

Sammanfattning

Bakgrund

Det svenska ålderspensionssystemet reformerades på 1990-talet och fick en utformning som i stora delar fortfarande anses modern och nydanande, också i ett internationellt perspektiv. Målet med reformen var att skapa ett politiskt och finansiellt stabilt system. Medlen blev dels att låta en del av systemet vara fonderat, dels att skapa ett fördelningssystem som är autonomt och självfinansierande. I samband med pensionsreformen infördes också ett nytt regelverk för AP-fonderna. Målet för förvaltningen av buffertkapitalet gjordes tydligare. Dessutom hade gällande organisationsstruktur och placeringsregler blivit föråldrade. AP-fondsreformen innebar att buffertkapitalet, utom den del som förvaltades av sju fondstyrelsen, fördelades lika på fyra nya fonder, Första, Andra, Tredje och Fjärde AP-fonden. Fonderna gavs identiska placeringsregler, som var betydligt friare än de tidigare. Bl.a. gavs kraftigt utökade möjligheter att placera i aktier, i utländska värdepapper och att ta valutarisk. Även detta nya regelverk ansågs modernt och effektivt jämfört med det regelverk många andra pensionsfonder hade vid den tidpunkten. Att kapitalet fördelades på flera fonder, och att stordriftsfördelarna därmed inte utnyttjades, motiverades på flera sätt. Det skäl som framför allt angavs var en oro för att placeringen av ett så stort, koncentrerat, kapital i en enda fond skulle kunna störa marknadens funktionssätt. Ett annat skäl var att en fördelning av kapitalet på flera fonder skulle ge riskspridning. Ytterligare ett skäl var att förvaltningen förmodades bli mer effektiv om fyra fonder fick konkurrera med varandra. Slutligen framgick också att man genom att skapa flera fonder ansåg att risken för statligt inflytande i svenskt näringsliv kunde bli mindre.

Nu har det snart gått tio år sedan AP-fondsreformen, och det finns skäl att göra en översyn av struktur och regelverk. Dels har de

finansiella marknaderna utvecklats, dels finns det lärdomar att dra av hur systemet faktiskt har fungerat. Dessutom finns det förstås alltid anledning att med en viss regelbundenhet se över gällande regelverk så att de är effektiva och ändamålsenliga. Att regelverket avser förvaltningen av ett stort buffertkapital (745 miljarder kronor vid halvårsskiftet 2008) i ett statligt pensionssystem gör detta än mer angeläget.

Till detta kommer att det under senare år har framförts allt mer kritik mot den nuvarande strukturen. Det har hävdats att de totala kostnaderna blivit onödigt höga, och att en sammanslagning av fonderna eller en samordning av olika funktioner skulle kunna minska kostnaderna avsevärt. Kritik har också riktats mot de avkastningar som de olika AP-fonderna levererat. Sedan reformen har inkomstindex ökat med i snitt 3,2 procent per år, medan buffertkapitalets snittavkastning bara varit 1,9 procent, vilket innebär att AP-fonderna under denna tid inte bidragit till finansieringen av pensionssystemet. Den låga totala avkastningen år 2008, -21,6 procent, bidrog dessutom till att det s.k. balanstalet för första gången blev lägre än 1, så att pensionssystemets automatiska balanseringsmekanism kommer att aktiveras. Resultatet har därtill varit likartat i samtliga fonder. Det har hävdats att fondernas portföljsammansättningar har konvergerat, så att de inte skapar den riskspridning som skulle uppnås genom att kapitalet delades upp på flera fonder. En annan källa till kritik är att inte bara den absoluta avkastningen har varit låg, utan att den aktiva förvaltningsverksamheten totalt har inneburit en förlust på 8,5 miljarder kronor före kostnader fram till 2008.

Sammantaget finns således många skäl för att göra en analys av om regelverk och eller organisationsstruktur kan förändras för att skapa bättre förutsättningar för en effektiv förvaltning.

Syftet med rapporten

Syftet med rapporten är att presentera ett förslag till hur ett framtida regelverk för förvaltningen av buffertkapitalet i det statliga pensionssystemet borde vara utformat för att skapa de bästa förutsättningarna för en kostnadseffektiv förvaltning.

Vad som mer specifikt avses med syftet förklaras i följande punkter:

- Med *kostnadseffektiv* förvaltning avses i rapporten den förvaltning som på det mest effektiva sättet uppfyller det övergripande mål som riksdagen fastställt för placeringsverksamheten i Första-Fjärde AP-fonden, nämligen att fondmedlen ska förvaltas så att de blir till största möjliga nytta för försäkringen för allmän pension. Detta mål, som i sig är en del av regelverket, tas således som givet. All analys i rapporten avser pensionssystemet isolerat, vilket innebär att inga samhällsekonomiska konsekvenser i övrigt beaktas. Kostnadseffektivitet i kapitalförvaltnings-sammanhang innebär vidare att förvaltningen ska bedrivas så att nettoavkastningen, dvs. avkastningen minus alla kostnader för att skapa den, blir så bra som möjligt givet målet. Det handlar således inte bara om kostnadsminimering. Vidare tas särskild hänsyn till att de speciella förutsättningar som en statlig pensionsfond har ska kunna tas tillvara. Förutsättningar bör skapas så att möjligheterna att investera långsiktigt kan utnyttjas på ett effektivt sätt.
- Rapporten behandlar *regelverket* för förvaltningen. Med regelverket avses då inte enbart de faktiska lagreglerna utan också organisationsstrukturen med fyra identiska fonder. Även vissa frågor kring styrstruktur, som inte i sig finns i regelverket utan bara impliceras av regelverkstrukturen, behandlas. Däremot är inte syftet att på något sätt utvärdera de enskilda fondernas kostnadseffektivitet. Den frågan behandlas av regeringen i de årliga utvärderingarna.
- Rapporten är inriktad på hur regelverket, och styrningen, påverkar *förutsättningarna* för förvaltningen. Hur bra en förvaltningsorganisation än är kan den inte förväntas prestera bättre än vad som ges av förutsättningarna i form av styrning och placeringsregler. Därför är det viktigt att regelverksförvaltare och lagstiftare fortlöpande utvärderar om förutsättningarna kan förbättras.
- I rapporten presenteras *förslag* till hur regelverket kan förbättras. Utgångspunkten har varit att ta fram så bra förslag som möjligt för framtiden utan att vara låst av vad som gäller. Vissa förslag kan uppfattas som drastiska. Samtidigt är förstås alla förslag bara "förslag". I vissa fall lämnas också alternativa

förslag, och i många fall krävs ytterligare utredning för att veta om ett förslag säkert fungerar eller hur det bör utformas i detalj. Förslagen avser regelverkets framtida utformning men det ges inga konkreta förslag till lagtext. Rapporten behandlar inte heller hur förändringarna ska genomföras rent praktiskt. Ett viktigt underliggande syfte med rapporten är att lyfta fram frågeställningar till diskussion och debatt.

Rapportens innehåll

Rapporten inleds med ett bakgrundsavsnitt som beskriver pensionssystemet och buffertkapitalets roll i det. Därefter beskrivs utvecklingen sedan reformen och det konstateras bland annat att inkomstindex utveckling och den låga avkastningen från buffertkapitalet har inneburit påfrestningar på systemet. En kortfattad genomgång av AP-fondernas resultat görs också, och det visas bl.a. att samtliga AP-fonder kraftigt har underträffat sina avkastningsmål under perioden 2001-2008, att portföljsammansättningarna är snarlika och att den totala avkastningen varierar kraftigt mellan åren. En kort genomgång görs av förlusterna i den aktiva förvaltningen, och dessutom beskrivs AP-fondernas förvaltningskostnader och hur de har utvecklats. År 2007 och 2008 motsvarade de totala förvaltningskostnaderna (exklusive transaktionskostnader) cirka 20 baspunkter (hundra delar procent).

Stordriftsfördelar

Att det finns stordriftsfördelar i förvaltningen av pensionsfonder är naturligt. Det handlar främst om att det finns fasta kostnader i förvaltningen som inte påverkas av det förvaltade kapitalets storlek. Det finns också gott om akademiska studier som visar att det finns ett negativt samband mellan kostnaderna (i procent) och fondens storlek. En studie visar att om kapitalet ökar med en faktor 10 så skulle kostnaderna minska med 0,17 procentenheter. Det är dock naturligt att kostnadsminskningen avtar ju större kapitalet är. Mer, men kanske inte helt, förvånande är att nettoavkastningen i förhållande till index verkar öka mer än kostnaderna minskar, vilket också indikeras i flera studier. Skäl som anges för detta är att en större fond kan ha bättre förmåga att bygga upp bra kompetens

och bra styrningsstruktur och att den kan ha tillgång till bättre investeringsmöjligheter. I Nederländerna och i Kanada har tillsynsmyndigheterna tagit till sig detta och tillåter nu stora pensionsfonder att ta externa uppdrag för att stordriftsfördelarna ska utnyttjas bättre.

Om AP-fonderna skulle läggas samman till en buffertfond skulle den storleksmässigt inte ens hamna på en tjugonde plats vid en internationell jämförelse av pensionsfonder. Den skulle således bli stor, men inte exceptionellt stor. Fonder som t.ex. norska Statens Pensjonsfond Utland, holländska ABP, och amerikanska Calpers är 2-4 gånger större.

Varför valde man då inte att utnyttja möjligheterna till stordriftsfördelar vid AP-fondsreformen år 2000? I lagens förarbeten angavs flera olika skäl till varför fyra identiska fonder skapades. I rapporten analyseras om dessa fortfarande är giltiga.

Endast slutsatserna presenteras här.

- *Skälet att minska marknadseffekter som begränsar förvaltningen och stör marknaden.*

Detta skäl är inte giltigt längre. Marknaderna har utvecklats, nya instrument har tillkommit och investeringsstrategierna har förändrats. Därför är risken liten att en sammanlagd buffertfond skulle begränsas av sin storlek relativt marknaden.

- *Skälet att sprida förvaltningsrisker.*

Detta skäl är inte giltigt. Diversifieringseffekten har varit liten. Konkurrensen har snarast gett likformighet och flockbeteende som har förstärkt den totala risken i systemet.

- *Skälet att skapa konkurrens som ger kostnadspress och förbättrar resultatet.*

Detta skäl är inte giltigt. Förvaltningsresultatet förefaller inte ha påverkats positivt av konkurrensen. Viss kostnadspress kan ha förekommit, men de eventuella effekterna av den är endast marginella i jämförelse med de positiva effekter som ett utnyttjande av stordriftsfördelarna skulle innebära.

- *Skälet att begränsa möjligheter till statligt inflytande.*

Detta skäl kan fortfarande vara giltigt. Möjligheten till statligt inflytande begränsas något genom en uppdelning.

Det är således endast skälet att begränsa möjligheterna till statligt inflytande som fortfarande kan ha någon giltighet. Uppdelningen i fyra fonder löser dock inte problemet fullständigt, och kostnaderna för pensionssystemet blir höga till följd av denna lösning. Det finns dock en enkel lösning som möjliggör att förvaltningen samlas i en fond, utan att vare sig fondens möjlighet till exponering mot den svenska aktiemarknaden behöver begränsas eller det svenska näringslivets tillgång till institutionellt riskkapital behöver påverkas. Genom att låta fondens svenska aktieexponering skapas genom indirekta aktieinnehav, i form av aktiefonder eller derivat, kan fonden få avkastning från aktiemarknaden utan att förfoga över aktiernas rösträtt. Rösträtten får i stället utnyttjas av de fondbolag som buffertfonden upphandlar och väljer ut för förvaltning av aktiefonderna. Buffertfonden kan självklart ställa krav på att ägarstyrningen utövas enligt hög standard, och har också möjlighet att välja att investera i fonder med långsiktiga investeringsperspektiv.

Hur stora är då de potentiella vinsterna av att utnyttja stordriftsfördelarna? För att få en grov uppskattning av detta har CEM Benchmarking anlåtats av projektet. Med hjälp av en databas med kostnadsuppgifter från ett stort antal internationella pensionsfonder, har den förväntade kostnadsbesparingen skattats till 4,7 baspunkter. Den uppskattade kostnadsbesparingen skulle motsvara mer än 300 miljoner kronor om året för buffertfunds-förvaltningen. Mot bakgrund av att studier visat att netto-avkastningen också tenderar att bli högre i större fonder kan man uppskatta en potentiell resultatförbättring till 700 miljoner kronor per år. Även om det inte är möjligt att göra en exakt beräkning av effektiviseringsvinsten är det ändå tydligt att en sammanslagning kan få betydande positiva effekter på buffertkapitalets utveckling. Mot bakgrund av detta, och av att eventuella nackdelar med en sammanslagning bör kunna hanteras, finns åtminstone inte ur pensionssystemets synvinkel skäl att välja en mellanlösning med två eller tre fonder, eller bara ett utökat samarbete mellan fonderna. Sådana lösningar skulle inte utnyttja möjliga stordriftsfördelar fullt ut utan innebära en onödig kostnad för pensionssystemet. Det

kapital som förvaltas av Första-Fjärde AP-fonden bör i framtiden förvaltas inom en enda fond.

Styrstruktur

För att kapitalförvaltning ska kunna bli effektiv måste styrningen av den vara utformad så att förutsättningarna verkligen finns för att uppnå det bästa resultatet, givet huvudmännens mål. Detta kan vara väl så viktigt som att utnyttja stordriftsfördelarna. I rapporten beskrivs svårigheter vid styrningen av statliga pensionsfonder med hjälp av agentteori. Utmaningen handlar om att få alla "agenter" i pensionsystemet, framför allt riksdag, regering och AP-fondernas styrelser och anställda, att agera på det sätt som är bäst för de yttersta huvudmännen, nuvarande och blivande pensionärer. Styrningsproblem avseende statliga pensionsfonder är förstås inte unika för Sverige, och diskussionen och förslagen i rapporten lutar sig, där det är relevant, mot en studie (Yermo från 2008, avseende best practice inom OECD.

I detta avsnitt diskuteras inledningsvis idén att förvaltningen av buffertkapitalet skulle ske i en myndighet under riksdagen. Ett "Buffertfondsfullmäktige" skulle inrättas bland annat med uppgift att utse buffertfondens styrelse. Fördelen skulle vara att styrningen därigenom kunde ske närmare huvudmännen. Styrningen skulle kunna struktureras och tydliggöras och förutsättningarna för långsiktighet bli bättre. Detta skulle bidra till att stärka trovärdigheten för styrning och förvaltning. Sammantaget skulle detta kunna resultera i effektivare styrning och bättre förutsättningar för en god utveckling av buffertkapitalet.

Efter det inledande avsnittet görs en genomgång av konkreta styrningsfrågor som har betydelse för att skapa förutsättningar för en effektiv förvaltning. Dessa frågor är relevanta oavsett om buffertkapitalet förvaltas i en myndighet under riksdagen eller inte. Till att börja med konstateras att de mål som i dag anges i lagtext och förarbeten är allmänt skrivna och delvis svårtolkade. Det överläts åt styrelserna att göra egna målformuleringar som därmed varierar något mellan fonderna. Detta försvårar utvärderingen och kan minska effektiviteten.

Vidare diskuteras att styrelserna i dag är onödigt stora, och det föreslås att de minskas till sju ledamöter för att skapa förutsättningar för ett effektivt styrelsearbete. Det konstateras

också att mer relevant kompetens och erfarenhet behöver tillföras. Alltför få personer i styrelserna har i dag sådant kunnande inom kapitalförvaltning som krävs vid beslut om strategiska frågor rörande allokering och förvaltningsmodell. Det föreslås därför att en nomineringskommitté, med relevant kompetens, i framtiden blir ansvarig för att ta fram kandidater, och att processen ska vara professionell, strukturerad och transparent. Det nuvarande systemet med fyra ledamöter som utses efter förslag från arbetsmarknadsorganisationer föreslås upphöra. Det blir nomineringskommitténs uppgift att se till att styrelsen blir väl sammansatt av personer med relevant bakgrund. En förutsättning för att de speciella möjligheterna till långsiktighet som fonderna har ska kunna utnyttjas, är att styrelsen har både rätt kunnande och integritet. Det är också viktigt att styrelsen känner sitt ansvar för att skapa förtroende för pensionsfondsförvaltningen, vilket innebär att god samhällsförankring och kommunikationsförmåga är viktiga egenskaper. Det bör framgå vad en enskild ledamot kan förväntas tillföra styrelsearbetet i form av erfarenheter och kunnande. Styrelsearvoderingen skulle behöva anpassas uppåt, både för att kunna rekrytera personer med den mest relevanta bakgrunden och för att understryka uppdragets betydelse. Vidare noteras att värdefull kompetens angående förvaltning av stora pensionsfonder kan finnas hos utländska medborgare, men att det i dag inte är möjligt att rekrytera någon sådan person på grund av en regel i den svenska regeringsformen. Slutligen konstateras att utvärdering av styrelsens arbete är en viktig komponent för att styrningen ska bli effektiv. I en pensionsfond med en lång placeringshorisont måste utvärderingen av fondens resultat i förhållande till uppsatta mål ske över längre perioder. Detta är dock inte ett skäl för att de enskilda ledamöternas bidrag i styrelsearbetet inte ska utvärderas fortlöpande. Mandatperioderna föreslås vara ettåriga om myndigheten ligger under riksdagen, annars tre år.

Rapporten behandlar också betydelsen av att skapa ett skydd mot skadlig politisk styrning, dvs. försök att utnyttja fondkapitalet i annat syfte än att gagna de försäkrade i pensionssystemet. Pensionsfondsförvaltningen ska ske långsiktigt i ett pensionssystem som skapats med målet att det ska vara politiskt och finansiellt stabilt och därmed i princip kunna ha en oändlig livslängd. En regering har dock många uppgifter utöver att förvalta pensionssystemet, och sannolikt en kortare tidshorisont. I rapporten diskuteras därför, delvis mot bakgrund av Yermo's

beskrivning av best practice inom detta område, ett antal möjligheter för att skapa ett skydd mot politiska beslut som inte är till långsiktig nytta för pensionssystemet. Att låta buffertfonden vara en myndighet under riksdagen och att inrätta ett "Buffertfondsfullmäktige" är ett förslag som skulle kunna innebära ett sådant förbättrat skydd. En tydlig och strukturerad rekryteringsprocess med hjälp av en nomineringskommitté bidrar också, liksom en i sig starkare styrelse, med god kompetens och hög integritet. En skyldighet för styrelsen att rapportera eventuella försök att ge direktiv som inte står i samklang med lag och förarbeten skulle också kunna införas.

Att styrelsen kan bidra till att skapa förtroende för pensionssystemet, och i synnerhet pensionsfondsförvaltningen, hos de yttersta huvudmännen är väsentligt. Förtroende är bl.a. en förutsättning för att styrelsen ska kunna vara långsiktig. I Kanada ska enligt lag den statliga pensionsfondens styrelseordförande och VD med regelbundenhet presentera fondens strategi och resultat vid publika möten där de också kan svara på allmänhetens frågor. En liknande ordning i Sverige skulle vara värdefull.

Sammanfattningsvis har flera förslag förts fram avseende styrningen som alla syftar till att förbättra effektiviteten i förvaltningen. Storleken på kostnadsbesparingen av att lägga samman förvaltningen i en fond har kunnat uppskattas, även om det är mycket ungefärligt. Hur stora de positiva effekterna av övriga förslag kan vara, är ännu svårare att uppskatta. Det kan dock konstateras att kostnaderna för att genomföra dessa förändringar är mycket små, i det närmaste obefintliga i förhållande till buffertkapitalets storlek.

Placeringsregler

I rapporten diskuteras vidare hur kvantitativa placeringsregler kan förhindra en kostnadseffektiv förvaltning. Exempelvis kan de medföra en snedvriden risksyn och förhindra att en lämplig portföljsammansättning kan uppnås. Det senare kan dels bero på att marknaden och dess instrument utvecklas så att regleringen blir omodern, dels på att fondens möjligheter att ta risk förändras över tiden så att den för pensionssystemet bästa portföljen inte blir möjlig enligt regelverket. Ett annat problem kan vara att om priset på ett tillgångsslag förändras, så kommer samtliga vikter i port-

följen att förändras med risk för att limiter bryts och realiseringar tvingas fram.

Det nuvarande regelverket för Första-Fjärde AP-fonden var modernt när det skapades och gav ökad frihet i förvaltningen jämfört med tidigare regler. I dag är det dock tydligt att placeringsreglerna är onödigt begränsande på några områden. Onoterade tillgångar får inte överstiga fem procent vilket hindrar fonderna från att dra nytta av långsiktighet och skapar problem när värdena på andra tillgångar i portföljen går ner. Fonderna får inte investera i råvaruderivat, som skulle kunna bidra till diversifiering och inflationsskydd. Att räntebärande tillgångar måste utgöra 30 procent av portföljen skulle också kunna innebära en begränsning.

Syftet med placeringsregler är att ge en viss begränsning av risktagandet och att se till att fonderna har tillgång till likviditet när det behövs. Med den förbättring av styrstrukturen som förslogs ovan, framför allt rörande styrelsernas kompetens och sammansättning, borde en kvalitativt inriktad reglering kunna ge bättre förutsättningar för en effektiv förvaltning än nuvarande regler. Enligt Yermo motsvarar kvalitativa regler best practice för statliga pensionsfonder. Dessutom är de i linje med den akt-samhetsprincip som bl.a. gäller för tjänstpensionsinstitut inom EU. Med kvalitativa regler skulle det överlåtas åt styrelsen att besluta om risktagandet och portföljens sammansättning. Kvalitativa regleringar är ofta förenade med krav på att interna processer avseende placeringsverksamhet och riskhantering finns på plats. Detta borde redan vara fallet för AP-fonderna. Dock bör övervägas om en regelverksförändring skulle innebära ett ökat behov av tillsyn..

Även med en kvalitativt inriktad reglering är ett antal kvantitativa restriktioner motiverade. Följande regler föreslås:

- Högst tio procent av fondkapitalet får vara exponerat mot en enskild emittent.
- Förbud mot direktägnande av aktier, noterade och onoterade, i svenska bolag om ett sådant ägande är förknippat med rösträtt (med undantag för aktier i eget fastighetsbolag, aktier i onoterade riskkapitalbolag m.m.).
- Fonden får högst äga aktier/andelar motsvarande 30 procent av rösterna i onoterade svenska riskkapitalbolag.

I kapitlet om placeringsregler diskuteras också svårigheter att nå framgång inom aktiv förvaltning, och då särskilt för statliga pensionsfonder. Trots att det konstateras att det inom många marknader är mycket svårt att överträffa index, och att det kan vara svårare för statliga pensionsfonder än för andra aktörer, föreslås i rapporten inget förbud mot aktiv förvaltning. Möjligheter att skapa aktiv avkastning varierar över tiden och mellan olika marknader och förvaltningsstilar, och att i dag lägga fast i lag att buffertkapitalet inte får förvaltas aktivt i framtiden skulle kunna innebära en inskränkning i möjligheten att skapa en effektiv förvaltning. Däremot bör styrelsen dels ha nödvändig kompetens för att över tid kunna bedöma om aktiv förvaltning kan leda till en högre nettoavkastning inom olika områden, dels ha integriteten att välja passiv förvaltning framför aktiv om det skulle vara motiverat.

Sjätte AP-fonden

Även Sjätte AP-fonden förvaltar buffertkapital i det statliga inkomstpensionssystemet. Fonden intar dock en särställning på flera sätt. Den har i princip samma mål som de övriga fonderna, (dvs. att förvalta kapitalet till nytta för försäkringen för inkomstpension, med krav på långsiktigt hög avkastning och riskspridning). men ska uppnå det genom att huvudsakligen investera i små och medelstora, framför allt onoterade, svenska bolag. Fonden inrättades i syfte att bidra med riskkapital till små bolag och främja tillväxten i Sverige.

I rapporten föreslås att Sjätte AP-fonden avvecklas och att dess tillgångar läggs samman med det övriga buffertkapitalet. Det finns flera skäl för detta. Investeringar i onoterade tillgångar är en viktig del i en pensionsfondsstrategi och det är naturligt att kompetensen samlas på ett ställe och att stordriftsfördelarna utnyttjas. En förändring skulle också underlätta allokeringsbesluten avseende det totala buffertkapitalet. I dag är det lite märkligt att ett kapital på 16 miljarder kronor förvaltas separat från det övriga. Dessutom innebär den nuvarande strukturen implicit en kvantitativ placeringsrestriktion som inte är ändamålsenlig, eftersom Sjätte AP-fonden huvudsakligen ska investera i svenska onoterade bolag. Eventuella problem med riskkapitalförsörjningen till svenskt näringsliv bör lösas på annat sätt.

Rekommendationer

Ett flertal möjligheter att förbättra förutsättningarna för en effektiv förvaltning av buffertkapitalet presenteras i rapporten. Ska möjligheterna utnyttjas måste omfattande förändringar av regelverket och organisationsstrukturen genomföras. Det innebär att det kan behöva göras prioriteringar. Följande rekommendationer lämnas i rapporten:

- *Stordriftsfördelar:*
Inled omgående arbetet med att lägga samman förvaltningen av hela buffertkapitalet i en enda fond.
- *Styrstruktur:*
Genomför omgående de förändringar av styrningen som syftar till att stärka styrelsen, och som är relativt enkla att implementera:
 - o Styrelsen bör vara mindre än i dag, förslagsvis sju personer.
 - o Arbetsmarknadens parter bör inte längre nominera kandidater.
 - o En nomineringskommitté bör ta fram kandidater till styrelsen.
 - o Rekryteringsprocessen bör vara transparent, strukturerad och väl underbyggd.
 - o Ersättningen till styrelseledamöterna bör höjas.
- *Placeringsregler:*
Det mest angelägna är att ta bort begränsningen av investeringar i onoterade tillgångar och att göra det möjligt att investera i råvaror.

En utredning bör så snart som möjligt tillsättas för att utreda ovanstående frågor, dels för att den löpande alternativkostnaden till följd av bristerna är hög, dels för att osäkerheten kring de nuvarande AP-fondsorganisationernas framtid i sig kan medföra kostnader.

Att skapa en ny myndighet under riksdagen kräver däremot omfattande utredning av konstitutionella och andra legala frågor, och förutsätter dessutom grundlagsändringar. Inrättandet av en

sådan myndighet skulle därför sannolikt ligga längre fram i tiden. Horisonten i pensionssystemet är dock mycket lång.