

Finansdepartementet

Finansmarknadsavdelningen

Förvalsalternativet inom premiepensionen

Fi2020/00584/FPM

Februari 2020

Innehållsförteckning

1	Promemorians huvudsakliga innehåll	4
2	Lagförslag	5
2.1	Förslag till lag om ändring i socialförsäkringsbalken.....	5
2.2	Förslag till lag om ändring i lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder).....	8
2.3	Förslag till lag om ändring i offentlighets- och sekretesslagen (2009:400)	12
3	Ärendet.....	13
4	Premiepensionen – en del av den allmänna ålderspensionen	13
4.1	Pensionspyramiden.....	13
4.2	Närmare om premiepensionssystemet	14
4.2.1	Utformningen av systemet.....	14
4.2.2	Syfte och mål med ett premiebaserat pensionssystem	15
4.3	Placeringsreglerna i lagen om allmänna pensionsfonder	19
4.3.1	Lagens innehåll.....	19
4.3.2	Första–Fjärde AP-fondernas förvaltning	19
4.3.3	Sjunde AP-fondens förvaltning av premiepensionsmedel	21
4.4	Lagen om värdepappersfonder	22
4.4.1	Bakgrund	22
4.4.2	Förvalsalternativet – en ”syntetisk värdepappersfond”	23
4.4.3	Grunderna för att lagen om värdepappersfonder är tillämplig på Sjunde AP-fondens verksamhet.....	26
4.5	Sjunde AP-fonden	27
5	Tidigare överväganden.....	29
6	Erfarenheterna från åren som gått	31
6.1	Premiepensionen har levt upp till förväntningarna, men.....	31
6.1.1	Kapital och avkastning	31
6.1.2	Spararnas aktivitetsnivå.....	31
6.1.3	Spararnas kunskap och engagemang	32
6.2	...det har skett under 20 unika år	33
7	Beteendeekonomisk forskning	34
8	Ändamålsenlig pensionsförvaltning.....	36
8.1	Förvaltning av pensionskapital	36
8.2	Förvalsalternativ	38
9	Överväganden och förslag om förvalsalternativet	40
9.1	Allmänna utgångspunkter.....	40
9.1.1	Förvalsalternativet – en socialförsäkring utan garanti.....	40

9.1.2	En tydligare uppdelning mellan sparandefas och utbetalningsfas	42
9.2	Mål för förvalsalternativet	43
9.3	Riskenivå i förvalsalternativet	48
9.4	Förväntad avkastning under förvalsalternativets sparandefas	49
9.5	Förvalsalternativets sparandefas – en diversifierad tillväxtportfölj	51
9.6	Möjligheten att lösa in fondandelar	60
9.7	Möjligheten till riskjustering	61
9.8	Förvalsalternativets utbetalningsfas	63
9.9	Finansinspektionens tillsyn	64
10	Rätten att meddela och offentliggöra uppgifter i AP-fondernas investeringsverksamhet	65
11	Ikraftträdande- och övergångsbestämmelser	68
11.1	Ikraftträdande	68
11.2	Övergångsbestämmelser	68
12	Konsekvensanalys	69
12.1	Effekter på de offentliga finanserna och samhällsekonomin	69
12.2	Konsekvenser för myndigheter	70
12.3	Konsekvenser för de finansiella marknaderna	71
12.4	Övriga konsekvenser	71
13	Författningskommentar	72
13.1	Förslaget till lag om ändring i socialförsäkringsbalken	72
13.2	Förslaget till lag om ändring i lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder)	74
13.3	Förslaget till lag om ändring i offentlighets- och sekretesslagen (2009:400)	82

1 Promemorians huvudsakliga innehåll

I promemorian föreslås ett övergripande mål för förvalsalternativet för premiepensionen och ändringar av placeringsreglerna i syfte att nå målet.

Det övergripande målet för förvaltningen av förvalsalternativet föreslås vara att minimera risken för låga pensionsutfall och maximera förutsättningarna för bra pensionsutfall. Målet ska anges i lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder) och komplettera de mål som redan gäller för Sjunde AP-fondens placeringsverksamhet. Det föreslås också att Sjunde AP-fondens styrelse, utifrån det övergripande målet, ska fastslå närmare finansiella mål och inriktning. Dessa ska löpande ses över och vid behov revideras.

Förvalsalternativet, som i dag är en generationsfundsportfölj där pensionsmedlen fördelas mellan fonder efter pensionsspararens ålder, ska enligt förslaget i stället bestå av en sparandeportfölj och en utbetalningslösning.

För att det föreslagna målet ska uppnås bedöms att nivån på investeringsrisken i förvalsalternativets sparandefas generellt sett ska vara hög. Enligt förslaget ska förvaltningen av sparandeportföljen därför ske i en enda pensionsfond, en diversifierad tillväxtportfölj, med inriktning på att ackumulera pensionskapital. Flertalet av de bestämmelser som i dag gäller för Första–Fjärde AP-fondernas medelsförvaltning enligt lagen om allmänna pensionsfonder ska enligt förslaget gälla för Sjunde AP-fondens förvaltning av sparandeportföljen för att möjliggöra långsiktiga och alternativa investeringsstrategier. Möjligheten till daglig handel och värdering ska begränsas till minst en gång i månaden.

Riskenivån i utbetalningsfasen bör vara inriktad på dess karaktär av inkomstplanering, vilket som regel innebär en lägre investeringsrisk. Utformningen av och förvaltningen i utbetalningsfasen föreslås inriktas på pensionsutbetalning. Den nuvarande traditionella försäkringen som förvaltas av Pensionsmyndigheten föreslås utgöra förvalsalternativets utbetalningslösning. Pensionssparare med medel placerade i förvalsalternativet ska dock enligt förslaget kunna begära att uttag av premiepension i stället sker genom fondförsäkring. En sådan begäran måste dock göras senast när pensionsspararen börjar ta ut premiepension.

Möjligheten till riskjustering i förvalsalternativet föreslås tas bort. Möjligheten att justera risk bedöms i stället tillgodoses genom att den nya myndighet som ska upphandla fonder till fondtorget för premiepension upphandlar särskilda fonder som på ett relevant sätt erbjuder risk- och avkastningsdiversifiering gentemot förvalsalternativets fond.

Det föreslås också att Finansinspektionen inte längre ska utöva tillsyn över Sjunde AP-fonden. Vidare föreslås en ändring i offentlighets- och sekretesslagen (2009:400).

Lagändringarna föreslås träda i kraft den 1 april 2021.

2 Lagförslag

2.1 Förslag till lag om ändring i socialförsäkringsbalken

Härigenom föreskrivs att 64 kap. 11, 18, 23, 24 och 26 §§ socialförsäkringsbalken ska ha följande lydelse.

Nuvarande lydelse

Föreslagen lydelse

64 kap.

11 §

Om *pensionsspararen* begär det ska premiepensionen lämnas i form av en livränta med garanterade belopp. *Den finansiella risken för de tillgångar som motsvarar tillgodohavandet på pensionsspararens premiepensionskonto övergår då på Pensionsmyndigheten.*

Om *pensionsspararens medel är placerade i den fond som förvaltas av Sjunde AP-fonden* ska premiepensionen lämnas i form av en livränta med garanterade belopp när *pensionsspararen* börjar ta ut premiepension.

En pensionssparare får fram till dess han eller hon börjar ta ut premiepension begära att premiepensionen lämnas i form av uttag från fondförsäkring enligt 10 §, i stället för att lämnas i form av livränta enligt första stycket.

Om pensionsspararens medel är placerade på ett annat sätt än vad som anges i första stycket och han eller hon begär det, ska premiepensionen lämnas i form av en livränta med garanterade belopp.

När premiepensionen lämnas i form av en livränta med garanterade belopp övergår den finansiella risken för de tillgångar som motsvarar tillgodohavandet på pensionsspararens premiepensionskonto på Pensionsmyndigheten.

18 §

När pensionsrätt för premiepension har fastställts för en pensions-sparare, ska Pensionsmyndigheten föra över medel som motsvarar pensionsrätten samt avkastningen på dessa medel till förvaltning i

1. värdepappersfonder eller fondföretag som avses i 19 §, eller
2. *fonder* som förvaltas av Sjunde AP-fonden enligt lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder).
2. *den fond* som förvaltas av Sjunde AP-fonden enligt lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder).

Om pensionsspararen har tagit ut premiepension i form av livränta enligt 11–14 §§ ska medlen i stället föras över till Pensionsmyndighetens livränteverksamhet.

23 §¹

Pensionsspararen har rätt att bestämma var de medel som för spararens räkning förs över enligt 18 § ska placeras, utom i det fall som avses i 24 §.

Regeringen eller den myndighet som regeringen bestämmer kan med stöd av 8 kap. 7 § regeringsformen meddela föreskrifter om ett högsta antal fonder som samtidigt får antecknas på ett premiepensionskonto.

Bestämmelser om fördelningen av medel när pensionsspararen bestämmer att hans eller hennes medel ska föras över till en eller flera fonder som förvaltas av Sjunde AP-fonden finns i 5 kap. 1 § andra stycket lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder).

24 §²

När pensionsrätt för premiepension fastställs första gången för en pensionssparare, ska Pensionsmyndigheten föra över de medel som avses i 23 § till sådan förvaltning som avses i 5 kap. 1 § tredje stycket lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder).

När pensionsrätt för premiepension fastställs första gången för en pensionssparare, ska Pensionsmyndigheten föra över de medel som avses i 23 § till sådan förvaltning som avses i 5 kap. 1 § första stycket lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder).

26 §

När pensionsrätt för premiepension för ett senare år än det första året har fastställts för pensionsspararen, ska Pensionsmyndigheten föra över medlen till en eller flera fonder. Fördelningen mellan fonderna ska svara mot vad spararen senast bestämt om placeringen i fond av medlen på premiepensionskontot.

Om pensionsspararen inte har bestämt en sådan placering, ska Pensionsmyndigheten föra över medlen till *en eller flera fonder* som förvaltas av Sjunde AP-fonden enligt lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder). *Bestämmelser om fördelningen av medlen finns i 5 kap. 1 § tredje stycket samma lag.*

Om pensionsspararen inte har bestämt en sådan placering, ska Pensionsmyndigheten föra över medlen till *den fond* som förvaltas av Sjunde AP-fonden enligt lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder).

¹ Senaste lydelse 2018:772. Ändringen innebär att tredje stycket tas bort.

² Senaste lydelse 2018:772.

1. Denna lag träder i kraft den 1 april 2021.

2. Medel som finns i AP7 Aktiefond eller AP7 Räntefond och som fördelats mellan fonderna efter fondspararens ålder enligt 5 kap. 1 § andra stycket 2 eller tredje stycket lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder) i dess lydelse före den 1 april 2021 ska senast den 1 januari 2022 föras över till den fond som förvaltas av Sjunde AP-fonden.

2.2 Förslag till lag om ändring i lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder)

Härigenom föreskrivs i fråga om lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder)¹

dels att 5 kap. 3 och 8 §§ ska upphöra att gälla,

dels att rubrikerna närmast före 5 kap. 3 och 8 §§ ska utgå,

dels att 1 kap. 2 § och 5 kap. 1, 2, 4 och 5–7 §§ ska ha följande lydelse.

Nuvarande lydelse

Föreslagen lydelse

1 kap.

2 §²

Första–Fjärde AP-fonderna förvaltar de medel som enligt 6 § lagen (2000:981) om fördelning av socialavgifter, 8 § lagen (1998:676) om statlig ålderspensionsavgift och 6 § lagen (1994:1744) om allmän pensionsavgift ska föras till Första–Fjärde AP-fonderna.

Sjunde AP-fonden förvaltar de medel som enligt 64 kap. 18 § första stycket 2 socialförsäkringsbalken ska föras till *fonder* som förvaltas av Sjunde AP-fonden.

Sjunde AP-fonden förvaltar de medel som enligt 64 kap. 18 § första stycket 2 socialförsäkringsbalken ska föras till *den fond* som förvaltas av Sjunde AP-fonden.

5 kap.

1 §³

Sjunde AP-fonden förvaltar *fonder* för de ändamål som framgår av bestämmelserna om premiepension i socialförsäkringsbalken. Förvaltningen ska ske utslutande i pensionsspararnas intresse.

Sjunde AP-fonden förvaltar *en fond* för de ändamål som framgår av bestämmelserna om premiepension i socialförsäkringsbalken. Förvaltningen ska ske utslutande i pensionsspararnas intresse. *Målet för förvaltningen ska vara att minimera risken för låga pensionsutfall och maximera förutsättningarna för bra pensionsutfall.*

När medel förs över med stöd av 64 kap. 23 § tredje stycket socialförsäkringsbalken, ska pensions-spararen kunna bestämma att medlen ska

1. placeras i en eller flera angivna fonder,

2. fördelas mellan fonderna efter pensions-spararens ålder, eller

¹ Senaste lydelse av 5 kap. 3 § 2009:1460

5 kap. 8 § 2013:571.

² Senaste lydelse 2010:1281.

³ Senaste lydelse 2018:773. Ändringen innebär bl.a. att andra och tredje styckena tas bort.

3. fördelas mellan fonderna efter den risknivå som pensionsspararen anger.

När medel förs över med stöd av 64 kap. 24 § eller 26 § andra stycket socialförsäkringsbalken, ska medlen fördelas mellan fonderna efter pensionsspararens ålder.

Sjunde AP-fonden får ur var och en av fonderna ta ut medel för de förvaltningskostnader som uppkommit för respektive fond. Om kostnaderna avser flera av fonderna, ska de fördelas mellan fonderna på ett skäligt sätt.

Sjunde AP-fonden ska ta emot medel till och betala ut medel från fonderna enligt de anvisningar som Pensionsmyndigheten lämnar.

Sjunde AP-fonden får ur fonden ta ut medel för de förvaltningskostnader som uppkommit för fonden.

Sjunde AP-fonden ska ta emot medel till och betala ut medel från fonden enligt de anvisningar som Pensionsmyndigheten lämnar.

2 §⁴

Sjunde AP-fonden ska ingå samarbetsavtal enligt 64 kap. 3 § andra stycket 2 socialförsäkringsbalken med Pensionsmyndigheten och åta sig att uppfylla kraven i 17 c § andra stycket 3–6.

Fondbestämmelserna för de fonder som förvaltas av Sjunde AP-fonden får inte tillåta att medel delas ut till någon annan än Pensionsmyndigheten. Sjunde AP-fonden får inte heller genom fonderna utöva sådan fondverksamhet som avser förvaltning av specialfonder enligt 12 kap. lagen (2013:561) om förvaltare av alternativa investeringsfonder.

Fondbestämmelserna för den fond som förvaltas av Sjunde AP-fonden får inte tillåta att medel delas ut till någon annan än Pensionsmyndigheten. Sjunde AP-fonden får inte heller genom fonden utöva sådan fondverksamhet som avser förvaltning av specialfonder enligt 12 kap. lagen (2013:561) om förvaltare av alternativa investeringsfonder.

4 §⁵

Sjunde AP-fonden får rösta för sådana aktier i ett svenskt aktiebolag som den förvärvat till fonderna endast när kravet på långsiktigt hög avkastning eller behovet av att trygga placeringarnas säkerhet inte kan tillgodoses på annat sätt.

Sjunde AP-fonden får rösta för sådana aktier i ett svenskt aktiebolag som den förvärvat till fonden endast när kravet på långsiktigt hög avkastning eller behovet av att trygga placeringarnas säkerhet inte kan tillgodoses på annat sätt.

⁴ Senaste lydelse 2018:773.

⁵ Senaste lydelse 2009:1460.

5 §⁶

De fonder som förvaltas av Sjunde AP-fonden ska vara indelade i fondandelar. Alla fondandelar i en fond ska vara lika stora.

Värdet av en fondandel i en fond är fondens värde delat med antalet fondandelar. Fondernas tillgångar ska värderas med ledning av gällande marknadsvärde. Sjunde AP-fonden ska dagligen beräkna fondandelsvärdet och underrätta Pensionsmyndigheten om värdet.

När medel tillförs någon av fonderna, ska Sjunde AP-fonden utfärda fondandelar till Pensionsmyndigheten. När medel betalas ur någon av fonderna, ska det ske genom inlösen av fondandelar.

Den fond som Sjunde AP-fonden förvaltar ska vara indelad i fondandelar. Alla fondandelar ska vara lika stora.

Värdet av en fondandel är fondens värde delat med antalet fondandelar. Fondens tillgångar ska värderas med ledning av gällande marknadsvärde. Sjunde AP-fonden ska minst en gång i månaden beräkna fondandelsvärdet och underrätta Pensionsmyndigheten om värdet.

När medel tillförs fonden, ska Sjunde AP-fonden utfärda fondandelar till Pensionsmyndigheten. När medel betalas ur fonden, ska det ske genom inlösen av fondandelar.

Fonden ska vara öppen för inlösen av andelar minst en gång i månaden.

6 §⁷

Följande bestämmelser i denna lag för Första–Fjärde AP-fonderna ska gälla också i fråga om Sjunde AP-fonden:

- 3 kap. om fondernas ledning utom 3 § första stycket,
 - 4 kap. 1 § andra stycket om mål för placeringsverksamheten med den avvikelsen att det för förvaltningen av fonderna inte krävs att den totala risknivån ska vara låg,
 - 4 kap. 2 § om verksamhetsplan utom första stycket andra meningen när det gäller riktlinjer för utövande av rösträtt i enskilda företag och andra stycket när det gäller målet i 1 a §, och
 - 4 kap. 18 § om förvaltningsuppdrag.
- 4 kap. 1 § andra stycket om mål för placeringsverksamheten med den avvikelsen att det för förvaltningen av fonden inte krävs att den totala risknivån ska vara låg,
 - 4 kap. 1 a § om föredömlig förvaltning,
 - 4 kap. 2 § om verksamhetsplan utom första stycket andra meningen när det gäller riktlinjer för utövande av rösträtt i enskilda företag,
 - 4 kap. 2 a § om samverkan när det gäller målet i 1 a §, och
 - 4 kap. 3, 5–15 och 17–18 §§ om placering av medel m.m., med undantag för det som anges i 4 kap. 7 § 2 och 9 § andra stycket 2 om att

⁶ Senaste lydelse 2009:1460.

⁷ Senaste lydelse 2018:2013.

innehav som någon eller några av Första–Fjärde AP-fonderna har i samma fastighetsbolag kan tillgodoräknas.

7 §⁸

Följande bestämmelser i lagen (2004:46) om värdepappersfonder ska gälla för förvaltningen av fonderna:

– 2 kap. 18 § om förbud för vissa personer med insynsställning att handla med en värdepappersfond,
– 2 kap. 21 § första stycket om skadestånd,
– 4 kap. 2 § om företrädare för andelsägarna i en värdepappersfond m.m.,

– 4 kap. 8 och 9 §§ om upprättande och godkännande av fondbestämmelser,

– 4 kap. 13 § första stycket om inlösen av fondandelar,

– 4 kap. 15–24 §§ om information om en värdepappersfond,

– 5 kap. 1, 3–19 och 21–26 §§ om placering av medel i en värdepappersfond m.m., samt

– 10 kap. 8 § om skyldighet för revisor att anmäla vissa förhållanden till Finansinspektionen.

Vid tillämpningen av de bestämmelser som anges i första stycket ska fonderna anses som värdepappersfonder och Pensionsmyndigheten som fondandelsägare. Det som föreskrivs om fondbolag ska avse Sjunde AP-fonden.

Regeringen eller den myndighet som regeringen bestämmer får, utom såvitt avser 2 kap. 18 § om förbud för vissa personer med insynsställning att handla med en värdepappersfond och 2 kap. 21 § första stycket om skadestånd, meddela föreskrifter om avvikelser från de bestämmelser som anges i första stycket och i ett enskilt fall besluta om undantag från dessa bestämmelser.

Följande bestämmelser i lagen (2004:46) om värdepappersfonder ska gälla för förvaltningen av fonden:

– 4 kap. 15–24 §§ om information om en värdepappersfond, och

– 5 kap. 1 § första stycket om placeringsinriktning enligt fondbestämmelserna.

Vid tillämpningen av de bestämmelser som anges i första stycket ska fonden anses som en värdepappersfond och Pensionsmyndigheten som fondandelsägare. Det som föreskrivs om fondbolag ska avse Sjunde AP-fonden.

1. Denna lag träder i kraft den 1 april 2021.

2. Fonderna AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond som förvaltas av Sjunde AP-fonden ska vara avvecklade senast den 1 januari 2022.

⁸ Senaste lydelse 2019:1217.

2.3 Förslag till lag om ändring i offentlighets- och sekretesslagen (2009:400)

Härigenom föreskrivs att 31 kap. 26 § offentlighets- och sekretesslagen (2009:400) ska ha följande lydelse.

Nuvarande lydelse

Föreslagen lydelse

31 kap.

26 §¹

Den tystnadsplikt som följer av 1 § första stycket, 2, 12 och 20–22 §§ och den tystnadsplikt som följer av ett förbehåll som har gjorts med stöd av 14 § andra meningen, 19 § andra meningen eller 25 § andra meningen inskränker rätten enligt 1 kap. 1 och 7 §§ tryckfrihetsförordningen och 1 kap. 1 och 10 §§ yttrandefrihetsgrundlagen att meddela och offentliggöra uppgifter.

Den tystnadsplikt som följer av 3 och 4 §§ begränsar rätten att meddela och offentliggöra uppgifter, när det är fråga om uppgift som hänför sig till affärsmässig utlåningsverksamhet.

Den tystnadsplikt som följer av 3 och 4 §§ begränsar rätten att meddela och offentliggöra uppgifter, när det är fråga om uppgift som hänför sig till affärsmässig utlåningsverksamhet *eller investeringsverksamhet*.

Den tystnadsplikt som följer av 15 § begränsar rätten att meddela och offentliggöra uppgifter, när det är fråga om uppgift om en enskilds personliga förhållanden vars röjande kan vålla allvarligt men.

Denna lag träder i kraft den 1 april 2021.

3 Ärendet

I december 2017 träffade Pensionsgruppen, med företrädare för de partier som står bakom pensionsöverenskommelsen, en överenskommelse om långsiktigt höjda och trygga pensioner (S2017/07369/SF). Genom överenskommelsen har Pensionsgruppen tagit ställning för att premiepensionssystemet ska behållas men reformeras och att bl.a. risknivån i förvalsalternativet ska ses över.

I november 2018 fick Mats Langensjö i uppdrag att såsom sakkunnig biträda Finansdepartementet med att analysera och föreslå ett mål för förvalsalternativet, en rimlig riskprofil för förvalsalternativet och hur pensionspararna ska kunna justera risken i förvalsalternativet uppåt eller neråt. Den sakkunnige skulle även lämna de lagförslag som bedöms nödvändiga. Den sakkunnige var fri att, utöver uppdraget, presentera information eller förslag som denne ansåg är relevant för uppdraget. Den 13 juni 2019 redovisade Mats Langensjö sitt uppdrag (Fi2019/00913/FPM). Med utgångspunkt i den redovisningen har denna promemoria tagits fram inom Finansdepartementet.

4 Premiepensionen – en del av den allmänna ålderspensionen

4.1 Pensionspyramiden

Det svenska pensionssystemet illustreras ofta som en pyramid bestående av tre delar: allmän pension, tjänstepension och eventuellt eget sparande, vilka tillsammans bygger individens totala pensionsinkomst.

Avsättningen till den allmänna pensionen, som utgör pyramidens grund, uppgår till 18,5 procent av pensionsgrundande inkomster, varav 16 procent sätts av till inkomstpensionen och resterande 2,5 procent till premiepensionen. Det finns en gräns på 7,5 inkomstbasbelopp per år för hur stor del av inkomsten som tillgodoräknas som pensionsgrundande. Systemet är avskilt från andra socialförsäkringsgrenar genom att det finansieras med särskilda avgifter. Alla som arbetat eller bott i Sverige får allmän pension och den syftar till att ge en livsvarig inkomst.

Inkomstpensionssystemet är i huvudsak ofonderat. Det innebär att inbetalda pensionsavgifter används för att finansiera samma års pensionsutbetalningar. För att hantera skillnaderna mellan de löpande pensionsavgifterna och pensionsutbetalningarna finns ett buffertkapital. De individuella belopp som sätts av kallas pensionsrätt och bokförs på ett personligt konto hos Pensionsmyndigheten. På så sätt tillgodoräknas varje individs intjänade pensionsrätter över hela livet. Pensionsrätterna för inkomstpensionen räknas årligen upp med en avkastning som beräknas med utgångspunkt i inkomstindex. Inkomstindex speglar den genomsnittliga inkomstutvecklingen i Sverige, vilken även påverkas av hur stor del av den arbetsföra befolkningen som arbetar. Uppräkningen av

pensionen kan även påverkas av buffertkapitalets värdeutveckling och av demografiska faktorer genom det s.k. balanstalet.

Premiepensionen är ett fullt fonderat system som administreras av Pensionsmyndigheten. Inom systemet kan var och en själv välja hur 2,5 procent av den pensionsgrundande inkomsten ska exponeras mot kapitalmarknaderna genom placeringar i fonder på fondtorget för premiepension. Pensionssparare kan välja att själva placera medlen i en eller flera fonder på fondtorget eller låta Sjunde AP-fonden förvalta medlen. För de sparare som inte gör något aktivt val placeras medlen i förvalsalternativet AP7 Såfa. Eftersom tillgångarna i systemet är fullt fonderade påverkas behållningarna fullt ut av upp- och nedgångar i värdet på fondandelarna.

Som en del av den allmänna ålderspensionen brukar också räknas garantipensionen, dvs. att staten betalar ut pension till de individer som inte har haft tillräckligt höga inkomster under sitt yrkesverksamma liv. Till skillnad från inkomst- och premiepensionen är garantipensionen skattefinansierad.

Det andra steget i pensionspyramiden utgörs av tjänstepensionen. Tjänstepension ingår i kollektivavtalen mellan arbetsmarknadens parter. För arbetstagare vars arbetsgivare inte omfattas av kollektivavtal förekommer individuella tjänstepensionslösningar. Tjänstepensionen betalas av arbetsgivaren, vilket ger den anställda pensionspremier som placeras i traditionell försäkring eller fondförsäkringar. De flesta som arbetar har tjänstepension, men utformningen kan se lite olika ut beroende på var individen är anställd. Tjänstepensionen kan t.ex. tas ut livsvarigt eller under en given tidperiod.

I toppen av pyramiden finns privat pensionssparande. Varje individ får alltså själv avgöra om han eller hon, utöver allmän pension och tjänstepension, vill avsätta medel, t.ex. genom att investera i aktier eller fondandelar, för framtida pension.

4.2 Närmare om premiepensionssystemet

4.2.1 Utformningen av systemet

Premiepensionssystemet utgörs av ett samarbete mellan en statlig öppen fondplattform och privata finansiella leverantörer. I dagsläget förvaltas ca 1 100 miljarder kronor inom ramen för premiepensionen, vilket utgör ca en fjärdedel av den svenska fondmarknaden. De grundläggande bestämmelserna för premiepensionssystemet finns i socialförsäkringsbalken (64 kap.), förkortad SFB. I lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder), i det följande benämnd AP-fondslagen, regleras Sjunde AP-fondens förvaltning av premiepensionsmedel (5 kap.). För förvaltningen gäller också vissa bestämmelser i lagen (2004:46) om värdepappersfonder.

Premiepensionssystemet innebär att medel motsvarande pensionssparares fastställda pensionsrätt för premiepension fonderas. Pensionen är därmed beroende av värdeutvecklingen på de fonderade medlen (64 kap. 2 § SFB). Beroende på om pensionsspararen gör aktiva fondplaceringsval eller inte, sköts kapitalförvaltningen antingen av fristående fondbolag som

anslutits till premiepensionssystemet eller av Sjunde AP-fonden som förvaltar bl.a. förvalsalternativet.

Första gången pensionsrätt för premiepension fastställs för en pensions sparare för Pensionsmyndigheten över medlen till Sjunde AP-fonden för förvaltning i förvalsalternativet, där medlen fördelas mellan fonder efter pensionsspararens ålder (64 kap. 24 § SFB och 5 kap. 1 § tredje stycket AP-fondslagen). Spararen kan därefter välja att medlen antingen ska placeras i fonder som förvaltas av privata företag på fondtorget för premiepension eller i fonder som förvaltas av Sjunde AP-fonden (64 kap. 18 och 25 §§ SFB).

När det gäller förvaltningen hos Sjunde AP-fonden kan pensions spararen välja mellan att medlen ska: 1) placeras i en eller flera angivna fonder, 2) placeras i förvalsalternativet, eller 3) fördelas mellan fonderna efter den risknivå som pensionsspararen anger (5 kap. 1 § andra stycket AP-fondslagen).

För sin förvaltning har Sjunde AP-fonden inrättat två byggstensfonder: AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond, vilka spararen helt eller delvis kan välja att placera sina medel i. Dessa finns tillgängliga på fondtorget på samma villkor som de privata fonder som finns där. Byggstensfonderna grundar, med olika sammansättning, också de portföljalternativ som Sjunde AP-fonden erbjuder. Även förvalsalternativet utgör en blandning av byggstensfonderna, men där andelen i aktiefonden respektive räntefonden ändras med hänsyn till spararens ålder. När det gäller möjligheten att välja risknivå finns tre alternativ: AP7 Försiktig, AP7 Balanserad och AP7 Offensiv, vilka består av olika andelar av byggstensfonderna.

När premiepensionen ska tas ut kan spararen välja att få ut pensionen antingen i form av uttag från fondförsäkringen eller i form av livränta med garanterat belopp, s.k. traditionell försäkring (64 kap. 7 § SFB). Om pensionsspararen väljer att byta till traditionell försäkring övertar Pensionsmyndigheten förvaltningen av kapitalet och betalar ut det garanterade beloppet varje månad resten av livet (64 kap. 11 § SFB). För närvarande delas medlen i den traditionella försäkringen upp i en ränteportfölj och en aktieportfölj.

4.2.2 Syfte och mål med ett premiebaserat pensionssystem

Ursprungliga motiv och utgångspunkter

Beslutet att reformera ålderspensionssystemet, genom att fasa ut folkpensionen och den allmänna tilläggspensionen (ATP), – som var förmånsbestämt – innebar väsentliga förändringar av det allmänna pensionssystemet. Det nya systemet, bestående av inkomst- och premiepension, bygger i stället på livsinkomstprincipen. I större utsträckning än i det äldre systemet är ålderspensionen därmed relaterad till individens inkomster under hela livet.

Syftet med att, inom ramen för den allmänna pensionen, införa ett system med premiereserver var bl.a. att öka individens inflytande över sin pension och att stärka det personliga ägandet i samhället. Ett inslag med

premiereserver ansågs också verka riskutjämnande genom att pensionsförmånerna skulle vara avhängiga både standardutveckling och kapitalavkastning i samhället (prop. 1993/94:250 s. 54–56).

Premiepensionssystemet har utformats efter en avvägning mellan å ena sidan en trygg förvaltning av avsatta medel och å andra sidan valfrihet och möjlighet för den enskilde att påverka förvaltningen. Tonvikten är individens valfrihet och övertygelsen om att denne skulle engagera sig i sitt sparande (Detta är pensionsöverenskommelsen, Ds 2009:53 s. 39). Fondtorget utgör därför systemets utgångspunkt, medan förvalsalternativet (ursprungligen Premiesparfonden) från början betraktades som ett undantag. Detta illustreras inte minst av att de pensionssparare som inte gjorde aktiva val benämndes ”icke-väljare” (se t.ex. prop. 1997/98:151 s. 418).

Förvalsalternativet Premiesparfonden förvaltades ursprungligen av sjunde fondstyrelsen inom Allmänna pensionsfonden, som sedermera blev Sjunde AP-fonden. Ursprungligen var förvalet konstruerat på så sätt att de pensionssparare som valt en annan fond inte kunde välja tillbaka till förvalet. För dem som aktivt ville välja sjunde fondstyrelsen som förvaltare, fanns en särskild fond, Premievals-fonden, att välja. Medlen i Premievals-fonden särskildes från medlen i Premiesparfonden.

Förvalsalternativets ändamål och utveckling

I AP-fondslagen finns bestämmelser om ändamålet med Sjunde AP-fondens förvaltning av premiepensionsmedel. Bestämmelser om ändamålet med förvaltningen av förvalsalternativet har funnits ända sedan premiepensionssystemets början och infördes ursprungligen i den numera upphävda lagen (1983:1092) med reglemente för Allmänna pensionsfonden, i det följande benämnd AP-fondsreglementet. Ursprungligen förvaltade sjunde fondstyrelsen förvalet Premiesparfonden och den valbara Premievals-fonden. Enligt AP-fondsreglementet skulle sjunde fondstyrelsen i sin förvaltning av dessa fonder handla uteslutande i pensionsspararnas intresse (43 a §). Med att förvaltningen uteslutande ska ske i pensionsspararnas intresse avses att det inte ska vara möjligt för förvaltaren att agera för att främja några allmänna intressen eller specifika statliga intressen, om agerandet inte samtidigt är i pensionsspararnas bästa intresse (prop. 1997/98:151 s. 424). Detta ändamål gäller fortfarande för Sjunde AP-fondens verksamhet (5 kap. 1 § AP-fondslagen).

Vidare gällde enligt AP-fondsreglementet att fondmedlen skulle förvaltas så att de gav så god avkastning som möjligt (43 c §). För förvaltningen av Premiesparfonden gällde dessutom att den totala risknivån skulle vara låg. Något sådant krav ställdes inte upp för förvaltningen av Premievals-fonden. Bakgrunden till att förvaltningen av Premiesparfonden skulle bedrivas på sådant sätt att den totala risknivån, på samma sätt som för förvaltningen av Första–Fjärde AP-fonderna, skulle vara låg var att förvaltningen skulle inriktas på trygghet (samma prop. s. 422). I anslutning till att bestämmelserna överfördes till AP-fondslagen underströks vikten av långsiktigt hög avkastning för att ge goda pensionsvillkor. Det angavs bl.a. att målet för förvaltningen är att långsiktigt maximera avkastningen i förhållande till risken i placeringarna och att förvaltningen ska ske med god riskspridning. Risk och avkastning angavs i termer av utgående

pensioner. Det framhölls dock att avkastningen måste ställas i relation till risken – i termer av förväntade genomsnittliga avvikelser från långsiktigt förväntad pensionsnivå – i förvaltningen (prop. 1999/2000:46 s. 76 och 80). Anledningen till att något krav på låg risk i förvaltningen av Premievals-fonden inte ställdes var kravet på neutralitet mellan de olika valalternativen för placering av premiepensionsmedel (prop. 1999/2000:12 s. 21).

År 2010 gjordes ändringar som innebar att Premiesparfonden och Premievals-fonden ersattes med den fondportfölj – AP7 Såfa – som sedan dess utgör förvalsalternativet. Samtidigt gjordes förvalsalternativet valbart. Sjunde AP-fondens förvaltning av fonder skulle även fortsättningsvis ske uteslutande i pensionsspararnas intresse (5 kap. 1 § första stycket AP-fondslagen). Sjunde AP-fonden ska förvalta fondmedlen på sådant sätt att de, vid vald risknivå, placeras så att långsiktigt hög avkastning uppnås (5 kap. 6 § och 4 kap. 1 §). Regleringen om placeringsverksamhetens risknivå ändrades dock på så sätt att det inte längre krävdes att den totala risknivån i förvalsalternativet skulle vara låg.

För att underlätta för sparare som vill välja ett statligt alternativ att vara aktiva infördes även möjligheten att välja riskprofil för de sparare som har andra riskpreferenser än de som erbjuds i förvalsalternativet (5 kap. 1 § andra stycket 3 och prop. 2009/10:44).

Förändringarna grundade sig bl.a. i erfarenheterna av de knappt tio år som hade gått sedan systemet infördes. Vissa antaganden om pensions-spararnas ageranden hade visat sig stämma mindre väl överens med hur spararna faktiskt agerade. Premiepensionen lanserades tillsammans med en omfattande marknadsföringskampanj som framhöll vikten av att göra ett aktivt fondplaceringsval. Resultatet blev att 67 procent av 4,4 miljoner pensionssparare valde fonder på fondtorget i det första valet. Under de efterföljande åren sjönk andelen som gjorde egna val drastiskt och andelen förstagångsväljare vars pensionsmedel placerades i Premiesparfonden ökade. Åren 2007 och 2008 lät 98 procent av de nya pensionsspararna sina medel placeras i Premiesparfonden och ca 42 procent av det totala antalet sparare hade då sina medel i Premiesparfonden.

Med en sådan utveckling bedömdes förvalsalternativet komma att få stor betydelse för många pensionssparare. De grupper med medel placerade i förvalsalternativet var i stor utsträckning sådana för vilka premiepensionen skulle ha störst betydelse, eftersom dessa hade lägre inkomst än genomsnittet. Att uppställa ett krav på att den totala risknivån skulle vara låg ansågs därför inte optimalt, framför allt inte för den yngre generationen pensionssparare. För dessa bedömdes det vara mest fördelaktigt att växla upp risken i sparandet. När spararen närmade sig pensionsåldern och humankapitalet minskade skulle risknivån trappas ned. Risknivån för placeringen i förvalsalternativet anges inte längre i AP-fondslagen, utan överlämnas till Sjunde AP-fonden att avgöra. Risken i den samlade allmänna ålderspensionen ska dock beaktas när Sjunde AP-fonden bestämmer risknivå i förvalsalternativet. Det ansågs också mest ändamålsenligt att förvalsalternativet utformades med en generationsfundsprofil, dvs. en differentierad risk beroende på pensionsspararens ålder (prop. 2009/10:44 s. 40 f. och 44 f.).

När det gäller möjligheten som infördes att aktivt kunna välja förvalsalternativet uttalade regeringen bl.a. att det inte var rimligt att ha ett mål

som syftade till att maximera andelen pensionssparare som väljer att vara aktiva på fondtorget. Målet skulle i stället vara att pensionsspararna får en så bra premiepension som möjligt. Det ansågs därför inte skäligt att förhindra pensionssparare att aktivt välja förvalsalternativet (samma prop. s. 49).

Att, utöver förvalsalternativet, införa möjligheten att välja att medlen skulle placeras i fonder med skilda riskprofiler syftade till att anpassa premiepensionssystemet till spararnas kunskap och engagemang och utgöra ett komplement till de förvaltnings- och rådgivningsföretag som vuxit fram. Att staten kunde erbjuda ett begränsat antal placeringsalternativ med olika risk ansågs ligga i spararnas intresse (samma prop. s. 53–55).

2010 års ändringar innebar att synen på premiepensionssystemet delvis modifierades i förhållande till vad som ursprungligen hade gällt, framför allt när det gäller frågan om konkurrensneutralitet. Regeringen uttalade bl.a. att (samma prop. s. 54):

Premiepensionssystemet är ingen traditionell konkurrensutsatt marknad, även om de privata aktörerna fyller en viktig roll i systemet. Statens intressen i systemet styrs inte av någon önskan om konkurrensfördelar gentemot den privata fondmarknaden, utan att systemet som helhet ska vara så bra anpassat som möjligt till pensionsspararnas förutsättningar. Det är viktigt att gentemot pensionsspararen tydliggöra å ena sidan de statliga alternativen och å andra sidan det privata utbudet av alternativ på fondtorget. På fondtorget är det viktigt att konkurrensneutralitet råder mellan de olika placeringsalternativen.

Ökat fokus på trygghet – premiepensionen är en socialförsäkring

De senaste årens debatt och utveckling av premiepensionssystemet har framför allt präglats av ett ökat fokus på pensionsspararna och behovet av att säkerställa trygga pensionsutfall på godtagbara nivåer, vilket inte minst tydliggörs av pensionsöverenskommelsen från 2017. Erfarenheterna från systemet och utvecklingen inom forskningsfältet beteendekonometri har understrukit behovet av ytterligare reformer. De oegentligheter som uppmärksammats på fondtorget har också drivit på utvecklingen. Ett antal utredningar har tillsatts i syfte att se över systemet, och flera förslag på åtgärder har presenterats (se närmare om detta i avsnitt 5).

När det gäller utformningen av fondtorget har ett flertal lagändringar genomförts, som syftar till att göra det mer tryggt och hållbart (se prop. 2017/18:247). Dessutom har Utredningen om ett upphandlat fondtorg för premiepension i november 2019 lämnat betänkandet Ett bättre premiepensionssystem (SOU 2019:44). Utredningen föreslår bl.a. ett regelverk för ett upphandlat fondtorg för premiepension. Betänkandet har remitterats och bereds för närvarande i Regeringskansliet.

4.3 Placeringsreglerna i lagen om allmänna pensionsfonder

4.3.1 Lagens innehåll

I AP-fondslagen finns bestämmelser om förvaltningen av såväl Första–Fjärde AP-fonderna som Sjunde AP-fonden. Lagen är uppdelad i fyra avdelningar. I första avdelningen (1 kap.) finns inledande bestämmelser om samtliga AP-fonder. Bestämmelserna i andra avdelningen (2–4 kap.) reglerar särskilt Första–Fjärde AP-fondernas verksamhet. Det handlar om bestämmelser om tilldelning av medel och pensionsutbetalningar m.m., fondernas ledning och förvaltningen av medel. Sjunde AP-fondens förvaltning av medel regleras i tredje avdelningen (5 kap.). I fjärde avdelningen (6 och 7 kap.) finns bestämmelser om redovisning och revision m.m. samt vissa övriga bestämmelser.

För framställningen är framför allt bestämmelserna i 5 kap., som rör Sjunde AP-fondens verksamhet, av intresse. För Sjunde AP-fonden gäller också (genom hänvisning i 5 kap.) flera av bestämmelserna i 2–4 kap. I sammanhanget är också de bestämmelser i 4 kap. som är inte tillämpliga för Sjunde AP-fonden av intresse.

Nedan följer en detaljerad, men inte uttömmande, redovisning av de aktuella bestämmelserna.

4.3.2 Första–Fjärde AP-fondernas förvaltning

Första–Fjärde AP-fonderna (i detta avsnitt benämnda AP-fonderna) ska förvalta fondmedlen på sådant sätt att de blir till största möjliga nytta för försäkringen för inkomstgrundad ålderspension (4 kap. 1 § AP-fondslagen). Den totala risknivån i fondernas placeringar ska vara låg och fondmedlen ska, vid vald risknivå, placeras så att långsiktigt hög avkastning uppnås.

AP-fonderna ska förvalta fondmedlen på ett föredömligt sätt genom ansvarsfulla investeringar och ansvarsfullt ägande (4 kap. 1 a §). Vid förvaltningen ska särskild vikt fästas vid hur en hållbar utveckling kan främjas utan att det görs avkall på målet om att medlen ska bli till största möjliga nytta för försäkringen för inkomstgrundad ålderspension AP-fonderna på olika sätt ska samverka när det gäller målet om ansvarsfulla investeringar och ansvarsfullt ägande (4 kap. 2 a §).

Var och en av AP-fonderna årligen fastställa en verksamhetsplan, vilken ska innehålla riktlinjer för placeringsverksamheten och för utövande av rösträtt i enskilda företag samt en riskhanteringsplan (4 kap. 2 §). Riktlinjerna för placeringsverksamheten ska innehålla strategier för hur målen ska uppnås.

I allmänna placeringsbestämmelser anges att AP-fonderna ska förvalta fondmedlen genom att göra placeringar och ingå andra avtal på kapitalmarknaden, om inte annat föreskrivs (4 kap. 3 och 4 §§). AP-fonderna får också ta på sig förpliktelser som är förenade med sådana avtal. Minst 20 procent av marknadsvärdet av de tillgångarna måste emellertid vara placerade i fordringsrätter med låg kredit- och likviditetsrisk.

När det gäller möjligheten att förvärva och inneha likvida och illikvida tillgångar ska AP-fonderna huvudsakligen förvärva tillgångar som är likvida (4 kap. 5 §). AP-fonderna får emellertid, med vissa begränsningar, förvärva och inneha illikvida tillgångar. Investeringar i illikvida tillgångar får ske endast om fondens innehav av sådana tillgångar vid investeringstillfället uppgår till högst 40 procent av det verkliga värdet av fondens samtliga tillgångar, inbegripet värdet av den aktuella investeringen (4 kap. 8 §). Fonderna får förvärva eller inneha aktier eller andra andelar som inte handlas på en handelsplats eller en motsvarande marknadsplats utanför EES bara genom fonder, fastighetsbolag eller riskkapitalföretag (4 kap. 8 a §). Ingen av AP-fonderna får vara komplementär i ett kommanditbolag (4 kap. 5 a §).

Var och en av AP-fonderna får inneha sådana aktier i svenska aktiebolag som är upptagna till handel på en reglerad marknad i Sverige till ett marknadsvärde som uppgår till högst 2 procent av det totala marknadsvärdet av sådana aktier i bolagen (4 kap. 6 § första stycket). Vid tillämpning av bestämmelsen ska emellertid inte beaktas sådana aktier i bolag som ingår i svenska eller utländska fonder i vilka AP-fonden innehar andelar som inte medför rätt att rösta för aktierna (4 kap. 6 § andra stycket). Detsamma gäller aktier i fastighetsbolag, i vilka AP-fonden innehar så många aktier att röstetalet för dem överstiger 10 procent av röstetalet för samtliga aktier i bolaget.

I AP-fondslagen regleras möjligheterna till förvärv av obligationer och andra fordringsrätter (4 kap. 7 §). Enligt huvudregeln får att sådana förvärv ske endast under förutsättning att dessa är utgivna för allmän omsättning. Denna begränsning gäller dock inte placeringar som syftar till att tillgodose en fonds behov av likviditet. Detsamma gäller krediter till ett fastighetsbolag, om fonden ensam eller tillsammans med någon eller några av de andra tre AP-fonderna innehar mer än hälften av röstetalet för samtliga aktier eller andelar i bolaget.

Som utgångspunkt får ingen av AP-fonderna inneha så många aktier eller andra andelar i ett företag att röstetalet för dem överstiger 10 procent eller, beträffande riskkapitalföretag, 30 procent av röstetalet för samtliga aktier eller andelar i företaget (4 kap. 9 § första stycket). Begränsningarna gäller dock bl.a. inte sådana aktier eller andra andelar i fastighetsbolag som inte är upptagna till handel på en handelsplats eller en motsvarande marknadsplats utanför EES samt andelar i svenska och utländska fonder som inte medför rätt att utöva rösträtt för de aktier eller andra andelar i företag som ingår i dessa fonder (4 kap. 9 § andra stycket).

Högst 40 procent av var och en av AP-fondernas tillgångar får vara utsatta för valutakursrisk (4 kap. 10 §). När det gäller exponeringsbegränsningar anges som utgångspunkt att högst 10 procent av varje AP-fonds tillgångar får utgöras av fondpapper eller andra finansiella instrument utfärdade av en emittent eller av en grupp av emittenter med inbördes anknytning (4 kap. 11 §). AP-fonderna får inte placera fondmedlen i optioner, terminer eller andra likartade finansiella instrument med råvaror som underliggande tillgång (4 kap. 12 §).

Möjligheterna för AP-fonderna att skydda en fordran regleras också i AP-fondslagen (4 kap. 13 och 14 §§). Där anges bl.a. att fonderna får köpa egendom som är utmätt eller utgör säkerhet för fordran. Som betalning får fonderna också överta egendom, som utgör säkerhet för fordran, eller

annan egendom, om det finns anledning att anta att fonden annars skulle lida avsevärd förlust. Har aktier i ett sådant bolag förvärvats får fonden, om bolaget överlåter sina tillgångar till ett annat bolag, byta ut dessa aktier mot aktier i det andra bolaget.

Om vissa placeringsbegränsningar överskrids ska AP-fonden avveckla den överskjutande delen av innehavet eller egendomen så snart det är lämpligt (4 kap. 15 §). Den delen ska dock avvecklas senast när det kan göras utan förlust för fonden.

AP-fonderna får förvärva fast egendom, tomträtt eller bostadsrätt för att skaffa lokaler som behövs för verksamheten eller tillgodose därmed sammanhängande behov (4 kap. 16 §). AP-fonderna får låna medel för att tillgodose ett tillfälligt penningbehov och åta sig förpliktelser som är förenade med ett sådant lån (4 kap. 17 §). AP-fonderna får uppdra åt ett värdepappersinstitut eller någon annan kapitalförvaltare, som i sitt hemland står under betryggande tillsyn av en myndighet eller något annat behörigt organ, att förvalta fondens tillgångar (4 kap. 18 §).

4.3.3 Sjunde AP-fondens förvaltning av premiepensionsmedel

Sjunde AP-fonden ska förvalta fonder för de ändamål som framgår av bestämmelserna om premiepension i socialförsäkringsbalken (5 kap. 1 § AP-fondslagen). Förvaltningen ska ske uteslutande i pensionsspararnas intresse och pensionsspararen ska kunna välja hur medlen ska förvaltas på vissa sätt. När medel förs över första gången pensionsrätt fastställs eller när pensionsspararen inte gjort något aktivt val ska medlen fördelas mellan fonderna efter pensionsspararnas ålder, dvs. föras över till förvaltsalternativet. Sjunde AP-fonden får ur fonderna ta ut medel för förvaltningskostnader som uppkommit.

Sjunde AP-fonden ska ingå samarbetsavtal med Pensionsmyndigheten och åta sig att uppfylla vissa av de krav som myndigheten uppställer på fondförvaltare (5 kap. 2 § första stycket AP-fondslagen). Det handlar bl.a. om krav på att till myndigheten lämna in informationshandlingar enligt lagen om värdepappersfonder och rapportera alla kostnader som har tagits ur fonden.

Fondbestämmelserna för de fonder som förvaltas av Sjunde AP-fonden får inte tillåta att medel delas ut till någon annan än Pensionsmyndigheten (5 kap. 2 § andra stycket AP-fondslagen). Sjunde AP-fonden får inte heller genom fonderna utöva sådan fondverksamhet som avser förvaltning av specialfonder enligt 12 kap. lagen (2013:561) om förvaltare av alternativa investeringsfonder.

För Sjunde AP-fonden finns särskilda bestämmelser om röstandelsbegränsningar och utövandet av rösträtt (5 kap. 3 och 4 §§ AP-fondslagen). Sjunde AP-fonden får inte till fonderna förvärva så många aktier i ett svenskt eller utländskt aktiebolag att röstetalet för dem tillsammans med dessa fonders övriga aktier i samma bolag överstiger 5 procent av röstetalet för samtliga aktier i bolaget. Sjunde AP-fonden får rösta för sådana aktier i ett svenskt aktiebolag som den förvärvat till fonderna endast när kravet på långsiktigt hög avkastning eller behovet av att trygga placeringarnas säkerhet inte kan tillgodoses på annat sätt.

I AP-fondslagen finns vissa bestämmelser om indelning av och inlösen av fondandelar (5 kap. 5 §). Bland annat anges att fondernas tillgångar ska värderas med ledning av gällande marknadsvärde och Sjunde AP-fonden ska dagligen beräkna fondandelsvärdet och underrätta Pensionsmyndigheten om värdet (5 kap. 5 § andra stycket).

I AP-fondslagen anges även vilka bestämmelser i den lagen för Första–Fjärde AP-fonderna som gäller också för Sjunde AP-fonden (5 kap. 6 §). Utöver den i avsnitt 4.3.2 nämnda bestämmelsen om målet för placeringsverksamheten (4 kap. 1 §), gäller även bestämmelserna om fondernas ledning (3 kap, utom 3 § första stycket som handlar om tillsättandet av styrelseledamöter efter förslag från arbetstagar- respektive arbetsgivarorganisationer). Vidare gäller bestämmelsen om krav på att årligen fastställa en verksamhetsplan som bl.a. ska innehålla riktlinjer för placeringsverksamheten och en riskhanteringsplan (4 kap. 2 §). För Sjunde AP-fonden behöver verksamhetsplanen dock inte innehålla riktlinjer för utövande av rösträtt i enskilda företag. Riktlinjerna för placeringsverksamheten behöver inte heller innehålla strategier för hur målet om föredömlig förvaltning ska uppnås (4 kap. 1 a §). Även bestämmelsen om att fonden får uppdra förvaltningen åt ett värdepappersinstitut eller någon annan kapitalförvaltare, gäller för Sjunde AP-fonden (4 kap. 18 §).

Ett flertal bestämmelser i lagen om värdepappersfonder gäller för Sjunde AP-fondens förvaltning (5 kap. 7 § första stycket AP-fondslagen). Sjunde AP-fonden ska stå under tillsyn av Finansinspektionen (5 kap. 8 §, se avsnitt 4.4).

4.4 Lagen om värdepappersfonder

4.4.1 Bakgrund

Under 1990-talet växte den svenska fondmarknaden mycket kraftigt. Det privata sparandet ökade samtidigt som fondsparandet blev en viktig del för såväl pensionssparandet som försäkringssparandet. Lagen om värdepappersfonder (som ursprungligen hade rubriken lagen om investeringsfonder) trädde i kraft 2004 och ersatte den tidigare lagen (1990:1114) om värdepappersfonder. Den nya lagen syftade till att skapa ett regelverk för värdepappersförvaltning och värdepappersaffärer som var bättre anpassat till de nya förhållandena. Utgångspunkten var att säkerställa ett gott konsumentskydd för fondspararna, samtidigt som det skulle möjliggöra ett bredare utbud av fondprodukter (prop. 2002/03:150 s. 1).

Såväl den tidigare som den nuvarande lagen om värdepappersfonder bygger i huvudsak på det EU-direktiv som reglerar värdepappersfonder (ursprungligen rådets direktiv 85/611/EEG av den 20 december 1985 om samordning av lagar och andra författningar som avser företag för kollektiva investeringar i överlåtbara värdepapper (fondföretag), numera ersatt av Europaparlamentets och rådets direktiv 2009/65/EG av den 13 juli 2009 om samordning av lagar och andra författningar som avser företag för kollektiva investeringar i överlåtbara värdepapper (fondföretag)). Det EU-direktivet brukar benämnas UCITS-direktivet (UCITS står för Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities). Direktivet

avser att harmonisera reglerna för öppna fondföretag, dvs. företag vars enda syfte är att göra kollektiva investeringar i överlåtbara värdepapper med kapital från allmänheten. I direktivet finns regler om bl.a. auktorisation av fondförvaltaren och dess organisation, placering och information till andelsägare. Uppfyller fonden de krav som ställs i UCITS-direktivet, får den fritt saluföras inom EU och i de länder som omfattas av EES-avtalet (samma prop. s. 114).

Bestämmelserna i lagen om värdepappersfonder har ändrats ett flertal gånger, ofta som en följd av att det har gjorts ändringar i UCITS-direktivet (för genomgång av en del av ändringarna, se prop. 2015/16:170 s. 34). Förutom genomförande av UCITS-direktivet innehåller lagen om värdepappersfonder också vissa nationella bestämmelser som gäller bara i fråga om svenska fonder och fondbolag. I lagen finns bl.a. bestämmelser om tillstånd för att driva fondverksamhet, informationskrav, förvaltning av och placeringsinriktning för värdepappersfonder, Finansinspektionens tillsyn samt möjligheten att överklaga beslut.

4.4.2 Förvalsalternativet – en ”syntetisk värdepappersfond”

Som anges i avsnitt 4.2.1 gäller många bestämmelser i lagen om värdepappersfonder för Sjunde AP-fondens förvaltning (5 kap. 7 § första stycket AP-fondslagen). Det är bestämmelser om förbud för vissa personer med insynsställning att handla med en värdepappersfond och skadestånd, allmänna bestämmelser för fondbolag – såsom regler om företrädare för andelsägare i en värdepappersfond, upprättande och godkännande av fondbestämmelser, inlösen av fondandelar och information om en värdepappersfond – placering av medel i en värdepappersfond m.m., samt skyldighet för revisor att anmäla vissa förhållanden till Finansinspektionen.

De fonder som Sjunde AP-fonden förvaltar ska, vid tillämpningen av de bestämmelser i lagen om värdepappersfonder som gäller för Sjunde AP-fonden, anses som värdepappersfonder och Pensionsmyndigheten anses som fondandelsägare (5 kap. 7 § andra stycket AP-fondslagen).

Regeringen eller den myndighet som regeringen bestämmer får dock, med undantag från bestämmelserna som avser förbud för vissa personer med insynsställning att handla med en värdepappersfond och skadestånd, meddela föreskrifter om avvikelser från de bestämmelser som anges ovan och i ett enskilt fall besluta om undantag från dessa bestämmelser (enligt 5 kap. 7 § tredje stycket AP-fondslagen).

Enligt AP-fondslagen (5 kap. 8 §) gäller vidare att Sjunde AP-fonden ska stå under tillsyn av Finansinspektionen och att flera bestämmelser om detta, men även om överklagande, i lagen om värdepappersfonder också gäller.

I förordningen (2013:588) om värdepappersfonder finns vissa kompletterande bestämmelser som gäller tillämpningen av lagen om värdepappersfonder. I förordningen bemyndigas också Finansinspektionen att meddela föreskrifter på flera områden (18 §). Det handlar t.ex. om hur information ska förmedlas och kommuniceras och kriterier för de tillgångsslag som placering får ske i. Finansinspektionen har också utfärdat föreskrifter om

värdepappersfonder (se Finansinspektionens föreskrifter [FFFS 2013:9] om värdepappersfonder).

Av intresse i sammanhanget är framför allt bestämmelserna i lagen om värdepappersfonder som reglerar förvaltningen av värdepappersfonder (5 kap.), men även bestämmelserna om Finansinspektionens tillsyn (10 kap.). Nedan redovisas därför närmare, men inte uttömmande, bestämmelser som gäller för Sjunde AP-fonden.

Varje värdepappersfond ska ha en lämplig fördelning av placeringar med hänsyn till den riskspridning som är förenad med fondens placeringsinriktning enligt fondbestämmelserna (5 kap. 1 § första stycket lagen om värdepappersfonder). Medel i en värdepappersfond får placeras i likvida finansiella tillgångar som utgörs av överlåtbara värdepapper, penningmarknadsinstrument, derivatinstrument och fondandelar samt på konto i kreditinstitut (5 kap. 1 § andra stycket). Med penningmarknadsinstrument avses statsskuldsväxlar, bankcertifikat samt sådana andra finansiella instrument som normalt omsätts på penningmarknaden, är likvida och har ett värde som vid varje tidpunkt exakt kan fastställas (1 kap. 1 §). Med överlåtbara värdepapper avses a) aktier och andra värdepappers som motsvarar aktier samt depåbevis för aktier, b) obligationer och andra skuldförbindelser, med undantag av penningmarknadsinstrument, samt depåbevis för skuldförbindelser, och c) värdepapper av annat slag som ger rätt att teckna eller utbyta (1 kap. 1 §). Med derivatinstrument avses optioner, terminer och swappar samt andra likartade finansiella instrument (1 kap. 1 §). I fonden får det också ingå likvida medel som behövs för dess förvaltning. Placering i respektive tillgångsslag får dock ske endast med beaktande av vissa begränsningar och kraven ser olika ut beroende på tillgångsslag.

Medel i en värdepappersfond får placeras i penningmarknadsinstrument som är, eller i överlåtbara värdepapper som är eller inom ett år från emissionen avses bli, upptagna till handel på en reglerad marknad eller en motsvarande marknad utanför EES eller föremål för regelbunden handel vid någon annan marknad som är reglerad och öppen för allmänheten (5 kap. 3 § första stycket). Medel i en värdepappersfond får emellertid, under vissa omständigheter, placeras även i andra penningmarknadsinstrument om reglerna för emissionen eller emittenten av instrumenten medför ett särskilt skydd för investeraren (5 kap. 4 §). Det gäller bl.a. om det är fråga om instrument som getts ut eller garanterats av en stat eller centralbank i ett land inom EES, eller av ett företag vars finansiella instrument omsätts på en marknad som anges ovan. Högst 10 procent av fondens värde får bestå av andra överlåtbara värdepapper och penningmarknadsinstrument än sådana som anges ovan (5 kap. 5 § första stycket).

Att tillgångarna i en värdepappersfond, enligt vad som anges ovan, ska vara likvida grundar sig i fondandelsägarens rätt till inlösen. En fondandel ska, på begäran av dess ägare, omedelbart lösas in om det finns medel tillgängliga i värdepappersfonden (4 kap. 13 § första stycket). Det kravet gäller även för Sjunde AP-fondens förvaltning. Om medel för inlösen behöver anskaffas genom försäljning av egendom som ingår i fonden, ska försäljning ske och inlösen verkställas så snart som möjligt. Som utgångspunkt måste en fond alltså alltid ha beredskap för att lösa in andelar (jfr prop. 1989/90:153 s. 71).

Överlåtbara värdepapper och penningmarknadsinstrument från en och samma emittent får inte uppgå till mer än 5 procent av värdepappersfondens värde (5 kap. 6 § första stycket). Från denna huvudregel finns emellertid vissa undantag (5 kap. 6 § andra stycket och 7–9 §§).

Medel i en värdepappersfond får placeras på konto hos svenska kreditinstitut och hos utländska kreditinstitut som uppfyller vissa krav (5 kap. 10 §). Kontot får ha en bindningstid om högst 12 månader. Oavsett bindningstiden måste villkoren vara sådana att det finns möjlighet att genom uppsägning göra medlen omedelbart tillgängliga för fonden. I en värdepappersfond får det, som utgångspunkt, ingå insättningar i ett och samma kreditinstitut eller i kreditinstitut som ingår i en och samma företagsgrupp till högst 20 procent av fondens värde (5 kap. 11 §).

Medel i en värdepappersfond får placeras i derivatinstrument om de omsätts på en reglerad marknad och i s.k. OTC-derivat som ett led i fondens placeringsinriktning (5 kap. 12 §). Det handlar om derivatinstrument där underliggande tillgångar utgörs av eller hänför sig till överlåtbara värdepapper, penningmarknadsinstrument, finansiella index, räntesatser, växelkurser eller utländska valutor. Det innebär att medel i värdepappersfonden inte får placeras i t.ex. råvaruderivat (se även prop. 2002/03:150 s. 317). Som utgångspunkt gäller att de gränser som gäller för exponeringar mot emittenter ska tillämpas på motsvarande sätt i fråga om exponeringar mot emittent som gett ut de överlåtbara värdepapper eller penningmarknadsinstrument som utgör underliggande tillgång i derivatinstrument (5 kap. 13 § första stycket). Exponeringen mot en och samma motpart vid transaktioner med derivatinstrument får uppgå till högst antingen 5 eller 10 procent av fondens värde beroende på instrumentets karaktär (5 kap. 14 § stycket).

Möjligheten att placera medel i fondandelar, t.ex. i andra värdepappersfonder, specialfonder och utländska alternativa investeringsfonder regleras även i lagen (5 kap. 15–18 §§). Som utgångspunkt gäller att sådana placeringar bara får ske om värdepappersfonden, enligt fondbestämmelserna eller bolagsordningen, får placera högst 10 procent av sina medel i andelar i andra fonder eller fondföretag (15 § andra stycket). Som regel gäller också att det i en värdepappersfond får ingå andelar i en och samma fond eller ett och samma fondföretag med högst 20 procent av fondens värde (16 § första stycket). Medel i en värdepappersfond får dock placeras i andelar i en annan fond eller i ett fondföretag även om fonden därigenom kommer att överskrida vissa av de gränser som annars gäller (17 §).

I en värdepappersfond får enligt huvudregeln överlåtbara värdepapper och penningmarknadsinstrument från en och samma emittent inte uppgå till mer än 5 procent av fondens värde (5 kap. 6 §). I lagen finns vissa placeringsbegränsningar relaterade till emittentens eller den andra fondens storlek (5 kap. 19 § första stycket). Överlåtbara värdepapper, penningmarknadsinstrument och fondandelar får inte överstiga – för aktier utan rösträtt – 10 procent av sådana aktier som en enskild emittent gett ut. Som utgångspunkt gäller också för obligationer och andra skuldförbindelser och penningmarknadsinstrument, dvs. en motsvarande gräns på 10 procent. För andelar i andra fonder eller fondföretag gäller i stället, som utgångspunkt, en gräns om 25 procent av andelarna i fonden eller fondföretaget.

I lagen finns ytterligare begränsningsregler, som kompletterar dem som redovisas ovan, om vilka exponeringar en fond får ha mot en och samma part (5 kap. 21 och 22 §§). Ett fondbolag får inte i fondverksamheten ta upp eller bevilja lån, gå i borgen eller sälja tillgångsslag som inte ingår i fonden (5 kap. 23 § första stycket). Fondbolag får dock ta upp kortfristiga lån till ett belopp motsvarande högst 10 procent av fondens värde (5 kap. 23 § andra stycket). Finansinspektionen får tillåta avvikelser från de villkor som anges i vissa av de ovan angivna bestämmelserna och, med vissa begränsningar, från fondbestämmelserna (5 kap. 24 §).

De flesta placeringsbestämmelser i lagen gäller inte i fråga om värdepappersfonder som har auktoriserats som penningmarknadsfonder enligt Europaparlamentets och rådets förordning (EU) 2017/1131 av den 14 juni 2017 om penningmarknadsfonder (5 kap. 24 a §). I lagen finns även bestämmelser om att rättelse ska ske när värdet av tillgångar i en värdepappersfond kommer att överskrida någon av placeringsgränserna i lagen (5 kap. 25 § första stycket).

Bestämmelser om Finansinspektionens tillsyn finns i ett särskilt kapitel i lagen (10 kap). Tillsynen omfattar bl.a. att verksamheten drivs enligt den lagen, andra författningar som reglerar verksamheten, fondbestämmelserna, stadgar eller reglemente och interna instruktioner (10 kap. 1 § andra stycket). Vidare gäller att fondbolag som omfattas av tillsynen ska lämna Finansinspektionen upplysningar om sin verksamhet enligt föreskrifter som meddelats med stöd av lagen (10 kap. 2 §). Företag som omfattas måste dessutom i enskilda fall lämna Finansinspektionen den information som inspektionen begär.

Finansinspektionen får, när det är nödvändigt, genomföra platsundersökningar hos bl.a. fondbolag (10 kap. 4 §). Finansinspektionen har rätt att förordna en eller flera revisorer att tillsammans med övriga revisorer delta i revisionen av ett fondbolag (10 kap. 7 §). En revisor ska omedelbart rapportera till inspektionen om han eller hon när ett uppdrag i ett fondbolag fullgörs får kännedom om förhållanden som kan utgöra en väsentlig överträdelse av någon författning som reglerar verksamheten eller om det kan påverka bolagets fortsatta drift negativt. Detsamma gäller om det kan leda till att revisorn avstyrker att balansräkningen eller resultaträkningen fastställs (10 kap. 8 §).

Finansinspektionen får också sammankalla styrelsen i ett fondbolag och har rätt att närvara i överläggningarna vid ett sådant styrelsesammanträde (10 kap. 10 §). Finansinspektionens beslut om dessa åtgärder får inte överklagas. Andra beslut av Finansinspektionen enligt lagen får som huvudregel överklagas till allmän förvaltningsdomstol (14 kap. 1 §).

Fondbolag ska betala en årlig avgift för Finansinspektionens verksamhet (10 kap. 11 §).

4.4.3 Grunderna för att lagen om värdepappersfonder är tillämplig på Sjunde AP-fondens verksamhet

Riktlinjerna för utformningen av premiepensionssystemet drogs upp redan i början av 1990-talet. I propositionen Reformeringen av det allmänna pensionssystemet (prop. 1993/94:250) utvecklade regeringen utgångspunkterna för systemet. Fondtorget skulle, som konstateras i avsnitt 4.2.2

ovan, utgöra systemets utgångspunkt. Det ansågs också vara av stor vikt att reglerna utformades på ett sådant sätt att det skapades förutsättningar för etablering av ett flertal kapitalförvaltare med olika inriktning. Genom att det skulle finnas ett flertal kapitalförvaltare som konkurrerade om förvaltningsuppdragen skulle effektiviteten i förvaltningen främjas, vilket var till fördel för försäkringstagarna (samma prop. s. 119).

Pensionsarbetsgruppen lämnade i betänkandet Reformerat pensions-system (SOU 1994:20) förslag som innebar att en eller flera statliga kapitalförvaltare skulle inrättas för förvaltning av medel från personer som ville välja en sådan lösning (Pensionsarbetsgruppen var en arbetsgrupp som bestod av representanter för samtliga dåvarande riksdagspartier och som hade till uppgift att, mot bakgrund av Pensionsutredningens betänkande Allmän pension [SOU 1990:76], utarbeta förslag till ett nytt system för den allmänna pensioneringen [se dir. 1991:102]). För dessa skulle fullt ut gälla samma placeringsregler som för privata kapitalplaceringar. De statliga kapitalförvaltarna skulle alltså verka på lika villkor och i full konkurrens med de privata kapitalförvaltarna (samma SOU 1994:20 s. 225 f.). Regeringen ställde sig bakom arbetsgruppens förslag och framhöll att någon skillnad i placeringsregler mellan privata och statliga kapitalförvaltare inte kunde komma i fråga (prop. 1993/94:250 s. 119 f.). Även Finansinspektionens tillsynsansvar grundade sig på viljan att uppnå likvärdiga regler för förvaltningen av premiereservmedel (samma prop. s. 421).

Som konstateras i avsnitt 4.2.2 föranleddes 2010 års ändringar av premiepensionssystemet av en delvis modifierad syn på systemet, där bl.a. mindre vikt skulle läggas vid konkurrensneutralitet mellan statliga och privata förvaltare av fonder. Den förändrade synen på systemet innebar emellertid inte någon ändring i fråga om vilka bestämmelser i lagen om värdepappersfonder som skulle vara tillämpliga på Sjunde AP-fondens förvaltning.

4.5 Sjunde AP-fonden

Sjunde AP-fonden har för sin förvaltning av premiepensionsmedel inrättat två byggstensfonder: AP7 Aktiefond (aktiefonden) och AP7 Räntefond (räntefonden), med Pensionsmyndigheten som enda fondandelsägare. Förvalsalternativet följer en livcykelprofil vilket innebär att den anpassas efter spararens ålder. Anpassningen sker på årlig basis, vilket innebär att upp till och med 55 års ålder består den av 100 procent i aktiefonden. Efter 56 års ålder minskar andelen i aktiefonden varje år medan andelen i räntefonden ökar. Vid 75 års ålder stannar fördelningen på två tredjedelar i räntefonden och en tredjedel i aktiefonden.

I fondbestämmelserna för aktiefonden anges bl.a. att den är en global aktiefond med hög risknivå. Målet i förvaltningen är att vid den valda risknivån uppnå en långsiktigt hög avkastning som överträffar avkastningen för ett relevant globalt aktieindex. Strategin i förvaltningen av fonden är att medlen ska placeras globalt med en bred branschmässig spridning samt att avkastningsmöjligheterna och risken i förvaltningen ska

ökas genom att använda s.k. hävstång (tillämpning av hävstång i förvaltningen gör att placeringsutrymmet är större än fondkapitalet).

I fondbestämmelserna till räntefonden anges bl.a. att den är en fond med relativt låg risknivå. Målet i förvaltningen är att vid vald risknivån uppnå en långsiktigt hög avkastning som minst motsvarar avkastningen för ett relevant svenskt obligationsindex. Strategin i förvaltningen är att placera fondens tillgångar i ränterelaterade finansiella instrument som har låg kreditrisk och med en genomsnittlig varaktighet, i normalläget, på högst tre år. Tillgångarna ska också placeras i instrument som till övervägande del är utfärdade i svenska kronor.

Sjunde AP-fondens styrelse fastställer, utifrån gällande författnings- och fondbestämmelser, löpande vissa riktlinjer för placeringsverksamheten där bl.a. mer preciserade mål, placeringsstrategier samt vilka risknivåer som kan tolereras anges. I de senast antagna riktlinjerna (Sjunde AP-fonden, Riktlinjer för placeringsverksamheten, version 2019:1) anges bl.a. att för förvalsalternativet är målet att uppnå en långsiktig avkastning som tydligt överstiger avkastningen i inkomstpensionen. I förhållande till inkomstpensionen innebär detta en långsiktig överavkastning under hela arbetslivet om 2–3 procent per år. I tillägg ska förvalsalternativet uppnå en avkastning som är minst lika bra som genomsnittet av de privata fonderna inom premiepensionssystemet.

Även för de två byggstensfonderna gäller därmed målet att uppnå en långsiktigt hög avkastning. Fondernas olika uppgifter gör emellertid att deras risknivåer skiljer sig åt. Aktiefondens viktigaste uppgift är att utgöra tillväxtmotor i förvalsalternativet och för att åstadkomma detta behöver risknivån vara högre än för en väldiversifierad globalfond. Styrelsen har därför angett att riskaptiten för marknadsrisk i fonden ska vara hög till mycket hög. Strategin i aktiefonden är att placera tillgångar globalt med en bred geografisk och branschmässig spridning. Olika tekniker, bl.a. hävstång, används i syfte att öka risken och därmed avkastningsmöjligheterna. För räntefonden, vars primära uppgift är att fungera som riskavbärare, har i stället beslutats att risknivån ska vara låg.

Vid starten 2010 hade aktiefonden en strategi ensidigt inriktad på att öka risk och förväntad avkastning med hjälp av hävstång. Hävstången motsvarade under perioden 2010–2014 normalt ca 50 procent av fondkapitalet. Under 2015 minskades hävstången till ca 25 procent till följd av att ett riskramverk introducerades i förvaltningen. Under perioden 2015–2019 har nya riskkällor tillkommit. De riskhöjande inslagen utgörs numera av flera olika delar, såsom hävstång, en ökad allokering till tillväxtmarknadsaktier, en ökad exponering mot utvecklingen för mindre bolag samt olika former av alternativa riskpremieexponeringar på aktiemarknaden. Fondens totala risknivå och risksammansättning anpassas också över tid och tillåts variera inom ett intervall (riskramverket) motsvarande 0,9 gånger till 1,6 gånger risken i en global aktiefond. Sjunde AP-fondens styrelse har beslutat att förvaltningen av AP7 Aktiefond ska organiseras så att fondens risknivå, vid varje tidpunkt, som lägst uppgår till 0,9 gånger risken i MSCI ACWI och som högst uppgår till 1,6 gånger risken i MSCI ACWI, i båda fallen mätt som Value at Risk. Under 2018 var fondens risknivå i genomsnitt 1,1 gånger risken i det globala aktieindexet MSCI ACWI och som högst 1,2 gånger (Sjunde AP-fondens årsredovisning 2018, s. 34).

5 Tidigare överväganden

Under de år som gått sedan premiepensionssystemet infördes har ett flertal utredningar tillsatts i syfte att överväga och utvärdera förändringar av systemet. Ingen av utredningarna har haft till uppgift att analysera och överväga mål eller risknivå för förvalsalternativet. Vissa utredningar har dock gjort analyser som är relevanta i detta sammanhang. I det följande redovisas översiktligt för de senaste utredningarna i relevanta delar.

År 2012 fick en sakkunnig i uppdrag att biträda Finansdepartementet med att belysa och analysera premiepensionens funktion men även att peka ut möjliga sätt att hantera de problem som identifierats. I departementspromemorian Vägval för premiepensionen (Ds 2013:35) konstaterades att systemkonstruktionen leder till tre problem som behöver hanteras:

1. En förhållandevis stor förväntad spridning i utfall.
2. Ett stort fondutbud är svårt att hantera för de flesta sparare.
3. Högre kostnader än nödvändigt.

Problemen ansågs i stor utsträckning som en följd av att individer har mindre finansiella kunskaper än vad som förutsattes samt det stora utbudet av fonder. I promemorian pekades framför allt på alternativa förändringar av fondtorget, men uttalades att förvalsalternativet tydligare skulle lyftas fram som ett bra alternativ. Det konstaterades att pensionsutfall påverkas av politiska överväganden. I den processen bör en tydlig målformulering för den allmänna pensionen tas fram, som ger svar på frågan vilka minimipensioner eller ersättningsnivåer som staten vill garantera och vilka delar individen själv ska ansvara för (Ds 2013:35 s. 7 f.).

År 2014 tillsattes en utredning i syfte att gå vidare med vissa av förslagen i vägvalspromemorian. Utredningen gjorde i betänkandet Fokus premiepension (SOU 2016:61) bedömningen att ett bättre pensionsutfall kunde åstadkommas genom att reformera systemet när det gäller valrutiner och myndighetsinformation. Enligt utredningen fanns det fog för att anta att lågt engagemang och låg kunskap minskar sannolikheten för ett bra premiepensionsutfall, och att lösningen på detta grundläggande problem inte ligger i att försöka höja engagemanget och kunskapen, utan att i första hand anpassa systemet efter pensionsspararnas engagemang och kunskap. Förslagen som lades fram innebar ett ökat fokus från val av fonder på fondtorget till att erbjuda tre förvaltningsmodeller: Egen portfölj, Färdiga riskportföljer samt Förvalsalternativet. För de individer som valt förvaltningsmodellen Egen portfölj eller Färdiga riskportföljer föreslogs också att regelbundna utvärderingsval skulle införas (SOU 2016:61 s. 11 f.).

När det gäller förvalsalternativet konstaterade utredningen att det med hänsyn till att premiepensionen utgör en relativt liten del av den samlade ålderspensionen – och att inkomstpensionen, som utgör den absoluta merparten av den allmänna pensionen, anses som en lågriskplacering – motiverar en högre risknivå i premiepensionsdelen än vad som skulle anses motiverat om man i stället betraktade premiepensionssparandet som ett helt fristående pensionssparande (samma betänkande s. 68). Utredningens förslag har i aktuella delar inte lett till några lagändringar (jfr prop. 2017/18:247).

I juni 2017 gavs en utredare i uppgift att genomföra en förstudie av premiepensionssystemet, med inriktning bl.a. på förbättringsområden i systemet och hur olika alternativ kan bidra till att trygga pensioner. Uppdraget hade bl.a. sin bakgrund i misstänkt brottslighet mot systemet.

I promemorian Förstudie om möjliga strukturella förändringar för ett tryggare och mer effektivt premiepensionssystem (S2017/03516/SF) konstaterade utredaren att det finns flera syften och avsikter med premiepensionen, men att staten aldrig har formulerat ett uttryckligt mål om vad premiepensionen ska uppnå, t.ex. om det är inkomsttrygghet eller maximal avkastning som ska prioriteras. Det leder till att det inte är uppenbart vilken produkt eller vilket resultat som ska eftersträvas. Målsättningen kommer då i praktiken att utformas på myndighetsnivå. Eftersom premiepensionen är en del av den allmänna pensionen bör sådana beslut i stället tas på politisk nivå.

Utredaren formulerade följande kriterier som ansågs borde ingå i målet för premiepensionen och därmed vara styrande för systemets konstruktion (samma promemoria s. 41–43):

1. Premiepensionen är en obligatorisk socialförsäkring för vilken staten har ett övergripande ansvar.
2. Placeringar ska prioritera försäkring framför sparande och eftersträva en stabil livslång pensionsinkomst.
3. Avkastningen ska över tid överstiga inkomstindex.
4. För den som vill ska det finnas en möjlighet att välja bland kvalitets-säkrade alternativ.
5. Risker i premiepensionen bör inte vara högre än i tjänstepensionen.

Utredaren konstaterade vidare att med hänsyn till att premiepensionen är ett tvångssparande bestämt av staten bör staten ha ett ansvar för att systemet är ansvarsfullt konstruerat och därutöver ett särskilt ansvar för att de sparare som inte vill eller kan välja själva får ett rimligt utfall utan krav på egen aktivitet. Ett mål för premiepensionen är därför särskilt viktigt för icke-väljarna och utformningen av förvalsalternativet bör helt styras av målet (samma promemoria. s. 43 f.).

Med utgångspunkt i målkriterierna bör förvalsalternativet leverera en årlig avkastning som är något högre än inkomstindex. Ett sätt att hantera den högre finansiella risk som måste tas för att nå en god avkastning är att genom en generationsfond reglera graden av risk utifrån antal år som återstår till pensionsåldern. En annan strategi som lyfts fram är att, med inspiration från den traditionella pensionsförsäkringen, införa en lösning med en broms som skulle kunna tillämpas som en sista utväg om systemet hamnar i obalans (samma promemoria s. 44 f.).

Enligt utredaren bör centrala egenskaper som trygghet, stabilitet, garanti och pensionsinkomst, snarare än pensionsförmögenhet, ge ett annorlunda utformat pensionssystem. Detta gäller framför allt för de sparare som inte gör aktiva val. Med detta synsätt får förvalsalternativet en betydande annorlunda utformning än vad som gäller i dag. Det blir mer fokus på en stabil inflationsskyddad pensionsinkomst och mindre fokus på att försöka maximera ett sparande (samma promemoria s. 46).

6 Erfarenheterna från åren som gått

6.1 Premiepensionen har levt upp till förväntningarna, men...

Det har snart gått 20 år sedan premiepensionen introducerades för allmänheten och utifrån ett längre perspektiv har premiepensionen och förvalsalternativet levererat en högre avkastning än vad som förväntades. Nedan redogörs översiktligt för hur premiepensionen utvecklats sedan starten utifrån tre parametrar:

1. Kapital och avkastning.
2. Spararnas aktivitetsnivå.
3. Kunskap och engagemang.

6.1.1 Kapital och avkastning

Premiepensionssystemet omfattar drygt 7,5 miljoner pensionssparare och pensionärer och dess totala marknadsvärde uppgår till ca 1 100 miljarder kronor. 42 procent av systemets samlade kapital förvaltas av Sjunde AP-fonden, vilket sedan 2001 är en ökning med 11,3 procentenheter. För perioden 2001–2018 avkastade förvalsalternativet i genomsnitt 6,4 procent per år. Motsvarande siffra för premiepensionsindex är 3,6 procent (justerat för rabatter var den genomsnittliga avkastningen per år för förvalsalternativet under den aktuella perioden 6,5 procent och 4,1 procent för premiepensionsindex). Över samma period uppgick den kapitalviktade avkastningen för förvalsalternativet till 8,6 procent per år, vilket är 5,6 procentenheter högre än inkomstpensionen som avkastade 3 procent per år. Sedan 2001 till utgången av 2018 har Sjunde AP-fondens förvaltade kapital växt från 65 miljarder kronor till 458 miljarder kronor (skr. 2018/19:130 s. 294–296).

6.1.2 Spararnas aktivitetsnivå

När det gäller beskrivningen av spararnas aktivitetsnivå bör nämnas de ändrade regler för överföring av medel som trädde i kraft den 1 november 2018. Som anges i avsnitt 4.2.1 gäller numera att när pensionsrätt för premiepension fastställs första gången förs medlen över till förvalsalternativet. Pensionsspararen kan därefter välja att medlen ska flyttas till förvaltning på annat sätt. Enligt de tidigare reglerna skulle spararen första gången pensionsrätten fastställdes upplysas om rätten att välja placering. Om denne inte gjorde något aktivt val placerades medlen i förvalsalternativet. Beskrivningen av aktivitetsnivån som följer nedan gäller alltså utifrån delvis andra förutsättningar än de nuvarande. Det är fortfarande för tidigt att dra några slutsatser av hur de ändrade bestämmelserna har påverkat aktivitetsnivån.

Aktivitetsnivån i premiepensionssystemet kan redovisas på olika sätt. Ett sätt att redovisa aktivitetsnivån är att redovisa utvecklingen av andelen pensionssparare som väljer egen portfölj första gången pensionsrätt fastställs. År 2017 utnyttjade knappt 1 200 (ca 0,5 procent) av de nya spararna

möjligheten att göra egna fondval, medan övriga nya sparare, drygt 212 000 (ca 99,5 procent) valde att inte göra något eget fondval, utan fick i stället sina medel placerade i förvalsalternativet (Pensionsmyndighetens rapport Premiepensionen – Pensionsspararna och pensionärerna 2017, s. 9).

Ett annat sätt att redovisa aktivitetsnivån är att redovisa andelen pensionssparare som har en egen portfölj vid olika tidpunkter efter inträdet i systemet. Ett visst flöde av sparare förekommer från förvalsalternativet till egen portfölj och andelen sparare med egen portfölj ökar ju längre tiden går. Exempelvis valde 1,6 procent av de nya pensionsspararna med inträdesår 2005 en egen portfölj. År 2017 hade 24 procent av spararna med inträdesår 2005 valt en egen portfölj (samma rapport).

Antalet individer som utnyttjar de olika förvaltningsalternativ som premiepensionssystemet erbjuder ger också en bild av aktivitetsgraden (notera att individer kan göra flera olika fondval med sitt pensionskapital). Per den 31 december 2018 såg antalet fondval, undantaget de medel som är placerade i den traditionella försäkringen som förvaltas av Pensionsmyndigheten, ut enligt följande (statistik från Pensionsmyndigheten):

– Förvalsalternativet	4 202 600
– AP7 Aktiefond	130 340
– AP7 Räntefond	19 030
– AP7 Försiktig	10 320
– AP7 Balanserad	17 180
– AP7 Offensiv	17 430
– Övriga	3 208 970

6.1.3 Spararnas kunskap och engagemang

Sedan premiepensionen lanserades för allmänheten har det genomförts ett flertal undersökningar som, på olika sätt, mäter pensionsspararnas och pensionärernas kunskap och engagemang (för en mer genomgående redovisning av de flertalet undersökningar som har gjorts hänvisas bl.a. till promemorian Vägval för premiepensionen och betänkandet Fokus premiepension, se avsnitt 5). I allmänhet kan det sägas finnas gott stöd för slutsatsen att pensionsspararnas kunskap om och engagemang i pensionsfrågor är lågt. Av en undersökning genomförd av Sifo i januari 2019 – på uppdrag av Swedbank och Sparbankerna – framgår att ca sju av tio pensionssparare har liten eller ingen kunskap om pensionssystemet och hur det fungerar. I en undersökning kring premiepensionen genomförd av Novus i januari 2019 på uppdrag av Skandia framgår att andelen som anger att de inte tänker se över sitt fondbesittande i premiepensionen är 34 procent, vilket är en ökning från föregående år då motsvarande siffra var 30 procent. Cirka 37 procent uppgav att de kanske kommer att se över innehaven och 13 procent uppgav att de avsåg att se över sina fondval. Föregående år var motsvarande siffra 43 procent respektive 13 procent.

Det bör dock framhållas att en ovilja att se över sitt fondbesittande inte nödvändigtvis tyder på ett ointresse för premiepensionen, utan kan tala för att spararna är nöjda med utvecklingen och därför inte ser något behov av att se över innehavet. Det kan också tala för att spararna har förtroende för

huvudmannens förvaltning av pensionsmedel (se avsnitt 7 om beteendekonomisk forskning).

2016 års premiepensionsutrednings bedömning är att pensionsspararna är en heterogen grupp av individer med varierande intresse för att själv förvalta sin premiepension, och med varierande (egenupplevd) kunskap eller förmåga att själv förvalta sin premiepension (SOU 2016:61 s. 104). Utredningen ansåg även att det är rimligt att anta att pensionsspararnas intresse av att utforma och förvalta en egen fondportfölj varierar över tid, och att kunskapen eller förmågan att förvalta sin premiepension rimligen ökar med stigande ålder.

6.2 ...det har skett under 20 unika år

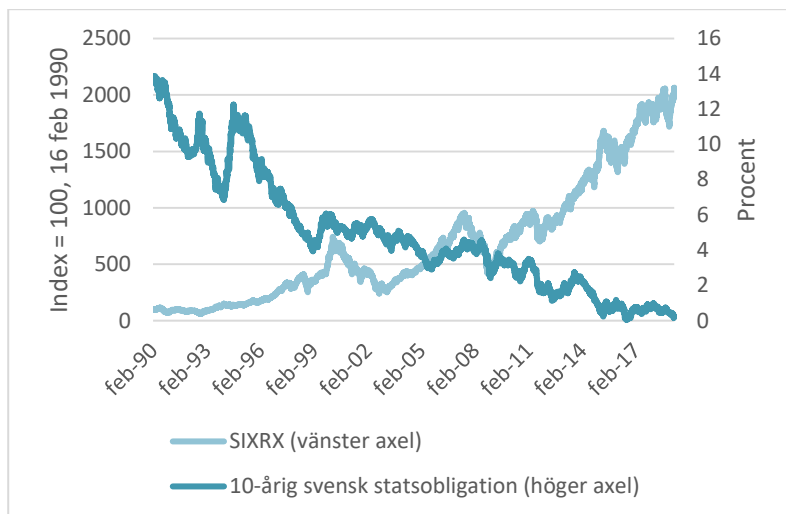
Premiepensionen kan sägas ha levt upp till syftena att leverera en högre avkastning än inkomstpensionen och att verka diversifierande. Det har dock skett under en exceptionell tidsperiod. De senaste 30 årens fallande räntor har skapat mycket gynnsamma förutsättningar för portföljer med hög andel aktier och reala tillgångar (se figur 6.1). Samtidigt har obligationsportföljernas värde gynnats av de sjunkande räntorna. Riksbankens och övriga centralbankers expansiva penningpolitik har också bidragit till denna utveckling. Detta gör emellertid att historiska resultat, mer än någonsin, är irrelevanta och svårbedömda vid portföljval för framtiden. Samtidigt visar såväl studier som erfarenheter från premiepensionen att konsumenter tenderar att jaga historisk avkastning genom att investera i de regioner eller strategier som har gått bra de senaste åren (se t.ex. Scharfstein and Stein, 1990, Herd Behaviour and Investment, American Economic Review 80 [Jun.], s. 465–479). Det resulterar ofta i ett beteende där man köper när kurserna är på toppen och säljer när de är på botten.

Även om utvecklingen av förvalsalternativet på sikt varit gynnsam för spararna har Sjunde AP-fonden utsatts för viss kritik under åren som gått. Bland annat har påpekats att avkastningsutvecklingen för förvalsalternativets föregångare, Premiesparfonden, fram till 2010 var snarlik utvecklingen i Egen portfölj. Detta trots Sjunde AP-fondens fördelar i form av lägre avgifter och lägre skatt. Skillnaden därefter förklaras av att Sjunde AP-fonden – som en konsekvens av 2010 års regeländringar – började tillämpa en hävstång, samtidigt som aktiemarknaderna gått kraftigt uppåt. Förvalsalternativet har ännu inte utsatts för någon period med ihållande nedgångar på aktiemarknaden.

Det har också framförts kritik enligt vilken Sjunde AP-fondens nivå på hävstången har varit alltför hög bl.a. av professor Richard H Thaler. Som framgår i avsnitt 4.5 har Sjunde AP-fonden minskat användandet av hävstång. Hävstången har dock varit en av anledningarna till det gynnsamma utfallet för AP7 Aktiefond, men den är också förknippad med risk. När börskurserna faller, faller fonder med hävstång ännu mer. Användandet av hävstång behöver inte vara olämpligt, utan bör sättas i relation till hur placeringsstrategin ser ut i övrigt. Med en väldiversifierad portfölj – där investeringar görs såväl i varierande aktiemarknader som i andra tillgångsslag – är det snarare lämpligt att ibland öka risken med hjälp av hävstång. Kritik kan dock riktas mot att Sjunde AP-fondens portfölj har

en alltför ensidigt utformad riskprofil och investeringsstrategi. Förvaltningen är i stor utsträckning utformad utifrån fondbranschens historiska struktur, snarare än utifrån vad som är ändamålsenligt för en långsiktig pensionsfond. Det beror i sin tur i huvudsak på att det nuvarande regelverket är utformat för fondsparande i allmänhet, snarare än för pensionsförvaltning i statlig regi (se avsnitt 9).

Figur 6.1 Avkastning av svenska aktier och obligationer från 1990 till 2018



Källa: Riksbanken.

7 Beteendekonomisk forskning

Inledning

Beteendekonomi är ett växande forskningsfält där man studerar hur individer fattar ekonomiska beslut i praktiken. Forskningen, som är tvärvetenskaplig och bedrivs inom olika områden, handlar framför allt om att pröva validiteten av olika ekonomiskteoretiska modeller. Ett grundläggande antagande i beteendekonomi är att mänskligt beteende är mer komplicerat än vad den enklaste ekonomiska standardmodellen förutsätter och individer antas därför inte vara fullt informerade, rationella och nyttomaximerande i alla beslutssituationer (se hänvisningen till Thaler & Mullainathan, 2008, i Ramberg, F. 2016, När det rätta blir det rätta – en ESO-rapport om ”nudging”. ESO-rapport 2016:7, s. 25).

Vissa beteendekonomiska forskare hävdar att i offentliga system tas inte tillräcklig hänsyn till hur människor faktiskt fattar beslut (se hänvisningen till Sunstein, 2013, i Ramberg, 2016, s. 26). Forskning visar också att individer gör systematiska felbedömningar, har kognitiva begränsningar, förhalar beslut och har tidsinkonsistenta preferenser (se DellaVigna, 2009, Psychology and Economics: Evidence from the Field, Journal of Economic Literature, vol. 47, s. 315–372). Dessutom kan

individens brister i beslutsfattande leda till negativa konsekvenser för dem själva, t.ex. att personer inte sparar till sin egen pension (Madrian & Shea, 2001, *The Power of Suggestion: Inertia in 401(k) Participation and Savings Behavior*, *The Quarterly Journal of Economics*, 116 (4), s. 1149–1525). Inom den beteendekonomiska forskningen ges förklaringar till hur människor fattar beslut utifrån ett flertal perspektiv. Nedan redovisas kortfattat för tre av de, i detta sammanhang, viktigaste perspektiven.

Kognitiva hinder

I beteendekonomi studeras bl.a. individens förmåga att ta till sig och hantera information. Förmågan till uppmärksamhet brister ibland vilket leder till suboptimala beteenden, bl.a. används tumregler och förenklingar. För mycket information eller för många handlingsalternativ kan alltså få individer att fatta sämre beslut (Kahneman, 2011, *Thinking, Fast and Slow* och Larrick & Soll, 2008, *The MPG Illusion*. *Science*, 320 [5883], s. 1593 f.). I detta sammanhang har utformningen av det svenska premiepensionssystemet väckt internationellt intresse (se Cronqvist & Thaler, 2004, *Design Choices in Privatized Social-Security Systems: Learning from the Swedish Experience*. *American Economic Review*, 94 [2], s. 424–428). Systemet används som ett avskräckande exempel på överdriven handlingsfrihet. Den stora mängden fonder på fondtorget innebär, enligt Cronqvist och Thaler, inte en valfrihet. Det blir snarare närmast en börda för pensionsspararna och försvårar möjligheter att göra rätt.

Så kallad status quo bias är beteckningen på ett beteende som innebär att individer undviker att ändra tidigare fattade beslut. Forskning visar att även när tidigare gjorda beslut visar sig mindre bra ändrar många inte beslutet (Madrian & Shea, 2001 och Thaler & Benartzi, 2004, *Save More Tomorrow: Using Behavioral Economics to Increase Employee Saving*, *Journal of Political Economy*, vol. 112, nr 1, s. 164–187). Beteendet har observerats i det svenska premiepensionssystemet, där individer inte ändrar sitt ursprungliga val av fonder ens när fonderna går dåligt under flera år (se Dahlquist & Martinez, 2015, *Investor Inattention: A Hidden Cost of Choice in Pension Plans?* *European Financial Management*, vol. 21, no. 1, s. 1–19).

Förvalet

Med förval menas det alternativ i en beslutssituation som ges när en person inte aktivt väljer något annat. Det finns flera forskningsstudier som visar att förvalet är ett beteendeverktyg som har stor påverkan på hur människor fattar beslut. Variationer i förvalsalternativ kan bl.a. påverka antalet organ-donatorer (se Johnson & Goldstein, 2003, *Do Defaults Save Lives?* *Science*, 302(5649), s. 1338 f.), storleken på anställdas pensionssparande (se Madrian & Shea, 2001) och hur resurser används mest effektivt (se Egebark & Engström, 2014, *Kan passiva människor göra världen grönare?* *Ekonomisk debatt*, nr 3, s. 63–71). Eftersom status quo bias är vanligt förekommande är det viktigt hur ett förval är utformat (se Loewenstein m.fl., 2015, *Warning: You are about to be nudged*. *Behavioral Science & Policy*, 1 [1], s. 35–42).

Forskning visar att individer generellt sett är positiva till användandet av s.k. nudging. Nudging innebär att medvetet göra små förändringar av beslutssituationer så att individers beteende ändras (se Ramberg, 2016, ESO-rapport 2016:7 s. 20). I liberala demokratier gäller detta framför allt om målen för metoden dels är förenliga med individens intressen och värderingar, dels upplevs som legitima (se Sunstein m.fl., 2018, *A worldwide consensus on nudging? Not quite, but almost. Regulation & Governance*, nr 12, s. 3–22). Förtroende mellan stat och medborgare är därför viktigt. Det ska handla om information – inte propaganda (se Ramberg, 2016, ESO-rapport 2016:7 s. 37).

Tidsinkonsistenta preferenser

Ett väldokumenterat fenomen i beteendeeconomisk forskning är att individer har preferenser som inte är konsistenta över tid (se Loewenstein & Prelec, 1992, *Warning: You are about to be nudged. Behavioral Science & Policy*, 1 (1), s. 35–42). En förklaring till det är s.k. present bias, dvs. att individer värderar omedelbara belöningar mer än framtida belöningar (se Hoch & Loewenstein, 1991, *Time Inconsistent Preferences and Consumer Self Control, Journal of Consumer Research*, vol. 17, s. 492–507). För att hantera tidsinkonsistenta preferenser kan individer ha flera strategier, t.ex. åtaganden (se Bryan m.fl., 2010, *Commitment Devices. Annual Review of Economics*, vol. 2, s. 671–698) som stärker förmågan till självkontroll.

Tidsinkonsistenta preferenser kan även yttra sig i form av begränsad förmåga till självkontroll (se Ariely & Wertenbroch, 2002, *Procrastination, Deadlines, and Performance: Self-Control by Precommitment, Psychological Science*, vol. 13, nr 3, s. 219–224). Även när individer har tydliga preferenser för något kan det vara svårt att fullfölja intentionerna (se Laibson, 1997, *Golden Eggs and Hyperbolic Discounting, The Quarterly Journal of Economics* 112 (2), s. 443–477). Exempelvis har studier visat att i valet mellan choklad eller frukt väljer de flesta frukt åt sig själva om valet gäller vad de ska få nästa vecka. Det omvända gäller när belöningen (dvs. att få frukt eller choklad) är omedelbar – då väljer de flesta choklad (se Read & van Leeuwen, 1998, *Predicting Hunger: The Effects of Appetite and Delay on Choice, Organizational Behavior and Human Decision Processes*, vol. 76, no. 2, s. 189–205).

8 Ändamålsenlig pensionsförvaltning

8.1 Förvaltning av pensionskapital

I grunden handlar pensionsförvaltning om att förflytta ”köpkraft”, i termer av reala värden, från yrkeslivet till pensionsutbetalningen. Det sker genom att under en lång tid förvalta ett för varje individ växande – beroende på löpande avsättningar och avkastning – kapital.

Riskpremien är den förväntade extra avkastning som en riskfylld investering ger jämfört med att investera i en kortsiktig ränteplacering

(som är riskfri). Risk som genereras av exponering mot systematiska riskpremier, dvs. riskpremier som genereras av riskfaktorer som inte går att reducera med hjälp av diversifiering, t.ex. ekonomisk tillväxt, räntnivåer och inflation, avgör en portföljs avkastning både på kort och lång sikt. Allokeringen till systematiska riskpremier förklarar därför majoriteten av volatiliteten i en portfölj över tid.

En investeringsportfölj är uppbyggd av investeringsbara tillgångsslag. Historiskt sett har avkastning och risk som följer med investeringar i olika tillgångsklasser varierat. I viss utsträckning kan dock avkastning och risk förutsägas på medellång eller lång sikt. När kompensationen för risktagande varierar över tid, och denna riskpremie åtminstone delvis är förutsägbar, är det meningsfullt att anpassa en portföljs riskallokering till rådande situation. När marknaderna erbjuder liten ersättning för att ta risk, ska allokeringen till risk reduceras. När riskpremierna är högre än vanligt, ska risktilldelningen öka. Detta bör ske dynamiskt.

Diversifiering mellan olika avkastningsgenererande tillgångsslag förbättrar den riskjusterade avkastningen. En effektivt diversifierad portfölj gör det möjligt att uppnå samma avkastning med lägre risk än en ineffektivt diversifierad portfölj (se t.ex. Reed, 2015, *The High Cost of Liquidity: Tip of an Iceberg or Isolated Incident?* Factset, Blackstone, 2014, *Patient Capital, Private Opportunity – The Benefits and Challenges of Illiquid Alternatives*, Blackstone “Black” Paper och Kitces, 2015, *Capturing An Excess Return Premium For Illiquidity Is A Privilege Not A Right*, www.kitces.com). Effektiv diversifiering uppnås dock inte nödvändigtvis genom att öka antalet värdepapper eller tillgångsslag i en portfölj, framför allt inte om dessa är exponerade mot samma underliggande systematiska faktorer, dvs. ekonomisk tillväxt, räntor och inflation. Det är därför viktigt att man i förvaltningen hanterar investeringsrisken för portföljen i sin helhet, och inte som en samling individuella sub-portföljer. På så sätt ges förutsättningar att förändra vikter, allokering och riskbudget.

Förvaltning av pensionskapital syftar till att skapa den reella avkastning som krävs för att uppfylla ett långfristigt pensionsmål. Det kräver i sin tur att man i förvaltningen tar på sig och hanterar investeringsrisk. Att ta på sig investeringsrisk kan ibland resultera i förluster på kort och medellång sikt. Fastställandet av lämplig riskaptit i förhållande till förvaltningens mål är därför väsentligt.

Pensionsförvaltning är en långsiktig verksamhet. Som regel handlar det om att säkerställa pensionsutbetalningar som ligger flera decennier fram i tiden. Horisonten på investeringarna bör därför också vara långsiktig. Ibland kan det emellertid uppstå ett tryck för att agera i konflikt med ett övergripande långsiktigt mål, t.ex. genom benchmarking eller genom jämförelser med förvaltare som har andra mål, riskprofiler eller möjligheter att ta risk. Att bygga investeringar utifrån sådana jämförelser kan leda till kortsiktiga investeringar och beteenden som är direkt felaktiga i förhållande till uppdraget.

Pensionsförvaltningens långsiktiga karaktär, i kombination med relativt förutsägbara kassaflöden, gör det möjligt att ha en investeringsstrategi som syftar till långsiktiga resultat. Långsiktiga investerare kan utnyttja marknadsprissättningar och agera kontracykliskt. Enligt vissa bedömare kan riskpremier för illikvida investeringar gå upp till 3 procent (Franzoni m.fl., 2009, *Private Equity Performance and Liquidity Risk*, *Journal of*

Finance, Forthcoming, Swiss Institute Research Paper, no. 09-43). Enligt andra bedömare uppgår illikviditetspremien till 0,5–2,5 procent (se Willis Tower Watson, 2016, Understanding and measuring the illiquidity risk premium, Willis Tower Watson Asset Research 2016). Möjligheten att investera i illikvida tillgångar, investeringsstrategier och strukturer med högre förväntad avkastning än motsvarande likvida alternativ är också större för långsiktiga investerare. Detsamma gäller tillgången till fond- och kapitalförvaltare samt till partners. Med likviditet menas i huvudsak att det går att handla i värdepapperet eller tillgången 1) i stora volymer, 2) utan att påverka marknadspriset, och 3) med hög grad av säkerhet. Frånvaron av någon eller alla av dessa omständigheter innebär att man som investerare tar en illikviditetsrisk, och denne bör då också kunna tillräkna sig en premie.

Fördelarna med en lång investeringshorisont är förhållandevis uppenbara (se Viceira m.fl., 2017, Global Portfolio Diversification for Long-Horizon Investors, Harvard Business School Finance Working Paper, no 17-085). Förvaltning av pensionskapital grundas fortfarande till stor del på aktuariella grunder och beräkningar eller regelverk som tar sin utgångspunkt i privat fondsparande. Med aktuariella grunder avses att investeringsportföljens inriktning till olika grad är beroende av antaganden och åtaganden som sker utifrån försäkringstekniska grunder eller aktuariella antaganden som portföljens struktur och riskprofil till olika grad ska matcha. Oftast avser det duration, volatilitet och olika former av garantier. Den aktuariella ansatsen kan vara lämplig för pensionsavsättningar som ligger till grund för en garanti eller fastställd förmån. Men annars är sådana ramverk i huvudsak begränsande och ger incitament för kortsiktighet och, framför allt, avgifts- och premiebestämd förvaltning.

I allmänhet kan en långsiktig investeringsstrategi betraktas som en naturlig strukturell konkurrensfördel för en pensionsfond. Nackdelarna med kortfristiga investeringar är inte alltid uppenbara, men ofta framhålls två nackdelar med sådana investeringar. Dels handlar det om friktionen som skapas vid investeringar, t.ex. handels- och transaktionskostnader, flockbeteenden och frekvent handel. Dels handlar det om friktionen som orsakas av kortsiktiga beteende hos företag och motparter som investeringar sker i.

Möjligheten att investera på lång sikt är en strukturell konkurrensfördel för förvalsalternativet som bör utnyttjas i större utsträckning än vad som nu är fallet. På så sätt kan bättre förutsättningar skapas för högre pensionsutfall.

8.2 Förvalsalternativ

Den svenska modellen med ett obligatoriskt premiepensionssystem inom ramen för den allmänna pensionen är utifrån ett internationellt perspektiv unikt och gör därför att internationella jämförelser haltar. Inom ramen för tjänstepensionen finns som regel förvalsfonder, både i Sverige och även internationellt. Förvalsfonder syftar till att tjäna de som inte är villiga eller har möjlighet att engagera sig i sitt pensionssparande. Nedan redogörs

kortfattat för de kategorier som förvalsfonder normalt sett tenderar att falla in i.

Konservativ förvaltning

Förvalsfonder med en konservativ förvaltning har ofta en stor andel obligationer och väldigt få eller inga aktieinvesteringar. Utmaningen för dessa fonder är att generera tillräckliga pensionsinkomster.

Garantiförvaltning

Det finns förvalsfonder som erbjuder någon form av garanti (garantifond), t.ex. en garanterad men begränsad avkastning eller en garanti om att avkastningen inte kommer att bli negativ. Utmaningarna för garantifonder är desamma som för konservativa fonder, dvs. att skapa tillräckliga pensionsinkomster. Kostnaden för den ställda garantin uppkommer genom ställda kapitalkrav som påverkar möjligheten att placera i riskfyllda tillgångar.

Balanserad blandportfölj

I en balanserad blandportfölj allokeras medlen automatiskt mot en förutbestämd tillgångsfördelning, t.ex. 60 procent aktier och 40 procent obligationer, som är konstant över tiden. Beroende på hur de finansiella marknaderna utvecklas kommer tillgångsmixen att förändras över tid. Fonden återgår dock, periodiskt eller löpande, till den på förhand valda tillgångsfördelningen. Definitionen av vad som är "balanserad" varierar mycket både mellan och inom olika länder och system.

Livscykelportfölj

En livscykelportfölj består av olika tillgångsslag. Till skillnad från en balanserad blandportfölj är den förutbestämda tillgångsfördelningen för en livscykelportfölj inte konstant över tiden. Ju yngre en sparare är desto mer aktier innehåller portföljen och ju äldre spararen blir desto större blir andelen obligationer. Efter ett visst datum (måldatum) blir allokeringen konstant. Livscykelportföljer anses ofta lämpliga som förvalsalternativ eftersom de är anpassade för deltagarna såväl vid anslutningen till pensionsplanen som under hela karriären, men även vid pensionering (se Sexauer m.fl., 2012, Making Retirement Income Last a Lifetime, Financial Analyst Journal, vol. 68, no. 1, s. 74–84).

Precis som med balanserade blandportföljer är problemet med livscykelportföljer att det saknas definition eller beskrivning av dem och tolknings- och implementeringsutrymmet har visat sig vara stort. Som ett exempel kan vissa livscykelportföljer sluta med en låg andel aktier, medan andra slutar med en relativt hög andel aktier. Detta leder till mycket olika investerings- och riskprofiler. Vissa nationalekonomer hävdar att den slutliga allokeringen vid det på förhand uppsatta måldatumet är optimalt för vissa sparare, men inte för andra (Bodie m.fl., 2007, The Theory of Life Cycle Saving and Investing, Boston Public Policy Discussion Paper, no. 07-3). Strategin för livscykelportföljer kan anses bristfällig eftersom

de inte tar hänsyn till spararens riskaversion, humankapital eller korrelation över tid mellan spararens lön och aktiemarknaden.

Dynamisk tillväxtportfölj

En variation, eller utveckling, av livscykelportföljen är det som kallas en diversifierad eller dynamisk tillväxtportfölj. I dessa fonder förändras tillgångsslagen med hänsyn tagen till spararens ålder men även utifrån överväganden av andra faktorer – i synnerhet den övergripande storleken på ackumulerat kapital och riskprofilen i portföljen. Att beakta just ackumulerat kapital i fonden är, enligt vissa forskare, minst lika viktigt eftersom portföljens storlek stiger över tid. Vid denna typ av förvaltning ersätts regler som utgår från spararens ålder för när allokering från aktier till räntebärande tillgångar bör ske, med strategier som dynamiskt förändrar fördelningen mellan aktier och räntebärande tillgångar baserat på hur stort det ackumulerade kapitalet är i förhållande till ett uppsatt mål (se Basu m.fl., 2009, Dynamic Lifecycle Strategies for Target Date Retirement Funds, The Journal of Portfolio Management Winter 37 [2], s. 83–96). Till skillnad mot ”vanliga” livscykelportföljers allokeringsregler som är ”enkelriktade”, dvs. de kan växla endast från aktier till räntebärande tillgångar, kan dynamiska livscykelportföljer ha placeringsstrategier som tillåter byte av tillgångsslag i båda riktningar, dvs. från aktier till räntebärande tillgångar och vice versa. Detta möjliggör t.ex. att i de situationer då det ackumulerade kapitalet nått målnivån kan det säkras genom att medlen placeras i tillgångar med lägre risk, oavsett om den åldersbaserade tumregeln för byte av tillgångar har inträffat eller inte.

9 Överväganden och förslag om förvalsalternativet

9.1 Allmänna utgångspunkter

9.1.1 Förvalsalternativet – en socialförsäkring utan garanti

Promemorians bedömning: Inslaget av socialförsäkring bör få ett tydligare genomslag i förvalsalternativet. Utformningen och förvaltningen av förvalsalternativet bör – i linje med vad som regelmässigt gäller för socialförsäkringar – sträva mot att ge ett grundläggande ekonomiskt skydd i form av ett så bra och förutsägbart pensionsutfall för pensionsspararen som möjligt.

Skälen för promemorians bedömning: Premiepensionssystemet är en del av den allmänna ålderspensionen. Även om grundläggande egenskaper såsom trygghet, förutsägbarhet och långsiktighet framhölls när systemet infördes kom utformningen framför allt att präglas av de förväntade fördelarna med ett ökat privat sparande och individens möjlighet att påverka

sina premier. Synen på premiepensionssystemet har i tiden därefter modifierats. Förändringen av förvalsalternativet år 2010 innebar att motiven som betonade vikten av konkurrensneutralitet mellan statliga och privata aktörer samt av sparande i egna fonder fick en underordnad betydelse (prop. 2009/10:44 s. 1). Det väsentliga skulle i stället vara att systemet utformades utifrån pensionsspararnas förutsättningar. I pensionsöverenskommelsen konstateras att premiepensionen är en socialförsäkring för vilken staten ska ha ett tydligare ansvar. Det befäster idén om att systemet framför allt ska skapa så bra förutsättningar som möjligt för de individer som systemet omfattar.

Någon egentlig definition av begreppet socialförsäkring finns inte. I socialförsäkringsbalken, förkortad SFB, anges att socialförsäkringar är de sociala försäkringar samt andra ersättnings- och bidragssystem som behandlas i balken, dock utan att det ges någon närmare förklaring till vad dessa system har gemensamt. Någon skillnad görs inte mellan förmåner som är helt eller delvis avgiftsfinansierade och förmåner som är mer eller mindre skattefinansierade, eller mellan försäkringsliknande anordningar och rena bidrag. Avgränsningen av begreppet socialförsäkring har i stället utgått från hur trygghetssystemet administreras (prop. 1998/99:119 s. 74–77 och prop. 2008/09:200 s. 352 f.). Till socialförsäkringen har därför hänförs flera trygghetssystem som administreras av olika myndigheter, främst Försäkringskassan och Pensionsmyndigheten (2 kap. 2 § SFB). Gemensamt för alla förmåner i balken gäller dock att det handlar om obligatoriska trygghetssystem.

Generellt sett är socialförsäkringar utformade som rättighetslagstiftningar för den enskilde medborgaren. Uttrycket försäkring betyder då närmast att den enskilde är tillförsäkrad vissa förmåner under särskilt angivna förhållanden.

Den allmänna pensionen utgör en väsentlig del av det ekonomiska trygghetssystemet, som syftar till att garantera en grundläggande försörjning vid pensionering. Premiepensionen – såsom en del av den allmänna pensionen – bör därför ses som en del av ett ekonomiskt standardskydd. Premiepensionen och dess förvalsalternativ kan emellertid inte utformas som en rättighetsbaserad förmån, eftersom någon garanti inte kan ges för ett visst pensionsutfall. Att premiepensionen är en socialförsäkring bör däremot ses som uttryck för att staten ska ta ett större ansvar för att systemet levererar utfall som är fördelaktigt för pensionssparare, både som grupp och på individnivå. Pensionsspararen bör alltid sättas i första rummet. Det primära syftet bör t.ex. inte vara att öka det privata sparandet eller skapa valfrihet. Även om dessa utgångspunkter bör gälla både för de pensionssparare som väljer att medlen ska förvaltas av privata fondförvaltare på fondtorget för premiepension och de som låter sina medel förvaltas i förvalsalternativet, finns det ändå skäl att delvis se annorlunda på dessa två förvaltningsformer.

Den pensionssparare som väljer att placera sina medel hos fondförvaltare på fondtorget väljer också bort staten som förvaltare. Statens möjlighet att påverka avkastningen och nivån på den framtida pensionsutbetalningen är därmed mindre. När pensionsspararen i stället låter medlen placeras i förvalsalternativet överlåter han eller hon ansvaret för förvaltningen till staten, vilket också innebär ett större ansvar för staten att generera en bra pension. Den mycket stora påverkan som förval har på hur människor

fattar beslut innebär dessutom att staten har ett moraliskt ansvar att utforma och förvalta förvalsalternativet på det sätt som är mest ändamålsenligt för det stora flertalet.

Perspektivet på förvalsalternativet bör därför – i linje med vad som regelmässigt gäller för socialförsäkringar – vara att eftersträva ett grundläggande ekonomiskt skydd i form av en trygg och förutsägbar pension. Såväl utformningen som förvaltningen av förvalsalternativet bör alltid ta sin utgångspunkt i pensionsspararen och sträva mot ett så bra pensionsutfall för denne som möjligt. Detta utesluter dock inte att andra intressen kan beaktas, t.ex. hållbara placeringar vid förvaltningen. Individerna som låter sina pensionsmedel placeras i förvalsalternativet ska också ha möjlighet att kunna skapa sig en uppfattning om nivån på utfallet, dvs. hur mycket som kommer att betalas ut i pension. Den framtida pensionsutbetalningen bör inte heller nämnvärt avvika från denna förväntan.

9.1.2 En tydligare uppdelning mellan sparandefas och utbetalningsfas

Promemorians bedömning: Förvalsalternativet bör bestå av en sparandeporfölj och en utbetalningslösning. Utformningen av och förvaltningen i sparandefasen bör inriktas på att ackumulera pensionskapital. Utformningen av och förvaltningen i utbetalningsfasen bör inriktas på pensionsutbetalning. Ett övergripande mål för förvalsalternativet bör omfatta båda faserna.

Skälen för promemorians bedömning: Utredningen om ett upphandlat fondtorg för premiepension föreslår i betänkandet Ett bättre premiepensionssystem (SOU 2019:44) ett övergripande mål för premiepensionen. Premiepensionen ska under spartiden ge en avkastning som är tydligt högre än förändringen av inkomstindex men utan garantier för avkastningen. Under utbetalningstiden ska premiepensionen leverera en stabil premiepension. Målet för premiepensionen är även att bibehålla rätten för enskilda att påverka risknivån och placeringsinriktningen när det gäller placering av pensionsmedlen. Betänkandet har remitterats och bereds för närvarande i Regeringskansliet.

Förvalsalternativet är i dagsläget utformat som en generationsfundsportfölj, vilket innebär att förvaltningen anpassas efter pensionsspararens ålder. Till och med 55 års ålder placeras pensionsspararens medel i enbart AP7 Aktiefond. Vid 56 års ålder minskar spararens andel i AP7 Aktiefond medan andelen i AP7 Räntefond ökar. Vid 75 års ålder stannar fördelningen på två tredjedelar AP7 Räntefond och en tredjedel AP7 Aktiefond. Förvalsalternativet är alltså utformat som en samlad produkt, där det sker viss justering av investeringsrisken. Det finns emellertid skäl att än tydligare skilja på pensionscykelns två delar, dvs. sparandefasen och utbetalningsfasen. Detta gäller egentligen vid utformningen av alla pensionssystem, men blir framför allt viktigt i ett system som bygger på exponering mot kapitalmarknader och riskpremier.

Under sparandefasen handlar det om att ackumulera en pensionskapitalförmögenhet. För att maximera avkastningen måste, som regel, en högre

investeringsrisk tas samtidigt som riskpremier som finns på kapitalmarknaderna används.

Utbetalningsfasen handlar i stället om inkomstplanering för individen, där pensionskapitalets storlek är ett avgörande ingångsvärde för att säkerställa och vidmakthålla köpkraften och förutsägbara pensionsutbetalningar. Detta kräver en kvalificerad portföljkonstruktion och strategi som kombinerar medveten risk och utrymme att matcha tillgångsportföljen med jämna utbetalningar och låg volatilitet.

Om de två delarna separeras kan sparandefasen anses ha en evig investeringshorisont, medan utbetalningsfasen, i vart fall på individnivå, har en mer temporär karaktär.

Sparande- respektive utbetalningsfasen har alltså helt olika och delvis oförenliga uppdrag. Att ackumulera respektive betala ut medel är i grunden vitt skilda verksamheter. Detta är t.ex. väldigt tydligt i vissa livbolag, där portföljrisken, bl.a. av solvensregler och ”produktdesign”, tvingas anpassas för hela portföljen trots att målen och uppdragen är helt olika. Det får också till konsekvens att utformning och investeringsinriktning för respektive fas bör skilja sig åt i större utsträckning än vad förvalsalternativets nuvarande generationsfondsprofil innebär.

Att utforma förvalsalternativet till en sparandeportfölj respektive en utbetalningslösning skulle ge bättre förutsättningar att förvalta pensionsmedlen på ett sätt som ökar möjligheten till högre pensionsutfall. Sparandefasens portfölj bör utformas på ett sätt som ger förutsättning för hög avkastning till en acceptabel risknivå. Utbetalningsfasen bör i stället fokusera på inkomstplanering, vilket kräver en helt annan förvaltning där löpande utbetalningar balanseras med fortsatt kapitaltillväxt under trygga former.

9.2 Mål för förvalsalternativet

Promemorians förslag: Målet för förvaltningen av medlen i förvalsalternativet ska vara att minimera risken för låga pensionsutfall och maximera förutsättningarna för bra pensionsutfall. Målet ska komplettera de redan gällande målen.

Skälen för promemorians förslag

Ökat fokus på utbetalningsfasen – vilken pension får jag?

Förvalsalternativet i premiepensionen är ursprungligen utformat som ett undantag. Att spararen skulle ta ansvar för förvaltningen genom aktiva fondplaceringsval var en grundläggande utgångspunkt vid utformningen av premiepensionssystemet. Denna förväntan på hur individer skulle agera medförde att förvalsalternativet i huvudsak kom att betraktas som en sparprodukt med inriktning på trygghet och en totalt sett låg risknivå i placeringarna (prop. 1997/98:151 s. 419 och 423). Att individen inte gjorde aktiva val togs också som intäkt för att förvalsalternativet borde ha en låg investeringsrisk. Pendeln har därefter successivt svängt. Ändringarna i AP-fondslagen som trädde i kraft 2010 medförde bl.a. att risknivån för

Sjunde AP-fondens förvaltning av förvalsalternativet höjdes. Konstatandet i pensionsöverenskommelsen 2017 att förvalsalternativet är premiepensionssystemets utgångspunkt innebär också att perspektivet delvis har skiftat. Den dominerande synen på förvalsalternativet är dock fortfarande att det är en sparprodukt. Förvalsalternativets primära syfte är emellertid att verka för framtida pensionsutbetalningar och Sjunde AP-fondens uppgift är framför allt att säkerställa utbetalningar av förväntade pensioner. Tiden då de ackumulerade premiepensionsmedlen ska betalas ut är – precis som för alla pensionssystem – den väsentliga. Det är då sparandet under yrkeslivet, som kan förväntas ha pågått under minst 40 år, omsätts till en inkomst. Målformuleringen för förvalsalternativet bör därför ta sin utgångspunkt i förväntade pensionsnivåer i utbetalningsfasen, snarare än i kortsiktiga mål och analyser av avkastningsutvecklingen under sparandefasen.

Pensionsspararnas intresse framför allt är att minimera risken för låga pensioner

Premiepensionssystemet infördes bl.a. i syfte att stärka individens inflytande över sin pension och diversifiera den allmänna pensionen. Någon egentlig målsättning – i bemärkelsen vad systemet ska uppnå i termer av pensionsnivåer – har emellertid inte formulerats. För Sjunde AP-fondens förvaltning gäller dock att den ska ske uteslutande i pensionsspararnas intresse (5 kap. 1 § AP-fondslagen). Fondmedlen ska också, vid vald risknivå, placeras så att långsiktig hög avkastning nås (5 kap. 6 §). I förarbetena har frågan om mål för förvalsalternativet också satts i relation till framför allt investeringsrisken (se avsnitt 4.2.2). Att målformuleringen, i ett system såsom premiepensionssystemet, tar sin utgångspunkt i just investeringsrisken är naturligt. Det finns dock skäl att utveckla frågan om risk och vilken risk som i sammanhanget bör vara den relevanta.

Eftersom alla underliggande variabler i pensionsförvaltning är mer eller mindre osäkra är också all pensionsverksamhet förknippad med risk. Detta beror framför allt på det långa tidsperspektivet mellan avsättning och pensionsutbetalning. De risker som ett fonderat pensionssystem framför allt exponerar sig mot är investeringsrisken, livslängdsrisken och demografiska förändringar, men även förändringar av de makroekonomiska förutsättningarna. I en pensionsportfölj bör man därför löpande fördela, anta och behålla risker för portföljen som helhet.

När det gäller just investeringsrisken handlar den framför allt om volatilitet (absolut och relativ), dvs. hur mycket en tillgångs värde rör sig uppåt respektive nedåt. Finansiell teori grundad på historiska data ger tydligt stöd för att investerare på längre sikt belönas för volatilitet. Frågan om investeringsrisk handlar därför i stor utsträckning om investerares tidshorisont och uthållighet. Investeringsrisk inrymmer även andra riskaspekter, t.ex. finns det en risk att ränterörelser i olika riktningar påverkar avkastningen.

Alla pensionssystem syftar till att säkerställa pensionsbetalningar som regelmässigt ligger mycket långt fram i tiden. Som konstateras i avsnitt 8 ger den långsiktiga investeringshorisonten möjligheter att klara kortsiktiga svängningar i riskpremier, dra nytta av perioder med höjd riskaversion i marknaden och kortsiktiga felprissättningar samt att kunna utnyttja

illikvida investeringsmöjligheter. Att vara en långsiktig investerare innebär vidare att man inte behöver ha betydande kortsiktiga åtaganden eller likviditetskrav, eller att de senare måste vara en mindre del av hela portföljen. En långsiktig investerare kan snarare sägas ha ett ”inlåst” kapital som inte kommer att utnyttjas i en nära framtid och som denne inte heller är tvingad att sälja på grund av rådande marknadsförhållanden.

De ovan nämnda fördelarna av att, såsom Sjunde AP-fonden, vara en långsiktig investerare gör att det finns anledning att tillmäta de kortsiktiga investeringsriskerna delvis mindre relevans. Därmed inte sagt att investeringsriskerna saknar relevans, men dessa aktualiseras framför allt när utbetalningsfasen närmar sig. Det ackumulerade pensionsbeloppet på individnivå är då högt och en nedgång i portföljens värde kan få betydande inverningar på den utgående pensionen. Risken för en sådan nedgång bör dock lösas genom utformandet av en övergångslösning från sparandefasen till utbetalningsfasen, snarare än att låta investeringsrisken i sparandefasen vara alltför låg (i avsnitt 9.8 behandlas denna fråga närmare).

Frågan om investeringsrisk bör vidare relatera till premiepensionens roll i pensionssystemet. Premiepensionen utgör en del av den allmänna pensionen, som i sin tur utgör en del av individens samlade pension. Premiepensionen diversifierar den allmänna pensionen. Inkomstpensionen exponeras mot den ”reala” ekonomin medan premiepensionen exponeras mot kapitalmarknaderna. Majoriteten av individer med inkomst har dessutom en tjänstepension och vissa pensionssparar därtill privat. Premiepensionen verkar alltså riskreducerande i sig själv, såsom en del i ett större sammanhang. Den trygghet och stabilitet som denna diversifiering medför talar mot att risknivån i förvalsalternativet ska vara alltför låg. Det leder nämligen till dubbel riskreducering, dels genom den allmänna pensionens (diversifierande) utformning, dels genom att risknivån vid förvaltningen av premiepensionsmedlen är låg. En alltför låg investeringsrisk leder till lägre avkastning vilket i sin tur påverkar pensionsutfallet negativt. Kostnaderna för fondförvaltning, i form av bl.a. avgifter, är dessutom konstanta oavsett risknivå och är svåra att motivera om avkastningen inte tydligt skiljer sig ifrån inkomstindex. Inte heller den riskreducerande verkan som premiepensionen har genom att den diversifierar den allmänna ålderspensionen kan motivera de kostnader som förvaltningen medför.

Med hänsyn till det som anges ovan bör investeringsrisken i lägre utsträckning, och på ett annat sätt än vad som nu gäller, tillämnas relevans vid utformningen av målet för förvalsalternativet. Frågan om investeringsrisken ska vara hög eller låg bör i stället vara underställd den risk som framför allt är relevant, nämligen risken för låga pensionsutfall.

Som konstateras ovan bör målformuleringen för förvalsalternativet ta sin utgångspunkt i utbetalningsfasen, snarare än i den kortsiktiga utvecklingen under sparandefasen. Den tveklöst mest relevanta frågan för pensionssparare är att få en så bra pension som möjligt. Detta bör också, vilket regeringen redan har konstaterat (prop. 2009/10:44, se avsnitt 4.2.2), styra måltutformningen. I grunden handlar det om att säkerställa att varje individ har en rimlig inkomstnivå under hela sin tid som pensionär. Den viktigaste risken att förhålla sig till är därmed risken för att pensionssparare ska få ett dåligt pensionsutfall. Det mål som redan gäller för Sjunde AP-fonden, men också för Första–Fjärde AP-fonderna, om att fondmedlen, vid vald risknivå, ska placeras så att långsiktig hög avkastning

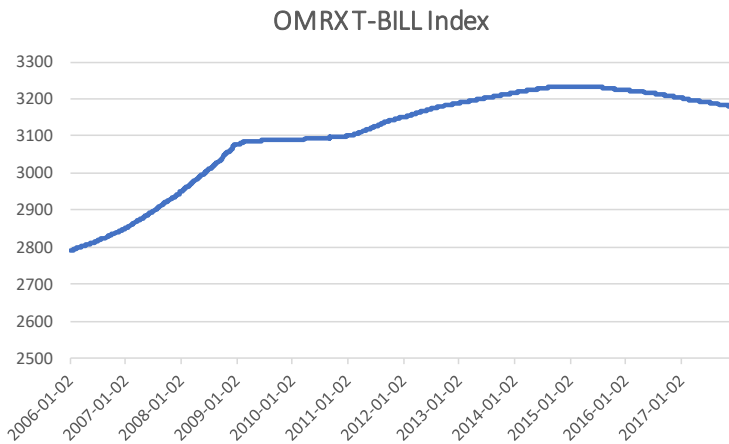
uppnås överensstämmer med det anförda. Hög avkastning på kapital ger förutsättningar för bra pensionsutfall. Till skillnad från de övriga AP-fonderna finns det emellertid skäl att ytterligare relatera målet för Sjunde AP-fondens förvaltning till individen och vikten av att undvika låga pensionsutfall. För förvaltningen av förvalsalternativet bör därför också anges att den ska minimera risken för låga pensionsutfall och maximera förutsättningarna för bra pensionsutfall. Detta mål bör framgå av lagtexten.

Utgångspunkten är att den långsiktiga avkastningen för förvalsalternativet ska tydligt överstiga utvecklingen av inkomstindex, se avsnitt 9.4. Med bra pensionsutfall avses så högt pensionsutfall som möjligt till en acceptabel risk. Vad som är en acceptabel risk förändras över tid beroende på förutsättningarna på de finansiella marknaderna. Att minimera risken för låga pensionsutfall innebär att kapitalet under sparandefasen behöver exponeras mot hög risk, dvs. maximera förutsättningarna för bra pensionsutfall. Även under utbetalningsfasen behöver viss del av kapitalet exponeras mot riskfyllda placeringar.

Det föreslagna målet bör således gälla för förvalsalternativet i sin helhet. Det bör alltså styra förvaltningen av såväl sparandefasen som utbetalningsfasen. Med hänsyn till sparandefasens uppgift att ackumulera pensionskapital bör målsättningen relatera till förväntad avkastning och acceptabel nivå på investeringsrisken. Denna fråga behandlas närmare i avsnitt 9.4.

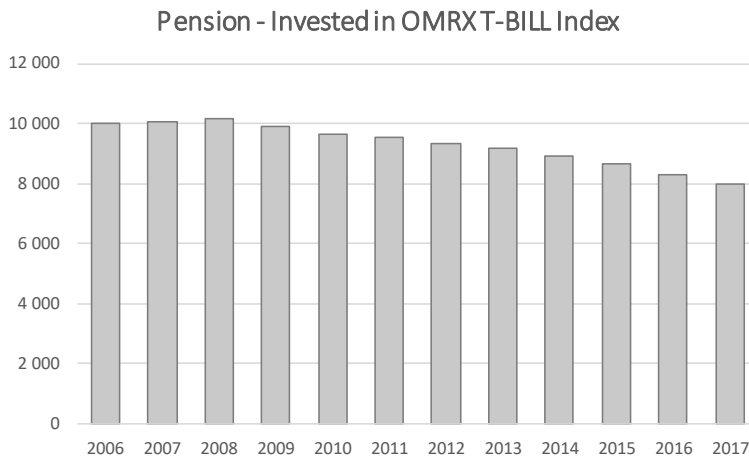
Skillnaden mellan avkastningsrisk och risk för dåligt pensionsutfall under utbetalningsfasen exemplifieras här. Enligt de beräkningsmodeller som anges i Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 1286/2014 av den 26 november 2014 om faktablad för paketerade och försäkringsbaserade investeringsprodukter för icke-professionella investerare (Priip-produkter) – vilket är ett regelverk för att beskriva risk i sparande – skulle placeringar i OMRX T-Bill (statsskuldväxlar) resulterat i en negativ avkastning om 0,1 procent under en tioårsperiod (figur 9.1). Om ett pensionskapital under utbetalningsfasen hade placerats i OMRX T-Bill som har en mycket låg risk (fondfaktablad, kategori 1) skulle pensionerna ha sjunkit med drygt 20 procent under de senaste 10 åren (figur 9.2). Detta beror på att utbetalda pensioner inte endast påverkas av avkastningen på placerade medel utan även av ett delningstal. Delningstal används för att beräkna pensionsbelopp i en premiebestämd pensionsförsäkring. Delningstalet speglar den beräknade återstående livslängden vid pensioneringstillfället med beaktande av den ränta som tillgodoräknas pensionen (prognosränta). Om prognosräntan i delningstalet är högre än den faktiska avkastningen på placerade medel innebär det att storleken på utbetalda pensioner minskar. Exemplet illustrerar därför att man behöver ta en viss risk även under utbetalningsfasen för att inte riskera sjunkande pensioner.

Figur 9.1



Källa: SIX.

Figur 9.2



Källa: Riksgäldskontoret.

Sjunde AP-fondens styrelse ska bestämma närmare finansiella mål och inriktning

Som redovisas ovan sätter styrelsen för Sjunde AP-fonden löpande upp mål för sin placeringsverksamhet. Att så sker är både rimligt och lämpligt. För myndigheten blir det tydligare vad som ska göras och regeringen ges bättre möjlighet att utvärdera förvaltningen.

Det nu föreslagna målet för förvalsalternativet innebär inte att behovet av målformuleringar på styrelsenivå minskar. Tvärtom kommer det även fortsättningsvis finnas ett stort behov av att formulera mer kortsiktiga mål t.ex. när det gäller risker och strategier. Även om förvaltningen bör styras av målet att undvika att pensionssparare, som grupp och individuellt, ska få en för låg pension så finns det andra risker för enskilda sparare. Det är oundvikligt att utfallet blir olika för individer med liknande inkomstnivåer,

t.ex. av det enkla skälet att dessa kommer in i respektive lämnar systemet vid olika tidpunkter och då portföljens avkastning varierar över tid. Detta kan hanteras genom ett mål att utjämna avkastningen, vilket t.ex. livbolag gör. Bedömningen är dock att denna typ av utjämning innebär en lägre investeringsrisk och därmed lägre avkastning och i slutändan en lägre förväntad pension. Det finns även metoder att styra den kortsiktiga risken för stora förluster genom att maximera den rullande årliga negativa avkastningen. Även sådana gränser innebär en mer försiktig förvaltning, vilket innebär en lägre förväntad pension. Det bör ligga på styrelsen för Sjunde AP-fonden att utifrån det övergripande målet ange denna typ av kortsiktiga mål avseende risk.

Av AP-fondslagen följer att Sjunde AP-fonden årligen ska fastställa en verksamhetsplan som ska innehålla riktlinjer för placeringsverksamheten och en riskhanteringsplan (4 kap. 2 §). I placeringspolicyn ska det anges närmare mål för förvaltningen (prop. 1999/2000:46 s. 82). Dessa ska vara mätbara och tidsbestämda. Det innebär att Sjunde AP-fondens styrelse, utifrån målet, närmare ska bestämma finansiella mål och inriktning på förvaltningen av förvalsalternativet. Av förarbetena till AP-fondslagen framgår vad den riskhanteringsplan som Sjunde AP-fondens styrelse ska upprätta ska innehålla och att den ska följa god sed på finansmarknaden (samma prop. s. 84). Enligt AP-fondslagen ska regeringen årligen göra en sammanställning av AP-fondernas årsredovisningar och göra en utvärdering av förvaltningen av fondmedlen som ska lämnas till riksdagen (7 kap. 1 §).

9.3 Risknivå i förvalsalternativet

Promemorians bedömning: Nivån på investeringsrisken i förvalsalternativet bör delas upp i två delar: en risknivå bör gälla under sparandefasen och en annan risknivå bör gälla under utbetalningsfasen. Under sparandefasen bör risknivån vara hög och anges i termer av utgående pension. Risknivån i utbetalningsfasen bör inriktas på stabila och förutsägbara utbetalningar.

Skälen för promemorians bedömning

Riskenivån för sparandefasen bör generellt sett vara hög

Som konstateras i avsnitt 9.1.2 finns det skäl att göra en tydlig åtskillnad mellan förvalsalternativets sparande- och utbetalningsfas. De två delarnas olika uppdrag gör att nivån på investeringsrisken också bör delas upp.

I pensionshänseende finns ett direkt samband mellan avkastning, investeringsrisk och förväntad nivå på utgående pensioner. Det mest ändamålsenliga sättet att undvika att pensionsutfallet blir för lågt är att i sin investeringsportfölj vara en medveten risktagare, för att därmed hålla en portfölj som har goda förutsättningar att bygga pensionskapital. Detta är en kvalificerad och omfattande verksamhet, speciellt i förvalsalternativet som beräknas växa till en mycket stor och komplex portfölj. Portföljen bör vara väldiversifierad, vilket kräver kunskap om många olika tillgångsslag, investeringsinstrument och marknader. Med hänsyn till nuvarande, och

förväntad, storlek på förvalsalternativets kapital är det emellertid en rimlig målsättning att denna kunskap byggs upp inom förvaltningen av förvalsalternativet.

Att investeringsrisken i sparandefasen generellt sett bör vara hög måste dock sättas i relation till de fördelar som förvalsalternativet besitter i form av kollektiv riskfördelning. Genom att risken fördelas mellan sparare i olika åldrar och inkomst har portföljen ett ”evigt” investeringsperspektiv – vilket i sin tur gör förvaltningen mindre beroende av kortsiktiga svängningar på marknaden eller av andra externa faktorer, t.ex. olika regelförändringar. Dessa fördelar skapar också bättre förutsättningar för riskhantering och bra avkastning. Detsamma gäller skalfördelar i form av t.ex. kostnadsreducering.

Möjligheten att ta hög risk behöver dock ändå kombineras med en förvaltningsmodell som kontrollerar risken för stora kortsiktiga förluster och som har förutsättning att analysera och implementera en portfölj. Detta sker bäst genom en förvaltningsmodell som anpassar risktagande och risknivå utifrån var tids marknadsförutsättningar, och som medger maximal relevant diversifiering (i avsnitt 9.5 utvecklas frågan om utformningen av förvalsalternativet).

Sedan 2010 gäller inte längre något krav på att risknivån i Sjunde AP-fondens förvaltning ska vara låg (prop. 2009/10:44 s. 44). Den nuvarande ordningen medger alltså en flexibel risknivåhantering i förvalsalternativet. Även om risknivån i sparandefasen generellt sett bör vara hög för att nå det föreslagna målet, bör det finnas utrymme för Sjunde AP-fondens styrelse att kunna anpassa nivån utifrån rådande förhållanden. Att i lag närmare reglera risknivån för förvalsalternativet framstår därför inte som ändamålsenligt.

Riskenivån i utbetalningsfasen bör inriktas på stabila och förutsägbara utbetalningar

I utbetalningsfasen ska det ackumulerade pensionsbeloppet betalas ut under återstoden av pensionsspararens liv. Förvaltningen av pensionskapitalet handlar därför om inkomstplanering. Känsligheten för volatilitet i utfallet är högre, vilket innebär att investeringsrisken måste vara lägre än vad som gäller under sparandefasen. Möjligheterna till kollektiv riskfördelning gör emellertid att investeringsrisken inte behöver vara obefintlig. Det väsentliga är i stället att risknivån inriktas på stabila och förutsägbara utbetalningar.

9.4 Förväntad avkastning under förvalsalternativets sparandefas

Promemorians bedömning: Under sparandefasen bör den långsiktiga avkastningen tydligt överstiga utvecklingen av inkomstindex. I dagsläget innebär det en överavkastning i förhållande till inkomstindex med 3–5 procent per år.

Skälen för promemorians bedömning: I avsnitt 9.2 föreslås ett kompletterande mål till de nu redan gällande målen för förvaltningen av

förvalsalternativet. Det föreslås att målet för förvaltningen av medlen i förvalsalternativet ska vara att minimera risken för låga pensionsutfall och maximera förutsättningarna för bra pensionsutfall. Med ett bra pensionsutfall menas att den långsiktiga avkastningen för förvalsalternativet ska tydligt överstiga inkomstindex eftersom pensionen då blir högre än om allt kapital till pensionen kommit från inkomstpensionen.

I sparandefasen, där det handlar om att bygga kapital, är frågorna om förväntad avkastningsnivå och vilken investeringsrisk som är acceptabel relevanta. När det gäller hur dessa frågor ska relatera till det nya mål som föreslås i avsnitt 9.2 handlar det framför allt om vilket tidsperspektiv som bör prägla förvaltningen. Att minimera risken för låga pensionsutfall och skapa förutsättningar för bra pensionsutfall innebär en förvaltning som är inriktad på att nå en långsiktigt hög avkastning. På individnivå kan sparandet förväntas pågå under flera decennier, vilket ger goda förutsättningar att tåla en hög grad av volatilitet. En nedgång under ett, eller flera, år behöver alltså inte vara problematisk under förutsättning att investeringen i ett längre perspektiv förväntas ge en högre avkastning än inkomstindex. I sparandefasen bör det nya målet därför förstås på så sätt att vad som eftersträvas är en avkastning som långsiktigt tydligt överstiger utvecklingen av inkomstindex. Detta för att säkerställa vidmakthållen köpkraft och utvecklingen i ekonomin.

När det gäller frågan vad det närmare innebär att avkastningen tydligt överstiger inkomstindex kan konstateras att styrelsen för Sjunde AP-fonden har satt ett mål som innebär att förvalsalternativet ska ha en långsiktig överavkastning i förhållande till inkomstpensionen under hela arbetslivet om 2–3 procent per år (se avsnitt 4.5). Det finns emellertid anledning att formulera ett mer ambitiöst avkastningsmål för sparandefasen. I tidigare avsnitt redovisas flera av de konkurrensfördelar som följer av att, såsom förvalsalternativets portfölj, vara en långsiktig investerare. En långsiktig och mer diversifierad portfölj gör det möjligt att öka risktagande. Den kortsiktiga tåligheten för större förluster bör också användas för att utnyttja volatilitet och de olika riskpremier som finns på kapitalmarknaderna. Detta ger i sin tur ökade förutsättningar att nå en högre avkastning över en längre tid.

Premiepensionssystemet motiverar också, i sig självt, ett mål som ger tydligt högre förväntad avkastning än inkomstindex, i synnerhet under sparandefasen. Som konstateras i avsnitt 9.2 utgör diversifieringen mellan den reala ekonomin (via inkomstpensionen) och kapitalmarknaderna (via premiepensionen) inte skäl nog att upprätthålla ett system med premier om systemet inte utnyttjas till fullo. Att formulera ett för lågt avkastningsmål riskerar alltså att undergräva systemets existensberättigande.

Med hänsyn till det som anges ovan bör, i dagsläget, avkastningen i förvalsalternativets sparandefas löpande och långsiktigt överstiga inkomstindex med 3–5 procent per år. En sådan målsättning bedöms både eftersträvansvärd och rimlig, utan att risken för nedgång av pensionsutfallen ökar jämfört med det som gäller i dagsläget. En förutsättning för att nå ett sådant mål är emellertid att synen på förvalsalternativet delvis förändras. I större utsträckning bör förvalsalternativet betraktas som en sammansatt pensionsfundsportfölj. Regelverket som styr Sjunde AP-fondens förvaltning av förvalsalternativet är anpassat för kortsiktigt fond-

sparande, vilket bl.a. medför onödiga kostnader och omotiverade investeringsbegränsningar. Det bör därför göras vissa ändringar i AP-fondslagen när det gäller vilka placeringsregler som ska gälla för Sjunde AP-fondens verksamhet. Dessutom bör en övergångsfas, som syftar till att skydda ackumulerade pensionsmedel från volatilitet och bestående nedgångar, övervägas (dessa frågor behandlas närmare i de följande avsnitten).

En förväntad avkastningsnivå i procent bör dock inte låsas fast i lag. Målsättningen om 3–5 procents överavkastning i förhållande till inkomstindex bör ses som ett långsiktigt och stabilt riktmärke för vad som i nu rådande läge – och i förhållande till det övergripande målet att minimera risken för låga pensionsutfall – är en rimlig avkastningsnivå. Beroende på utvecklingen på bl.a. kapitalmarknaderna bör styrelsen för Sjunde AP-fonden dock ha möjlighet att anpassa risknivå och portföljriktning utan att det krävs lagändringar.

Enligt de förvaltningsriktlinjer som styrelsen för Sjunde AP-fonden har tagit fram ska förvalsalternativet uppnå en avkastning som är minst lika bra som genomsnittet av de privata fonderna inom premiepensions-systemet. Det finns emellertid skäl att skilja mellan förvaltningen av förvalsalternativet och förvaltningen av de privata fonderna på fondtorget. Förvalsalternativet har, bl.a. i egenskap av sin storlek och struktur, helt andra förutsättningar att reducera investeringskostnader och skapa en hög, men ändå förutsägbar, avkastning. Som konstateras i avsnitt 9.2 bör förvalsalternativet också i större utsträckning utformas som en pensionsfundsportfölj, där kortsiktiga avkastningsmål är mindre relevant. Mot denna bakgrund saknas det anledning att låta målformuleringen för förvalsalternativet styras av utvecklingen i de privata fonderna inom premiepensionssystemet.

9.5 Förvalsalternativets sparandefas – en diversifierad tillväxtportfölj

Promemorians bedömning: Förvalsalternativets nuvarande utformning – som en generationsfundsportfölj – bör ändras och i stället betraktas som en pensionsfond. Under sparandefasen bör förvalsalternativet utformas som en diversifierad tillväxtportfölj, med inriktning på att ackumulera pensionskapital. Fonden bör ha större möjligheter till långsiktiga och alternativa investeringsstrategier. Placeringsreglerna för Första–Fjärde AP-fonderna är bättre anpassade för förvaltningen av förvalsalternativet än de placeringsregler i lagen om värdepappersfonder som nu gäller för Sjunde AP-fonden.

Promemorians förslag: Den nuvarande utformningen av förvalsalternativet, där pensionsmedlen fördelas mellan fonder efter pensions-spararens ålder, ska avvecklas. Förvalsalternativet ska i stället utformas som en enda fond som förvaltas av Sjunde AP-fonden. Placeringsreglerna för Första–Fjärde AP-fonderna ska i stora delar gälla även Sjunde AP-fondens förvaltning av förvalsalternativet i stället för de placeringsregler i lagen om värdepappersfonder som nu gäller. Den särskilda röstandelsbegränsningen för Sjunde AP-fonden ska tas bort.

Skälen för promemorians bedömning och förslag

Utformningen av förvalsalternativet

Hur förvalsalternativet bör vara utformat bör framför allt bero på vad systemet ska uppnå och vilka förutsättningar det finns att nå dit. Det mål som nu föreslås, att minimera risken för dåliga pensionsutfall och maximera förutsättningarna för bra pensionsutfall (se avsnitt 9.2), kräver såväl handlingsutrymme som flexibilitet. Den nuvarande utformningen av förvalsalternativet – såsom en generationsfundsportfölj grundad på byggstensfonderna AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond – är dock inte det mest ändamålsenliga sättet att nå det föreslagna nya målet. Byggstensfondernas ensidiga placeringsinriktning mot aktiemarknaden begränsar möjligheterna att ta hög risk och hålla en relevant portfölj beroende på rådande förhållanden på kapitalmarknaderna, vilket är en förutsättning för att nå hög avkastning och i längden bra pensionsutfall. Det nya målet för förvalsalternativet förutsätter därför ökade möjligheter till diversifiering och flexibel risk- och tillgångsallokering.

I avsnitt 8.2 redovisas exempel på olika förvalsalternativ. Den förvaltningsmodell som bedöms vara mest ändamålsenlig för förvalsalternativets sparandefas kan bäst beskrivas som en diversifierad (dynamisk) tillväxtportfölj, dvs. en investeringsportfölj som kan anpassas och ta risker utifrån olika ekonomiska- och finansiella förutsättningar och parametrar. I grunden kan en sådan portfölj ses som en balanserad allokeringsportfölj, men där finns också en flexibilitet med avseende på fördelning mellan olika tillgångar, dvs. den relativa vikten av olika investerings- och riskklasser. Dessutom finns ett brett och flexibelt utbud av investeringsbara tillgångslag – utöver traditionella aktie- och räntetillgångar – såsom fastigheter, noterade bolag, infrastruktur och krediter samt alternativa strategier.

Diversifierade tillväxtportföljer är ofta väl anpassade för pensionsystem eftersom de, genom sammanhållna och integrerade investeringsstrukturer, exponerar medel mot ett brett spektrum av olika riskkällor. Det innebär att portföljerna är mindre beroende av en avkastningskälla när långsiktig tillväxt eftersträvas. Även om diversifierade tillväxtportföljer kan ha olika strukturer och inriktningar har de det gemensamt att de över en längre period strävar mot att nå en aktieliknande avkastning genom placeringar i olika riskkällor med en totalt sett lägre investeringsrisk.

Med hänsyn till det som anges ovan bör förvalsalternativet ändras. Den nuvarande ordningen, där pensionsmedlen fördelas mellan fonder efter pensionsspararens ålder, bör ersättas med en ordning som innebär att medlen i stället ska placeras i en fond, som förvaltas av Sjunde AP-fonden, vilken ska vara inriktad på att ackumulera medel under sparandefasen. Utöver de övergripande mål som ska gälla för förvaltningen bör det inte regleras i lag närmare hur förvaltningen av pensionsmedel ska gå till. Den frågan bör vara upp till styrelsen för Sjunde AP-fonden att avgöra. I det följande lämnas förslag till ändringar av Sjunde AP-fondens placeringsbestämmelser, vilka bedöms ge ökade förutsättningar att nå det föreslagna nya målet för förvalsalternativet.

Lagen om värdepappersfonder är inte anpassad för pensionssparande

Förvalsalternativet betraktas i dag som en ”syntetisk värdepappersfond” och för Sjunde AP-fondens förvaltning gäller flera av bestämmelserna i

lagen om värdepappersfonder. Finansinspektionen utövar tillsyn över Sjunde AP-fondens förvaltning. Det ursprungliga skälet för denna ordning är framför allt att Sjunde AP-fonden ska konkurrera på samma villkor som övriga förvaltare inom premiepensionssystemet. Även om förändringen av förvalsalternativet 2010 innebar en förändrad syn på systemet – där konkurrensneutraliteten skulle tillmätas mindre betydelse och större hänsyn skulle tas till pensionsspararnas förutsättningar – gjordes ingen närmare analys av hur ändamålsenliga placeringsreglerna i lagen om värdepappersfonder är för Sjunde AP-fondens verksamhet. Med hänsyn till förslagen om mål för och utformning av förvalsalternativet finns det anledning att överväga vissa ändringar i fråga om Sjunde AP-fondens placeringsbestämmelser.

Lagen om värdepappersfonder har tillkommit och utformats som en konsekvens av ett ökat privat fondsparande. Att enskilda i stor utsträckning placerar sina tillgångar i fondandelar kräver tydliga regler och en hög grad av säkerhet. Lagens huvudsakliga syfte är därför att säkerställa en trygg och konsumentvänlig förvaltning av värdepappersfonder. Det innebär också att lagen är utformad för sparande i allmänhet, snarare än för sparande i pensionssyfte. Det finns, vilket utvecklas i det följande, flera skillnader mellan dessa sparandeformer.

Premiepensionens unika konstruktion, där ett individuellt obligatoriskt sparande i fonder sker inom ramen för den allmänna pensionen, bör förenas med regler som säkerställer att förvaltningen sker på ett tryggt och säkert sätt. Detta gäller såväl förvaltningen av de fonder som erbjuds på fondtorget för premiepension som förvaltningen av förvalsalternativet. Pensionsspararna bör t.ex. ha samma möjlighet till insyn i förvaltningen, skydd mot oegentligheter och rätt att utkräva ansvar oavsett om verksamheten sker i privat eller statlig regi. Flera av bestämmelserna i lagen om värdepappersfonder, som gäller för såväl Sjunde AP-fondens som fondbolagen på fondtorgets förvaltning, fyller därför en viktig funktion. Det gäller t.ex. bestämmelserna om krav på att tillhandahålla information, förbud mot förvärv vid insyn i daglig handel och rätt till skadestånd. Även bestämmelser som reglerar krav på att upprätta fondbestämmelser och årsberättelser är ändamålsenliga. När det däremot gäller placeringsreglerna kan det ifrågasättas hur väl anpassade dessa är för fondsparande i pensionssyfte.

Bestämmelserna om placering i lagen om värdepappersfonder innebär bl.a. att investeringar, som utgångspunkt, får ske bara i likvida finansiella tillgångar. Kravet på likviditet har sin grund i rätten för fondandelsägaren att omedelbart kunna lösa in sin andel. Eftersom det alltid måste finnas beredskap för att fondandelar behöver lösas in måste tillgångarna i fonden kunna omsättas med kort varsel. Reglerna är således utformade för att möjliggöra daglig eller i vart fall frekvent handel.

Ordningen med daglig värdering och handel är anpassad till kortsiktiga investeringsperspektiv som bl.a. handlar om att kunna sälja tillgången vid en plötslig marknadsnedgång. För en långsiktig och uthållig investerare bör i stället det omvända gälla. När marknaden sjunker och andra säljer, ska långsiktiga investerare ha möjlighet att köpa. I pensionssammanhang grundar sig möjligheten till daglig handel framför allt i föreställningen att den aktive pensionsspararen bedriver omfattande och regelbunden handel på fondtorget. För Sjunde AP-fondens förvaltning saknar möjligheten till

daglig handel däremot helt betydelse och riskerar snarare att försvåra möjligheterna att utnyttja de konkurrensfördelar som en verkligt långsiktig förvaltning i pensionssammanhang skapar.

Kravet på likviditet som följer av möjligheten till daglig handel och daglig värdering, genom fastställande av den dagliga NAV-kursen (eng. Net Asset Value), gör det svårare att investera i illikvida tillgångar. Kursen bestäms genom en sammanläggning av fondens samtliga tillgångar, varefter fondens avgifter dras av. Fondförmögenheten delas sedan med antalet fondandelar. Som konstateras ovan är en av konkurrensfördelarna för långsiktiga investerare att kunna placera medel utan hänsyn till kortsiktiga marknadshändelser samt i illikvida strategier och tillgångsslag, t.ex. fastigheter, noterade aktier och krediter – vilka kan vara väl lämpade för just pensionssparande. Likviditetsbehovet för sådana investerare är litet och utvärderingsperioden är lång. Förvalsalternativets portfölj skulle alltså kunna dra ytterligare fördel av de likviditetspremier som finns på de finansiella marknaderna och som man får tillgång till genom investeringar i illikvida tillgångar.

Bakgrunden till vissa ändringar i AP-fondslagen som trädde i kraft den 1 januari 2019 är de fördelar som följer av att kunna placera medel i illikvida tillgångar. Var och en av Första–Fjärde AP-fonderna får investera i illikvida tillgångar, under förutsättning att fondens innehav av sådana tillgångar uppgår till högst 40 procent av det verkliga värdet av fondens samtliga tillgångar, inbegripet värdet av den aktuella investeringen (4 kap. 8 § AP-fondslagen). Det ska jämföras med de tidigare placeringsreglerna enligt vilka minst 95 procent av tillgångarna skulle vara placerade i noterade tillgångar eller noterade aktier eller andra andelar i fastighetsbolag. I förarbetena till lagändringen konstaterade regeringen att utvärderingar av AP-fondernas placering visade att alternativa tillgångar (i förhållande till traditionella tillgångar) hade gett högst genomsnittlig avkastning för perioden 2001–2016 (prop. 2017/18:271 s. 17). Dessutom hade risken i termer av volatilitet varit lägre för alternativa tillgångar än för aktier. God avkastning och relativt begränsad volatilitet ansågs därför innebära att illikvida tillgångar lämpar sig väl för långsiktiga placeringar. De konstaterade fördelarna för Första–Fjärde AP-fonderna med en ökad andel i illikvida tillgångar gör sig på motsvarande sätt gällande för förvalsalternativet. En högre andel i sådana tillgångar kan alltså bidra till att förbättra portföljens egenskaper i termer av risk och avkastning, och är dessutom diversifierande i förhållande till traditionella tillgångar som aktier och räntebärande värdepapper.

Som konstateras ovan saknar långsiktiga investerare betydande kortsiktiga åtaganden och likviditetskrav, utan har snarare ett ”inlåst” kapital som inte kommer att utnyttjas i en nära framtid och de är därför inte tvingade att sälja på grund av rådande marknadsförhållanden. Värdet för sådana investerare av att betala en ytterligare kostnad för tillgångens omsättningsbarhet är därmed också klart begränsat.

Att upprätthålla möjligheten till daglig handel innebär även högre faktiska kostnader. För en genomsnittlig fond uppgår transaktionskostnaderna till 0,50–1,5 procent per år. Mäklarkostnader betalas av alla investerare i fonden, oavsett individuellt spar- och investeringsmål. En s.k. daytrader och en pensionssparare har alltså samma kostnad, trots att förvaltningsstil, aktivitet, mål och syfte är helt olika.

Även förbudet för fondbolag, som också gäller för Sjunde AP-fonden, att ta upp annat än kortfristiga lån, gå i borgen eller sälja tillgångar som inte ingår i fonden grundar sig på vikten av likviditet och att bolaget ska kunna fullgöra sina förpliktelser gentemot de ägare som vill lösa in sina andelar (5 kap. 23 § lagen om värdepappersfonder och 5 kap. 7 § AP-fondslagen). Bestämmelserna fyller inte heller någon egentlig funktion vid pensionsförvaltning, utan det finns snarare en risk att de kan leda till att långsiktiga investerare inte kan utnyttja de konkurrensfördelar som följer av att vara just långsiktig.

Sammantaget kan konstateras att de för Sjunde AP-fonden tillämpliga placeringsbestämmelserna i lagen om värdepappersfonder i flera avseenden inte är ändamålsenligt utformade för fondsparande i pensionssyfte. Möjligheterna till daglig likviditet, daglig värdering och handel med fondandelar tjänar inte något egentligt syfte. Begränsningarna när det gäller investeringstillgångsslag och kostnaderna som följer därav riskerar snarare att försvåra möjligheten att nå det föreslagna målet för förvalsalternativet. Det finns därför skäl att överväga att ändra ett flertal av de bestämmelser som styr förvaltningen av förvalsalternativet.

Förvaltningen av förvalet bör ske enligt bestämmelserna om medelsförvaltning i lagen om allmänna pensionsfonder i stället för motsvarande bestämmelser i lagen om värdepappersfonder

I 4 kap. AP-fondslagen regleras förvaltningen av Första–Fjärde AP-fonderna (se avsnitt 4.3.2). Dessa bestämmelser har det gemensamt med bestämmelserna om medelsförvaltning i 5 kap. lagen om värdepappersfonder att de uttömmande reglerar på vilket sätt fondförvaltning får bedrivas. En väsentlig skillnad handlar om möjligheten att investera i illikvida tillgångsslag. Förutsättningarna att placera medel i illikvida tillgångar är klart större enligt AP-fondslagen. En annan skillnad handlar om frågan om tillsyn. Första–Fjärde AP-fondernas förvaltning av medel omfattas, till skillnad från Sjunde AP-fonden och fondbolagens förvaltning av värdepappersfonder, inte av Finansinspektionens tillsyn. Olikteterna mellan de båda regelverken grundar sig i de avsevärda skillnader som finns mellan å ena sidan Första–Fjärde AP-fondernas förvaltning av fondmedel i statligt buffertsyfte och å andra sidan förvaltning av sparares fondmedel som bedrivs av privata aktörer i kommersiellt syfte. Även om Sjunde AP-fondens verksamhet i grunden även skiljer sig åt från den verksamhet som Första–Fjärde AP-fonderna bedriver finns det emellertid skäl att överväga om i huvudsak samma bestämmelser om förvaltningen bör gälla.

De medel som Första–Fjärde AP-fonderna förvaltar är inte knutna till enskilda, utan fungerar som reserv för de år då utbetalningarna av inkomstpensioner är större än inbetalningarna. Det innebär att pensionerna inte behöver påverkas av skillnaderna mellan åren. Buffertfondernas uppdrag skiljer sig därför tydligt från Sjunde AP-fondens uppdrag som kapitalförvaltare av individuella pensioner. Såväl buffertfonderna som Sjunde AP-fonden har emellertid det grundläggande uppdraget gemensamt att de är myndigheter som förvaltar pensionskapital genom fondverksamhet. Därmed följer också ett särskilt ansvar, eftersom det handlar om att på olika sätt säkerställa såväl nuvarande som framtida pensionsutbetalningar

på acceptabla nivåer. Detta talar också för att bestämmelserna om Sjunde AP-fondens förvaltning av förvalsalternativet bör regleras i linje med de övriga AP-fonderna. Men vad som framför allt talar för att Sjunde AP-fonden bör regleras i huvudsak på samma sätt som Första–Fjärde AP-fonderna är att AP-fondslagen ger bättre förutsättningar att nå det föreslagna nya målet för förvalsalternativet.

AP-fondslagen är utformad med det huvudsakliga syftet att reglera kapitalförvaltning som ska ske under lång tid. I flera avseenden är bestämmelserna i den lagen mer ändamålsenliga för Sjunde AP-fondens förvaltning av förvalsalternativet än bestämmelserna i lagen om värdepappersfonder. Framför allt gäller det möjligheterna i AP-fondslagen att investera i illikvida tillgångar. Som konstateras ovan kan investeringar i alternativa tillgångsslag ofta vara lämpligt för pensionssparande och det har också visat sig vara fördelaktigt för Första–Fjärde AP-fonderna. Att på motsvarande sätt kunna placera uppemot 40 procent, jämfört med nuvarande 10 procent, av medlen i illikvida och alternativa tillgångar skulle ge klart bättre möjligheter att diversifiera portföljen och öka förutsättningarna att nå en bättre avkastning till en acceptabel risknivå (4 kap. 8 § AP-fondslagen respektive 5 kap. 5 § lagen om värdepappersfonder).

Även bestämmelsen i AP-fondslagen som gör det möjligt att, i syfte att tillgodose fondens behov av likviditet, förvärva obligationer och andra fordringsrätter som inte är utgivna för allmän omsättning skulle kunna bidra till en mer effektiv förvaltning av förvalsalternativet (4 kap. 7 § 1). Detsamma gäller förutsättningarna att kunna ta kortfristiga lån. Visserligen bör Sjunde AP-fonden inte bedriva placeringsverksamhet med lånade medel, men ett låneförbud bör inte vara undantagslöst. Sjunde AP-fonden bör, precis som de övriga AP-fonderna, ha möjlighet att hantera tillfälliga likviditetsbelastningar utan att avyttra tillgångar om en kortfristig kredit framstår som mer ändamålsenlig.

I såväl AP-fondslagen som lagen om värdepappersfonder finns bestämmelser om begränsningar av röstandelar och innehav. Begränsningarna är visserligen utformade på olika sätt men har samma syfte, nämligen att säkerställa att fonderna inte får ett för stort inflytande över en emittent eller en marknad. Dessutom gäller att Sjunde AP-fonden till fonderna den förvaltar inte får förvärva så många aktier i ett svenskt eller utländskt aktiebolag att röstetalet för dem tillsammans med dessa fonders övriga aktier i samma bolag överstiger 5 procent av röstetalet för samtliga aktier i bolaget (5 kap. 3 § AP-fondslagen). Det som anges om att Sjunde AP-fonden i större utsträckning bör betraktas som en pensionsfond talar för att samma bestämmelser om röstandelar och innehav bör gälla för Sjunde AP-fonden som för Första–Fjärde AP-fonderna.

Som redovisas i avsnitt 4.3.2 finns det ett mål som gäller för Första–Fjärde AP-fonderna om att förvaltningen av fondmedel ska ske på ett föredömligt sätt genom ansvarsfulla investeringar och ansvarsfullt ägande (4 kap. 1 a § AP-fondslagen). Det innebär att AP-fonderna ska integrera miljöaspekter, sociala aspekter och bolagsstyrningsaspekter (s.k. ESG-frågor) i sin förvaltning, men utan att göra avkall på det övergripande målet för förvaltningen (prop. 2017/18:271 s. 35). Sjunde AP-fondens förvaltning omfattas inte av den bestämmelsen i AP-fondslagen och någon motsvarande bestämmelse finns inte i lagen om värdepappersfonder. Sjunde AP-fonden bör, såsom statlig kapitalförvaltare, ha mer långtgående

krav när det gäller ansvarsfulla investeringar och ansvarfullt ägande, än dem som gäller fondförvaltning som bedrivs av privata aktörer. Sjunde AP-fonden har också påbörjat ett aktivt arbete med dessa frågor (se skr. 2018/19:130 s. 73 f.). Det anförda talar för att kraven i AP-fondslagen om föredömlig förvaltning bör gälla också för Sjunde AP-fonden. Sjunde AP-fonden bör även samverka med Första–Fjärde AP-fonderna när det gäller hur sådan förvaltning ska genomföras.

Vissa av bestämmelserna i AP-fondslagen om Första–Fjärde AP-fondernas medelsförvaltning är mindre ändamålsenliga för Sjunde AP-fondens verksamhet. Bestämmelsen om att minst 20 procent av marknadsvärdet av tillgångarna i fonderna ska vara placerade i fordringsrätter med låg kredit- och likviditetsrisk syftar till att begränsa fondens totala risktagande (4 kap. 4 § och prop. 1999/2000:46 s. 165). Detta krav hänger samman med att den totala risknivån i fondernas placering ska vara låg. Eftersom kravet på låg risk inte gäller för Sjunde AP-fondens förvaltning saknas också skäl att på motsvarande sätt begränsa medlens placering med hänsyn till just risk. En sådan begränsning skulle snarare kunna äventyra det föreslagna nya målet om att minimera risken för dåliga pensionsutfall.

I vissa bestämmelser i AP-fondslagen finns undantag som grundar sig på samverkan mellan Första–Fjärde AP-fonderna. Huvudregeln om att förvärv av obligationer och andra fordringsrätter endast får ske om de är utgivna för allmän omsättning gäller inte krediter till ett fastighetsbolag, om fonden ensam eller tillsammans med någon eller några av de andra tre AP-fonderna innehar mer än hälften av röstetalet för samtliga aktier eller andelar i bolaget (4 kap. 7 § 2). På motsvarande sätt får begränsningarna när det gäller röstandelar frångås i fråga om aktier eller andra andelar i ett fastighetsbolag som är upptagna till handel på en handelsplats eller en motsvarande marknadsplats utanför EES och i vilka bolag fonden ensam eller tillsammans med någon eller några av de andra tre AP-fonderna innehade minst hälften av röstetalet för samtliga aktier eller andra andelar i bolaget när aktierna eller de andra andelarna togs upp till handel (4 kap. 9 § andra stycket 2).

Sjunde AP-fonden bör ha motsvarande möjlighet till förvärv om fonden ensam innehade mer än hälften av röstetalet när aktierna eller andelarna togs upp till handel. Med hänsyn till Sjunde AP-fondens särpräglade uppdrag är det dock mindre lämpligt att undantaget ska gälla i fall ägandeförhållandet bara tillsammans med någon eller några av Första–Fjärde AP-fonderna överstiger hälften av röstetalet.

När det vidare gäller möjligheten för Första–Fjärde AP-fonderna att förvärva fast egendom, tomträtt eller bostadsrätt infördes den för att säkerställa att dåvarande fondstyrelserna inom Allmänna pensionsfonden fick tillgång till lokaler för verksamheten på rimliga ekonomiska villkor (4 kap. 16 § AP-fondslagen och prop. 1999/2000:46 s. 169 samt 15 a § första stycket AP-fondsreglementet och prop. 1983/84:172 s. 7). Det finns inte något motsvarande behov för Sjunde AP-fonden att kunna förvärva lokaler för sin verksamhet. Bestämmelsen bör därför inte gälla för Sjunde AP-fonden.

Bestämmelsen om att Första–Fjärde AP-fonderna ska ha nödvändig beredskap att kunna föra över medel till Pensionsmyndigheten, saknar också relevans i förhållande till Sjunde AP-fondens verksamhet (4 kap. 1 b §).

Med hänsyn sammantaget till det som anges ovan talar övervägande skäl för att placeringsreglerna för Sjunde AP-fonden bör ändras på sådant sätt att hänvisningarna till placeringsreglerna i lagen om värdepappersfonder, med ett undantag, tas bort och ersätts med hänvisningar till motsvarande bestämmelser i AP-fondslagen som gäller för Första–Fjärde AP-fondernas medelsförvaltning. Den särskilda röstandelsbegränsningen som i dag gäller för Sjunde AP-fonden bör också tas bort (5 kap. 3 § AP-fondslagen). Som konstateras ovan är vissa av bestämmelserna i lagen om värdepappersfonder ändamålsenliga för Sjunde AP-fondens verksamhet, bl.a. kravet på att upprätta fondbestämmelser. I konsekvens därmed bör bestämmelsen om att varje värdepappersfond ska ha en lämplig fördelning av placeringar med hänsyn till den riskspridning som är förenad med fondens placeringsinriktning enligt fondbestämmelserna, fortfarande gälla för Sjunde AP-fonden (5 kap. 1 § första stycket lagen om värdepappersfonder).

De bestämmelser som gäller för Första–Fjärde AP-fondernas medelsförvaltning som inte bör gälla för Sjunde AP-fondens förvaltning är bestämmelserna om krav på att 20 procent av tillgångarna ska vara placerade i fordringsrätter med låg kredit- och likviditetsrisk samt om överföring av medel till Pensionsmyndigheten (4 kap. 4 och 1 b §§). Det samma gäller bestämmelserna som medger undantag för röstetal tillsammans med någon eller några av Första–Fjärde AP-fonderna (4 kap. 7 § 2 och 9 § andra stycket 2). Sjunde AP-fonden bör inte heller ha möjlighet att förvärva lokaler för sin verksamhet (4 kap. 16 §).

Dessa förslag föranleder också vissa följdändringar av redaktionellt slag i bestämmelserna i 64 kap. socialförsäkringsbalken och i AP-fondslagen.

Föreslagna ändringar i lagen om allmänna pensionsfonder och lagen om värdepappersfonder i andra lagstiftningsärenden

I sammanhanget bör nämnas propositioner med förslag på ändringar i AP-fondslagen och lagen om värdepappersfonder.

I propositionen Vissa ytterligare ändringar av placeringsreglerna för Första–Fjärde AP-fonderna (prop. 2019/20:57) föreslås vissa ändringar i AP-fondslagen som ska träda i kraft den 1 maj 2020. Enligt förslagen tydliggörs bl.a. att Första–Fjärde AP-fonderna får göra saminvesteringar i onoterade företag genom riskkapitalföretag och att fonderna inte får ta på sig det operativa företagsledningsansvaret i sådana företag. Det föreslås också att Första–Fjärde AP-fonderna ska få göra sidoinvesteringar i ett onoterat företag tillsammans med en fond som de har investerat i, behålla ett innehav av aktier eller andra andelar i företaget vid notering av fastighetsbolag eller riskkapitalföretag som en AP-fond innehar aktier i eller andra andelar i före notering. Det föreslås även att Första–Fjärde AP-fonderna ska få göra indirekta investeringar i obligationer och andra fordringsrätter som inte är utgivna för allmän omsättning genom placeringar i fonder eller riskkapitalföretag samt ge lån till fastighetsbolag och onoterade riskkapitalföretag som de innehar aktier eller andra andelar i.

När det gäller det ovan nämnda undantaget från bestämmelsen om att Första–Fjärde AP-fonderna bara får förvärva obligationer och andra fordringsrätter som är utgivna för allmän omsättning innebär förslagen att

kravet på att innehavet ska uppgå till mer än hälften av röstetalet för samtliga aktier eller andra andelar i fastighetsbolaget tas bort (4 kap. 7 § 2 AP-fondslagen). I stället ska Första–Fjärde AP-fonderna få ge kredit till ett fastighetsbolag under förutsättning att fonden innehar aktier eller andra andelar i bolaget.

Enligt AP-fondslagen gäller inte begränsningen om innehav av högst 10 procent av röstetalet för samtliga aktier eller andra andelar i företaget för sådana aktier eller andra andelar i fastighetsbolag som är upptagna till handel på en handelsplats eller en motsvarande marknadsplats utanför EES och i vilka bolag AP-fonden ensam eller tillsammans med någon eller några av de andra tre AP-fonderna innehade minst hälften av röstetalet för samtliga aktier eller andra andelar i bolaget när aktierna eller de andra andelarna togs upp till handel (4 kap. 9 § andra stycket 2 AP-fondslagen). I propositionen föreslås att begränsningen till innehav av minst hälften av röstetalet ska tas bort. I stället ska Första–Fjärde AP-fonderna få inneha så många aktier eller andra andelar att röstetalet för dem uppgår till mer än 10 procent av röstetalet för samtliga aktier eller andra andelar i ett sådant fastighetsbolag, under förutsättning att fonden innehade aktier eller andra andelar i bolaget när aktierna eller de andra andelarna togs upp till handel.

Ändringarna som föreslås i propositionen bedöms ge bättre förutsättningar även för Sjunde AP-fonden att göra mer långsiktiga investeringar, vilket ökar möjligheterna att nå högre avkastning. Om förslagen genomförs bör de på motsvarande sätt gälla även för Sjunde AP-fondens förvaltning av förvalsalternativet.

I propositionen Kompletterande bestämmelser till EU:s förordning om värdepappersisering (prop. 2019/20:37) föreslås vissa ändringar i lagen om värdepappersfonder och AP-fondslagen som är relevanta i detta sammanhang. Det föreslås bl.a. att det i lagen om värdepappersfonder ska införas en ny bestämmelse som innebär att om ett fondbolag exponeras för en värdepappersisering som inte längre uppfyller de krav som anges i Europaparlamentets och rådets förordning (EU) 2017/2402 av den 12 december 2017 om ett allmänt ramverk för värdepappersisering och om inrättande av ett särskilt ramverk för enkel, transparent och standardiserad värdepappersisering samt om ändring av direktiven 2009/65/EG, 2009/138/EG och 2011/61/EU och förordningarna (EG) nr 1060/2009 och (EU) nr 648/2012, ska fondbolaget agera och vidta korrigeringsåtgärder i de berörda fondandelsägarnas intresse, när det är lämpligt (5 kap. 26 § lagen om värdepappersfonder). Det föreslås också att Sjunde AP-fonden ska omfattas av den nya bestämmelsen (5 kap. 7 § AP-fondslagen). Riksdagen har antagit regeringens förslag och regeringen har utfärdat lagarna (SFS 2019:1217 och 2019:1218). De nya bestämmelserna trädde i kraft den 1 februari 2020. Med hänsyn till det som föreslås i denna promemoria – att de flesta bestämmelserna om placering av fondmedel i lagen om värdepappersfonder inte längre ska gälla för Sjunde AP-fonden – bör av samma skäl Sjunde AP-fonden inte heller omfattas av kravet att agera och vidta korrigeringsåtgärder enligt den i propositionen föreslagna nya bestämmelsen. I AP-fondslagen bör därför även hänvisningen till den bestämmelsen i lagen om värdepappersfonder tas bort.

9.6 Möjligheten att lösa in fondandelar

Promemorians förslag: Förvalsalternativet ska vara öppet för inlösen minst en gång i månaden. Sjunde AP-fonden ska beräkna fondandelsvärdet med samma periodicitet. Bestämmelserna i lagen om värdepappersfonder om inlösen av fondandelar ska inte längre gälla för Sjunde AP-fonden.

Skälen för promemorians förslag: Bestämmelserna i AP-fondslagen om Första–Fjärde AP-fondernas medelsförvaltning föreslås i huvudsak gälla också Sjunde AP-fondens förvaltning av förvalsalternativet. Det innebär ökade möjligheter att investera i illikvida investeringsstrategier och tillgångsslag (se avsnitt 9.5). De nuvarande begränsningarna när det gäller investeringar i sådana tillgångar grundar sig framför allt i rätten för andelsägare att kunna lösa in sin andel omedelbart (4 kap. 13 § lagen om värdepappersfonder). Frågan är därmed hur förenlig denna bestämmelse är med de regeländringar som nu föreslås.

Som konstateras i avsnitt 9.5 fyller möjligheten till daglig handel ingen egentlig funktion för Sjunde AP-fondens förvaltning av förvalsalternativet. Däremot gör den det möjligt för pensionssparare att snabbt kunna flytta sina medel från förvalsalternativet till en eller flera fonder på fondtorget för premiepension. Andelen sparare med medel i förvalsalternativet som utnyttjar möjligheten till mer frekvent handel är dock begränsad. En övervägande majoritet av spararna med medel placerade i förvalsalternativet har inte gjort någon placering av sina medel. Andelen sparare som utnyttjar möjligheten att placera medlen i någon av de portföljer med olika risknivåer som Sjunde AP-fonden erbjuder är också förhållandevis låg (se avsnitt 6.1.2).

Att kombinera en större andel illikvida strategier och tillgångsslag med möjligheten till daglig handel innebär framför allt svårigheter när det gäller värdering. Möjligheten till daglig inlösen av fondandelar innebär att Sjunde AP-fonden dagligen måste beräkna fondandelsvärdet enligt den dagliga NAV-kursen (5 kap. 5 § andra stycket AP-fondslagen, se avsnitt 9.5 och prop. 1997/98:151 s. 850). Att värdera illikvida tillgångar är avsevärt mer komplicerat än att värdera likvida tillgångar. Medan de senare löpande prissätts av marknaden genom notering, kräver de förra värdering genom uppskattningar, vilka kan grunda sig på en rad variabler. En sådan värdering är – i synnerhet om den ska utföras mer frekvent – en omfattande och kostnadskrävande verksamhet. Med hänsyn till vad som ovan anges om att sparande i pensionssyfte bör utnyttja fördelarna av långsiktiga investeringar är kostnaderna som följer av daglig värdering inte motiverade.

I lagen (2013:561) om förvaltare av alternativa investeringsfonder, förkortad LAIF, finns bestämmelser om bl.a. specialfonder. En specialfond är en alternativ investeringsfond som uppfyller särskilda krav som anges i den lagen. För specialfonder gäller som huvudregel bestämmelsen i lagen om värdepappersfonder om att en fondandelsägare ska ha möjlighet att lösa in sin andel omedelbart (12 kap. 5 § LAIF). Fondbestämmelserna för en specialfond får dock, under förutsättning av Finansinspektionens godkännande, innehålla begränsningar av möjligheten att förvärva fondandelar. En specialfond måste emellertid vara öppen för inlösen minst en

gång om året (12 kap. 6 § LAIF). För tiden däremellan kan en andelsägare inte räkna med att kunna få sina andelar inlösta (prop. 2002/03:150 s. 311).

Det är inte orimligt, utifrån vad som är det mest ändamålsenliga sättet att pensionsspara, att inlösen av andelar i förvalsalternativet får ske bara en gång per år. Med hänsyn till den möjlighet som ändå bör finnas för spararen att styra över var pensionsmedlen ska placeras, bör inlösen av andelarna i förvalsalternativet dock kunna ske oftare. För denna slutsats talar också att möjligheten för spararen att bestämma när han eller hon ska gå i pension inte får begränsas. För att ändringen av placeringsreglerna för förvalsalternativets ska få fullt genomslag bör bestämmelserna i lagen om värdepappersfonder om att en fondandel, på begäran av dess ägare, omedelbart ska lösas in inte längre ska gälla för Sjunde AP-fonden (4 kap. 13 § lagen om värdepappersfonder). Det bör i stället införas en särskild bestämmelse i AP-fondslagen om att den fond som Sjunde AP-fonden ska förvalta måste vara öppen för inlösen minst en gång i månaden. Av detta följer att Sjunde AP-fonden ska beräkna fondandelsvärdet minst en gång i månaden.

9.7 Möjligheten till riskjustering

Promemorians bedömning: Det bör inte finnas någon möjlighet till riskjustering av själva förvalsalternativet. Möjligheten till riskjustering bör i stället tillgodoses genom att den nya myndighet som ska upphandla fonder till fondtorget för premiepension upphandlar fonder som erbjuder riskdiversifiering i förhållande till förvalsalternativet. Fonderna bör erbjuda lägre respektive högre investeringsrisk än vad som gäller i förvalsalternativet.

Promemorians förslag: Möjligheten för pensionsspararen att, inom ramen för Sjunde AP-fondens förvaltning, bestämma att medlen ska placeras i flera fonder eller mellan fonder efter den risknivå som denne anger ska tas bort.

Skälen för promemorians bedömning och förslag: Inom ramen för Sjunde AP-fondens förvaltning har pensionssparare möjlighet att välja antingen att medlen helt eller delvis ska placeras i byggstansfonderna AP7 Aktiefond eller AP7 Räntefond, i förvalsalternativet eller i en av de tre portföljerna med olika risknivå: AP7 Försiktig, AP7 Balanserad och AP7 Offensiv. Det är i dagsläget inte möjligt att inom ramen för Sjunde AP-fondens förvaltning välja högre risknivå än den i AP7 Aktiefond, dvs. den risknivå som pensionssparare under 56 år får om de har medlen i förvalsalternativet AP7 Såfa. AP7 Offensiv består av 75 procent AP7 Aktiefond och 25 procent AP7 räntefond. AP7 Balanserad består av 50 procent AP7 Aktiefond och 50 procent AP7 räntefond medan AP7 försiktig består av 33 procent AP7 Aktiefond och 67 procent AP7 räntefond.

Engagemanget hos pensionssparare att göra aktiva val har generellt sett visat sig vara lägre än man förutsatte när premiepensionssystemet infördes. Vissa av de förändringar som under åren genomförts har därför syftat till att göra systemet mer ändamålsenligt. Möjligheten som infördes 2010 för pensionssparare att, inom ramen för Sjunde AP-fondens förvaltning, göra

aktiva val var avsett som ett alternativ till fondtorget (se avsnitt 4.2.2). Andelen individer som gör sådana val är emellertid förhållandevis låg (se avsnitt 6.1.2). En möjlighet till riskjustering i förvalsalternativet skulle sannolikt också utnyttjas bara av ett begränsat antal personer.

En möjlighet till riskjustering i förvalsalternativet är mindre lämpligt med hänsyn till fondens uppgift och det mål som nu föreslås. I dagsläget har ca 4,5 miljoner pensionssparare sina premiepensionsmedel placerade i förvalsalternativet. Fondens investeringsportfölj är, och bör fortsättningsvis vara, utformad för en mycket bred målgrupp. Premiepensionen bedöms emellertid få störst betydelse för de personer vars förvärvsinkomst legat inom spannet för den pensionsgrundande inkomsten, dvs. inte överstigit 7,5 prisbasbelopp per år. För individer i detta inkomstspann kommer, i större utsträckning än för personer med högre inkomster, den allmänna pensionen utgöra en betydande del av den totala pensionen. Det är också dessa personer som har störst behov av att risken för låga pensionsutfall minimeras. En möjlighet att i förvalsalternativet kunna justera risken skulle innebära att dess syfte, mål och investeringsinriktning delvis behöver ändras eller delas upp. Det vore mindre lämpligt. En av förvalsalternativets styrkor ligger i dess kapitalstorlek och möjligheten att utnyttja den för att nå det föreslagna målet.

Valfriheten är emellertid en viktig komponent i premiepensionssystemet. Sparare bör ha möjlighet att kunna göra aktiva val på ett tryggt sätt. Att kunna välja fonder ska inte heller vara förbehållet endast dem som har kunskaper om kapitalmarknaderna. En möjlighet för sparare att välja mellan fonder där risknivån skiljer sig från förvalsalternativet bör därför finnas. Utifrån det som anges ovan finns det emellertid anledning att ifrågasätta om den nuvarande ordningen är den mest ändamålsenliga.

Valfriheten inom premiepensionssystemet tillgodoses framför allt genom att pensionssparare på fondtorget kan välja mellan fonder som olika fondförvaltare erbjuder. Utredningen om ett upphandlat fondtorg för premiepension föreslår i betänkandet Ett bättre premiepensionssystem (SOU 2019:44) regler för ett upphandlat fondtorg för premiepension. Premiepensionssystemet bör enligt utredningen utformas så att det i så stor utsträckning som möjligt enbart är sparare som vill och kan sätta samman egna fondportföljer som gör det. Förvalet ska vara utgångspunkten för alla sparare, och det ska inte krävas aktivitet eller finansiell kunskap hos spararen. Det ska finnas möjlighet att välja risknivå inom ramen för statlig förvaltning. Om spararen inte enbart vill välja risknivå ska det finnas möjlighet att välja en eller flera fondkategorier som spararen kan placera sina medel i.

Utredningen föreslår att det nuvarande öppna fondtorget ska ersättas av ett upphandlat fondtorg där en särskild huvudman har ansvar för att det finns en tillräcklig valfrihet bland kontrollerade fonder av god kvalitet. Urvalet av fonder ska ske genom ett lagreglerat upphandlingsförfarande. Utredningen föreslår att den särskilda huvudmannen bör vara Sjunde AP-fonden, som ska få fler uppgifter och byta namn till Myndigheten för premiepensionens fondförvaltning. Utredningen föreslår att Sjunde AP-fonden förutom att förvalta förvalsalternativet även ska förvalta det nya upphandlade fondtorget, sköta kapitalförvaltningen av den traditionella försäkringen, och förvalta premiepensionens valarkitektur. Betänkandet har remitterats och bereds för närvarande i Regeringskansliet.

Det framtida fondtorget för premiepension bör lämpligen också utgöra en plattform för att erbjuda ett begränsat antal valbara fonder med olika risknivåer som kan väljas för att justera förvalsalternativets risknivå. Det framstår som mest ändamålsenligt att det där också upphandlas fonder med risknivåer som sätts i relation till förvalsalternativet; dvs. har lägre respektive högre investeringsrisk än förvalsalternativet. Den myndighet som ska ha ansvar för fondtorget kan förväntas ha god förmåga och möjlighet att upphandla fonder med olika risknivåer och kommunicera dessa alternativ till pensionsspararna. Det är därmed lämpligt att den myndigheten ansvarar för att upphandla de fonder som syftar till att justera förvalsalternativets risknivå. En sådan ordning kan också förväntas öka premiepensionssystemets tydlighet och därmed dess tillgänglighet. Om förvalsalternativet består av en enda pensionsfond renodlas förvaltningen på så sätt att pensionssparare inte gör några val – med undantag från valet att placera sina medel där – medan valfriheten säkerställs på fondtorget.

Mot bakgrund av det anförda bör den nuvarande möjligheten för pensionssparare att, inom ramen för Sjunde AP-fondens förvaltning, bestämma att medlen ska placeras i olika fonder eller fördelas mellan fonder efter risknivå tas bort. Möjligheten att justera risk bör i stället tillgodoses genom att det finns fonder som är upphandlade för att på ett relevant sätt erbjuda olika risknivåer i förhållande till förvalsalternativets fond.

9.8 Förvalsalternativets utbetalningsfas

Promemorians förslag: Om en pensionssparares medel är placerade i förvalsalternativet ska premiepensionen lämnas i form av en livränta med garanterade belopp när pensionsspararen börjar ta ut premiepension. Pensionssparare ska även kunna begära att premiepensionen lämnas i form av uttag från fondförsäkring. En sådan begäran ska göras senast när pensionsspararen börjar ta ut premiepension.

Promemorians bedömning: En övergångslösning där pensionssparares medel under en viss tid förs över från sparandefasen till utbetalningsfasen bör utredas särskilt. Även den närmare utformningen av utbetalningsfasen bör utredas särskilt.

Skälen för promemorians förslag och bedömning: Enligt den bedömning som görs i avsnitt 9.1.2 bör förvalsalternativet delas upp i en sparandepportfölj och en utbetalningslösning, med delvis olika inriktningar. Förvaltningen i utbetalningslösningen bör inriktas på pensionering och inkomstplanering. När det gäller utformningen av utbetalningsfasen finns det skäl att överväga vissa ändringar i förhållande till den nuvarande ordningen.

Premiepensionen kan i dag betalas ut antingen i form av uttag från fondförsäkring eller genom livränta med garanterade belopp (s.k. traditionell försäkring), som förvaltas av Pensionsmyndigheten (64 kap. 7 § SFB). Om pensionsspararen inte gör något aktivt val sker utbetalningen enligt det förstnämnda alternativet. Det krävs att pensionsspararen begär utbetalning genom traditionell försäkring för att spararens medel ska placeras i en sådan försäkring. En övergång till traditionell försäkring kan göras tidigast när pensionsspararen börjar ta ut premiepension.

Den nya ordning som föreslås i denna promemoria – där sparandefasen tydligare åtskiljs från utbetalningsfasen – innebär att det finns skäl att ändra hur utbetalningen av medel som placeras i förvalsalternativet, som utgångspunkt, bör gå till. Detta bl.a. mot bakgrund av att risknivån under sparandefasen bör vara hög medan risknivån i utbetalningsfasen bör inriktas på stabila och förutsägbara utbetalningar. Med hänsyn till att det föreslagna nya målet – att minimera risken för låga pensionsutfall och maximera förutsättningarna för bra pensionsutfall (se avsnitt 9.2) – ska gälla även för utbetalningsfasen bör den vara utformad på det sätt som är mest ändamålsenligt för flertalet av de pensionssparare som låter sina medel förvaltas i förvalsalternativet. För att nå målet kan medlen även under utbetalningsfasen placeras i riskfyllda tillgångar men inte till lika stor andel som under sparandefasen. Utbetalningsfasen handlar om inkomstplanering för individen och förutsägbara pensionsutbetalningar är viktiga. Detta kräver en kvalificerad portföljkonstruktion och strategi som kombinerar medveten risk och utrymme att matcha tillgångsportföljen med jämna utbetalningar och låg volatilitet. Pensionsmyndighetens traditionella försäkring förvaltas till viss del utifrån dessa utgångspunkter och skulle därför lämpligen kunna användas som utbetalningslösning för förvalet. Inför utbetalning av premiepensionsmedel som förvaltas i förvalsalternativet bör därför spararens medel automatiskt föras över till förvalsalternativets utbetalningslösning, vilken bör vara den traditionella försäkringen som förvaltas av Pensionsmyndigheten. Pensionssparare som har förvalsalternativet under sparandefasen bör dock ha möjlighet att välja att premiepensionen lämnas genom uttag från fondförsäkring. Ett sådant val måste dock göras innan Pensionsmyndigheten har påbörjat inlösen av pensionsspararens innehav (jfr 64 kap. 13 § SFB). Det ankommer på Pensionsmyndigheten att informera pensionsspararen om detta.

I slutet av sparandefasen är känsligheten för volatilitet (spridningen i avkastningen) större. För att undvika alltför stora nedgångar av det ackumulerade kapitalbeloppet inför pensionering bör en övergångslösning övervägas, där medlen under en viss tid innan personen förväntas gå i pension förs över från sparandefasen till utbetalningsfasen. En sådan lösning bör dock utredas särskilt. Även utformningen av utbetalningsfasen, inklusive förvaltningen av denna, bör utredas särskilt.

9.9 Finansinspektionens tillsyn

Promemorians förslag: Sjunde AP-fonden ska inte längre stå under tillsyn av Finansinspektionen.

Skälen för promemorians förslag: Som redovisas i avsnitt 4.4 står Sjunde AP-fonden under tillsyn av Finansinspektionen. Finansinspektionen har också rätt att förordna en eller flera revisorer att delta i revisionen av Sjunde AP-fonden. Finansinspektionen är en statlig förvaltningsmyndighet som lyder under regeringen (12 kap. 1 § regeringsformen). AP-fonderna är också statliga myndigheter under regeringen men deras organisation och verksamhet regleras enbart i lag (1 kap. 1 § AP-fondslagen). AP-fondernas höga grad av självständighet i förhållande till regeringen är ett sätt att markera pensionssystemets autonomi. Regeringen

har inte möjlighet att styra över AP-fonderna genom instruktioner, regleringsbrev eller tilldelning av anslagsmedel utöver vad som följer av rätten att utse styrelse (prop. 1997/98:151 s. 421).

Det kan konstateras att flera av de bestämmelser som ger Finansinspektionen möjlighet att vidta åtgärder mot den som driver verksamhet som inspektionen utövar tillsyn över inte gäller vid tillsynen över Sjunde AP-fonden (se 5 kap. 8 § AP-fondslagen). Det handlar t.ex. om möjligheterna att återkalla tillstånd, meddela varning och meddela vissa förelägganden.

Sjunde AP-fonden granskas dock även i annan ordning. Regeringen ska utse två auktoriserade revisorer för varje AP-fond vilka ska granska förvaltningen av fondmedel (6 kap. 5 § AP-fondslagen). Varje år genomförs på uppdrag av regeringen en extern granskning av AP-fondernas verksamhet (se t.ex. skr. 2018/19:130 s. 218–297). Regeringen lämnar årligen en skrivelse till riksdagen med redovisning av AP-fondernas verksamhet. I skrivelsen ingår bl.a. en sammanställning av AP-fondernas årsredovisning och en utvärdering av AP-fondernas verksamhet sedan 2001 (se t.ex. skr. 2018/19:130). Därtill granskar Riksrevisionen Sjunde AP-fonden i enlighet med lagen (2002:1022) om revision av statlig verksamhet m.m. (se granskningsrapporterna RIR 2013:14 och RIR 2018:32).

Med hänsyn till att Sjunde AP-fondens verksamhet dels årligen granskas av externa revisorer och utvärderas av regeringen, dels kan granskas av Riksrevisionen kan det ifrågasättas om Finansinspektionens tillsyn är nödvändig. Detta gäller särskilt med hänsyn till förslaget i denna promemoria att placeringsbestämmelserna i lagen om värdepappersfonder inte ska gälla för Sjunde AP-fonden utan att bestämmelserna i AP-fondslagen om Första–Fjärde AP-fondernas medelsförvaltning i stället ska gälla även för Sjunde AP-fonden. Första–Fjärde AP-fonderna står inte under tillsyn av Finansinspektionen. Övervägande skäl talar för att detsamma bör gälla för Sjunde AP-fonden.

Mot bakgrund av det som anges ovan bör Sjunde AP-fonden inte längre stå under tillsyn av Finansinspektionen.

10 Rätten att meddela och offentliggöra uppgifter i AP-fondernas investeringsverksamhet

Promemorians förslag: Den tystnadsplikt som följer av bestämmelsen om sekretess för uppgift om en enskilds affärs- eller driftförhållanden i en av myndighet bedriven affärsmässig investeringsverksamhet ska ha företräde framför rätten att meddela och offentliggöra uppgifter.

Skälen för promemorians förslag: Rätten att ta del av allmänna handlingar följer av tryckfrihetsförordningen, förkortad TF. Denna rätt får begränsas endast om det krävs med hänsyn till vissa angivna intressen, t.ex. skyddet för enskilds personliga eller ekonomiska förhållanden (2 kap. 2 § första stycket TF). En begränsning av rätten att ta del av allmänna

handlingar ska anges noga i en bestämmelse i en särskild lag (varmed avses offentlighets- och sekretesslagen [2009:400], förkortad OSL) eller, om det i visst fall är lämpligare, i en annan lag vartill den särskilda lagen hänvisar (2 kap. 2 § andra stycket TF). Sekretess innebär ett förbud att röja en uppgift, oavsett om det sker genom utlämnande av handling eller genom att röja uppgiften muntligen eller på något annat sätt (3 kap. 1 § OSL). Sekretessen innebär således dels handlingssekretess, dels tystnadsplikt. Till den del sekretessen innebär tystnadsplikt innebär sekretessen en begränsning av yttrandefriheten enligt regeringsformen.

Den rätt att meddela och offentliggöra uppgifter som följer av tryckfrihetsförordningen och yttrandefrihetsgrundlagen, förkortad YGL, har som huvudregel företräde framför tystnadsplikten (1 kap. 1, 2 och 7 §§ TF och 1 kap. 1 och 10 §§ YGL). Denna rätt har dock aldrig företräde framför handlingssekretessen (7 kap. 20 § 1 och 22 § första stycket 2 och andra stycket TF och 5 kap. 1 § och 4 § första stycket 2 YGL). Det kan således vara tillåtet att t.ex. muntligen lämna en uppgift till en journalist eller att själv publicera uppgiften. Det är däremot aldrig tillåtet att med stöd av rätten att meddela och offentliggöra uppgiften lämna den allmänna handling varav den sekretessbelagda uppgiften framgår till t.ex. en journalist eller t.ex. själv publicera denna handling. I ett antal fall har dessutom bestämmelser om tystnadsplikt företräde framför rätten att meddela och offentliggöra uppgifter. I dessa fall är således rätten att meddela och offentliggöra uppgifter helt inskränkt. Vissa av dessa situationer är reglerade direkt i tryckfrihetsförordningen och yttrandefrihetsgrundlagen. Där anges vidare att det inte är tillåtet att med stöd av rätten att meddela och offentliggöra uppgifter uppsåtligen åsidosätta en tystnadsplikt i de fall som anges i en särskild lag (7 kap. 20 § 2 och 22 § första stycket 3 och andra stycket TF och 5 kap. 1 § och 4 § första stycket 3 och andra stycket YGL). Den särskilda lag som avses är offentlighets- och sekretesslagen (13 kap. OSL, se bestämmelser i slutet av varje kapitel i fjärde–sjätte avdelningarna i lagen samt sjunde avdelningen).

Den omständigheten att rätten att meddela och offentliggöra uppgifter som huvudregel har företräde framför bestämmelser om tystnadsplikt har sin grund i att sekretessbestämmelserna ger uttryck för ganska allmänna avvägningar mellan insyns- och sekretessintressena på de berörda områdena. Det innebär att önskemålet om insyn i ett särskilt fall kan vara starkare än det sekretessintresse som har föranlett den aktuella sekretessregeln. Vidare kan en regel om skydd för ett enskilt intresse ibland på ett olämpligt sätt hindra insyn i en myndighets sätt att fullgöra sina uppgifter (prop. 1979/80:2 Del A s. 104 f.). Det har dock ansetts orealistiskt att bortse från att rätten att meddela och offentliggöra uppgifter kan leda till oönskade konsekvenser i form av publicitetsskador. Det anses dock som huvudregel vara ett mindre ont att i vissa fall omständigheter som bortförtigas uppenbaras än att missförhållanden i allmän eller enskild verksamhet får fortgå opåtalade eller att den offentliga debatten i någon allmän angelägenhet uteblir eller kommer i obalans på grund av bristande information (prop. 1975/76:204 s. 94 f.).

I förarbetena till den numera upphävda sekretesslagen (1980:100) angavs att det inte är möjligt att dra upp några fasta regler för när en begränsning av rätten att meddela och offentliggöra uppgifter bör göras. Varje gång en sådan fråga uppkommer måste flera faktorer beaktas. Det bör bl.a.

beaktas om en uppgift har lämnats i en förtroendesituation eller om uppgiften hänför sig till ett ärende om myndighetsutövning. I det förra fallet bör rätten att meddela och offentliggöra uppgifter normalt vara utesluten. När det gäller uppgifter av det senare slaget bör däremot meddelarfrihet oftast föreligga. Vidare kan den enskilda sekretessbestämmelsens utformning ge viss ledning. I fråga om sekretessbestämmelser utan skaderekvisit kan det finnas större anledning att överväga undantag från rätten att meddela och offentliggöra uppgifter än i andra fall. Detsamma gäller i någon mån sekretessbestämmelser med ett omvänt skaderekvisit (prop. 1979/80:2 Del A s. 111).

I propositionen Vissa ytterligare ändringar av placeringsreglerna för Första–Fjärde AP-fonderna (prop. 2019/20:57) föreslås en ändring i 31 kap. 4 § OSL som innebär att sekretess ska gälla för uppgift om en enskilds affärs- eller driftförhållanden i en av myndighet bedriven affärsmässig investeringsverksamhet, om det kan antas att den enskilde lider skada om uppgiften röjs. Enligt bestämmelsens nuvarande lydelse gäller sekretess bl.a. för uppgift om en enskilds affärs- eller driftförhållanden i en av myndighet bedriven affärsmässig utlåningsverksamhet. En kreditgivare respektive en investerare är i behov av liknande information om ett företag för att kunna göra en bedömning av om det är lämpligt att ge krediten respektive att köpa t.ex. aktierna. Skälet för förslaget i propositionen att sekretess ska gälla för myndighets affärsmässiga investeringsverksamhet är att ett företag som lämnar uppgifter om affärs- eller driftförhållande till en investerare – för att investeraren ska kunna bedöma om den ska investera i företaget, oavsett om det är för att ge en kredit eller köpa aktier – har samma behov av sekretesskydd för uppgifterna oavsett i vilken form investeraren gör investeringen (samma prop. s. 31–34).

Enligt 31 kap. 26 § andra stycket OSL begränsar den tystnadsplikt som följer av 4 § samma kapitel rätten att meddela och offentliggöra uppgifter, när det är fråga om uppgift som hänför sig till affärsmässig utlåningsverksamhet. Det saknades dock beredningsunderlag för att i nämnda proposition överväga frågan om även den tystnadsplikt som enligt förslaget ska gälla för uppgift som hänför sig till affärsmässig investeringsverksamhet ska omfattas av begränsningen av rätten att meddela och offentliggöra uppgifter.

Enligt den sekretessbestämmelse som föreslås i propositionen ska det gälla ett rakt skaderekvisit, dvs. det ska gälla en presumtion för att uppgifterna är offentliga. Sekretessen enligt bestämmelsen omfattar dock inte myndighetsutövning. De uppgifter som ett företag kan behöva lämna till en investerare för att denne ska kunna bilda sig en korrekt uppfattning om företaget inför en eventuell investering kan vara mycket känsliga ur ett konkurrensperspektiv. Om uppgifter om företagets affärs- eller driftförhållanden som bedöms omfattas av sekretess offentliggörs skulle detta kunna allvarligt skada förtroendet för investeringsverksamheten och syftet med att införa en sekretessbestämmelse skulle gå förlorat. Den typen av uppgifter som omfattas av sekretess anses dessutom redan vara av sådan karaktär att tystnadsplikten begränsar rätten att meddela och offentliggöra uppgifter när det är fråga om uppgift som hänför sig till affärsmässig utlåningsverksamhet. Mot den bakgrunden bör den tystnadsplikt som följer av bestämmelsen om sekretess för uppgift om en enskilds affärs-

eller driftförhållanden i en av myndighet bedriven affärsmässig investeringsverksamhet, ha företräde framför rätten att meddela och offentliggöra uppgifter.

11 Ikraftträdande- och övergångsbestämmelser

11.1 Ikraftträdande

Promemorians förslag: Lagändringarna ska träda i kraft den 1 april 2021.

Skälen för promemorians förslag: Lagändringarna bör träda i kraft så snart som möjligt, vilket bedöms vara den 1 april 2021.

11.2 Övergångsbestämmelser

Promemorians förslag: De byggstensfonder, AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond, som förvaltas av Sjunde AP-fonden ska vara avvecklade senast den 1 januari 2022. Medel som finns i AP7 Aktiefond eller AP7 Räntefond och som fördelats mellan fonderna efter fondspararens ålder enligt 5 kap. 1 § andra stycket 2 eller tredje stycket lagen om allmänna pensionsfonder ska senast den 1 januari 2022 föras över till den fond som förvaltas av Sjunde AP-fonden.

Skälen för promemorians förslag: Förslagen innebär att förvaltsalternativet ändras på så sätt att det förvaltas som en enda fond. Möjligheten att, inom ramen för Sjunde AP-fondens förvaltning, välja att medel ska placeras i en eller flera angivna fonder eller fördela dessa mellan fonder efter risknivå tas bort. Som en konsekvens av förslagen bör de nuvarande byggstensfonderna AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond avvecklas.

De pensionssparare vars medel fördelas mellan AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond efter pensionsspararens ålder, dvs. de som har medlen placerade i förvaltsalternativet AP7 Såfa, bör få sina medel överförda till den nya fond som förvaltas av Sjunde AP-fonden. Det bör införas en övergångsbestämmelse i lagen om ändring i socialförsäkringsbalken om detta.

De pensionssparare och pensionärer som har sina medel placerade i byggstensfonderna, AP7 Aktiefond eller AP7 Räntefond, eller fondportföljerna, AP7 Offensiv, AP7 Balanserad eller AP7 Försiktig, bör på samma sätt som när en fond avregistreras från fondtorget för premiepension informeras och erbjudas möjlighet att bestämma om medlen ska placeras i en eller flera fonder på fondtorget eller i förvaltsalternativet. Det ankommer på Pensionsmyndigheten att informera berörda pensionssparare och pensionärer. De pensionssparare som inte gör ett aktivt val bör få sina medel placerade i förvaltsalternativet. Det bedöms inte krävas någon särskild bestämmelse för det.

De pensionärer som i dagsläget tar ut sin premiepension genom uttag från förvalsalternativet bör informeras om att uttag av premiepension från förvalsalternativet görs genom uttag i form av livränta med garanterade belopp och att medlen därför flyttas över till den traditionella försäkringen, men att de dessförinnan har möjlighet att välja uttag genom fondförsäkring. Det ankommer på Pensionsmyndigheten att även informera berörda pensionssparare och pensionärer om detta. De pensionärer som inte gör ett aktivt val om att uttag ska ske genom fondförsäkring kommer att få sina medel överflyttade till den traditionella försäkringen. Det bedöms inte krävas någon särskild bestämmelse för det.

Sjunde AP-fonden bör, i samråd med Pensionsmyndigheten, bestämma hur avvecklingen av byggstensfonderna och överföringen av medel i praktiken ska gå till.

Byggstensfonderna behöver inte avvecklas innan den nya fonden satts upp, men ska vara avvecklade senast ett år efter bestämmelserna trätt i kraft. Det bör införas en övergångsbestämmelse i AP-fondslagen som anger detta.

12 Konsekvensanalys

12.1 Effekter på de offentliga finanserna och samhällsekonomin

Premiepensionen är en del av den allmänna pensionen, vilken inte räknas in i statens budget utan är ett fristående system. Förslagen bedöms därför inte få några direkta effekter på de offentliga finanserna.

Syftet med förslagen i promemorian är att förbättra investerings- och avkastningsmöjligheterna i förvaltningen av förvalsalternativet och att öka kostnadseffektiviteten. Det bör bidra till att de förväntade pensionsutfallen i förvalsalternativet blir högre. Högre pensionsutfall är positivt både för de pensionärer som omfattas av systemet och för samhället i stort. Det är dock inte möjligt att med någon närmare grad av säkerhet uppskatta i vilken omfattning förslagen kan komma att påverka pensionsutfallen.

I sammanhanget bör dock framhållas att det kommer ta längre tid än ett år efter det att förslagen trätt i kraft – vilket är den tidpunkt då de nuvarande byggstensfonderna senast ska vara avvecklade – för förvalsalternativets fondportfölj att fullt ut utnyttja de fördelar som följer av de ändringar av regelverket som nu föreslås. Infasningen av nya tillgångsslag och strategier kan förväntas pågå under ett flertal år. Därmed kommer det också ta flera år innan några relevanta förändringar kan konstateras när det gäller nivån på pensionsutfallen. Detta bör också få till konsekvens att utvärderingen av Sjunde AP-fondens förvaltning, under infasningstiden, bör fokusera på vilka åtgärder som vidtagits snarare än vilken avkastning som uppnåtts.

I en traditionell försäkring finns vanligen någon form av garantiinslag som t.ex. en garantiränta, vilket innebär att försäkringsgivaren tar på sig den finansiella risken. Pensionsmyndigheten har dock beslutat att den traditionella försäkringen i premiepensionssystemet ska erbjuda en noll-

garanti. Det innebär att det i praktiken är pensionsspararen som tar den finansiella risken och att statens risk är begränsad. Förslaget att göra den traditionella försäkringen som förvaltas av Pensionsmyndigheten som utbetalningsprodukt bedöms därför inte medföra att statens risk kommer att öka jämfört med i dag.

12.2 Konsekvenser för myndigheter

Sjunde AP-fonden

Förslagen i avsnitt 9.5 att i huvudsak samma placeringsregler ska gälla för Sjunde AP-fondens förvaltning av förvaltsalternativet som för Första–Fjärde AP-fondernas förvaltning kan innebära vissa ökade interna kostnader för Sjunde AP-fonden. Bland annat kan de ökade möjligheterna att investera i illikvida tillgångsslag medföra behov av kompetensutveckling, men även av att anställa ytterligare personal. Behovet av extern förvaltning kan också förväntas öka.

Pensionsmyndigheten

Förslagen i avsnitt 9.5 att AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond ska avvecklas medför att de pensionssparare och pensionärer som har sina medel placerade i byggstensfonderna, AP7 Aktiefond eller AP7 Räntefond, eller fondportföljerna, AP7 Offensiv, AP7 Balanserad eller AP7 Försiktig, bör på samma sätt som när en fond avregistreras från fondtorget för premiepension informeras och erbjudas möjlighet att bestämma om medlen ska placeras i en eller flera fonder på fondtorget eller i förvaltsalternativet. Det ankommer på Pensionsmyndigheten att informera berörda pensionssparare och pensionärer. Även förslaget i avsnitt 9.8 att uttag av premiepensionsmedel från förvaltsalternativet ska lämnas i form av livränta med garanterade belopp innebär att de pensionärer som i dagsläget tar ut sin premiepension genom uttag från förvaltsalternativet bör informeras om att medlen kommer flyttas över till den traditionella försäkringen, om de inte väljer uttag genom fondförsäkring. Det ankommer på Pensionsmyndigheten att informera berörda pensionärer om detta. Pensionsmyndigheten uppskattar att detta kommer medföra merkostnader för myndigheten.

Förslaget i avsnitt 9.8 som innebär att om pensionsspararens medel är placerade i fonden som förvaltas av Sjunde AP-fonden ska premiepension, som utgångspunkt, tas ut i form av en livränta med garanterade belopp bedöms innebära en viss ökad arbetsbörda för Pensionsmyndigheten. Enligt uppgift från Pensionsmyndigheten tar drygt 540 000 pensionärer i premiepensionssystemet ut pension från den portfölj som utgör förvaltsalternativet. En majoritet av dessa uppskattas inte komma att begära uttag i form av fondförsäkring till följd av de ändringar som nu föreslås, och dessa kommer därmed få sina pensionsmedel överflyttade till förvaltning i den traditionella försäkringen. Hur många individer som det handlar om är dock svårt att uppskatta. Ett ökat kapital i den traditionella försäkringen och att fler pensionärer kommer att få sin pension utbetald från den traditionella försäkringen bedöms dock inte innebära några nämnvärda ökade kostnader för förvaltningen av denna.

Finansinspektionen

Förslaget i avsnitt 9.9 som innebär att Finansinspektionen inte längre ska ha tillsyn över Sjunde AP-fonden har försumbar påverkan på Finansinspektionens verksamhet.

12.3 Konsekvenser för de finansiella marknaderna

Effekter för finansmarknaden

Förslagen att placeringsreglerna för Sjunde AP-fonden ska ändras kan leda till viss omallokering från likvida till illikvida tillgångar. Sådana investeringar tar tid. Därför är det sannolikt att eventuella omallokeringar från likvida till illikvida tillgångar kommer att ske gradvis. Effekten på de finansiella marknaderna bedöms därmed bli begränsad. Det går dock inte att förutse hur den framtida sammansättningen av tillgångar kommer att se ut. Det är därför inte möjligt att bedöma om och i vilken grad förslagen kommer att leda till en förändring av placeringar inom olika tillgångar.

Effekter för aktörer på finansmarknaden

Förslagen att i huvudsak samma placeringsregler ska gälla för Sjunde AP-fonden som för Första–Fjärde AP-fonderna innebär att Sjunde AP-fonden ytterligare särskiljs från de fondförvaltare som erbjuder fonder på fondtorget. Förvalsalternativet kommer att vara utformat som en pensionsfond, snarare än som en värdepappersfond. De ökade möjligheterna att t.ex. investera i illikvida tillgångsslag kan i någon mån anses rubba den konkurrensneutralitet som hittills ansetts ska gälla mellan Sjunde AP-fonden och de privata fondbolagen. Frågan om vad som är en eventuell fördel kan emellertid variera. Förvalsalternativet ska, enligt förslaget, vara utformat på ett sådant sätt att det möjliggör ett så långsiktigt högt pensionsutfall som möjligt, till en acceptabel risknivå. För de sparare som t.ex. eftersträvar en högre kortsiktig avkastning eller har särskilda preferenser i fråga om fondinriktning kommer det finnas ett flertal fonder på fondtorget som är mer ändamålsenliga.

Till följd av att Sjunde AP-fonden föreslås få friare placeringsregler krävs det en bred förvaltningskompetens. Det kommer sannolikt inte vara kostnadseffektivt att ha egen kompetens inom alla de områden där placeringar förutsätts ske. Inslaget av extern förvaltning kommer troligtvis att öka. I vilken utsträckning det kommer att ske är dock svårt att ange mer precist.

12.4 Övriga konsekvenser

Förslagen innebär bl.a. att Sjunde AP-fonden ska omfattas av målet som gäller för Första–Fjärde AP-fonderna om föredömlig förvaltning och att särskild vikt vid förvaltningen ska läggas vid hållbar utveckling. Det kan förväntas bidra till omställningen till ett samhälle som är klimat- och miljömässigt hållbart. De ökade möjligheterna att investera pensionsmedel

i varierande tillgångslag ger också bättre förutsättningar att uppnå målet om hållbara investeringar.

Av Pensionsmyndighetens fondstatistik per den 31 december 2019 framgår att 4 686 299 personer har sina premiepensionsmedel helt eller delvis placerade i AP7 Såfa. Av dessa utgör 2 234 458 kvinnor och 2 451 841 män. Förslagen innebär förändrade regler för förvaltningen av förvalsalternativet och är neutrala i förhållande till vems medel som förvaltas. Sammanfattningsvis påverkar förslagen inte jämställdheten mellan kvinnor och män.

13 Författningskommentar

13.1 Förslaget till lag om ändring i socialförsäkringsbalken

64 kap.

11 § Om *pensionsspararens medel är placerade i den fond som förvaltas av Sjunde AP-fonden* ska premiepensionen lämnas i form av en livränta med garanterade belopp när *pensionsspararen börjar ta ut premiepension*.

En pensionssparare får fram till dess han eller hon börjar ta ut premiepension begära att premiepensionen lämnas i form av uttag från fondförsäkring enligt 10 §, i stället för att lämnas i form av livränta enligt första stycket.

Om pensionsspararens medel är placerade på ett annat sätt än vad som anges i första stycket och han eller hon begär det, ska premiepensionen lämnas i form av en livränta med garanterade belopp.

När premiepensionen lämnas i form av en livränta med garanterade belopp övergår den finansiella risken för de tillgångar som motsvarar tillgodohavandet på pensionsspararens premiepensionskonto på Pensionsmyndigheten.

Paragrafen reglerar uttag av premiepension i form av livränta (s.k. traditionell försäkring). Övervägandena finns i avsnitt 9.8.

Ändringen i hittillsvarande *första stycket första meningen* innebär att uttag av premiepension för de pensionssparare som har sina medel placerade i den fond som förvaltas av Sjunde AP-fonden, dvs. förvalsalternativet, per automatik sker i form av livränta med garanterade belopp. Bestämmelsen i hittillsvarande *andra meningen* överförs till nya fjärde stycket.

Andra stycket, som är nytt, innebär att en pensionssparare fram till dess han eller hon börjar ta ut premiepension kan begära att premiepensionen lämnas i form av uttag från fondförsäkring enligt 10 §. I dessa fall ankommer det på pensionsspararen att själv välja bland fonderna på fondtorget för premiepension vilka fonder som spararen vill att medlen ska placeras i. När Pensionsmyndigheten har påbörjat inlösen av pensionsspararens innehav kan en återgång inte ske (se 13 § andra stycket).

I tredje stycket, som är nytt, regleras möjligheten för pensionssparare som har sina medel placerade i fonder på fondtorget att begära att få ut sin premiepension i form av livränta med garanterade belopp. Bestämmelsen

motsvarar i huvudsak första meningen i hittillsvarande lydelse av paragrafen och innebär inte någon ändring i sak för dessa pensions sparare.

Fjärde stycket, som är nytt, motsvarar bestämmelsen i andra meningen i hittillsvarande lydelse av paragrafen. Bestämmelsen ändras bara redaktionellt.

18 § När pensions rätt för premiepension har fastställts för en pensions sparare, ska Pensionsmyndigheten föra över medel som motsvarar pensionsrätten samt avkastningen på dessa medel till förvaltning i

1. värdepappersfonder eller fondföretag som avses i 19 §, eller

2. *den fond* som förvaltas av Sjunde AP-fonden enligt lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder).

Om pensions spararen har tagit ut premiepension i form av livränta enligt 11–14 §§ ska medlen i stället föras över till Pensionsmyndighetens livränteverksamhet.

Paragrafen reglerar placering hos fondförvaltare när pensions rätt för premiepension fastställs för en sparare. Övervägandena finns i avsnitt 9.5.

Ändringen i *första stycket 2* är en följd av att Sjunde AP-fonden ska förvalta en enda fond, förvalsalternativet, och inte som hittills flera fonder, se 1 kap. 2 § och 5 kap. 1 § AP-fondslagen.

23 § Pensions spararen har rätt att bestämma var de medel som för spararens räkning förs över enligt 18 § ska placeras, utom i det fall som avses i 24 §.

Regeringen eller den myndighet som regeringen bestämmer kan med stöd av 8 kap. 7 § regeringsformen meddela föreskrifter om ett högsta antal fonder som samtidigt får antecknas på ett premiepensionskonto.

Paragrafen reglerar överföring av medel och byte av fond. Övervägandena finns i avsnitt 9.5.

Ändringen innebär att hittillsvarande *tredje stycket* tas bort. Det är en följd av att Sjunde AP-fonden ska förvalta en enda fond, förvalsalternativet, se 1 kap. 2 § och 5 kap. 1 § AP-fondslagen.

24 § När pensions rätt för premiepension fastställs första gången för en pensions sparare, ska Pensionsmyndigheten föra över de medel som avses i 23 § till sådan förvaltning som avses i 5 kap. 1 § *första stycket* lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder).

Paragrafen reglerar överföring av medel första gången pensions rätt för premiepension fastställs. Övervägandena finns i avsnitt 9.5.

Ändringen är en följd av att 5 kap. 1 § AP-fondslagen ändras.

26 § När pensions rätt för premiepension för ett senare år än det första året har fastställts för pensions spararen, ska Pensionsmyndigheten föra över medlen till en eller flera fonder. Fördelningen mellan fonderna ska svara mot vad spararen senast bestämt om placeringen i fond av medlen på premiepensionskontot.

Om pensions spararen inte har bestämt en sådan placering, ska Pensionsmyndigheten föra över medlen till *den fond* som förvaltas av Sjunde AP-fonden enligt lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder).

Paragrafen reglerar årlig överföring av premiepension. Övervägandena finns i avsnitt 9.5.

Ändringen i *andra stycket* är en följd av att Sjunde AP-fonden ska förvalta en enda fond, förvalsalternativet, och inte som hittills, flera fonder, se 1 kap. 2 § och 5 kap. 1 § AP-fondslagen.

Ikraftträdande- och övergångsbestämmelser

1. Denna lag träder i kraft den 1 april 2021.

2. Medel som finns i AP7 Aktiefond eller AP7 Räntefond och som fördelats mellan fonderna efter fondspararens ålder enligt 5 kap. 1 § andra stycket 2 eller tredje stycket lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder) i dess lydelse före den 1 april 2021 ska senast den 1 januari 2022 föras över till den fond som förvaltas av Sjunde AP-fonden.

Övervägandena finns i avsnitt 11.

I *punkt 1* anges när lagen träder i kraft.

Förslaget i avsnitt 9.5 innebär att hittillsvarande förvalsalternativ, AP7 Såfa som består av byggstensfonderna AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond, ska ersättas av en fond som förvaltas liknande Första–Fjärde AP-fondernas förvaltning av buffertkapitalet. Enligt *punkt 2* ska medlen i AP7 Såfa senast den 1 januari 2022 föras över till den enda fond som ska förvaltas av Sjunde AP-fonden.

13.2 Förslaget till lag om ändring i lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder)

1 kap.

2 § Första–Fjärde AP-fonderna förvaltar de medel som enligt 6 § lagen (2000:981) om fördelning av socialavgifter, 8 § lagen (1998:676) om statlig ålderspensionsavgift och 6 § lagen (1994:1744) om allmän pensionsavgift ska föras till Första–Fjärde AP-fonderna.

Sjunde AP-fonden förvaltar de medel som enligt 64 kap. 18 § första stycket 2 socialförsäkringsbalken ska föras till *den fond* som förvaltas av Sjunde AP-fonden.

Paragrafen reglerar lagens tillämpningsområde. Övervägandena finns i avsnitt 9.5.

Ändringen i *andra stycket* är en följd av att Sjunde AP-fonden ska förvalta en enda fond, förvalsalternativet, och inte som hittills flera fonder, se 5 kap. 1 § AP-fondslagen.

5 kap.

1 § Sjunde AP-fonden förvaltar *en fond* för de ändamål som framgår av bestämmelserna om premiepension i socialförsäkringsbalken. Förvaltningen ska ske uteslutande i pensionsspararnas intresse. *Målet för förvaltningen ska vara att minimera risken för låga pensionsutfall och maximera förutsättningarna för bra pensionsutfall.*

Sjunde AP-fonden får ur *fonden* ta ut medel för de förvaltningskostnader som uppkommit för *fonden*.

Sjunde AP-fonden ska ta emot medel till och betala ut medel från *fonden* enligt de anvisningar som Pensionsmyndigheten lämnar.

I paragrafen finns bl.a. bestämmelser om Sjunde AP-fondens mål för förvaltning av förvalsalternativet. Övervägandena finns i avsnitten 9.2, 9.5 och 9.7.

Ändringen i *första stycket första meningen* innebär att Sjunde AP-fonden ska förvalta en enda fond och inte, som hittills, flera fonder. Den enda fonden utgör förvalsalternativet för premiepensionen under den tid som individen bara pensionssparar, sparandefasen. Placeringsreglerna för den fonden liknar dem som gäller för Första–Fjärde AP-fondernas medelsförvaltning i stället för som hittills en generationsfundsportfölj, se 5 och 6 §§. Sjunde AP-fondens förvaltning av fonden ska inriktas bara på sparandefasen och syfta till att långsiktigt ackumulera kapital. Förvaltningen ska därför inte anpassas för utbetalning av pensionsmedel.

I *tredje meningen*, som är ny, anges ett nytt mål för Sjunde AP-fondens förvaltning av förvalsalternativet. Det är att förvaltningen ska minimera risken för låga pensionsutfall och maximera förutsättningarna för bra pensionsutfall. Förvaltningen ska, liksom hittills, ske uteslutande i pensionsspararnas intresse, vilket följer av andra meningen. För förvaltningen gäller också att fondmedel, vid vald risknivå, ska placeras så att långsiktig hög avkastning uppnås, se 6 § och 4 kap. 1 § andra stycket. Det nya målet i tredje meningen tydliggör att, även om placeringar ska göras med inriktning på hög långsiktig avkastning, ett ökat fokus ska ligga på pensionsutfallet. Målet knyter därmed tydligare an till pensionsspararna och vad som utifrån deras perspektiv är det mest väsentliga, nämligen att minimera risken för dåliga pensionsutfall. Att minska risken för låga pensionsutfall innebär som regel att en högre investeringsrisk måste tas när Sjunde AP-fonden förvaltar fonden. I 6 och 7 §§ görs ändringar som emellertid innebära att fonden, förvalsalternativet, i större utsträckning ska betraktas som en pensionsfond, vilket bl.a. ger ökade förutsättningar att diversifiera portföljen, se författningskommentaren till 6 §. Det ger i sin tur bättre möjligheter till riskspridning.

Det följer av 4 kap. 2 § att Sjunde AP-fonden årligen ska fastställa en verksamhetsplan som ska innehålla riktlinjer för placeringsverksamheten och en riskhanteringsplan. I placeringspolicyn ska anges närmare mål för förvaltningen samt förvaltningens inriktning (se prop. 1999/2000:46 s. 82 och 84). Dessa ska vara mätbara och tidsbestämda. Det innebär att Sjunde AP-fondens styrelse, utifrån målet, närmare ska bestämma finansiella mål och inriktning på förvaltningen av förvalsalternativet. De närmare finansiella målen och inriktningen på förvaltningen ska dokumenteras på sådant sätt att de kan följas upp dels av styrelsen, dels av regeringen vid den årliga utvärderingen som regeringen ska göra enligt 7 kap. 1 § (samma prop. s. 82).

Hittillsvarande andra och tredje styckena tas bort. I *andra stycket*, hittillsvarande fjärde stycket, ändras bestämmelsen som en följd av att Sjunde AP-fonden ska förvalta en enda fond och inte, som hittills, flera fonder. Möjligheten för pensionssparare att aktivt välja den fond som Sjunde AP-fonden förvaltar kvarstår, se 64 kap. 23 § första stycket socialförsäkringsbalken.

I *tredje stycket*, hittillsvarande femte stycket, ändras bestämmelsen som en följd av att Sjunde AP-fonden ska förvalta en enda fond, förvalsalternativet, och inte, som hittills, flera fonder. Överföring av medel till förvalsalternativet första gången pensionsrätt för premiepension fastställs

och när pensionssparare inte gjort ett aktivt val regleras i 64 kap. 24 § respektive 26 § andra stycket socialförsäkringsbalken.

2 § Sjunde AP-fonden ska ingå samarbetsavtal enligt 64 kap. 3 § andra stycket 2 socialförsäkringsbalken med Pensionsmyndigheten och åta sig att uppfylla kraven i 17 c § andra stycket 3–6.

Fondbestämmelserna för *den fond* som förvaltas av Sjunde AP-fonden får inte tillåta att medel delas ut till någon annan än Pensionsmyndigheten. Sjunde AP-fonden får inte heller genom *fonden* utöva sådan fondverksamhet som avser förvaltning av specialfonder enligt 12 kap. lagen (2013:561) om förvaltare av alternativa investeringsfonder.

Paragrafen reglerar Sjunde AP-fondens samarbete med Pensionsmyndigheten. Övervägandena finns i avsnitt 9.5.

Ändringen i *andra stycket* är en följd av att Sjunde AP-fonden ska förvalta en enda fond och inte, som hittills, flera fonder.

4 § Sjunde AP-fonden får rösta för sådana aktier i ett svenskt aktiebolag som den förvärvat till *fonden* endast när kravet på långsiktigt hög avkastning eller behovet av att trygga placeringarnas säkerhet inte kan tillgodoses på annat sätt.

Paragrafen innehåller en bestämmelse om begränsning av möjligheten för Sjunde AP-fonden att utöva rösträtt för aktier som den förvärvat. Övervägandena finns i avsnitt 9.5.

Ändringen är en följd av att Sjunde AP-fonden ska förvalta en enda fond och inte, som hittills, flera fonder.

5 § *Den fond* som Sjunde AP-fonden *förvaltar* ska vara *indelad* i fondandelar. Alla fondandelar ska vara lika stora.

Värdet av en fondandel är fondens värde delat med antalet fondandelar. *Fondens* tillgångar ska värderas med ledning av gällande marknadsvärde. Sjunde AP-fonden ska *minst en gång i månaden* beräkna fondandelsvärdet och underrätta Pensionsmyndigheten om värdet.

När medel tillförs *fonden*, ska Sjunde AP-fonden utfärda fondandelar till Pensionsmyndigheten. När medel betalas ur *fonden*, ska det ske genom inlösen av fondandelar.

Fonden ska vara öppen för inlösen av andelar minst en gång i månaden.

Paragrafen innehåller bestämmelser om fondandelar och inlösen av fondandelar. Övervägandena finns i avsnitten 9.5 och 9.6.

Ändringen i *första stycket* är en följd av att Sjunde AP-fonden ska förvalta en enda fond och inte, som hittills, flera fonder.

Ändringen i *andra stycket* innebär att Sjunde AP-fonden ska beräkna fondandelsvärdet och underrätta Pensionsmyndigheten om värdet är minst en gång i månaden, i stället för som hittills dagligen. Det står Sjunde AP-fonden fritt att beräkna fondandelsvärdet oftare än en gång i månaden. Stycket ändras även som en följd av att Sjunde AP-fonden ska förvalta en enda fond och inte, som hittills, flera fonder.

Ändringen i *tredje stycket* är en följd av att Sjunde AP-fonden ska förvalta en enda fond och inte, som hittills, flera fonder.

Fjärde stycket, som är nytt, innebär att andelar i fonden som förvaltas av Sjunde AP-fonden ska vara öppna för inlösen minst en gång i månaden.

För tiden däremellan kan en andelsägare alltså inte räkna med möjligheten att få sina andelar inlösta.

6 § Följande bestämmelser i denna lag för Första–Fjärde AP-fonderna ska gälla också i fråga om Sjunde AP-fonden:

- 3 kap. om fondernas ledning utom 3 § första stycket,
- 4 kap. 1 § andra stycket om mål för placeringsverksamheten med den avvikelsen att det för förvaltningen av *fonden* inte krävs att den totala risknivån ska vara låg,
- 4 kap. 1 a § om föredömlig förvaltning,
- 4 kap. 2 § om verksamhetsplan utom första stycket andra meningen när det gäller riktlinjer för utövande av rösträtt i enskilda företag,
- 4 kap. 2 a § om samverkan när det gäller målet i 1 a §, och
- 4 kap. 3, 5–15 och 17–18 §§ om placering av medel m.m., med undantag för det som anges i 4 kap. 7 § 2 och 9 § andra stycket 2 om att innehav som någon eller några av Första–Fjärde AP-fonderna har i samma fastighetsbolag kan tillgodoräknas.

I paragrafen anges de bestämmelser i lagen som gäller för Första–Fjärde AP-fonderna som även gäller för Sjunde AP-fonden. Övervägandena finns i avsnitt 9.5.

Ändringen i *andra strecksatsen* är en följd av att Sjunde AP-fonden ska förvalta en enda fond och inte, som hittills, flera fonder.

Tredje strecksatsen, som är ny, innebär att Sjunde AP-fonden omfattas av målet i 4 kap. 1 a § om föredömlig förvaltning. Det innebär att fondmedlen ska förvaltas 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 4 kap. 1 § andra stycket om att långsiktig hög avkastning ska uppnås.

Ändringen i *fjärde strecksatsen*, hittillsvarande tredje strecksatsen, innebär att riktlinjerna för placeringsverksamheten, som enligt 4 kap. 2 § ska fastställas årligen, nu också ska innehålla strategier för hur målet enligt 1 a § ska uppnås.

Enligt *femte strecksatsen*, som är ny, gäller 4 kap. 2 a §, som gäller samverkan om målet i 1 a §, också för Sjunde AP-fonden. Det innebär att Sjunde AP-fonden, tillsammans med Första–Fjärde AP-fonderna, åtminstone ska ta fram en gemensam värdegrund för förvaltningen av fondmedel. De ska också ta fram gemensamma riktlinjer dels för redovisningen av hur målet har uppnåtts, dels för vilka tillgångar som fondmedel inte bör placeras i.

Ändringen i *sjätte strecksatsen*, hittillsvarande fjärde strecksatsen, innebär att Sjunde AP-fondens förvaltning ska regleras av fler bestämmelser i 4 kap. än hittills. Dessa bestämmelser ersätter merparten av bestämmelserna om förvaltning av värdepappersfonder i 5 kap. lagen om värdepappersfonder, som hittills har gällt för Sjunde AP-fondens förvaltning.

Hänvisningen till 4 kap. 3 § innebär att Sjunde AP-fonden ska förvalta fondmedel genom att göra placeringar och ingå andra avtal på kapitalmarknaden, om inte annat föreskrivs i 4 kap. Av bestämmelsen följer också att Sjunde AP-fonden får ta på sig förpliktelser som är förenade med sådana avtal. För Sjunde AP-fonden gäller dock fortfarande 4 kap. 2 § lagen om värdepappersfonder, som bl.a. innebär att tillgångarna i den fond

som Sjunde AP-fonden förvaltar får användas för att fullgöra förpliktelser som ingåtts som ett led i förvaltningen och för att ställa säkerhet för fullgörandet av sådana förpliktelser.

Hänvisningen till 4 kap. 5 § innebär att Sjunde AP-fonden, som utgångspunkt, ska förvärva tillgångar som är likvida. Med likvida tillgångar avses 1) penningmarknadsinstrument eller överlåtbara värdepapper som är, eller inom ett år från emissionen avses bli, föremål för handel på en handelsplats eller en motsvarande marknadsplats utanför EES, 2) fondandelar som kan lösas in med kort varsel, 3) kontoplaceringar i kreditinstitut eller andra liknande kortfristiga likviditetsplaceringar, och 4) derivatinstrument. Förvärv eller innehav av illikvida tillgångar får dock ske med de begränsningar som följer av lagen. Med illikvida tillgångar avses tillgångar som inte är likvida. Hänvisningen till 4 kap. 8 § innebär att investeringar i illikvida tillgångar får ske om fondens innehav av sådana tillgångar vid investeringstillfället uppgår till högst 40 procent av det verkliga värdet av fondens samtliga tillgångar, inbegripet värdet av den aktuella investeringen. Möjligheten för Sjunde AP-fonden att förvärva och inneha illikvida och alternativa tillgångar är därmed större än den har varit hittills (jfr 5 kap. 5 § lagen om värdepappersfonder).

Med investeringstillfället avses i 4 kap. 8 § tidpunkten för beslutet om placering i tillgångar. Med begreppet verkligt värde i samma bestämmelse avses det belopp till vilket en tillgång skulle kunna överlåtas eller en skuld regleras genom ett avtal med kunniga parter som är oberoende av varandra och som har ett intresse av att transaktionen genomförs, se prop. 2017/18:271 s. 3.

Hänvisningen till 4 kap. 5 a § innebär att Sjunde AP-fonden inte får vara komplementär i ett svenskt eller utländskt kommanditbolag.

Hänvisningen till 4 kap. 6 § innebär att Sjunde AP-fonden får inneha aktier i svenska aktiebolag som är upptagna till handel på en reglerad marknad i Sverige till ett marknadsvärde som uppgår till högst 2 procent av det totala marknadsvärdet för sådana aktier i bolagen. Detta gäller dock inte sådana aktier i bolagen som ingår i svenska eller utländska fonder i vilka Sjunde AP-fonden innehar andelar som inte medför rätt att rösta för aktierna. Detsamma gäller aktier i bolag som har till huvudsakligt ändamål att äga eller förvalta fast egendom eller tomträtt (fastighetsbolag), i vilka Sjunde AP-fonden innehar så många aktier att röstetalet för dem överstiger 10 procent av samtliga aktier i bolaget.

I 4 kap. 7 § regleras möjligheten till förvärv av obligationer och andra fordringsrätter. Hänvisningen till bestämmelsen innebär att Sjunde AP-fonden får förvärva sådana tillgångar bara om de är utgivna för allmän omsättning. Denna begränsning gäller dock inte placeringar som syftar till att tillgodose fondens behov av likviditet (punkt 1). Begränsningen gäller inte heller krediter till ett fastighetsbolag, om fonden ensam innehar mer än hälften av röstetalet för samtliga aktier i bolaget (punkt 2). Sjunde AP-fonden omfattas dock inte av undantaget i den sistnämnda punkten om att förvärv av sådana krediter får ske om fonden tillsammans med någon eller några av Första–Fjärde AP-fonderna innehar mer än hälften av röstetalet för samtliga aktier eller andelar i bolaget.

Hänvisningen till 4 kap. 8 a §, där möjligheten till indirekta investeringar regleras, innebär att Sjunde AP-fonden får förvärva eller inneha

aktier eller andra andelar som inte handlas på en handelsplats eller en motsvarande marknadsplats utanför EES bara genom fonder, fastighetsbolag eller riskkapitalföretag.

I 4 kap. 9 § första stycket regleras röstandelsbegränsningar. Hänvisningen till bestämmelsen innebär att Sjunde AP-fonden inte får inneha så många aktier eller andra andelar i ett företag att röstetalet för dem överstiger 10 procent eller, beträffande riskkapitalföretag, 30 procent av röstetalet för samtliga aktier eller andelar i företaget. Begränsningen gäller dock inte sådana aktier eller andra andelar i fastighetsbolag som inte är upptagna till handel på en handelsplats eller en motsvarande marknadsplats utanför EES (andra stycket 1). Detsamma gäller aktier eller andra andelar i fastighetsbolag som är upptagna till handel på en handelsplats eller en motsvarande marknadsplats och i vilka bolag Sjunde AP-fonden ensam innehade minst hälften av röstetalet för samtliga aktier eller andra andelar i bolaget när aktierna eller de andra andelarna i bolaget togs upp till handel (andra stycket 2). Sjunde AP-fonden omfattas emellertid inte av undantaget i samma punkt om att förvärv av nu aktuella tillgångar får ske om fonden tillsammans med någon eller några av Första–Fjärde AP-fonderna innehar mer än hälften av röstetalet för samtliga aktier eller andelar i bolaget. Begränsningen enligt första stycket gäller vidare inte heller andelar i svenska och utländska fonder som inte medför rätt att utöva rösträtt för de aktier eller andra andelar i företag som ingår i dessa fonder (andra stycket 3). Genom hänvisningen till 4 kap. 9 § ersätts de begränsningsregler i 5 kap. 6 och 19 §§ lagen om värdepappersfonder som hittills har gällt för Sjunde AP-fonden enligt hänvisningen i 5 kap. 7 §. Röstandelsbegränsningen i 5 kap. 3 §, som hittills har gällt särskilt för Sjunde AP-fonden, utmönstras också genom att den bestämmelsen upphävs.

Hänvisningen till 4 kap. 10 § innebär att av de tillgångar, värderade till marknadsvärdet, som finns i den fond som Sjunde AP-fonden ska förvalta får högst 40 procent vara utsatt för valutakursrisk. För den närmare innebörden av begreppet valutakursrisk hänvisas till förarbetsuttalandena när bestämmelsen infördes i lagen (prop. 1999/2000:46 s. 167 f.).

I 4 kap. 11 § regleras exponeringsbegränsningar. Hänvisningen till den bestämmelsen innebär att av de tillgångar, värderade till marknadsvärdet, som finns i den fond som Sjunde AP-fonden ska förvalta får högst 10 procent utgöras av fondpaper eller andra finansiella instrument utfärdade av en emittent eller av en grupp av emittenter med inbördes anknytning. Vad som avses med fondpaper framgår av förarbetena till bestämmelsen (prop. 1999/2000:46 s. 168). Begränsningen gäller dock inte svenska staten, en svensk kommun eller därmed jämförlig samfällighet. Begränsningen gäller inte heller utländska stater, centralbanker, utländska kommuner eller därmed jämförliga samfälligheter, och andra emittenter, som får noll procent riskvikt med stöd av schablonmetoden som enligt artikel 107 i Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 575/2013 av den 26 juni 2013 om tillsynskrav för kreditinstitut och värdepappersföretag och om ändring av förordning (EU) nr 648/2012 ska tillämpas för att beräkna kapitalkravet för kreditrisker.

Med grupp av emittenter med inbördes anknytning avses enligt 4 kap. 11 § andra stycket två eller flera fysiska eller juridiska personer som utgör en helhet från risksynpunkt därför att 1) någon av dem har direkt eller

indirekt ägarinflytande över en eller flera av de övriga i gruppen, eller 2) de utan att stå i sådant förhållande som avses i 1 har sådan inbördes anknytning att någon eller samtliga av de övriga kan befaras råka i betalningssvårigheter om en av dem drabbas av finansiella problem.

Hänvisningen till 4 kap. 12 § innebär att Sjunde AP-fonden inte får placera fondmedel i optioner, terminer eller andra likartade finansiella instrument med råvaror som underliggande tillgång.

Bestämmelserna i 4 kap. 13 och 14 §§ reglerar skyddande av fordran. Hänvisningen till dem innebär att Sjunde AP-fonden, för att skydda en fordran, får köpa egendom som är utmätt eller utgör säkerhet för fordran. Sjunde AP-fonden får också, som betalning för fordran överta egendom, som utgör säkerhet för fordran, eller annan egendom, om det finns anledning att anta att fonden annars skulle lida avsevärd förlust (4 kap. 13 § första stycket).

I utbyte mot egendom som har köpts eller övertagits enligt 4 kap. 13 § första stycket får Sjunde AP-fonden förvärva aktier i ett bolag, som bildats för att förvalta egendomen eller för att fortsätta en verksamhet som drivs med den (andra stycket samma paragraf).

Har aktier förvärvats enligt 4 kap. 13 § första eller andra stycket får Sjunde AP-fonden, om det finns uppenbar risk för förlust, förvärva ytterligare aktier i samma bolag (tredje stycket samma paragraf).

Har aktier i ett bolag förvärvats enligt 4 kap. 13 § får Sjunde AP-fonden, om bolaget överlåter sina tillgångar till ett annat bolag, byta ut dessa aktier mot aktier i det andra bolaget (4 kap. 14 §).

4 kap. 15 § finns bestämmelser om när vissa innehav måste avvecklas. Hänvisningen till den paragrafen innebär att om någon av de begränsningar som anges i 4 kap. 6, 8–11 §§ överskridits måste Sjunde AP-fonden avveckla den överskjutande delen av innehavet så snart det med hänsyn till marknadsförhållandena är lämpligt. Den delen ska dock avvecklas senast när det kan göras utan förlust för fonden. Motsvarande gäller egendom som Sjunde AP-fonden förvärvat till fonden enligt 4 kap. 13 och 14 §§.

Hänvisningen till 4 kap. 17 § innebär att Sjunde AP-fonden får låna medel för att tillgodose ett tillfälligt penningbehov och åta sig förpliktelser som är förenade med ett sådant lån. Bestämmelsen ger mer långtgående möjligheter för Sjunde AP-fonden att ta upp lån. Hittills har Sjunde AP-fonden bara fått ta upp kortfristiga lån till ett belopp motsvarande högst 10 procent av fondens värde (se hittillsvarande lydelse av 5 kap. 7 § och hänvisningen där till 5 kap. 23 § lagen om värdepappersfonder). Sjunde AP-fonden bör, som utgångspunkt, inte bedriva placeringsverksamhet med lånade medel. Sjunde AP-fonden bör dock ha möjlighet att hantera tillfälliga likviditetsbelastningar utan att avyttra tillgångar om en kortfristig kredit framstår som mer ändamålsenlig. I vissa fall kan det framstå som lämpligare att finansiera en placering med en kortfristig kredit än att realisera andra tillgångar.

7 § Följande bestämmelser i lagen (2004:46) om värdepappersfonder ska gälla för förvaltningen av *fonden*:

– 2 kap. 18 § om förbud för vissa personer med insynsställning att handla med en värdepappersfond,

– 2 kap. 21 § första stycket om skadestånd,

- 4 kap. 2 § om företrädare för andelsägarna i en värdepappersfond m.m.,
- 4 kap. 8 och 9 §§ om upprättande och godkännande av fondbestämmelser,
- 4 kap. 15–24 §§ om information om en värdepappersfond, *och*
- 5 kap. 1 § *första stycket* om *placeringsinriktning enligt fondbestämmelserna*.

Vid tillämpningen av de bestämmelser som anges i första stycket ska *fonden* anses som *en värdepappersfond* och Pensionsmyndigheten som fondandelsägare. Det som föreskrivs om fondbolag ska avse Sjunde AP-fonden.

Regeringen eller den myndighet som regeringen bestämmer får, utom såvitt avser 2 kap. 18 § om förbud för vissa personer med insynsställning att handla med en värdepappersfond och 2 kap. 21 § första stycket om skadestånd, meddela föreskrifter om avvikelser från de bestämmelser som anges i första stycket och i ett enskilt fall besluta om undantag från dessa bestämmelser.

Paragrafen anger vilka bestämmelser i lagen om värdepappersfonder som är tillämpliga på Sjunde AP-fondens förvaltning av premiepensionsmedel. Övervägandena finns i avsnitten 9.5, 9.6 och 9.9.

Ändringen i *första stycket* är en följd av att Sjunde AP-fonden ska förvalta en enda fond och inte, som hittills, flera fonder.

I första stycket tas hittillsvarande femte strecksatsen bort (hänvisningen till 4 kap. 13 första stycket lagen om värdepappersfonder) som en följd av att det införs en ny bestämmelse i 5 § fjärde stycket om inlösen av fondandelar, se författningskommentaren till den bestämmelsen.

Sjätte strecksatsen, hittillsvarande sjunde strecksatsen, ändras på så sätt att flertalet av hänvisningarna till 5 kap. lagen om värdepappersfonder, som reglerar förvaltningen av värdepappersfonder, tas bort. Dessa bestämmelser ersätts i huvudsak med bestämmelserna om medelsförvaltning i 4 kap. som i stället ska gälla även för Sjunde AP-fonden, se författningskommentaren till 6 §. Hänvisningen till 5 kap. 1 § första stycket lagen om värdepappersfonder kvarstår. Den fond som Sjunde AP-fonden ska förvalta ska alltså även fortsättningsvis ha en lämplig fördelning av placeringar med hänsyn till den riskspridning som är förenad med placeringsinriktning enligt fondbestämmelserna.

Hittillsvarande åttonde strecksatsen (hänvisningen till 10 kap. 8 § lagen om värdepappersfonder), som reglerar skyldigheten för revisor som förordnats av Finansinspektionen att anmäla upptäckta missförhållanden till inspektionen, tas bort som en följd av att Finansinspektionen inte längre ska utöva tillsyn över Sjunde AP-fonden.

Ändringen i *andra stycket* är en följd av att Sjunde AP-fonden ska förvalta en enda fond och inte, som hittills, flera fonder.

Ikraftträdande- och övergångsbestämmelser

1. Denna lag träder i kraft den 1 april 2021.
2. Fonderna AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond som förvaltas av Sjunde AP-fonden ska vara avvecklade senast den 1 januari 2022.

Övervägandena finns i avsnitt 11.

I *punkt 1* anges när lagen träder i kraft.

Enligt förslagen i avsnitt 9.5 ska nuvarande förvalsalternativ, AP7 Såfa, som består av byggstensfonderna AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond, ersättas av en enda fond som förvaltas av Sjunde AP-fonden på ett sätt som i stor utsträckning liknar Första–Fjärde AP-fondernas förvaltning av

buffertkapitalet. *Punkt 2* innebär att byggstensfonderna ska vara avvecklade senast den 1 januari 2022. Avvecklingen av byggstensfonderna innebär att det inte längre kommer att vara möjligt att ha medel placerade i AP7 Såfa, AP7 Aktiefond eller AP7 Räntefond eller i de fondportföljer – AP7 Offensiv, AP7 Balanserad och AP7 Försiktig – som Sjunde AP-fonden hittills har förvaltat. Avvecklingen av medlen i AP7 Aktiefond, AP7 Räntefond och fondportföljerna ska ske i enlighet med de rutiner som normalt tillämpas när en fond avregistreras i premiepensionssystemet. Medlen i AP7 Såfa ska enligt punkt 2 i ikraftträdande- och övergångsbestämmelserna till lagen om ändring i socialförsäkringsbalken föras över till den nya fond som Sjunde AP-fonden ska förvalta. Sjunde AP-fonden får i samråd med Pensionsmyndigheten bestämma hur överföringen av medel i praktiken ska gå till.

13.3 Förslaget till lag om ändring i offentlighets- och sekretesslagen (2009:400)

31 kap.

26 § Den tystnadsplikt som följer av 1 § första stycket, 2, 12 och 20–22 §§ och den tystnadsplikt som följer av ett förbehåll som har gjorts med stöd av 14 § andra meningen, 19 § andra meningen eller 25 § andra meningen inskränker rätten enligt 1 kap. 1 och 7 §§ tryckfrihetsförordningen och 1 kap. 1 och 10 §§ yttrandefrihetsgrundlagen att meddela och offentliggöra uppgifter.

Den tystnadsplikt som följer av 3 och 4 §§ begränsar rätten att meddela och offentliggöra uppgifter, när det är fråga om uppgift som hänför sig till affärsmässig utlåningsverksamhet *eller investeringsverksamhet*.

Den tystnadsplikt som följer av 15 § begränsar rätten att meddela och offentliggöra uppgifter, när det är fråga om uppgift om en enskilds personliga förhållanden vars röjande kan vålla allvarligt men.

I paragrafen finns bestämmelser om när den tystnadsplikt som följer av sekretessbestämmelser i kapitlet inskränker rätten att meddela och offentliggöra uppgifter. Övervägandena finns i avsnitt 10.

Ändringen i *andra stycket* innebär att tillämpningsområdet för bestämmelsen utvidgas och att rätten att meddela och offentliggöra uppgifter därigenom inskränks även när det är fråga om uppgifter som hänför sig till affärsmässig investeringsverksamhet enligt 4 § samma kapitel.