas kvar är att:

"Sjätte AP-fondens verksamhet är till nytta för inkomstpensionssystemet på ett annat sätt än Första–Fjärde AP-fonderna, närmast som en extra buffert i systemet."

Det framgår inte på vilket sätt denna "extra buffert" skulle tillföra nytta. Konceptuellt är en "extra buffert" inte något som berörts eller ansetts behövas, vad Andra AP-fonden känner till, vare sig i samband med pensionsreformen eller när AP-fondernas struktur och organisation tidigare har utretts.

Skulle det ändå anses vara nödvändigt att tillföra det mycket välkonsoliderade buffertfondssystemet en extra buffert, är inte en portfölj av riskkapital den mest ändamålsenliga formen.

I promemorian hävdas vidare att:

”syftet med Sjätte AP-fondens placeringar är att långsiktigt bidra genom ytterligare riskspridning i förhållande till Första–Fjärde AP-fondernas stora innehav av börsnoterade och omsättningsbara tillgångar, och på så sätt medverka till en god avkastning i förhållande till risk för buffertfonden som helhet.”

Andra AP-fonden ställer sig frågande till var detta syfte kommer till uttryck. Det framgår i vilket fall inte av gällande lag.

Det påstås också att Sjätte AP-fonden de facto har bidragit till avsedd riskspridning. Den realiserade samlade avkastningen på buffertkapitalet har sannolikt varit högre än vad den hade varit utan Sjätte AP-fonden. Riskkapital är ett tillgångsslag med hög risk, vilket också bör betinga en hög förväntad avkastning. Det innebär dock inte nödvändigtvis att närvaron av Sjätte AP-fonden och dess investeringar är till största nytta för pensionssystemet, vilket beror på såväl förväntad avkastning som risk på det samlade buffertkapitalet och dess påverkan på sannolikheten för automatisk balansering.

Att riskkapital typiskt sett anses vara ett volatilt tillgångsslag, som är starkt korrelerat med noterade aktier, innebär att det troligen inte är ett lämpligt val av tillgångsslag för att bidra till den riskspridning som i promemorian framförs som önskvärd. I promemorian återfinns inte någon analys av detta, vilket är överraskande med tanke på den vikt som läggs vid denna tankebanan.

Felaktig premiss 2: Ansvar för buffertkapitalets övergripande tillgångsallokering

I promemorian läggs stor tonvikt vid nyttan för buffertkapitalet av investeringar i riskkapital. Det bör erinras om, att det enligt gällande lagstiftning enbart är fyra myndigheter som givits uppdraget att, utifrån en helhetsanalys av systemets samlade tillgångar och skulder (en så kallad ALM-analys, efter engelskans Asset Liability Management), förvalta buffertkapitalet så att det blir till största möjliga nytta för pensionssystemet; nämligen Första – Fjärde AP-fonderna. Vad som är den optimala andelen onoterade aktier är, bör understrykas, en fråga som är förknippad med osäkerhet. Det kommer till uttryck i att Första – Fjärde AP-fonderna har kommit till olika slutsatser i frågan, vilket också är i linje med avsikten med att ha fyra oberoende buffertfonder.

Att utredaren anser att Sjätte AP-fonden ska kvarstå, eftersom andelen riskkapital annars skulle minska, skulle kunna tolkas som att utredaren diskvalificerar de bedömningar som Första - Fjärde AP-fonden gjort avseende andelen riskkapital. Om så är fallet, vore det ett anmärkningsvärt ställningstagande – inte minst då det inte föregås av någon helhetsanalys eller ekonomiskt resonemang. Det är förvånande att det i promemorian uttrycks en så stark åsikt om hur stor andelen riskkapital av det samlade buffertkapitalet bör vara, utan att beröra Första – Fjärde AP-fondernas lagstadgade ansvar för allokering av kapitalet och oberoende roll.

I Första – Fjärde AP-fonden förvaltas per årsskiftet sammanlagt 1880 miljarder kronor, varav 128 miljarder i riskkapital, vilket motsvarar 6,8 procent, och ytterligare 347 miljarder i andra onoterade tillgångar, vilket inklusive riskkapital sammantaget summerar till 25,3 procent i onoterade tillgångar. Den lagstadgade limiten är maximalt 40 procent illikvida tillgångar. De nuvarande placeringsreglerna och buffertfondernas samlade kapital ger således utrymme för Första – Fjärde AP-fonderna att öka allokeringen till riskkapital eller andra onoterade tillgångar, om de gör

bedömningen att det skulle vara till nytta för pensionssystemet, med betydligt större belopp än vad Sjätte AP-fonden förvaltar.

Konvergens av verksamheter minskar behovet av en specialistfond

Sedan pensionsreformen har verksamheten inom Sjätte AP-fonden såväl som inom Första – Fjärde AP-fonderna ändrats betydligt, vilket utredaren också konstaterar. Sjätte AP-fonden har bytt strategi och lämnat direktinvesteringar till förmån för riskkapital, samt, framför allt det senaste decenniet, skiftat från ett svenskt till ett internationellt fokus. Övriga AP-fonder har samtidigt väsentligt ökat sina investeringar i riskkapital såväl som i andra onoterade tillgångar. Som konsekvens liknar den verksamhet som idag bedrivs hos Sjätte AP-fonden den riskkapitalverksamhet som bland annat bedrivs hos Andra AP-fonden. Vissa skillnader finns naturligtvis. Till exempel har Andra AP-fonden valt att inte lika systematiskt göra så kallade sidoinvesteringar, utan det sker mer opportunistiskt.

Det är viktigt att poängtera att Andra AP-fonden inte gör någon bedömning eller värdering av den kompetens och erfarenhet som finns i Sjätte AP-fondens organisation. Den roll som "specialistfond" för investeringar i svenska små- och medelstora onoterade bolag som Sjätte AP-fonden spelade vid tidpunkten för pensionsreformen kan dock, anses som överspelad – inte bara för att övriga buffertfonder numera investerar i riskkapital och andra illikvida tillgångar, och besitter den djupa kompetens som krävs för att bedriva den verksamheten, utan också för att Sjätte AP-fondens verksamhet har förändrats. Verksamheterna för riskkapitalinvesteringar inom Första - Fjärde AP-fonderna och Sjätte AP-fonden har med andra ord konvergerat.

I promemorian fästs vidare stor betydelse vid de så kallade sidoinvesteringar som Sjätte AP-fonden har gjort och använder detta som argument i de båda alternativa förslagen till varför verksamheten bör bevaras. Det är värt att notera att det inte nödvändigtvis kan betraktas som klarlagt i forskningen huruvida sidoinvesteringar de facto leder till förbättrad avkastning efter kostnader. De begränsade uppgifter som finns till hands avseende sidoinvesteringarna i Sjätte AP-fonden gör det svårt att bedöma dess exakta historiska betydelse för buffertkapitalet. Med vissa antaganden kan man ändå få en tydligare uppfattning om detta, än vad som redovisas i promemorian, vilket visas i bilagan till detta remissvar. Sidoinvesteringarna, som i sig tycks ha bidragit positivt till Sjätte AP-fondens avkastning, har endast haft en marginell betydelse för buffertkapitalet som helhet.

Avvägningen mellan för- och nackdelar saknas

Oklara fördelar med en konsolidering

Andra AP-fonden delar utredningens bedömning att det finns flera fördelar med att göra investeringar i riskkapital i en större "blandfond" (som Andra AP-fonden är) med investeringar i flera olika tillgångsslag. Som nämns i promemorian underlättar det i betydande omfattning till exempel vid likviditetshantering och valutasäkring. De resurser Andra AP-fonden har inom andra funktioner som till exempel juridik, compliance, ekonomi, hållbarhet och risk, kan användas på ett kostnadseffektivt sätt för all verksamhet inom alla tillgångsslag.

Däremot är Andra AP-fonden tveksam till att det, som promemorian menar, finns en betydande kostnadsfördel med att vara en stor investerare inom riskkapital, eller åtminstone till slutsatsen att en konsolidering av Sjätte och Andra AP-fonden skulle leda till sådana fördelar jämfört med

vad som redan i nuläget är möjligt att erhålla för Andra AP-fonden. De investerare som erhåller större rabatter vid investeringar i riskkapital än Andra AP-fonden, gör väsentligt mycket större investeringar än vad en sammanslagning av Sjätte och Andra AP-fondernas portföljer skulle möjliggöra.

Det saknas i promemorian en analys av hur stora de potentiella fördelarna skulle kunna vara.

Otillräcklig analys av kostnader och risker

I promemorian förs resonemang om risker och kostnader med en konsolidering. Andra AP-fonden delar bedömningen att dessa kan vara betydande och svåra att kvantifiera. Det är dock något förvånande att det i promemorian framför allt lyfts fram risker och kostnader i Sjätte AP-fondens verksamhet. Det kan i och för sig framstå som naturligt med ett förslag där Sjätte AP-fonden avvecklas och verksamheten förs över till Andra AP-fonden. En verksamhetsövergång skulle dock även påverka Andra AP-fonden som mottagande myndighet. Ett stort antal anställda skulle behöva involveras och ledningen för Andra AP-fonden skulle behöva lägga stort fokus på dessa frågor.

Andra AP-fonden har i utredningen påtalat att de operationella risker som har de absolut största negativa konsekvenserna inte finns i hanteringen av riskkapital och de övriga onoterade tillgångarna, utan i den mycket transaktionsintensiva verksamheten hos Andra AP-fonden, som hanterar noterade aktier, obligationer, valuta och likviditet.

Andra AP-fonden bedriver en integrerad verksamhet med samma medarbetare som hanterar valutasäkring, risk och avkastningsanalys, ekonomi, compliance, med mera för såväl de onoterade som de noterade tillgångsslagen. Deras involvering skulle även behövas för att genomföra en integrering av Sjätte AP-fondens verksamhet. Ett minskat fokus på den löpande verksamheten bland dessa medarbetare till följd av ett komplext integrationsprojekt skulle öka risken för operationella misstag i Andra AP-fondens totala verksamhet. Ett sätt att illustrera hur mycket större de operationella riskerna är i denna del av verksamheten, är att det görs ungefär 6 000 transaktioner varje månad för den noterade portföljen till ett värde om många miljarder kronor, att jämföra med cirka 40 transaktioner för den onoterade portföljen. Det är främst i hanteringen av denna stora volym av transaktioner som operationella risker föreligger.

Det är olyckligt att dessa påtagliga risker, inte tydligare har lyfts fram i utredningen, trots att Andra AP-fonden har framfört dem vid ett flertal tillfällen. Ska ett beslut fattas om att förändra en, enligt utredningen och regeringen, mycket väl fungerande verksamhet, bör de som har att fatta ett sådant beslut ha ett adekvat beslutsunderlag.

I uppdraget till utredaren (Fi2023/02756, sidan 8) står att:

"I konsekvensbeskrivningen ingår att beräkna effekterna på Andra och Sjätte AP-fondens interna förvaltningskostnader och analysera vilka konsekvenser en konsolidering skulle få för fondernas avkastning."

I promemorian redogörs visserligen för några olika potentiella kostnadsposter (som dock inte uttrycks i termer av påverkan på procentuell avkastning) och att det finns reella risker, som skulle kunna uppgå till mycket betydande belopp (som inte kvantifieras). Enligt promemorian är det

dock inte möjligt att kvantifiera hur den "förstärkta" verksamheten skulle påverka avkastningen positivt. Någon egentlig analys av detta återfinns därmed inte i promemorian. Den nödvändiga och kritiska avvägningen mellan, å ena sidan, potential för ökad nettoavkastning och, å andra sidan, risker och kostnader görs därmed inte.

Otydlig ansvarsfördelning

I promemorian förs ett övergripande resonemang om olika former för genomförande av förslagen. Det konstateras bland annat att: *"Med tanke på kapitalets storlek skulle emellertid även mindre negativa effekter riskera att bli mycket kostsamma för pensionssystemet."* Andra AP-fonden delar denna bedömning. Det är därför av avgörande betydelse att ansvarsfördelningen är tydlig.

I promemorian föreslås att en genomförandekommitté ska tillsättas av regeringen och ledas av person utan tidigare anknytning till AP-fonderna, med uppdraget att genomföra den nya organisationen. Andra AP-fonden anser att det vore olämpligt. Ansvaret måste vara direkt kopplat till den som ansvarar för att bedriva den konsoliderade verksamheten vidare, för att genomförandet ska ske så effektivt som möjligt och med så låga operativa risker som möjligt.

Det är styrelserna i AP-fonderna som enligt lag har fullt ansvar för sina verksamheter. Vid en avveckling av Sjätte AP-fonden och överföring av verksamheten till Andra AP-fonden bör Sjätte AP-fondens styrelse ansvara för den löpande verksamheten till dess att avvecklingen genomförs. Andra AP-fonden är mottagande myndighet och dess styrelse bör vara fullt ansvarig för genomförandet av konsolideringen. Involvering av "oberoende" parter skulle på ett olyckligt sätt i praktiken begränsa styrelsernas ansvar. En person utan anknytning till AP-fonderna saknar dessutom de insikter om den operativa verksamheten som är nödvändig för att fatta långsiktiga beslut.

Fördelning av kapitalet – principiella frågor

Genomförs alternativet att föra över verksamheten till Andra AP-fonden skulle Andra AP-fonden tillföras mer kapital än övriga buffertfonder. I promemorian diskuteras huruvida detta negativt skulle påverka förutsättningarna för utvärdering av AP-fonderna. En i sammanhanget mer betydelsefull fråga är huruvida en skev tillskottsfordelning mellan AP-fonderna skulle kunna negativt påverka den önskade diversifieringen. Denna fråga har än större betydelse vid en eventuell konsolidering av stockholmsfonderna (se mer på sidan 16).

Det kan finnas olika åsikter om värdet av diversifiering, och det går också att föra en diskussion kring huruvida Sjätte AP-fondens förvaltade kapital är av sådan storlek att skevheten blir betydelsefull, men denna fråga som utgjorde ett av de grundläggande skälen till att flera buffertfonder etablerades, borde ha belysts i promemorian. Ett beslut om att ändra organisationsstrukturen och metoden för dess genomförande som förändrar en tidigare beslutad princip av väsentlig betydelse, bör inte ske utan att den har analyserats och beaktats.

A.1.2 Alternativet att integrera Sjätte AP-fonden i buffertfondssystemet utan att ändra organisationsstruktur (avsnitt 5.3.3)

Andra AP-fonden avstyrker förslaget.

Enligt Andra AP-fonden finns inte, som framförts under avsnitt A1.1.1 ovan, ett behov av en AP-fond specialiserad på riskkapital. Skulle ändå Sjätte AP-fonden kvarstå delar Andra AP-fonden promemorians bedömning att eventuell samverkan bör bestämmas av fonderna. Processen för att, när behov uppkommer, överföra Sjätte AP-fondens kapital till övriga buffertfonder är inte förankrat i de förutsättningar och den rollfördelning som gäller buffertkapitalets organisation och andra mer ändamålsenliga alternativ har inte övervägts.

Samarbeten och samverkan

Som en del av alternativet att inte ändra organisationsstrukturen och att bevara Sjätte AP-fonden i dess nuvarande form, framförs vissa förslag avseende samverkan. Andra AP-fonden konstaterar till att börja med att det, till skillnad från i frågan om stockholmsfonderna (avsnitt 5.4.2 i promemorian), inte handlar om obligatoriskt krav på samverkan, vilket är positivt. Ändå finns vissa invändningar att rikta mot förslaget.

I promemorian konstateras (sidan 9) att:

"På grund av deras väsentligt olika verksamhetsområden är det däremot inte helt lätt att identifiera områden där fördjupad samverkan mellan Andra AP-fonden och Sjätte AP-fonden skulle resultera i några större synergier eller kostnadsbesparingar."

I promemorian konstateras dessutom (sidan 33) att:

"En statlig förvaltningsmyndighet lyder under regeringen om den inte enligt regeringsformen eller annan lag är en myndighet under riksdagen (avsnitt 12 kap. 1 § regeringsformen). Regeringen har dock inte möjlighet att genom instruktioner, regleringsbrev eller resurstilldelning styra över AP-fonderna (prop. 1999/2000:46 s. 123). AP-fonderna styr därför själva även över sina kostnader."

Detta har inte hindrat utredaren att i promemorian i detalj föreslå hur AP-fonderna, inom vissa områden, ska bedriva den verksamhet som styrelsen, enligt lag, ska ta fullt ansvar för. Bland annat föreslås samlokalisering (med delat pentry) och gemensamma funktioner för personal, ekonomi och kontorservice.

Utredaren har dock inte i promemorian problematiserat eller vägt för och nackdelar med de föreslagna åtgärderna mot varandra. En samlokalisering, som enligt promemorian (sidan 87) inte skulle minska den sammanlagda ytan på något dramatiskt sätt, skulle i praktiken medföra flera praktiska problem. Andra AP-fonden skulle till exempel ha svårigheter att efterleva kraven i marknadsmissbruksförordningen för hur så kallad insiderinformation ska hanteras, och inte spridas till obehöriga, vilket anställda på Sjätte AP-fonden skulle betraktas som. En samlokalisering och gemensamma resurser skulle på motsvarande sätt göra det svårt att uppfylla

de strikta krav på sekretess som finns i förhållande till många av fondernas investeringar och leverantörer av data.

Självfallet finns det områden inom vilka Sjätte AP-fonden och Andra AP-fonden kan samarbeta. Så har gjorts historiskt och så sker även idag, inom de områden där de respektive fonderna finner att detta gör konkret nytta. Hur och inom vilka former samarbeten utvecklas och utformas, bör dock ske på frivillig basis, så att styrelserna och ledningarna även fortsättningsvis kan ta fullt ansvar för verksamheten.

Alternativ beslutsstruktur för när Sjätte AP-fondens kapital ska tas i anspråk

I promemorian föreslås att Sjätte AP-fonden ska fungera som en slags "extra buffert" i buffertfondssystemet. Andra AP-fonden har tidigare i detta remissvar påtalat att det saknas såväl stöd i tidigare lagstiftningsarbete som egentliga skäl för en extra buffert. Som en del i promemorians förslag föreslås (sidan 89) att det är Sjätte AP-fonden som ska avgöra när deras kapital ska tillföras de övriga buffertfonderna.

Sjätte AP-fonden har inte i nuläget och inte heller enligt något av förslagen i promemorian ansvar för att besluta om hur buffertkapitalet som helhet ska investeras för att vara till största nytta för pensionssystemet. Av det följer att Sjätte AP-fonden inte heller har till uppgift att analysera pensionssystemets och buffertkapitalets förväntade utveckling, eller dess behov av likviditet. Det framstår mot den bakgrunden som mindre ändamålsenligt att föreslå att det är Sjätte AP-fonden som bör besluta om när deras medel ska föras över till Första – Fjärde AP-fonderna.

Förslaget motiveras i promemorian med att det är komplext att göra bedömningen vid vilken tidpunkt en avyttring av deras tillgångar bör göras. Detta belyser det olämpliga i att den "extra buffert" som föreslås i promemorian utgörs av så illikvida tillgångar som Sjätte AP-fondens.

Med den långsiktighet och framförhållning som Första – Fjärde AP-fonderna har, med utgångspunkt i deras lagstadgade uppdrag, borde det vara deras ansvar att i god tid informera Pensionsmyndigheten om att en avveckling av Sjätte AP-fondens portfölj bör inledas. En mogen portfölj med investeringar i riskkapital ger dessutom löpande likviditet, utan att innehav behöver avvecklas i förtid. En omställning i verksamheten i Sjätte AP-fonden skulle på så sätt kunna ske under ordnade former och utan onödiga förluster för pensionssystemet. Det borde därför åligga Pensionsmyndigheten att fatta beslut om när Sjätte AP-fondens kapital ska tas i anspråk efter dialog med och på initiativ av, Första – Fjärde AP-fonderna.

A.1.3 Förslag på ett alternativt sätt att integrera Sjätte AP-fonden i buffertfondssystemet

Utgångspunkt

En utgångspunkt för utredaren, som präglad de båda alternativen i promemorian avseende Sjätte AP-fonden, förefaller ha varit att den verksamhet som bedrivs av Sjätte AP-fonden på något sätt ska bevaras. Antingen genom att Sjätte AP-fondens verksamhet och kapital överförs till Andra AP-fonden eller, som promemorian förordar, genom att Sjätte AP-fonden fortsätter finnas kvar som en oberoende myndighet, med vissa förändringar.

Andra AP-fonden har tidigare i detta remissvar ifrågasatt om detta är en korrekt utgångspunkt för utredningen. Enligt Andra AP-fonden är det en felaktig slutsats att Sjätte AP-fondens investeringar är av särskild nytta för pensionssystemet, som en "extra buffert" som bidrar till riskspridning. Liknande verksamhet och den kompetens som krävs för sådan verksamhet finns dessutom i övriga buffertfonder.

Vid en integrering av Sjätte AP-fonden i buffertfondssystemet bör målet vara att det sker till så låg kostnad och så låg operativ risk som möjligt. Den metod som utredaren föreslår (men inte förordar) - att Sjätte AP-fondens verksamhet och kapital ska integreras i buffertkapitalet genom konsolidering med Andra AP-fonden - uppfyller inte det kriteriet. Andra AP-fonden anser att det finns lämpligare förfaringsätt, vilket beskrivs kortfattat nedan.

Alternativt förfarande

Ett tillvägagångssätt för att integrera Sjätte AP-fonden i buffertfondssystemet vore att, för en tid, behålla Sjätte AP-fonden, men att samtidigt besluta att inga nya åtaganden till riskkapital ska göras. Den likviditet som Sjätte AP-fonden löpande erhåller från sina investeringar, utöver det som behövs för att fullgöra fondens befintliga åtaganden och hantera omkostnader i verksamheten, skulle då under ordnade former kunna överföras till Andra AP-fonden (eller samtliga buffertfonder), som i linje med vald(a) strategi(er) investerar denna till störst nytta för pensionssystemet. Exempelvis skulle överföringen av likviditet kunna ske årligen, utifrån en lämpligt utformad metodik.

Genom att kapitalet från Sjätte AP-fonden på så sätt löpande förs över till de övriga buffertfonderna under ordnade former, kan Sjätte AP-fonden anses integrerad i buffertfondssystemet. Visserligen skulle det ta några år innan allt kapital har överförts, men det skulle ändå ske betydligt snabbare än i det förslag som förordas i promemorian. Det bedöms inte i nuläget föreligga några skäl som motiverar att processen behöver ske snabbare än så. Om det bedöms som nödvändigt och kostnadseffektivt kan dock givetvis vissa av Sjätte AP-fondens investeringar avyttras i förtid, vilket skulle kunna påskynda processen avsevärt.

De operativa riskerna med ett sådant alternativt förfarande skulle i allt väsentligt minimeras. Kostnaderna skulle bli lägre än i det förslag som förordas i promemorian. Kostnader, exempelvis för överlåtelse av investeringar som i promemorian beskrivs som komplext och kostsamt, skulle undvikas.

Detta alternativa förfarande är inte helt olik hur vissa tillgångar förvaltades och avvecklades när Första – Fjärde AP-fonderna fick sina uppdrag 2001, även om det finns viktiga skillnader. Första AP-fonden förvaltade då en relativt stor portfölj med direktlån, under ledning av ett placeringsråd med representanter för samtliga buffertfonder. Den likviditet som löpande erhöles från de underliggande tillgångande delades ut, i den utsträckning likviditeten inte behövdes för förvaltningen, i lika delar till samtliga buffertfonder. Portföljen var avvecklad i sin helhet i slutet av 2007.

På sikt skulle detta förfarande innebära att Sjätte AP-fonden kommer att tömmas på kapital och sedermera avvecklas. Över tid kommer därmed inte samma resurser att krävas. En risk skulle då vara att Sjätte AP-fonden tidigt i processen förlorar kompetens och resurser som behövs för avvecklingen. I promemorian ges vissa exempel på hur resursfrågor av detta slag skulle kunna

omhändertas. Det finns dessutom i sådant fall möjlighet att använda de resurser som Andra AP-fonden förfogar över för att bistå med denna.

A.2 Stordriftsfördelar i de stockholmsbaserade buffertfonderna

Även i denna kärnfråga lämnas två alternativa förslag. I promemorians avsnitt 5.4.1 är förslaget (konsolideringsförslaget) att en stockholmsfond ska läggas ner, med alternativa förslag för hur kapitalet ska fördelas. I promemorians avsnitt 5.4.2 är förslaget (samverkansförslaget) att stockholmsfondernas samverkan ska styras med obligatoriska krav. Utredaren förordar det förstnämnda förslaget.

A.2.1 Alternativet att minska antalet stockholmsfonder (avsnitt 5.4.1)

Andra AP-fonden avstyrker förslaget.

Beslutet att genomföra en så betydande organisatorisk förändring bör vila på en gedigen och tydlig analys av och avvägning mellan förslagens för- och nackdelar. I utredningen konstateras endast att "Sammantaget görs dock bedömningen att fördelarna överväger och det därför finns starka skäl för att genomföra detta konsolideringsförslag.". I promemorian finns inte någon motivering till denna slutsats.

Andra AP-fonden instämmer i att det finns en rad för- och nackdelar med förslaget, liksom att en omfattande organisatorisk förändring av det slag som föreslås kan förväntas komma med betydande risker och kostnader. Promemorian innehåller dock inte den nödvändiga och kritiska avvägningen mellan, å ena sidan, potential för ökad nettoavkastning och, å andra sidan, risker och kostnader för den välfungerande verksamheten. Det framgår således inte av promemorian om de potentiella fördelarna med förslaget överväger riskerna och kostnaderna för ett genomförande.

Positiva effekter och avvägning mot risker och kostnader

Regeringen har vid upprepade tillfällen konstaterat att AP-fonderna är välskötta med gott internationellt renommé och att de har genererat avkastning som bidrar till inkomstpensionssystemets långsiktiga finansiering. Under en rad år har fonderna bedrivit ett effektiviseringsarbete, och har visat sig kostnadseffektiva i internationella jämförelser. Detta har även noterats i promemorian (se till exempel sidorna 7 och 10 i promemorian samt sidan 244 i regeringens utvärdering (Skr. 2023/24:130).

Större organisatoriska förändringar som syftar till att förbättra en verksamhet, medför även risker som kan leda till att slutresultatet blir sämre än utgångsläget. Det finns en rad studier och forskning som visar på de utmaningar som finns vid fusioner mellan bolag och andra organisationer. När en redan välfungerande verksamhet, som buffertfondssystemet har konstaterats vara, förslås förändras är det särskilt angeläget att det görs en grundlig avvägning mellan å ena sidan potential för ökad nettoavkastning och å andra sidan risker och kostnader.

I promemorian uppges att en minskning av antalet stockholmsfonder kan leda till positiva effekter under rubriken "stärkt förvaltningsverksamhet", men att dessa är svåra att kvantifiera. Andra AP-fonden instämmer i att det finns stordriftsfördelar i kapitalförvaltning, och i att effekterna är svåra att kvantifiera. Svårigheten att kvantifiera storleken skulle kunna betraktas som uttryck för att utrymmet för förbättring inte är uppenbart stort.

Enligt promemorian är de viktigaste argumenten för en konsolidering "*utnyttjande av kompetenssynergier och möjlighet att uppnå en kritisk massa av nyckelkompetenser*". Uttalandet antyder att stockholmsfonderna idag inte har möjlighet att uppnå en kritisk massa av nyckelkompetenser. Det är inte en verklighet som Andra AP-fonden känner igen sig och i promemorian beläggs inte att det saknas nyckelkompetens i stockholmsfonderna. Det är således enligt promemorian inte kostnadsbesparingar som är det huvudsakliga skälet till förslaget att konsolidera stockholmsfonderna.

På sidan 150 konstateras att:

"De största riskerna med en konsolidering är alltså risken för en förlust av mjuka värden, och de betydande operationella riskerna som kan påverka avkastningen. Det är av naturliga skäl mycket svårt att kvantifiera alternativkostnaden i form av förlorad avkastning, men man kan konstatera att endast en liten påverkan på förvaltningsresultatet innebära mycket stora belopp."

I promemorian görs vissa grova uppskattningar av den förmodade besparingspotentialen med förslagen, liksom kostnaderna för att genomföra dem. Enligt dessa kan kostnaderna komma att motsvara flera gånger den årliga besparingspotentialen. Däremot framgår inte storleksordningen av de positiva effekter på förvaltningsverksamheten som uppges finnas och som tycks utgöra huvudskälet till förslaget. Inte heller riskerna har belysts på ett adekvat sätt. Således saknas i promemorian den nödvändiga och kritiska avvägningen mellan å ena sidan potential för ökad nettoavkastning och å andra sidan risker och kostnader för den i nuläget välfungerande verksamheten.

I promemorian konstateras (på sidan 95) att "*Värdet av en ökning av avkastningspotentialen med någon tiondels procent per år är stort*". Det är sant att värdet av en sådan avkastningsökning kan anses som stor i kronor mätt. Huruvida det är rimligt att förvänta sig att avkastningspotentialen faktiskt kan öka så pass mycket framgår dock inte av promemorian. Det är heller inte uppenbart hur man i praktiken, efter en minskning av antalet stockholmsfonder, ska kunna mäta om och hur (den riskjusterade) avkastningen påverkades.

Besparingspotential och kostnader – påverkan på pensioner

Andra AP-fonden instämmer i bedömningen att konsolideringsförslaget är det med mest potential för kostnadsbesparing, även om detta inte förefaller vara huvudskälet till förslaget. Samtidigt är detta alternativ också förknippat med högst risk och kostnader.

Förutom att den avgörande analysen av för- och nackdelar saknas, sätts inte heller den eventuella förbättringspotentialen med förslaget i ett relevant perspektiv. I slutändan torde syftet med översynen vara att verka för högre utgående pensioner, eller som det uttrycks på sidan 93:

"Förslaget att konsolidera tre stockholmsbaserade buffertfonder till två syftar ytterst till att förbättra förutsättningarna för en ändamålsenlig och kostnadseffektiv förvaltning av buffertkapitalet och på så sätt uppnå en högre nettoavkastning som bidrar till finansieringen av – och stabiliteten i – pensionssystemet."

Trots det återfinns det inte i promemorian någon analys eller uppskattning av hur utgående pensioner kan förväntas påverkas av förslagen. Andra AP-fondens bedömning är, att den förväntade effekten på utgående pensioner av den uppskattade besparingspotentialen i bästa fall är blygsamt positiv. Så som systemet fungerar idag, med "broms" fast utan "gas", kan pensioner i praktiken förväntas vara oförändrade i reala termer per pensionär och månad. I ett förändrat system, med både en "broms" och en "gas", skulle pensioner kunna öka med några kronor per pensionär och månad. Det är svårt att med hög precision göra sådana prognoser, men beräkningarna ger åtminstone en känsla för storleksordningen.

Det är av viktigt att bedriva kostnadseffektiv kapitalförvaltning och verka för att kostnaderna inte är högre än vad de behöver vara. Samtidigt behöver den sannolikt blygsamma ökningen av utgående pensioner som skulle kunna förväntas, ställas i relation till de mycket reella riskerna och jämförelsevis mer säkra kostnader som enligt promemorian en nedläggning av en stockholmsfond kan innebära. Det går inte att komma ifrån att kostnaderna och riskerna från att lägga ner en stockholmsfond kan vara betydande, vilket direkt skulle få en negativ påverkan på buffertfondssystemet, samtidigt som den svenska pensionären från sitt perspektiv inte skulle gynnas nämnvärt av besparingarna ens om konsolideringsförslaget genomförs på ett framgångsrikt sätt.

Val av vilken fond ska läggas ner?

Promemorian anger kortfattat fyra kriterier som valet ifråga ska baseras på. Varför historiskt realiserad avkastning, det första kriteriet, är ett ändamålsenligt mått på potential till framtida avkastning framgår inte. I promemorian uppges på sidan 99 att "Kärnuppdraget för AP-fonderna är att generera avkastning till inkomstpensionssystemet.", vilket är en delvis missvisande beskrivning. AP-fondernas uppdrag (Lagen om allmänna pensionsfonder 2000:192, 4 kap. 1§) är att "[...] förvalta fondmedlen på sådant sätt att de blir till största möjliga nytta för försäkringen för inkomstgrundad ålderspension". Av förarbetena (Prop. 1999/2000:46, kap. 7.1, sid. 76) framgår att "Risk och avkastning skall tolkas i termer av utgående pensioner". Såsom utredaren uttrycker sig kan det uppfattas som att AP-fonderna till varje pris ska generera hög avkastning på buffertkapitalet (en bättre beskrivning ges i promemorians avsnitt 2.3).

AP-fonderna ska i själva verket, utifrån en analys av pensionssystemet, väga förväntad avkastning på buffertkapitalet mot den risk som varje enhet förväntad avkastning kommer med, för att i slutändan bidra till att utvecklingen på utgående pensioner inte understiger den på Inkomstindex. AP-fonderna ska inte ägna sig åt så kallad avkastningsmaximering på buffertkapitalet. Olika fonder kan, och bör, komma till olika slutsats avseende lämplig risknivå på kapitalet, vilket också påverkar realiserad avkastning. Att då i princip sätta likhetstecken mellan realiserad avkastning och vilken fond som ska vara kvar framstår som en alltför förenklad syn på AP-fondernas roll i pensionssystemet.

Vidare kan en hög förväntad avkastning, på grund av den höga risken, på kortare horisont resultera i en låg realiserad avkastning (och vice versa). Att fonderna avkastat olika kan också ses

som ett uttryck för att de diversifierat varandra, det andra kriteriet, precis som var avsikten med att fördela buffertkapitalet på flera oberoende AP-fonder. Som sådant finns det potentiellt en konflikt mellan kriterierna som utredaren föreslår. Hur sådana konflikter kan och bör hanteras framgår inte. Det är i sammanhanget också värt att notera att under den tid som AP-fonderna har varit verksamma, så har det kontinuerligt växlat vilken fond som har minst respektive mest kapital.

Hur kapitalet från den nedlagda stockholmsfonden ska fördelas

Andra AP-fonden instämmer i att det finns skäl som talar för att tillgångarna från den stockholmsfond som eventuellt ska läggas ner såväl förs över till båda kvarvarande stockholmsfonder som till enbart en av dem. Andra AP-fonden anser dock att det, utav dessa två alternativ, finns skäl att välja alternativet att fördela tillgångarna på båda de kvarvarande fonderna, vilket även promemorian förefaller förordad (på sidan 94 samt 99) trots att man i slutändan inte väljer att lämna ett formellt förslag i frågan.

En i sammanhanget betydelsefull fråga är huruvida en skev tillskotts fördelning mellan AP-fonderna skulle kunna negativt påverka den önskade diversifieringen mellan AP-fonderna. För att upprätthålla de fördelar som åsyftades med inrättandet av flera buffertfonder samt deras oberoende, har lagstiftaren pekat på vikten av att såväl medelstillelningen som uttaget från fonderna vid start och kontinuerligt, sker i lika delar (se mer om detta på sidan 38 i bilagan). I promemorian förs inget resonemang i denna fråga, vilket framstår som underligt.

Med utgångspunkt i samma avsikt finns det också skäl att överväga ett tredje alternativ – närmare bestämt att tillgångarna fördelas lika på *samtliga* kvarvarande buffertfonder, det vill säga även Andra AP-fonden. Detta alternativ diskuteras emellertid inte alls i promemorian.

I promemorian föreslås vidare (sidan 100) att tillgångar och resurser ska fördelas på så sätt att de två återstående stockholmsfonderna blir så olika varandra som möjligt. Detta motiveras bland annat med att en ökad diversifiering och specialisering skulle möjliggöras. En konsekvens av det förslaget skulle bli att de kvarvarande stockholmsfonderna erhåller tillgångar som inte nödvändigtvis passar in i deras valda strategier. En sådan ansats går tvärtemot buffertfondernas huvudsakliga lagstadgade uppgift att analysera pensionsystemets behov och besluta om hur buffertkapitalet ska allokeras så att det blir till största möjliga nytta för pensionsystemet. Det är genom att denna beslutsprocess är delegerad till buffertfonderna som den önskade diversifieringen erhålls.

Fördelningen borde istället utgå från fondernas valda strategier och, i den utsträckning det går, därigenom så långt som möjligt minimera transaktionskostnader av att tillgångar som inte passar vald strategi avyttras. Transaktionskostnader av detta slag är, som även framgår av promemorian, mycket betydande.

Metod för genomförande

I promemorian föreslås att en genomförandekommitté ska tillsättas med uppdraget att genomföra den nya organisationen. Andra AP-fonden anser inte att detta vore ändamålsenligt. Ansvar måste vara direkt kopplad till den som ansvarar för att bedriva den konsoliderade verksamheten vidare, för att genomförandet ska ske så effektivt som möjligt och med så låga operativa risker som möjligt. Detta kommenteras i mer detalj på sida 9 ovan.

A.2.2 Alternativet att öka samverkan mellan stockholmsfonderna (avsnitt 5.4.2)

Andra AP-fonden avstyrker förslaget om obligatorisk samverkan mellan de stockholmsbaserade AP-fonderna.

I promemorian beaktas inte hur väl integrerade stödfunktioner är i den löpande kapitalförvaltningen och man överskattar därmed besparingspotentialen av förslaget. Förslaget baseras inte på någon analys till stöd för varför samverkan behöver vara obligatorisk och bortser från styrelsernas fulla ansvar för verksamheten och att lagens mål uppnås.

Besparingspotential

I promemorian förs resonemang om vilka områden som skulle kunna vara föremål för samarbeten mellan stockholmsfonderna. Andra AP-fonden delar bedömningen i promemorian att *"risken för att indirekt börja begränsa oberoendet i kapitalförvaltningsverksamheten sätter gränser för hur långt samarbete och resursdelning mellan fonderna kan tas."*

Samverkan kan inom flera områden vara kostnadseffektivt. Andra AP-fonden menar dock att utredningen inte har beaktat hur väl integrerade stödfunktionerna är i den löpande kapitalförvaltningen. Samarbete mellan buffertfonderna inom många av de områden som föreslås i promemorian skulle därför inte bara leda till att oberoendet begränsas utan att reella praktiska hinder skulle negativt påverka kostnadseffektiviteten i verksamheten. I promemorian hänvisas till de två tidigare utredningar där frågan om obligatorisk samverkan föreslogs i olika former. Kritiken mot de förslagen var omfattande och i remissvaren beskrevs tydligt de problem som obligatorisk samverkan kan leda till.

Olämpligheten i obligatoriskt krav på samverkan

I promemorian anges att:

"Nuvarande samarbete och samverkan mellan AP-fonderna kan anses ge en högst oklar effekt ur kostnadseffektivitetssynpunkt. För att uppnå en sådan effekt finns det anledning att i stället analysera om en ökad obligatoriska samverkan mellan buffertfonderna genom att i huvudsak samordna och dela resurser vid sidan av investeringsverksamheten, är rätt väg att gå."

Varför effekten är "högst oklar" är högst oklart. Inte heller görs den "analys" som promemorian menar att det finns anledning att göra. Det anges i promemorian endast att *"För att verkligen få till stånd dessa samarbeten är det viktigt med en tydlig styrning från huvudmannen, det vill säga, obligatorisk samverkan uttryckt i lag."* Det ges således inte något stöd för påståendet att ett lagfäst krav på samverkan är att föredra. Andra AP-fonden anser att det föreligger starka skäl till att det inte ska finnas obligatoriskt krav på samverkan, en bedömning som underförstått verkar prägla promemorians förslag avseende frivillig samverkan mellan Andra och Sjätte AP-fonderna.

AP-fonderna bör öka samverkan och samarbete inom de områden där de respektive fonderna finner att detta gör konkret nytta. Hur och inom vilka former samarbeten utformas, bör dock, enligt Andra AP-fondens mening, ske på frivillig basis, så att styrelserna och ledningarna även

fortsättningsvis kan ta fullt ansvar för verksamhetens bedrivande och utan att avkall på oberoendet görs, i linje med formuleringen i regeringens utvärdering 2022 sid 87:

”Regeringen ser positivt på att fonderna har stärkt samarbetet under en längre period. Inga specifika samarbetsprojekt påbörjades under 2022. Fonderna bör fortsätta arbetet med att identifiera konstruktiva samverkansmöjligheter och aktivt arbeta med att genomföra de samarbetsprojekt som inte äventyrar fondernas självständighet och diversifiering av förvaltningsmodellerna. Ett ändamålsenligt utformat samarbete bidrar till ökad kostnadseffektivitet.”

Det är ytterst styrelserna i respektive buffertfond som ansvarar för att verksamheten bedrivs på ett sådant sätt att målen i lagen uppnås. En detaljstyrning av verksamheten på det sätt som föreslås i promemorian, gör det i praktiken omöjligt för styrelserna att ta detta ansvar. Hur ska till exempel styrelsen agera, om den konstaterar att visst obligatoriskt samarbete leder till ohållbara operativa risker för just den fondens verksamhet?

Det är heller inte uppenbart att samverkan bör omfatta ett ”ESG-kansli”. Åtminstone vad Andra AP-fonden beträffar är ESG-arbetet en integrerad del av förvaltningsprocessen, vilket torde vara det moderna betraktningssättet, och inte en från investeringsverksamheten fristående funktion. Hur gränsdragningen gentemot Första – Fjärde AP-fondernas gemensamma samarbetsorgan Etikrådet ska se ut är heller inte uppenbart.

I övrigt är de synpunkter som förts fram ovan rörande samlokalisering och samverkan mellan Andra och Sjätte AP-fonderna tillämpliga även för detta förslag avseende stockholmsfonderna (se sida 10).

A.3 Buffertfondernas styrelser (avsnitt 5.2)

A.3.1 Kompetenskravet för styrelseledamöter (avsnitt 5.2.2)

Andra AP-fonden tillstyrker förslaget.

Andra AP-fonden delar inte beskrivningen i den text som föregår förslagen (det vill säga avsnitt 5.2.1) att det är omtvistat huruvida en styrelses sammansättning bör vara homogen eller heterogen. En styrelses sammansättning bör med fördel, är Andra AP-fondens erfarenhet, vara heterogen. Samtidigt konstaterar Andra AP-fonden att de kompetenskrav som specificeras speglar en lämplig grad av heterogenitet när det kommer till olika lämpliga kompetenser. Som sådant har Andra AP-fonden inga invändningar i sak mot förslaget.

A.3.2 Antalet ledamöter i AP-fondernas styrelser (avsnitt 5.2.3)

Andra AP-fonden tillstyrker i stort förslaget.

Andra AP-fonden instämmer i bedömningen att sju ledamöter ger en bra balans mellan förutsättningarna för att upprätthålla den kompetens som erfordras och att bedriva ett effektivt styrelsearbete. Samtidigt bör regeringen överväga att även precisera en undre gräns för antalet ledamöter, till exempel fem, eftersom ett effektivt och förtroendeingivande styrelsearbete

rimligen också förutsätter att antalet ledamöter inte heller är för lågt. Alternativt skulle det bara kunna anges att antalet ledamöter ska vara sju, eftersom det bara i undantagsfall och för kortare perioder bör vara färre ledamöter än så.

A.3.3 Nomineringsrätt för arbetsmarknadens parter (avsnitt 5.2.4)

Andra AP-fonden tillstyrker förslaget.

Andra AP-fonden delar, i ljuset av att antalet styrelseledamöter minskas, bedömningen att antalet ledamöter som nomineras av arbetsmarknadens parter minskas i motsvarande utsträckning. Andra AP-fonden delar även bedömningen att nomineringsrätten i sig bidrar till att stärka förtroendet för verksamheten, som har en stark koppling till samhället i stort.

A.3.4 Övriga styrelsefrågor (avsnitt 5.2.5)

Andra AP-fonden tillstyrker förslaget.

Andra AP-fonden delar bedömningen att, om Sjätte AP-fonden finns kvar, det är rimligt att kravet på att en styrelseledamot i Sjätte AP-fonden ska vara bosatt i Sverige tas bort till förmån för ett krav på svenskt medborgarskap.

B SYNPKUNKTER PÅ ÖVRIGA FRÅGOR

B.1 Förenklad administration (avsnitt 5.1)

B.1.1 Elektronisk underskrift (avsnitt 5.1.1)

Andra AP-fonden tillstyrker förslaget.

AP2 delar bedömningen att undertecknande ska kunna göras elektroniskt och ser inget behov av att ytterligare kommentera avsnittet.

B.1.2 Sekretess vid anställning av verkställande direktör (avsnitt 5.1.2)

Andra AP-fonden tillstyrker förslaget.

AP2 delar bedömningen att sekretess ska gälla i ärende om anställning av verkställande direktör i AP-fonderna och ser inget behov av att ytterligare kommentera avsnittet.

B.2 Ändrade placeringsregler (avsnitt 5.5)

B.2.1 Valutasäkring (avsnitt 5.5.1)

Andra AP-fonden tillstyrker förslaget.

När den nuvarande lagregeln avseende Sjätte AP-fondens valutaexponering infördes, angavs i propositionen (sid 189 2006/07:100):

”För att markera Sjätte AP-fondens särskilda uppdrag att inrikta verksamheten mot placeringar i Sverige är det motiverat att sätta gränsen lägre än de 40 procent som gäller för Första–Fjärde AP-fonderna. Genom att begränsa Sjätte AP-fondens valutarisk vid 10 procent uppnås den åsyftade markeringen.”

Som framgår av promemorians historiebeteckning av Sjätte AP-fondens verksamhet, har denna i allt väsentligt utvecklats till att huvudsakligen istället omfatta utländska investeringar. Andra AP-fonden avstår att i detalj kommentera förslaget, men instämmer i den slutliga bedömningen att dagens mycket snäva begränsning av Sjätte AP-fondens valutaexponering bör lättas upp, under förutsättning att det är lagstiftarens bedömning att Sjätte AP-fonden fortsättningsvis bör investera på nuvarande sätt. Avkastningen kommer alltså att huvudsakligen mätas i svenska kronor, vilket talar för att det finns incitament för Sjätte AP-fonden att alldeles oavsett omsorgsfullt välja lämplig grad av valutaexponering.

B.2.2 Onoterade bolag (avsnitt 5.5.2)

Andra AP-fonden avstår från att i detalj kommentera avsnittet. Skulle något av alternativen i avsnitten 5.3.2–5.3.3 samt 5.4.1–5.4.2, trots de invändningar som kan riktas mot dem, komma att implementeras framstår de förändringar i placeringsreglerna som föreslås som rimliga.

B.3 Rapportering av illikvida tillgångar (avsnitt 5.6)

Andra AP-fonden tillstyrker i stort förslaget bortsett från delen som rör periodisering av kostnader.

B.3.1 Utvecklade krav (avsnitt 5.6.2)

Andra AP-fonden anser att de nuvarande principerna för hur redovisning av fondkapitalet i respektive AP-fond sker är ändamålsenliga. Detaljerna kring redovisningsprinciperna beslutas av AP-fonderna gemensamt i samråd med den av Regeringen utsedda externrevisorn. Detta säkerställer en konsekvent, jämförbar och ändamålsenlig redovisning över tid.

I praktiken är det ingen väsentlig skillnad mellan att i årsredovisningen periodisera förvaltningsavgifter för extern fondförvaltning, såsom Sjätte AP-fonden enligt promemorian gör, jämfört med hur Första – Fjärde AP-fonderna hanterar redovisningen av dessa avgifter idag. Över tid bör det vara relativt lika om man baserar redovisningen på kontantprincipen eller om man periodiserar kostnaderna i enlighet med avtal, även om det kan uppstå mindre differenser enskilda år till följd av periodisering.

Andra AP-fondens anser därför att en periodisering av kostnaderna inte är ändamålsenlig då den medför begränsat mervärde, men väsentligt ökade administrativa kostnader genom en mer tidskrävande process än den nuvarande. Andra AP-fonden bedömer det även som missvisande att redovisa en förvaltningskostnadsandel för illikvida investeringar, då det förstärker bilden av att förvaltningsavgifter (management fee) är en kostnad. Första – Fjärde AP-fonderna hanterar förvaltningsavgiften för onoterade tillgångar redovisningsmässigt som ett lån eftersom avtalet med förvaltaren stipulerar att dessa avgifter ska betalas tillbaka i samband med avveckling av fondens underliggande tillgångar, före eventuell vinstdelning.

Andra AP-fonden investerar direkt i onoterade fonder och inte via strukturer med flera lager av avgifter, varför rekommendationen att även inkludera avgifter för underliggande investeringar i praktiken inte skulle innebära någon förändring för Andra AP-fonden. Rent principiellt delar Andra AP-fonden uppfattningen att dessa bör inkluderas i sammanställningen, när detta är möjligt.

Vad gäller vinstdelning fortsätter Andra AP-fonden att verka för en mer transparent industri och strävar efter att på sikt kunna redovisa dessa uppgifter. Detta arbete sker bland annat genom aktivt stöd till en organisation som försöker skapa förutsättningar för en mer standardiserad rapportering inom branschen. Det pågår även arbete på Andra AP-fonden med att effektivisera inhämtningen och bearbetningen av rapportering från våra investeringar, vilket på sikt kommer möjliggöra en mer omfattande redovisning av innehaven.

Andra AP-fonden delar bedömningen i promemorian att det inte är ändamålsenligt att förändra den process som AP-fonderna använder för att marknadsvärdera illikvida tillgångar.

I promemorian föreslås att Första – Fjärde AP-fonderna upprättar en separat ägarstyrningspolicy för illikvida tillgångar. Det förefaller av motiveringen till detta förslag som att en sådan ägarpolicy i första hand ska avse de onoterade fastighetsinnehaven, men detta är oklart. Andra AP-fonden delar bedömningen att det bör finnas en ägarpolicy för dessa innehav, men inte att en sådan behöver utgöras av en separat handling.

B.4 Övergångsfrågor och ikraftträdande

B.4.1 Genomförande av konsolideringsförslagen (avsnitt 6.1)

Andra AP-fonden avstyrker förslaget.

Andra AP-fonden har inom ramen för synpunkterna på förslagen i avsnitt 5.3.2 respektive avsnitten 5.4.1 gjort det tydligt att tillsättandet av en extern genomförandekommitté bedöms som olämpligt, då det bland annat förhindrar AP-fondernas styrelser möjlighet att ta det ansvar som de enligt lag är ålagda att ta.

B.4.2 Ikraftträdande och övergångsbestämmelser (avsnitt 6.2)

Andra AP-fonden kan inte ta ställning till förslaget.

Skulle något eller några av förslagen i avsnitten 5.3.2–5.3.3 samt 5.4.1–5.4.2 komma att beslutas, trots de invändningar som Andra AP-fonden riktar mot dem, vore det lämpligare att specifika datum för ikraftträdande beslutas då. Det går inte, utifrån materialet i promemorian, ta ställning till lämpligheten i de datum som föreslås.

Detta remissvar har föredragits i styrelsen för Andra AP-fonden, som uppdragit åt VD att avge remissvar. I den slutliga beredningen har också Martin Jonasson och Christoffer Grände deltagit.



Eva Halvarsson
Verkställande Direktör



Martin Jonasson
Chefsjurist

BILAGA: KOMPLETTERANDE DETALJSYNPUNKTER

I denna bilaga till remissvaret lämnas synpunkter av kompletterande och mer detaljerad karaktär avseende vissa av frågorna i promemorian. Dessa kommentarer syftar till att ge en djupare förståelse för de synpunkter som Andra AP-fonden lämnar i remissvaret. Uppprepningar av synpunkterna som diskuteras ingående i avsnitt A har i möjligaste mån försökt undvikas och bilagan kan därför inte läsas fristående. Genom att bilagan följer promemorians disposition sida för sida, kan den dock möjligen underlätta vid sammanställningen av remissvaren. Då vissa frågeställningar tas upp vid upprepade tillfällen i promemorian, kan även kommentarerna nedan uppfattas som något repetitiva.

Buffertfonderna i inkomstpensionssystemet (avsnitt 2.3)

Det påpekas mycket riktig att Första-Fjärde AP-fondernas uppdrag är *"att förvalta fondmedlen så att de blir till största möjliga nytta för inkomstpensionssystemet"* eller ordagrant i Lagen om allmänna pensionsfonder (avsnitt 2000:192, 4 kap. 1§):

"Första – Fjärde AP-fonderna ska förvalta fondmedlen på sådant sätt att de blir till största möjliga nytta för försäkringen för inkomstgrundad ålderspension.

Den totala risknivån i fondernas placeringar ska vara låg. Fondmedlen ska, vid vald risknivå, placeras så att långsiktigt hög avkastning uppnås."

Uppdraget är dessutom enligt 1b § att:

"Första – Fjärde AP-fonderna ska förvalta fondmedlen på ett föredömligt sätt genom ansvarsfulla investeringar och ansvarsfullt ägande. Vid förvaltningen ska särskild vikt fästas vid hur en hållbar utveckling kan främjas utan att det görs avkall på målet i 1 §."

Av förarbetena (Prop. 1999/2000:46, kap. 7.1, sid. 76) framgår att *"Risk och avkastning skall tolkas i termer av utgående pensioner"*. Det framgår vidare också (sidan 77) att *"Tillgångsallokeringen bör således bestämmas efter en analys av pensionssystemets skuldsida, t.ex. genom en s.k. ALM-analys (Asset Liability Management)"*.

Det är i detta sammanhang, vilket Andra AP-fonden kommer att återkomma till flera gånger nedan, värt att notera att det är ingen annan myndighet än Första – Fjärde AP-fonderna som givits i uppdrag att analysera pensionssystemets åtagandesida och med den analysen som utgångspunkt, bedöma hur buffertkapitalet bör investeras för att vara till största möjliga nytta, inklusive hur stor andelen riskkapital bör vara.

Styrelsens roll för en effektiv kapitalförvaltning (avsnitt 5.2.1)

I detta avsnitt förs ett resonemang om hur styrelser i allmänhet och i AP-fonderna i synnerhet bör vara sammansatta. Utgångspunkten för resonemanget är den roll som styrelsen har för verksamheten.

När det gäller styrelsens roll i AP-fonderna noteras det i utredningen att styrelserna dels ska besluta om portföljens sammansättning, med utgångspunkt i en så kallad ALM-analys, dels om hur denna ska implementeras. Detta ställer enligt utredningen stora krav på styrelsens kompetens i kapitalförvaltningsfrågor. Det är riktigt att det är viktigt med kapitalförvaltningskompetens i styrelsen. Samtidigt är det viktigt att hålla isär den övergripande roll med en strategisk inriktning som styrelsen ska ha i en verksamhet, från den operativa roll som ledning och medarbetare ansvarar för. Att upprätta en relevant och tydlig skiljelinje mellan styrelsens och ledningens roll är avgörande för en framgångsrik styrning.

I utredningen påstås det att det är omtvistat om en styrelse ska utgöras av en grupp med liknande kunskaper och inriktning eller med olika bakgrund och kompetenser. Att detta skulle vara omtvistat känner inte Andra AP-fonden igen från alla de valberedningar i noterade bolag Andra AP-fonden deltagit i, eller i de många andra sammanhang Andra AP-fonden deltagit i diskussioner om bolagsstyrning. Det kan finnas särskilda omständigheter som påkallar behovet av en homogen styrelse, men den generella och allmängiltiga uppfattningen torde vara att heterogena styrelser typiskt sätt är att föredra. Inte minst mot bakgrund av AP-fondernas uppdrag gäller detta även för dessa.

Hur kan Sjätte AP-fondens verksamhet och kapital föras över till Andra AP-fonden? (avsnitt 5.3.2 och 7.1.2)

Finns det behov av en specialistfond inriktad på riskkapitalinvesteringar? (Sidan 68)

Detta är huvudfrågan som måste besvaras. I utredningen konstateras att det vid reformeringen av pensionssystemet och inrättandet av Första – Fjärde AP-fonderna, bedömdes att det fanns fortsatt behov av en AP-fond med en specialistfunktion inriktad mot investeringar på riskkapitalmarknaden.

I prop. 1999/2000:46 sidan 71 står det att:

”En specialistfunktion inom AP-fondssystemet bör emellertid även fortsättningsvis innehas av nuvarande sjätte fondstyrelsen som har ett särskilt mandat att investera i små, onoterade bolag. Sjätte fondstyrelsen är, som tidigare nämnts, inte föremål för översyn i detta sammanhang.”

Den verksamhet som då bedrevs av nuvarande Sjätte AP-fonden var alltså inriktad just mot direktägande i svenska onoterade mindre och mellanstora bolag. Den fempartiöverenskommelse som lade grunden till pensionsreformen och inrättandet av Första – Fjärde AP-fonderna omfattade inte heller den verksamhet som då bedrevs av Sjätte fondstyrelsen. Det fortsatta behovet av en specialistfond som konstaterades syftade på riskkapitalmarknaden i Sverige, inte ett behov för buffertfondssystemet.

Vad gäller möjligheten för Första – Fjärde AP-fondernas möjligheter att investera i onoterade bolag gjordes följande bedömning:

”Skall placeringar i onoterade bolag utgöra en finansiell placering och skall en tydlig skiljelinje upprätthållas gentemot sjätte fondstyrelsens verksamhet bör buffertfondernas placeringar i onoterade bolag därför endast ske i indirekt form.

Direkta aktieinvesteringar i målbolagen – med eller utan mellanliggande företag och med i förekommande fall företagaransvar – skall förbehållas sjätte fondstyrelsen.”.

I promemorian framhålls på sidan 71 att syftet vid tidpunkten för pensionsreformen med att behålla Sjätte AP-fonden var att deras investeringar i riskkapital skulle bidra med riskspridning i förhållande de innehav i stora börsnoterade företag som Första – Fjärde AP-fonderna förväntades investera i. En källhänvisning hade underlättat förståelsen av detta påstående, såväl som ett omnämnande inom ramen för den historiegenomgång som börjar på sidan 64 i promemorian (avsnitt 5.3.1). I Ds 2004:25 (Sjätte AP-fonden i det reformerade pensionssystemet) finns visserligen en liknande beskrivning av syftet med Sjätte AP-fonden. Möjligen är det därifrån utredaren har hämtat detta. Denna promemoria med vissa lagstiftningsförslag avseende Sjätte AP-fonden ledde dock aldrig till någon ny eller ändrad lagstiftning.

De investeringar som Sjätte AP-fonden har gjort de senaste åren är huvudsakligen i indirekt form, likt de investeringar Första – Fjärde AP-fonderna har, och endast i mycket begränsad omfattning inriktad mot svenska bolag och även då genom fonder istället för direkta investeringar. Därutöver är, som det också går att läsa i promemorian, också Andra AP-fondens riskkapitalportfölj nästan lika stor som Sjätte AP-fonden.

Den roll som ”specialistfond” som Sjätte AP-fonden spelade vid tidpunkten för pensionsreformen kan mot den bakgrunden, således anses som överspelad – inte bara för att övriga buffertfonder numera investerar i riskkapital och andra illikvida tillgångar, utan för att Sjätte AP-fondens verksamhet har förändrats. Verksamheterna gällande riskkapitalinvesteringar inom, exempelvis, Andra AP-fonden och Sjätte AP-fonden har med andra ord konvergerat. Alldeles oavsett om det påstådda syftet om ”riskspridning” var korrekt när Ds 2004:25 författades har förutsättningarna sedan dess ändrats i detta avgörande hänseende. Eventuell ”riskspridning” genom investeringar i riskkapital kan sägas åstadkoms av Första – Fjärde AP-fonderna själva.

Positiva kvalitativa effekter – stärkt förvaltningsverksamhet (Sidan 72)

Andra AP-fonden delar utredningens bedömning att det finns flera fördelar med att göra investeringar i riskkapital i en större ”blandfond” (som Andra AP-fonden är) med investeringar i flera olika tillgångslag. Som nämns i utredningen underlättar det också i betydande omfattning till exempel likviditetshantering och valutasäkring. Det finns, allt annat lika, stordriftsfördelar att hämta från att vara en större investerare.

Däremot är Andra AP-fonden tveksam till att de kostnadsfördelar som utredningen lyfter fram, kopplade till bättre förhandlingsposition avseende avgifter och tillgång till mer attraktiva sidoinvesteringar, skulle vara särskilt ”betydande”. Något stöd för påståendet presenteras inte.

Det finns emellanåt möjlighet att erhålla något lägre avgifter i riskkapital, till exempel genom att vara med i ett tidigt skede när en ny fond sätts upp (så kallad first close), eller genom att återkommande investera i fonder som en och samma förvaltare sätter upp. För att kunna förhandla fram lägre avgifter mer allmänt förutsätts ett betydligt större kapital än vad Andra AP-fonden och Sjätte AP-fonden tillsammans har, åtminstone om man önskar investera med de mest framgångsrika förvaltarna.

Andra AP-fonden har valt av strategiska skäl att inte mer metodiskt göra sidoinvesteringar, utan gör detta opportunistiskt. Det är dock Andra AP-fondens bedömning att, om man skulle vilja implementera en sådan strategi, det redan föreligger goda förutsättningar för detta med avseende på befintliga resurser och nu tillgängliga investeringsmöjligheter i Andra AP-fondens portfölj med investeringar i riskkapital och andra tillgångar.

Det är värt att notera att det inte nödvändigtvis kan betraktas som klarlagt huruvida sidoinvesteringar de facto leder till förbättrad avkastning efter kostnader. Äldre litteratur såsom Fang et al. (avsnitt 2015)¹ finner att avkastningen på sidoinvesteringar inte skapat mervärde medan nyare litteratur som Braun et al. (avsnitt 2020)² menar att sidoinvesteringar före kostnader avkastat i linje med fonderna i stort och att det således finns extra avkastning efter kostnader är hämta. Båda studierna kan dock anses vara präglade av bristfälliga data, så något definitivt svar finns inte att finna i akademisk forskning.

I detta avsnitt hänvisas även till konsekvensbedömningarna i kapitel 7.1.2. På sidan 138 lyfts det fram att:

”Valutasäkring av investeringarna i onoterade aktier underlättas på motsvarande vis och bli mindre kostsam. Valutasäkring bidrog under 2022 till ett negativt avkastningsbidrag om 5,9 miljarder kronor för Sjätte AP-fonden.”

Sättet som detta lyfts fram på riskerar att de i och för sig korrekta uppgifterna lätt kan missförstås. Det negativa avkastningsbidraget från valutasäkringen av Sjätte AP-fondens tillgångar är hänförliga till valutakursförändringar, inte att valutasäkring är mer kostsam för Sjätte AP-fonden. Om, exempelvis, den amerikanska dollarn stärks mot den svenska kronan så kommer det att ge en negativ avkastningseffekt om exponeringen mot amerikanska dollar helt eller delvis säkras. Det är den effekten som ligger bakom ovan nämnda 5,9 miljarder. Det omvända gäller om den amerikanska dollarn i stället försvagas. Det är precis denna risk för försvagningar respektive förstärkningar som en valutasäkring avser minska. Precis som det har lyfts fram på andra ställen i utredningen är det dock betydligt mer effektivt att hantera valutasäkringen för en fond som Andra AP-fonden, med investeringar även i likvida tillgångsslag. Det beror på att det är enklare att hantera de finansiella instrument som används vid valutasäkring. De får nämligen upparbetade marknadsvärden för vilket säkerheter måste ställas, exempelvis i form av likvida statsobligationer.

Andra AP-fonden delar utredningens slutsats att det är mycket svårt att kvantifiera hur en konsolidering påverkar (den förväntade) avkastningen. Vår bedömning är emellertid att påverkan på förväntad avkastning på riskkapitalportföljen troligen skulle vara marginell. Andra AP-fonden har redan idag en välfungerande organisation för investeringar i riskkapital och ser inte i nuläget ett behov av att tillföra resurser. En större påverkan på avkastning såväl som risk på buffertkapitalet som helhet skulle komma från att Andra AP-fonden troligen inte skulle välja att behålla en så hög allokering till riskkapital som ett övertagande av Sjätte AP-fondens portfölj skulle innebära. Ett övertagande av Sjätte AP-fonden skulle ungefär dubblera Andra AP-fondens allokering till riskkapital till cirka 25 procent, vilket är en hög andel – speciellt med tanke på den

¹ [The Disintermediation of Financial Markets: Direct Investing in Private Equity \(nber.org\)](#)

² [Adverse selection and the performance of private equity co-investments - ScienceDirect](#)

höga risk som är förknippad med riskkapital som tillgångsslag. Nuvarande bedömning är att en lämplig andel är 10 procent.

Besparingspotential (Sidan 72)

Andra AP-fonden delar utredningens bedömning att det är svårt att fastställa den långsiktiga besparingspotentialen med en konsolidering och att det kommer att ta tid innan samtliga dessa kan realiseras.

I konsekvensanalysen i kapitel 7.2.1 framförs att de uppskattningar av potentiella besparingar som har lämnats av Andra AP-fonden och Sjätte AP-fonden skiljer sig kraftigt åt. Ett skäl till detta är säkert att de förutsättningar som har givits när dessa uppskattningar skulle lämnas var så vaga. Gör man antagandet att den verksamhet som bedrivs av Sjätte AP-fonden i allt väsentligt ska bibehållas, men inom Andra AP-fonden, blir de möjliga besparingarna mycket begränsade. Gör man däremot antagandet att investeringarna i de onoterade tillgångarna ska bedrivas i enlighet med den strategi och metod som Andra AP-fonden har fastställt, då skulle besparingarna kunna bli större.

I kommentarerna till frågan om en minskning av antalet stockholmsfonder (avsnitt 5.4.1), där den uppskattade besparingspotentialen är betydligt större än 5–50 miljoner kronor per år, gör Andra AP-fonden en uppskattning av den förväntade effekten på utgående pensioner. Det är ett sätt att sätta uppskattad besparing i perspektiv. Slutsatsen är att utbetalda pensioner per pensionär och månad i praktiken inte nödvändigtvis ökar alls. Samma slutsats gäller än mer i frågan om en konsolidering av Andra och Sjätte AP-fonderna, eftersom besparingspotentialen är mindre. Att motivera en sådan förändring med att besparingspotentialen skulle gynna svenska pensionärer i meningsfull utsträckning framstår som svårt. Däremot skulle pensionärer, alldeles oavsett antalet AP-fonder, kunna komma att gynnas betydligt av ett införande av en så kallad "gas" (se detaljkommentarerna till avsnitt 5.4.1).

De upp till 50 miljoner kronor (om än enbart motsvarande cirka 0,01 procent av Andra och Sjätte AP-fondernas samlade kapital, vilket varierar i värde betydligt mer än så på daglig basis) som bedöms kunna sparas vid en konsolidering är mycket pengar i ett perspektiv, men det är samtidigt en osäker uppskattning som dessutom kommer till en kostnad.

Engångs-, övergångs- och avvecklingskostnader (Sidan 73)

Andra AP-fonden delar utredningens bedömning det är svårt att göra kvantitativa kostnadsuppskattningar med det underlag som föreligger, inte minst eftersom engångs-, övergångs- och avvecklingskostnader i stor utsträckning påverkas av hur verksamheten skulle avvecklas och överföras till Andra AP-fonden.

Även i detta avsnitt hänvisas till konsekvensanalysen i kapitel 7.1.2. Under rubriken Omställningskostnader och transaktionskostnader uppskattas "engångs-, övergångs- respektive avvecklingskostnader i storleksordningen 20–50 miljoner kronor". Någon redovisning av vilken analys som har gjorts eller metod som använts för denna uppskattning finns inte i utredningen. Det är därför inte möjligt att göra någon bedömning av uppskattningens validitet.

Transaktionskostnader (Sidan 73)

Andra AP-fonden delar i princip utredningens bedömning av transaktionskostnaderna vid en överföring av verksamheten i Sjätte AP-fonden till Andra AP-fonden. Medan det finns vissa möjligheter till att begränsa dessa kostnader på så sätt som utredningen påtalar och som Andra AP-fonden tidigare framfört till utredaren, så finns det dock en inte obetydlig risk att transaktionskostnaderna ändå blir väsentligt större.

De antaganden som kostnadsbedömningen förefaller ha utgått ifrån tycks (bland annat) komma från de uppskattningar som Andra AP-fonden har lämnat till utredningen. Det var uppskattningar som baserades på några försäljningar av riskkapital som Andra AP-fonden genomförde för flera år sedan. Rent generellt har kostnaden bland annat för relevanta externa juristtjänster ökat avsevärt sedan de genomfördes, vilket även tydligt påpekades för utredaren.

Det antagande som utredningen gör, att en så stor del av Sjätte AP-fonden tillgångar inte skulle behöva föras över till Andra AP-fonden att de direkta kostnaderna skulle kunna begränsas i en betydande omfattning, tycks inte stämma överens med det resonemang som på flera ställen i promemorian förs om värdet av att behålla Sjätte AP-fonden verksamhet och investeringar. Med ett annat förhållningssätt i denna fråga, såsom visas i Andra AP-fondens alternativa förslag till integrering, är dock resonemanget om att behålla (en andel av) portföljen i nuvarande struktur i en så kallad run-off-portfölj (eller avvecklingsportfölj), och ge Andra AP-fonden i uppdrag att ansvara för dess avveckling, relevant.

Man bör i detta sammanhang även beakta att transaktionskostnaderna för de investeringar som behöver genomföras i den löpande verksamheten under en eventuell pågående överföring av Sjätte AP-fonden investeringar till Andra AP-fonden, sannolikt även skulle öka. Detta eftersom de interna resurserna skulle vara mycket ansträngda under en sådan period och behovet av externt stöd skulle då vara betydligt större än annars. Ytterligare kommentarer om detta lämnas nedan i avsnittet om alternativkostnader.

Alternativkostnader (Sidan 75)

Andra AP-fonden delar utredningens bedömning att endast en liten negativ påverkan på förvaltningen av kapitalet, i procentuella termer, kan leda till att stora belopp, i absoluta tal, går förlorade.

I utredningen lyfts fram att påtvingade avbrott i investeringsverksamheten kan få negativ påverkan på möjligheter att få investera i attraktiva sidoinvesteringar. Detta kan vara korrekt, men framstår i sammanhanget som lite märkligt att lyfta fram, då större negativa konsekvenser av motsvarande skäl kan uppstå genom att möjligheter att få investera i de mest attraktiva fonderna kan förloras. Investeringar i fonder görs av såväl Andra AP-fonden som Sjätte AP-fonden och utgör sammantaget väsentligt större belopp än vad sidoinvesteringar någonsin kommer att göra.

I detta avsnitt framhåller utredningen även som en större alternativkostnadsfråga andelen riskkapital i den totala buffertfondportföljen. Andra AP-fonden noterar (här och på andra platser i remissvaret) att det är Första – Fjärde AP-fonderna som har fått i uppdrag att ta ställning till hur buffertfondkapitalet ska investeras för att vara till största möjliga nytta för pensionssystemet. Andelen illikvida tillgångar i Första – Fjärde AP-fonderna var vid årsskiftet 25,3 procent, varav 6,8 procentenheter utgjordes av riskkapital. Inklusivt Sjätte AP-fonden är motsvarande procentsatser

10,6 respektive 29,0 procent. Andra AP-fonden är den buffertfond som, utifrån sin analys av pensionssystemets behov, har störst investeringar i riskkapital, 12,0 procentenheter av den totala andelen illikvida investeringar på 30,5 procent. De nuvarande placeringsreglerna ger således utrymme för Första – Fjärde AP-fonderna att öka allokeringen till riskkapital eller andra onoterade tillgångar, om de gör bedömningen att det skulle vara till nytta för pensionssystemet, med betydligt större belopp än vad Sjätte AP-fonden förvaltar.

Den tillhörande diskussionen som förs på sidan 142 i konsekvensavsnittet förefaller inte beakta buffertfondernas uppdrag på ett korrekt sätt. Promemorian verkar utgå från någon form av avkastningsmaximeringsperspektiv, utan hänsyn till eller analys av vad som är till största möjliga nytta för pensionssystemet. Med den logiken skulle man kunna argumentera för att hela buffertkapitalet ska investeras i riskkapital. I själva verket måste den samlade risken också beaktas och avkastningen på utgående pensioner stå i centrum – inte enkom avkastningen på buffertkapitalet.

Promemorian konstaterar i sammanhanget att avkastningen för Sjätte AP-fonden de senaste fem åren har varit 15,6 procent att jämföra med 3,7 procent som är den genomsnittliga avkastningen för Första – Fjärde AP-fonderna (avsnitt 7.1.3, sidan 142). Utifrån denna felaktiga premis drar promemorian slutsatsen att eftersom Sjätte AP-fonden är den långsiktigt bäst avkastande fonden (sedan de införde sin nuvarande strategi,) så är det angeläget att denna kompetens och erfarenhet tas till vara.

Sammanfattande slutsatser (Sidan 76)

I detta avsnitt förs en rad resonemang kring flera frågeställningar som behandlats tidigare i utredningen, men här tillsammans med promemorians bedömningar och förslag. Strukturen i detta avsnitt, gör det svårt att i ett remissvar på ett pedagogiskt sätt lämna synpunkter.

Till en början framförs att *"Andra AP-fonden och Sjätte AP-fonden bedriver sinsemellan väldigt olika verksamheter"*. Det är såväl sant som falskt. På ett övergripande plan skiljer sig verksamheterna åt. Andra AP-fonden investerar betydligt bredare, med mål om att vara till största möjliga nytta för pensionssystemet, medan Sjätte AP-fonden enbart investerar i riskkapital, utan samma övergripande mål. Vad gäller den gemensamma nämnaren, nämligen investeringar i riskkapital, är verksamheterna däremot desto mer lika varandra, vilket redan konstaterats ovan.

Därefter kommenteras att Andra AP-fonden tidigare haft en kostnadsbild som varit något högre än de jämförbara buffertfonderna. Det är oklart varför denna historiska uppgift har någon betydelse i sammanhanget. Det bör dock noteras att skälen till att Andra AP-fonden, vid den tidpunkten, hade högre kostnader, var att den strategi som Andra AP-fonden valt för förvaltningen, med till exempel en mer diversifierad portfölj och betydligt större exponering mot tillväxtmarknader vilket typiskt sett är mer kostsamt. Regeringen har återkommande i de årliga utvärderingarna konstaterat att det är önskvärt med en större diversifiering mellan buffertfonderna och har välkomnat utvecklingen i den riktningen. Detta kommer att medföra att vissa kostnadsskillnader, såväl som avkastningsskillnader, ska förväntas. Alldeles oavsett är Andra AP-fonden i ett internationellt perspektiv kostnadseffektiv, vilket bland annat CEM konstaterar. Förvaltningen av de onoterade tillgångsslagen har bedrivits betydligt mer kostnadseffektivt av Andra AP-fonden än till exempel Sjätte AP-fonden.

Andra AP-fonden instämmer i att en konsolidering av Andra AP-fonden och Sjätte AP-fonden kan vara ett komplext integreringsprojekt, i synnerhet såsom promemorian föreslår att det ska gå till, vilket innebär stora risker (se även tidigare kommentarer). Det som saknas är emellertid en tydligare avvägning mellan för- och nackdelar.

Utredningen uppehåller sig därefter vid frågan om allokering av buffertkapitalet till investeringar i riskkapital. Enligt utredningen skulle en överföring av Sjätte AP-fondens tillgångar och verksamhet till Andra AP-fonden på sikt medföra en minskad andel riskkapital i buffertkapitalsystemet. Andra AP-fonden delar den bedömningen, men endast under antagandet att allt annat avseende förvaltningen av buffertkapitalet förblir oförändrat.

Det är, i det sammanhanget, värt att påminna om att det är ingen annan myndighet än Första – Fjärde AP-fonderna som givits i uppdrag att analysera pensionssystemets åtagandesida och med den analysen som utgångspunkt, bedöma hur buffertkapitalet bör investeras för att vara till största möjliga nytta för pensionssystemet. I förarbetena (Prop. 1999:2000:46) ges viss vägledning hur fonderna bör förhålla sig till avkastning och risk i förhållande till pensionssystemets mekanismer (se även avsnitt kommentaren till avsnitt 2.3).

Det anges, genomgående, sällan källor för det som framläggs i promemorian. Inte minst mot bakgrund av att det är just Första – Fjärde AP-fonden som har i uppdrag att oberoende av varandra analysera och besluta om den optimala tillgångsallokeringen, framstår det som förvånande att, utan angivande av källa, på sidan 77 göra följande påståenden:

”För systemet som helhet har Sjätte AP-fondens fokus på – och stora innehav av – onoterade aktier ansetts ge en önskvärd riskspridning.”;

”Sammantaget kan en sådan ändring av placeringsreglerna leda till en större riskspridning i buffertfondssystemet.”;

samt senare i promemorian på sidan 84 (under *”Behov av ändrade placeringsregler till följd av konsolideringen?”*):

”Det finns, som nämnts, risk att befara att resultatet av en konsolidering på sikt kommer att bli en minskad andel onoterade aktier i det totala buffertsystemet, i jämförelse med idag. En sådan utveckling bör förhindras. För systemet som helhet har nämligen Sjätte AP-fondens fokus på – och stora innehav av – onoterade aktier ansetts ge en önskvärd riskspridning.”.

I utredningsuppdraget ligger bland annat att analysera och beskriva konsekvenserna av en eventuell överföring av verksamheten i Sjätte AP-fonden till Andra AP-fonden. Av promemorian att döma tycks det redan vara givet att andelen riskkapital i det totala buffertsystemet ska upprätthållas. Utan angivande av källor och utan att redovisa någon relevant analys till stöd för detta, framstår det som märkligt. Lika fullt tycks detta ställningstagande ha en bärande betydelse för utredningens slutsatser. Se även Andra AP-fondens kommentarer ovan rörande *”riskspridning”* (kommentarerna på *”Finns det behov av en specialistfond inriktad på riskkapitalinvesteringar? (Sidans 68)”*).

Hur kan Sjätte AP-fondens upparbetade kompetens inom området riskkapitalinvesteringar tillvaratas? (Sidan 79)

I promemorian påstås felaktigt att Andra AP-fondens investeringar i riskkapital enligt dess strategi ska ske med begränsad avvikelse från portföljen med noterade aktier. Hur det missförståndet uppkommit är okänt. Det finns i själva verket betydande avsiktliga skillnader mellan de noterade och onoterade portföljerna, där de onoterade har ett tydligt fokus mot teknologi och hälsovård.

I promemorian konstateras att samtliga fonder har byggt upp intern kompetens för att förvalta investeringar i onoterade tillgångar och särskilt att Andra AP-fonden har en betydande och väldiversifierad portfölj (se bland annat sidan 81). Andra AP-fonden har även erfarenhet av att göra sidoinvesteringar till riskkapital, hållbar infrastruktur och fastigheter, men har inte skapat en större organisation för detta ändamål. Det är av strategiska skäl Andra AP-fonden har valt att inte göra detta. Det är många faktorer som ska vägas samman när man väljer strategi för investeringar i onoterade tillgångar. Andra AP-fonden har hittills gjort den sammanvägda bedömningen att portföljen med investeringar i riskkapital har en väl avvägd fördelning mellan de olika strategierna (venture, growth, buy-out, special situations) samt geografiskt. Så kallade sidoinvesteringar görs därför mer opportunistiskt.

I promemorian fästs stor betydelse vid de sidoinvesteringar som har gjorts av Sjätte AP-fonden och den kompetens de har inom detta område. I utredningen finns dock ingen analys av vilken betydelse dessa sidoinvesteringar faktiskt har för det samlade buffertkapitalet. I årsredovisningen för Sjätte AP-fonden finns endast begränsad information om avkastning och risk avseende sidoinvesteringarna. Dessa redovisas, tycks det, som en del av det så kallade buy-out segmentet. Detta är logiskt eftersom det sannolikt är inom detta segment som sidoinvesteringar ofta görs.

Värdet av sidoinvesteringar är föremål för akademisk debatt. Det är värt att notera att det inte kan betraktas som akademiskt klarlagt huruvida sidoinvesteringar de facto leder till förbättrad avkastning efter kostnader. Äldre litteratur såsom Fang et al. (2015)³ finner att avkastningen på sidoinvesteringar inte skapat mervärde medan nyare litteratur som Braun et al. (2020)⁴ finner att sidoinvesteringar före kostnader avkastat i linje med de tillhörande fonderna i stort och att det således finns extra avkastning efter kostnader är hämta. Båda studierna kan dock anses vara präglade av bristfälliga data, vilket gör att frågan inte kan anses som präglad av akademisk konsensus.

De begränsade uppgifter som finns till hands avseende sidoinvesteringarna i Sjätte AP-fonden gör det svårt att bedöma dess betydelse för buffertkapitalet. Med vissa antaganden kan man ändå få en tydligare uppfattning om detta, än vad som redovisas i promemorian.

Sidoinvesteringar görs, som sagt, framför allt inom det så kallade buy-out segmentet. Enligt Sjätte AP-fondens årsredovisning uppgick dessa till cirka 25 miljarder kronor vid utgången av 2023, de vill säga lite mindre än hälften av investeringarna i buy-out och lite mer än en tredjedel av Sjätte AP-fondens kapital. Det finns vissa uppgifter om den avkastning sidoinvesteringarna har givit, men avkastningar är volatila och varierar ganska så kraftigt år från år. En längre period ger en

³ [The Disintermediation of Financial Markets: Direct Investing in Private Equity \(nber.org\)](#)

⁴ [Adverse selection and the performance of private equity co-investments - ScienceDirect](#)

säkrare uppskattning. Sjätte AP-fonden redovisar till exempel en årlig avkastning de senaste tio åren för buy-out om 17,1 procent, inklusive deras sidoinvesteringar. Andra AP-fonden redovisar för motsvarande period en liknande avkastning om 17,7 procent på sina investeringar i riskkapital, trots att Andra AP-fonden endast gjort ett mindre antal sidoinvesteringar. Den senaste femårsperioden, där avkastningen har varierat ovanligt kraftigt år från år, visar på att Sjätte AP-fondens sidoinvesteringar har avkastat bättre än deras fondinvesteringar. Detta är dock en alltför kort period att dra långsiktiga slutsatser ifrån. Man bör dessutom bedöma i vilken utsträckning den högre avkastningen har skapats genom ett större risktagande och om detta i sig var rimligt att göra.

Vilket värde sidoinvesteringarna i Sjätte AP-fonden har, ska sättas i relation till buffertkapitalet i sin helhet. Vid utgången av 2023 uppgick detta till 1 950 miljarder kronor. Avkastningen sedan start har i genomsnitt varit 6,2 procent. Om man lite förenklat antar att förvaltningen av kapitalet fortsätter att ha en liknande avkastning så innebär detta en årlig avkastning om cirka 120 miljarder. Sidoinvesteringar kommer alltid, per definition, utgöra en mindre del av investeringar i riskkapital. Ett antagande om en tre procent högre avkastning från sidoinvesteringar jämfört med övriga investeringar i riskkapital är optimistiskt men kan möjligen vara rimligt i illustrerande syfte, även om osäkerheterna är betydande. Denna antagna högre avkastning räknat på Sjätte AP-fonden nuvarande sidoinvesteringar skulle uppgå till ett i sig betydande belopp, men det motsvarar ändå enbart cirka 0,04 procent av buffertkapitalets sammantagna kapital. Därmed inte sagt att avkastning i den storleksordningen saknar betydelse. Dock är den inte av sådan storlek att det är uppenbart att det är meningsfullt att fästa sådan stor vikt vid värdet av sidoinvesteringar som promemorian tycks göra. Det bör också poängteras, återigen, att det inte är uppenbart att sidoinvesteringar de facto har en högre förväntad nettoavkastning är riskkapital i stort, trots att de kommer med lägre kostnader. För att sätta siffran ytterligare i perspektiv skulle motsvarande förväntade högre avkastning till exempel kunna erhållas om Andra AP-fonden marginellt ökade sin allokering till noterade aktier.

Det är viktigt att poängtera att Andra AP-fonden inte gör någon bedömning eller värdering av den kompetens och erfarenhet som finns i Sjätte AP-fondens organisation. Utredningen gör dock bedömningen att Sjätte AP-fondens upparbetade kompetens och färdigheter särskilt inom sidoinvesteringar bör tas till vara. Denna bedömning måste rimligen utgå från premissen att sidoinvesteringar har en viktig roll i förvaltningen av buffertkapitalet. Någon relevant analys som påvisar detta finns emellertid inte i utredningen. Ovanstående resonemang illustrerar den begränsade roll sidoinvesteringar kan förväntas ha för buffertkapitalet som helhet.

Andra AP-fonden och Sjätte AP-fonden har valt olika modeller och strategier för sina investeringar i riskkapital. Det sätt som Andra AP-fonden valt är betydligt mindre resurskrävande, men med ett resultat som är jämförbart med Sjätte AP-fonden. Därutöver har Andra AP-fonden byggt upp betydande portföljer inom andra onoterade tillgångsslag såsom fastigheter, hållbar infrastruktur, jord och skog samt onoterade krediter, med samma resurssnåla tillvägagångssätt. Fördelarna med att göra investeringar i en organisation som dessutom investerar inom samtliga noterade tillgångsslag är betydande. Andra AP-fonden har stor nytta av de resurser som finns inom fonden för till exempel risk- och avkastningsanalys, ekonomi, affärskontroll (betalningsflöden), juridik, compliance, hållbarhet, informationssäkerhet, valutahandel, med mera, som alla arbetar med samtliga onoterade tillgångsklasser, liksom med de noterade tillgångsklasserna.

Vad gäller resonemanget om samverkan mellan AP-fonderna, konstaterar Andra AP-fonden att det ofta finns skäl att föra diskussioner med andra investerare, även i frågor gällande investeringar i onoterade tillgångar. Det gör Andra AP-fonden löpande. I vissa fall har detta lett till mer strukturerade samarbeten och i andra fall sker det mer på ad hoc basis. Andra AP-fonden och Sjätte AP-fonden har genom åren haft olika samarbeten och Andra AP-fonden ser inga hinder mot att detta kan fortsätta, oavsett strukturen på AP-fonderna.

Blir buffertfonderna svåra att utvärdera efter en konsolidering? (Sidan 82)

I detta avsnitt förs ett resonemang om det blir svårare att utvärdera buffertfondernas verksamhet, i det fall Andra AP-fonden tillförs det som kapital Sjätte AP-fonden förvaltar. Andra AP-fonden delar i och för sig utredningens bedömning att utvärderingen av AP-fonderna bör kunna ske på ett effektivt sätt även efter det att en sådan överföring har skett. Storleken på Sjätte AP-fonden torde inte vara så stor att det spelar någon roll om dess kapital enbart förs till Andra AP-fonden.

I detta sammanhang måste dock den större fråga, som utredningen har förbiset, lyftas fram, nämligen ett av huvudskälen till varför det har beslutats att buffertkapitalet ska förvaltas av flera oberoende AP-fonder, med likalydande uppdrag.

Redan i inledning av propositionen 1999/2000:46 till AP-fondernas nu gällande regelverk framgår bland annat (sidan 1) att "buffertfonderna skall självständigt förvalta sina medel" och att "varje fond skall årligen tillföras lika mycket av de medel som förs till AP-fondssystemet och bidra med lika mycket".

Det konstateras vidare att var och en av dessa AP-fonder ska besluta om tillgångsallokering efter en analys av pensionssystemets skuldsida genom en så kallad ALM-analys (Asset Liability Management), där varje buffertfonds åtagande definieras som en fjärdedel av hela systemets åtagande. Om detta kan man läsa bland annat på sidan 77 i propositionen 1999/2000:46. På de efterföljande sidorna i propositionen förs ett resonemang om hur Första – Fjärde AP-fonderna ska förhålla sig till och utgå från pensionssystemets behov, när de beslutar om hur buffertkapitalet ska investeras.

I förarbetena till det nuvarande regelverket för AP-fonderna framhålls vidare att uppdelningen av förvaltningen av buffertkapitalet på flera likvärdiga fonder syftar till att sprida och därigenom minska de risker som alltid finns för felaktiga investeringsbeslut (se bland annat sidan 117 prop. 1999/2000:46).

Det finns flera olika moment i analysarbetet med att utarbeta en förvaltningsstrategi där ansatsen, givet målet för placeringsverksamheten, inte är given och där olika ansatser kan leda till bättre diversifiering. Det är en synpunkt som också har lyfts fram i regeringens utvärdering av AP-fonderna (se till exempel Regeringens skrivelse 2009/10:130 "Redovisning av AP-fondernas verksamhet t.o.m. 2009), där man säger:

"Ett motiv med inrättandet av flera fonder med identiska uppdrag var att åstadkomma spridning av förvaltningsriskerna, då fondförvaltning alltid innebär en risk för felaktiga investeringsbeslut. Skillnader i fondernas förvaltningsmodeller är således i linje med en av utgångspunkterna för AP-fondernas nuvarande struktur. Initiativ att utveckla

förvaltningsmodellerna, som kan medföra ökade skillnader mellan fonderna, bör därför i grunden betecknas som positiva.”.

Det är viktigt att understryka att värdet av en mångfald i utvecklingen av investeringsstrategier inte bara kan bedömas utifrån huruvida förvaltningsstrategierna och förvaltningsresultatet (i efterhand) visade sig bli väsentligen olika eller inte utan bör också värderas utifrån värdet av att analysen (på förhand) har gjorts av flera oberoende processer.

Behov av ändrade placeringsregler till följd av konsolideringen? (Sidan 82)

Inledningsvis i detta avsnitt noteras det att *”Första–Fjärde AP-fonderna investerar betydligt bredare i illikvida tillgångar och med en i huvudsak annan inriktning än Sjätte AP-fonden.”* Det är oklart vad som menas med detta. Det är riktigt att Första–Fjärde AP-fonderna investerar i fler onoterade tillgångsslag än Sjätte AP-fonden, som uteslutande investerar i riskkapital. När det gäller investeringar i just riskkapital är det dock svårt att se att Sjätte AP-fonden har en i *”huvudsak annan inriktning”* än övriga AP-fonder eller vilken betydelse detta skulle ha för de frågor som utredningen har att ta ställning till.

I avsnittet konstateras vidare att Andra AP-fonden, vid en konsolidering, *”kommer att få en alltför hög allokering av illikvida tillgångar”*, samt att Andra AP-fonden kommer att vilja *”minska andelen onoterade aktier”*. Dessa konstateranden görs sannolikt utifrån vissa svar Andra AP-fonden lämnat till utredaren. Det måste noteras att dessa svar bygger på vissa antaganden.

Till att börja med bör det noteras att Andra AP-fonden varje år genom en så kallad ALM-studie och därefter fastställer den strategiska allokering som förvaltningen av buffertkapitalet utgår ifrån. Den önskade andelen riskkapital kan mycket väl komma att ändras. De svar som har lämnats till utredningen utgår från den nuvarande allokeringen, som i sin tur bygger på de förutsättningar som gällde då denna fastställdes.

En faktor som har betydelse för hur stor allokeringen till riskkapital blir i absoluta tal, är fondkapitalets storlek. Skulle till exempel en konsolidering av buffertfonderna i Stockholm ske genom avveckling av en av de fonderna, så påverkas frågan om allokering av kapital till riskkapital av hur kapitalet från den fond som avvecklas fördelas.

Avslutningsvis i detta avsnitt i utredningen, görs det, som redan berörts tidigare, gällande att:

”Det finns, som nämnts, risk att befara att resultatet av en konsolidering på sikt kommer att bli en minskad andel onoterade aktier i det totala buffertsystemet, i jämförelse med idag. En sådan utveckling bör förhindras. För systemet som helhet har nämligen Sjätte AP-fondens fokus på – och stora innehav av – onoterade aktier ansetts ge en önskvärd riskspridning.”.

Ett liknande resonemang förs på andra ställen i utredningen, men Andra AP-fonden har inte kunnat finna att det i utredningen har återgivits, eller hänvisats till, någon analys eller resonemang, som ger stöd för var i lagstiftningen detta tydliga och starka ställningstagande kommer till uttryck.

Även i detta sammanhang är det nödvändigt att påminna om att det enligt gällande lagstiftning och dess förarbeten är Första–Fjärde AP-fonderna som är de enda myndigheter som har att

analysera, med utgångspunkt i pensionssystemets konstruktion och behov, och besluta om hur buffertkapitalet i pensionssystemet ska allokeras och investeras. Deras oberoende i förhållande till regeringen och varandra, är fastställt i lag och motiveras omsorgsfullt i lagens förarbeten.

I utredningen görs inget försök att förhålla sig till denna så grundläggande princip i det nuvarande pensionssystemet och buffertkapitalets förvaltning. Att lämna konkreta förslag om allokeringen av buffertkapitalet utan någon analys och utan beaktande av den av de mest grundläggande principerna för AP-fondernas organisation, framstår som märkligt och kan uppfattas som ett underkännande till de faktiska analyser som Första – Fjärde AP-fonderna har gjort.

Hur kan Sjätte AP-fonden på ett lämpligt sätt integreras i buffertfondssystemet utan att organisationsstrukturen ändras? (avsnitt 5.3.3 och 7.1.3)

Oförändrad roll för Sjätte AP-fonden i buffertfondssystemet? (Sidan 85)

Andra AP-fonden delar utredningens bedömning att den verksamhet som Sjätte AP-fonden bedriver, även skulle kunna bedrivas som en del av Andra AP-fonden. Faktum är att Andra AP-fonden redan idag bedriver en mycket likartad verksamhet och har de resurser och djupa kunskaper som är nödvändiga. Andra AP-fonden har investerat i riskkapital sedan 2001 och har betydande erfarenhet av att investera i samtliga onoterade tillgångsslag. Det finns, som utredningen konstaterar i kapitel 5.3.2, stora fördelar med att bedriva en sådan verksamhet inom ramen för en "blandfond".

I utredningen förs dock, precis som i avsnitt 5.2.2, ett resonemang om att Sjätte AP-fondens verksamhet skulle vara till nytta för inkomstpensionssystemet på ett annat sätt, som en så kallad "extra buffert" i systemet. I utredningen ges inget stöd för detta påstående, vare sig genom någon egen analys eller hänvisning till analys eller bedömning som gjorts av någon annan. Se även Andra AP-fondens kommentarer ovan under rubriken "Finns det behov av en specialistfond inriktad på riskkapitalinvesteringar? (Sidan 68)".

Skulle det ändå beslutas att behålla de investeringar Sjätte AP-fonden har gjort, vid sidan av Första – Fjärde AP-fonderna, är det inte uppenbart att det övergripande målet om att maximera nyttan för pensionssystemet uppnås. Andelen av det sammantagna buffertkapitalet som utgörs av Sjätte AP-fonden varierar också över tid, till skillnad från andelen riskkapital i exempelvis Andra AP-fonden som hanteras och anpassas löpande i ett totalportföljsperspektiv.

I promemorian framhålls vidare följande

"Andra AP-fonden skulle helt enkelt inte långsiktigt kunna bedriva riktigt samma omfattande riskkapitalverksamhet som Sjätte AP-fonden nu bedriver. Inom ramen för gällande placeringsrestriktioner och med hänsyn till målet för verksamheten, är det lämpligt för Andra AP-fonden att ha en större diversifiering inom hela tillgångsslaget illikvida tillgångar än den mycket stora koncentration av riskkapital som blir följden av en konsolidering med Sjätte AP-fonden."

Ordvalet "kunna" är olyckligt. Att Andra AP-fonden med stor sannolikhet skulle välja att, över tid, gradvis minska allokeringen till riskkapital, efter den dubbling ett övertagande av Sjätte AP-

fonden skulle innebära, har med helhetsuppdraget som givits att göra, det vill säga att vara till största möjliga nytta för pensionssystemet. En allokering om 25 procent till riskkapital, vilket skulle vara allokeringen till riskkapital i Andra AP-fonden efter en konsolidering med Sjätte AP-fonden, anses inte uppnå det målet, utan bedömningen idag är att andelen bör vara cirka 10 procent. Det har således inte med förmåga att göra.

Det resonemang som förs därefter i promemorian om risk och avkastning är svårt att följa. Ett argument som framförs är att avkastningen för Sjätte AP-fonden de senaste fem åren har varit 15,6 procent att jämföra med 3,7 procent som är den genomsnittliga avkastningen för Första – Fjärde AP-fonderna. I avsnitt 7.1.3, sidan 143, utgår utredningen vidare från denna uppgift och drar slutsatsen att eftersom Sjätte AP-fonden är den långsiktigt bäst avkastande fonden (sedan de införde sin nuvarande strategi) så är det angeläget att denna kompetens och erfarenhet tas till vara.

Med all respekt för den kompetens som finns på Sjätte AP-fonden, så är detta ett exempel då äpplen jämförs med päron. Närmare bestämt jämförs en portfölj med mycket hög risk, som utformats utifrån ett väldigt snävt uppdrag, med en betydligt mer diversifierad portfölj som utformats utifrån en helhetsanalys av pensionssystemet och i grunden utifrån ett annat övergripande uppdrag.

Fem år är en kort utvärderingsperiod, men avkastningen på Andra AP-fondens investeringar i riskkapital har varit cirka 18 procent under samma period. Även under den senaste 10-årsperioden överstiger avkastningen från Andra AP-fondens investeringar i riskkapital, den som Sjätte AP-fonden har redovisat. Det ska inte nödvändigtvis tolkas som att Andra AP-fondens portfölj är bättre, eftersom två portföljer med liknande *förväntad* avkastning och risk i praktiken kan komma att få vitt skild *realiserad* avkastning, utan syftet är enbart att illustrera vilken avkastningsjämförelse som är mest relevant. Skälet till den skillnad i avkastning som utredningen gör en stor sak av, beror på de olika uppdrag som fonderna har fått, men när äpplen jämförs med äpplen ser saken annorlunda ut.

Härefter konstateras det i promemorian att:

"Vad som nu sagts gör det angeläget att fördjupa analysen av lämpligheten av en oförändrad roll för Sjätte AP-fonden i buffertfondssystemet."

Andra AP-fonden delar den bedömningen, men tyvärr görs ingen sådan fördjupning av analysen. Istället återupprepas bara påståendet att syftet med Sjätte AP-fondens placeringar, att bidra till ytterligare riskspridning till en god avkastning, har fortsatt giltighet.

Utredningens förslag att inte förändra Sjätte AP-fondens roll i buffertfondssystemet tycks i slutändan vila på ett uppfattat behov av en "extra buffert" och en "bedömning" av att Första – Fjärde AP-fonderna inte har gjort tillräckligt stora investeringar i riskkapital. Det finns inget stöd i promemorian för något av detta.

Kostnadseffektivitet genom ökad samverkan och samarbete (Sidan 87)

Samlokalisering och samverkan kring stödfunktioner

Detta avsnitt berör samlokaliseringsfrågan på ett mycket övergripande sätt. Det framhålls att Sjätte AP-fonden hyr ett kontor i Stockholm för att underlätta rekrytering av nischkompetens och vid besök av internationella fonder och att Andra AP-fonden skulle kunna ha nytta av detta kontor för samma syften. Andra AP-fonden har inte bedömt att ett kontor i Stockholm behövs för rekrytering av medarbetare. Internationella fonder, vilka utgör den absoluta merparten av de Andra AP-fonden investerar i, kommer till Göteborg när vi så önskar.

En eventuell samverkan kring vissa begränsade stödfunktioner noteras i promemorian och tankar kring en samlokalisering diskuteras utan att på något sätt konkretisera eventuella besparingar. Rent allmänt framstår påstådda positiva effekter som hypoteser, utan egentlig analys av om och hur det skulle kunna fungera i praktiken. I sammanhanget uppskattas däremot en kostnad för en samlokalisering till 5 miljoner. Det framgår inte hur denna beräkning har gjorts och den förefaller vara i underkant.

En komplicerande faktor som inte berörs i promemorian är det att AP-fonderna regelmässigt erhåller marknadspåverkande information som gällande regelverk kräver ska hanteras med sekretess. AP-fonderna betraktas i dessa sammanhang som skilda rättssubjekt. Det skulle, såvitt vi förstår, kräva nya rutiner, för att säkerställa att regelverken efterföljs. Detta skulle potentiellt kunna medföra såväl betydande kostnader som begränsningar i fondernas arbets sätt.

Sammanfattande slutsatser (Sidan 87)

I detta avsnitt återupprepas i allt väsentligt det som i promemorian redan under tidigare avsnitt, utan analys, argumenterat för, nämligen att Sjätte AP-fondens investeringar i riskkapital skulle ha en särskild, riskspridande, roll i buffertfondsystemet och att övriga AP-fonder har för lite av detta. Detta har Andra AP-fonden kommenterat ovan på flera ställen i detta remissvar.

Det förtjänar att erinra om att nuvarande regelverk för buffertfonderna möjliggör för dessa att öka sina investeringar i riskkapital med belopp motsvarande Sjätte AP-fondens investeringar, om de efter en sådan analys som lagen anger finner att det vore till största möjliga nytta för pensionssystemet. Det förtjänar att erinra om att nuvarande regelverk för buffertfonderna möjliggör för dessa att öka sina investeringar i riskkapital med belopp motsvarande Sjätte AP-fondens investeringar, om de efter en sådan analys som lagen anger finner att det vore till största möjliga nytta för pensionssystemet.

Avslutande kommentar och slutsats (Sidan 91)

I detta korta avsnitt, utan någon reell diskussion och utan att respektive förslags för- och nackdelar vägs mot varandra, drar promemorian slutsatsen att samverkansalternativet i föreliggande avsnitt är att föredra över konsolideringsalternativet i föregående avsnitt. Att en så, till synes, fundamental avvägning saknas är förvånansvärt.

Den motivering som ges är "Förslaget har stor potential det bidrar till en önskvärd riskspridning i systemet, eftersom onoterade aktier är ett tillgångsslag med hög potentiell avkastning, och kan snabbt genomföras.". Som Andra AP-fonden kommenterat tidigare utgår promemorian ifrån det tveksamma ställningstagandet att Sjätte AP-fonden har som syfte att bidra med riskspridning,

vilket enligt formuleringen ifråga inte tycks ha något med risk att göra utan enbart med att riskkapital har (och har haft) en hög förväntad avkastning.

En viss konsolidering av de stockholmsbaserade buffertfonderna (avsnitt 5.4.1 och 7.2.2)

En viss konsolidering av de stockholmsbaserade buffertfonderna (Sidan 93)

Den motiverande texten lyder:

”Förslaget att konsolidera tre stockholmsbaserade buffertfonder till två syftar ytterst till att förbättra förutsättningarna för en ändamålsenlig och kostnadseffektiv förvaltning av buffertkapitalet och på så sätt uppnå en högre nettoavkastning som bidrar till finansieringen av – och stabiliteten i – pensionssystemet.”

I vad som följer av avsnittet presenteras ingen analys eller några övertygande argument till i vilken grad som det åsyftade målet uppnås. Som exempel saknas en bedömning av vad föreslagen förändring de facto kan förväntas innebära i termer av ”finansieringen av – och stabiliteten i – pensionssystemet” och, i slutändan, utgående pensioner. Den frågan kommenterar Andra AP-fonden senare i denna bilaga.

Avveckling av en buffertfond – fördelning till en eller två befintliga, mottagande buffertfonder? (Sidan 93)

Promemorian diskuterar två olika alternativ avseende hur tillgångarna i den nedlagda stockholmsfonden ska fördelas, på en eller på båda kvarvarande stockholmsfonder. Det finns visserligen skäl att överväga att tillgångarna förs till enbart en annan AP-fond. På kort sikt skulle det, som promemorian menar, kunna leda till en såväl mindre komplexitet som lägre risk, vilket dock kräver en djupare analys för att konstatera. Av de två alternativ som nämns föredrar Andra AP-fonden, precis som utredaren, dock att fördelningen sker till de två kvarvarande fonderna.

För att upprätthålla de fördelar som åsyftats med inrättandet av flera fonder samt deras oberoende, har lagstiftaren pekat på vikten av att såväl medelstilldelningen som uttaget från fonderna vid start och kontinuerligt, sker i lika delar (se om detta bland annat i Ds 1999:38 sidan 123 och propositionen 1999/2000:46 sidan 117). Detta utgör en av grundprinciperna för organisationen av förvaltningen av buffertkapitalet. Se även synpunkter under rubriken ”Blir buffertfonderna svåra att utvärdera efter en konsolidering? (Sidan 82)” på sida 33 ovan.

Det kan finnas olika åsikter om värdet av diversifiering, men det är förvånande att utredaren inte belyser denna fråga, eftersom det utgjorde ett av de grundläggande skälen till att flera fonder etablerades. Ett beslut om att ändra organisationsstrukturen och metoden för dess genomförande som förändrar den tidigare beslutade principen, bör inte ske utan att denna fråga har analyserats och beaktats.

Positiva kvalitativa effekter – stärkt förvaltningsverksamhet (Sidan 95)

I detta avsnitt diskuterar promemorian fördelar med att minska antalet stockholmsfonder och med det inleds argumentationen för huruvida detta är att föredra. I föregående avsnitt var nedläggningen av en stockholmsfond snarare en premis.

Promemorian konstaterar direkt:

"Hur den, på detta sätt stärkta verksamheten, skulle påverka avkastningen är emellertid mycket svårt att kvantifiera. Det går dock att peka på en rad möjliga källor till positiva avkastningseffekter över tid."

Andra AP-fonden instämmer i att en sådan kvantifiering är svår att göra. Den typen av bedömningar är genuint svåra såväl som osäkra. Det är ändå överraskande att promemorian, i slutändan, förslår så pass långtgående organisationsförändringar i stockholmsfonderna utan att ens storleksordningen på den förväntade förbättringspotentialen indikeras.

Den inneboende osäkerheten kan möjligen betraktas som uttryck för att potentiella positiva avkastningseffekter är små. Det konstateras både i regeringens årliga utvärdering och i föreliggande utredning att samtliga AP-fonder idag är välskötta och framgångsrika. Fonderna har förvaltningsstrategier som skiljer sig åt, men investerar alla i grunden på ett diversifierat vis i många olika former av tillgångsslag, inklusive onoterade sådana, och utifrån många olika strategier, inklusive relaterat till hållbarhet, på ett sätt som kan betraktas vara i framkant internationellt sett, trots resurssnåla organisationer. Det torde tala för att förbättringspotentialen är liten.

Ett antal potentiella fördelar med en minskning av antalet stockholmsfonder anges därefter. Diskussionen präglas av hypoteser snarare än ordentlig analys och väl underbyggda slutsatser. Vad innebär, som exempel, konkret *"Systemplattformar för kvantitativ analys och förvaltning skulle vidare kunna vidareutvecklas och stärkas"*? Det framgår inte varför detta inte kan göras inom befintlig struktur eller hur stor förbättringspotentialen faktiskt är. De flesta verksamheter kan i princip "stärkas". Den springande punkten är om marginalbidraget är motiverat sett till kostnader och risker. Avvägningen mellan för- och nackdelar, vilket Andra AP-fonden återkommer till flera gånger i detta remissvar, är central. Sådana saknas genomgående i promemorian, och så även här.

Ett annat exempel är formuleringen *"Större organisationer skulle dessutom, med specialisering och diversifiering över tid, skapa attraktiva roller på kvarvarande fonder och leda till förbättrade möjligheter att rekrytera personal med rätt kompetens och driv"*. Det är inte uppenbart för Andra AP-fonden att ökningen av förvaltad kapital, för en enskild fond eller alla kvarvarande fonder, skulle vara tillräckligt stor för att spela roll på det sätt som utredaren påstår. Det är heller inte vårt intryck att det är svårt för AP-fonderna att rekrytera kompetent personal med rätt "driv". Promemorian presenterar heller inte stöd för påståendet.

I slutet av avsnittet konstaterar promemorian att *"Värdet av en ökning av avkastningspotentialen med någon tiondels procent per år är stort"* och på sidan 147 skriver promemorian att *"Värdet av en ökning av avkastningspotentialen med någon tiondels procent per år är betydligt högre än möjliga kostnadsbesparingar"*. Ingenstans framgår det dock om förbättringspotentialen de facto är i den storleksordningen eller om en ökning med någon tiondels procent är tillräckligt stort för att motivera den omfattande organisationsförändring som föreslås. Att bekräfta att värdet av någon tiondels procent är betydligt högre än möjliga kostnadsbesparingar får läsaren därutöver räkna ut själv. Vad som menas med "värde" framgår inte heller. Menas exempelvis värde i termer av ökade pensioner eller avkastning mätt i kronor?

Besparingspotential (Sidan 95)

Andra AP-fonden instämmer i att AP-fonderna redan idag är kostnadseffektiva i ett internationellt perspektiv. Samtidigt finns troligen ytterligare åtgärder som kan vidtas för att kostnaderna ska minska ytterligare, till exempel att en stockholmfond läggs ner. Det viktiga är att sådana potentiella besparingar, tillsammans med bedömd positiv effekt på avkastningen i övrigt, omsorgsfullt vägs mot de kostnader och risker som sådana beslut innebär. På den punkten brister promemorian.

Den uppskattning av besparingspotential som anges på sidan 147 i promemorian ger intryck av betydande osäkerhet, vilket i sig är naturligt. Eftersom promemorian inte förser läsaren med en tydlig uppställning av hur besparingspotentialen beräknats är det svårt att, utifrån promemorian, ta ställning till om uppskattningen är rimlig. En mer utförlig uppställning hade varit tillhjälp.

Det hade också underlättat om besparingspotentialen sattes i ett sammanhang. För det ändamålet kan man till exempel att beräkna uppskattade besparingar, samtidigt som man unnar sig att bortse från att besparingarna också kostar pengar att uppnå, i relation till storleken på posterna i inkomstpensionssystemets balansräkning. Den uppskattade besparingspotentialen av att minska antalet stockholmssfonder (90 till 350 miljoner kronor per år) motsvarar, som andel av det samlade buffertkapitalet, cirka 0,5 till 2,0 baspunkter (det vill säga hundradelars procent). Det är inte en oväsentlig skillnad men heller inte en som systemets finansiella ställning står och faller med. Som andel av pensionsskulden, som representerar värdet av intjänade pensionsrätter, motsvarar besparingen 0,1 till 0,3 baspunkter.

Man kan också beräkna besparingen i relation till antalet pensionärer. Besparingen i kronor per pensionär och månad är, givet att antalet pensionärer i Sverige är cirka två miljoner, 4 till 15 kronor. Även om det är Andra AP-fondens starka övertygelse att det är viktigt med kostnadseffektiv kapitalförvaltning framstår storleken på besparingspotentialen som liten hur man än räknar – i synnerhet när de risker och kostnader som förslaget medför beaktas. Det är oklart varför sådana beräkningar, som illustrerar det slutliga värdet för pensionären, inte inkluderas i utredningen.

Intjänade pensionsrätter växer dock med den genomsnittliga löneutvecklingen i Sverige (Inkomstindex), inte i en direkt mening med AP-fondernas avkastning. Undantaget är om kvoten mellan tillgångarna och skulderna i systemet (Balansaltet) understiger 1,0000. I en sådan situation bromsas utvecklingen på pensionsrätterna tills systemet åter är i balans. Mekanismen benämns som den automatiska balansering, eller "Bromsen" som den också kallas.

AP-fondernas avkastning påverkar utgående pensioner enbart via Bromsen. Genom att skapa tillräckligt hög (förväntad) avkastning, som bidrar till att systemets tillgångar växer, utan att ta så hög risk att buffertkapitalets avkastning i sig medför en alltför hög sannolikhet att orsaka en bromsaktivering, växer utgående pensioner i en takt som inte understiger löneutvecklingen. Den mest intressanta frågan är således hur stor påverkan bedömd besparing får på sannolikheten för framtida balanseringar – och vad detta i slutändan betyder i termer av förväntade utgående pensioner. För det krävs något mer komplicerade beräkningar, men en rimlig uppfattning kan man bilda sig med förhållandevis enkla medel.

Låt oss, som ett best-case-scenario, utgå från den övre uppskattningen av besparingspotentialen respektive den lägre uppskattningen av omställningskostnader av engångskaraktär från att minska antalet stockholmsfonder, det vill säga 350 miljoner kronor per år (som för ändamålet antas växa med en inflationstakt om 2,0 procent per år) respektive 315 miljoner kronor per år. Låt oss också anta att den förväntade avkastningen på buffertkapitalet i övrigt är oförändrad.

Enligt Andra AP-fondens analys innebär nettobesparingen från en minskning av antalet stockholmsfonder att den årliga sannolikheten för balansering (allt annat lika och såsom systemet fungerar idag) på sikt minskar med cirka 0,03 procentenheter från 1,25 till 1,22 procent på 30 års sikt.⁵ Det är en mycket liten skillnad. Den årliga sannolikheten för balansering i grundscenariot är dessutom redan låg – mycket på grund av den starka ställningen i pensionssystemet i utgångsläget, som AP-fonderna bidragit till.

I termer av utbetalda pensioner kan den marginellt lägre sannolikheten för balansering på 30 års sikt (motsvarande en så kallad omsättningstid) förväntas leda till cirka 14 öre högre utbetald pension per pensionär och månad i reala termer, vilket procentuellt sett är försvinnande lite. Det är också, för att påpeka det uppenbara, markant lägre än ovan nämnda 15 kronor. Eftersom pensioner betalas ut i jämna kronor torde den förväntade förändringen i utbetalda pensioner i själva verket bli noll kronor per pensionär och månad. Om man väljer att gå vidare med detta alternativ framstår det, mot den bakgrunden, åtminstone som svårt att motivera besparingarna utifrån en ambition om att, i meningsfull utsträckning, öka framtida pensioner. Speciellt när riskerna och de relativt sett mer säkra kostnaderna som är förknippade med en minskning av antalet stockholmsfonder tas med i beräkningen.

Under antagande om att en så kallad "gas" införs tillfaller mer av besparingen pensionärskollektivet. På 30 års sikt kan då den uppskattade besparingen beräknas öka utbetalda pensioner per månad och pensionär med cirka 13 kronor i reala termer. Det är så klart mer än noll kronor, men fortsatt en blygsam ökning. Man måste i sammanhanget ha respekt för att det finns pensionärer för vilka 13 kronor kan spela roll. Det är dock 13 osäkra kronor. I praktiken torde således även ökningen av pensioner från att minska antalet stockholmsfonder med en införd gas anses vara noll.

Som jämförelse kan själva införande av en gas i systemet däremot, alldeles oavsett antalet stockholmsfonder, förväntas leda till betydligt högre pensioner (visserligen åtföljt av en högre årlig sannolikhet för balansering eftersom bufferten i systemet per konstruktion minskar när överskottet delas ut).

Poängen med analysen ovan är inte att argumentera för att besparingarna från att lägga ner en stockholmsfond är obetydliga. Tvärtom anser Andra AP-fonden, som sagt, att kostnadseffektivitet är centralt. Det handlar alltjämt om mycket pengar. Varje mynt har dock två sidor. Poängen är

⁵ För ändamålet används en förenklad simuleringsstudie som Monte Carlo-simulerar inkomstpensionssystemets balansräkning och därigenom framtida ställning givet en uppsättning antaganden som liknar utvecklingen i SCB:s demografiska basscenario och Andra AP-fondens långsiktiga avkastningsantagande. Den förenklade ansatsen medger att samma slumpantal påverkar simuleringen med tre stockholmsfonder som den med två stockholmsfonder. Det är viktigt eftersom skillnader i slumpaltalsgenereringen annars kan maskera (de mycket små) faktiska skillnaderna mellan scenarierna.

svarare att exemplifiera med beräkningar som utredaren hade kunnat utföra, eller låtit utföra, och utifrån dem hade kunnat föra en bättre diskussion kring fördelar och nackdelar samt avvägningen däremellan. Det går nämligen inte att komma ifrån att kostnaderna och riskerna från att lägga ner en stockholmsfond kan vara betydande, vilket direkt skulle få en negativ påverkan på buffertfondssystemet, samtidigt som den svenska pensionären från sitt perspektiv inte skulle gynnas nämnvärt av besparingarna ens om konsolideringsförslaget genomförs på ett framgångsrikt sätt.

Sammanfattande slutsatser (Sidan 98)

Andra AP-fonden instämmer i att *"Det finns således en rad för- och nackdelar kopplade till förslaget."* Dessa listas men det görs inget allvarligt försök att tydligt väga dessa mot varandra. Det går som sådant inte begripa hur utredaren hamnar i slutsatsen *"Sammantaget görs dock bedömningen att fördelarna överväger och det därför finns starka skäl för att genomföra detta konsolideringsförslag."* Vad "sammantaget" innebär eller varför skälen är "starka" går inte att läsa sig till. Att ett sådant långtgående förslag lämnas baserat på den knapphändiga analysen är förvånande.

Den omsorgsfulla avvägning mellan, å ena sidan, potential för ökad nettoavkastning och, å andra sidan, risker och kostnader, som är kritisk saknas således. Hade en noggrann avvägning skett, utifrån den information som ändå ges i konsekvensbeskrivningen, så är det svårt att se att promemorian hade kommit samma slutsats.

Avslutande kommentar och slutsats (Sidan 101)

Det påstås att *"De tre stockholmsbaserade fonderna har stora likheter. De har rört sig mot en mer likartad tillgångsallokering av förvaltad kapital"*. Påståendet följer, enligt Andra AP-fonden, inte från avsnittets diskussion. En betydligt mer djupgående beskrivning skulle behöva ligga till grund för ett sådant uttalande.

Regeringen skriver, som kontrast till utredaren, i på sidan 18 i Skr. 2022/23:130:

"Buffertfondernas självständighet gör att respektive fond har utvecklat sin egen förvaltningsmodell och att fonderna allokerar sina tillgångar olika."

Det verkar således som att regeringen i sin utvärdering kommit till en annan slutsats.

Ökad samverkan inom befintlig organisationsstruktur (avsnitt 5.4.3 och 7.2.3)

Närmare om AP-fondernas nuvarande samarbeten (Sidan 104)

Promemorian inleder avsnittet med att konstatera:

"Det kan inledningsvis konstateras att dagens system med parallella fonder som förvaltar ett gemensamt kapital utifrån gemensamma placeringsregler skiljer sig från hur det ser ut i andra länder."

Varför det är relevant information är oklart. Det svenska pensionssystemet kan i stort anses vara unikt såväl som – vilket är en av dess grundpelare – finansiellt stabilt.

Promemorian skriver vidare *"Som framgått ovan har Första– Fjärde AP-fonderna emellertid över tid rört sig mot en mer likartad tillgångsallokering"*. Att det skulle ha framgått håller Andra AP-fonden inte med om. "Ovan" diskuteras bara ett fåtal aspekter av fondernas verksamheter. En betydligt mer djupgående beskrivning och jämförelse av verksamheterna skulle behöva ligga till grund för ett sådant uttalande. Som tidigare påpekats verkar regeringen i sin utvärdering av AP-fonderna ha kommit till en annan slutsats (se synpunkter under rubriken "Avslutande kommentar och slutsats (Sidan 101)").

Närmare om samlokalisering och samverkan kring stödfunktioner av administrativ art (Sidan 105)

De förslag till obligatorisk samverkan mellan stockholmsfonderna framstår som teoretiska och inte förankrade i hur en kostnadseffektiv kapitalförvaltning bedrivs. Till viss del lyfts till synes mindre meningsfulla samarbetsområden fram såsom – precis som i frågan om Andra och Sjätte AP-fonderna (avsnitt 5.3.3) – delat pentry.

Det konstateras att *"Det står dock klart att risken för att indirekt börja begränsa oberoendet i kapitalförvaltningsverksamheten sätter gränser för hur långt samarbete och resursdelning mellan fonderna kan tas"*. I slutändan innebär det att kravet på samverkan begränsas till områden som inte är direkt relaterade till investeringsverksamheten. Undantaget vore samverkan kring ESG-kansli. Andra AP-fonden betraktar ESG-arbetet som en integrerad i investeringsprocessen.

Avseende samlokalisering, vilket också påpekats när det kommer till eventuell samlokalisering av Andra AP-fonden och Sjätte AP-fonden, berörs överhuvudtaget inte de juridiska eller praktiska problem som det kan medföra.

I grunden är samverkan positivt, så länge det inte inkräktar på fondernas oberoende. Det har bland annat utmynnat i de många samverkansformer som listas på sidan 103 i promemorian. Andra AP-fonden ställer sig emellertid frågande till den komplexitet som exempelvis gemensamma juristresurser, IT-plattform och kommunikationsavdelning i vår mening innebär. Det är inte uppenbart att det som presenteras som effektivitetshöjande är det i verkligheten. Eftersom utredningen är så knapphändig går det dock inte att utifrån dess diskussion bedöma huruvida förslagen är rimliga.

Utökat samarbete på områden närmare investeringsverksamheten (Sidan 106)

Andra AP-fonden delar den oro rörande de negativa effekter som ett obligatoriskt krav på samverkan kan komma att innebära som promemorian ger uttryck för. Utredaren skriver att *"det givetvis viktigt att se till att dessa samarbeten, inte ens indirekt, begränsar oberoendet i kapitalförvaltningen"*. Som sådant håller Andra AP-fonden med om att samverkan ska begränsas till områden av administrativ art, dock med förbehållet att promemorian inte presenterat något stöd för premissen att samverkan ska vara obligatorisk. Även de så kallat administrativa funktionerna, är dock genom system och rutiner integrerade i investeringsverksamheten. De är därför inte oproblematiskt att samarbeta kring dessa på ett mer kostnadseffektivt sätt än som sker idag.

Sammanfattande slutsatser (Sidan 107)

Andra AP-fonden instämmer i att *"risken för att indirekt börja begränsa oberoendet i förvaltningsverksamheterna sätter gränser för hur långt samarbetet och resursdelningen mellan fonderna kan tas, enligt detta alternativa förslag."* Bäst lämpade att ansvara för den gränsdragningen torde vara AP-fonderna.

Det framgår fortfarande inte varför själva grundpremisen att samverkan ska vara obligatorisk skulle vara sann, speciellt i ljuset av all samverkan som kommit till stånd mellan AP-fonderna i avsaknad av obligatoriska krav. Det framstår som mer ändamålsenligt att lämna åt AP-fonderna själva att söka samverkan inom områden där det bedöms tillföra värde. Detta arbete kan utvärderas löpande inom ramen för regeringens årliga utvärdering av AP-fonderna. Genom en sådan ordning undviks också att samverkansområden, som i praktiken inte är värdeskapande, lagfästs. Det framstår generellt som underligt att detaljreglera AP-fonderna på det vis som föreslås.

Avslutande kommentar och slutsats (Sidan 108)

Det konstateras igen att *"De [tre stockholmsbaserade fonderna] har rört sig mot en mer likartad tillgångsallokering av förvaltad kapital [...]"*. Huruvida detta stämmer går inte att utläsa från utredningen då det inte tidigare berörts i avsnittet. På fyra rader text ställs alternativet i avsnitt 5.4.2 och det i föreliggande avsnitt mot varandra, med "slutsatsen" att alternativet i avsnitt 5.4.2 är att föredra. Det går inte att förstå hur den avvägningen gått till.

Den omsorgsfulla avvägning mellan, å ena sidan, potential för ökad nettoavkastning och, å andra sidan, risker och kostnader, som är kritisk saknas således. Hade en noggrann avvägning skett, utifrån den information som ges i konsekvensbeskrivningen, så är det svårt att se att promemorian hade kommit samma slutsats.