

## Fyra dyra fonder?

- en ESO-rapport om förvaltning och styrning av  
AP-fonderna

Den 30 november 2009

Malin Björkmo

## Rapportens syfte

Att presentera ett förslag till hur ett framtida regelverk för förvaltningen av buffertkapitalet i det statliga pensionssystemet bör vara utformat för att skapa de bästa förutsättningarna för en kostnadseffektiv förvaltning.

## Metod

- Akademisk forskning
- Regeringens utvärderingar
- Intervjuer
- Studiebesök i Nederländerna och Kanada
  
- Tre arbetsmånader
- Uppskattning av stordriftsfördelar: CEM Benchmarking

## Referensgrupp

- Harry Flam (ordf.)
- Daniel Barr
- Hans Lindberg
- Stefan Lundbergh
- Sarah McPhee
- Ole Settergren
- Jan Bernhard Waage

## Innehåll

- I. Stordriftsfördelar
- II. Effektiv styrning
- III. Placeringsregler och förvaltningsmodell
- IV. Sjätte AP-fonden

## I. Stordriftsfördelar

En mängd akademiska studier visar att det finns ett tydliga stordriftsfördelar i förvaltningen av pensionsfonder

- Bicker och Dreu (2009), Bateman och Mitchell (2004), Whitehouse (2000), Dobronogov och Murthi (2005), James, Smalhout och Vittas (2001), Malhotra och McLeod (1997), Chan et al (2008).

Och sunt förnuft...

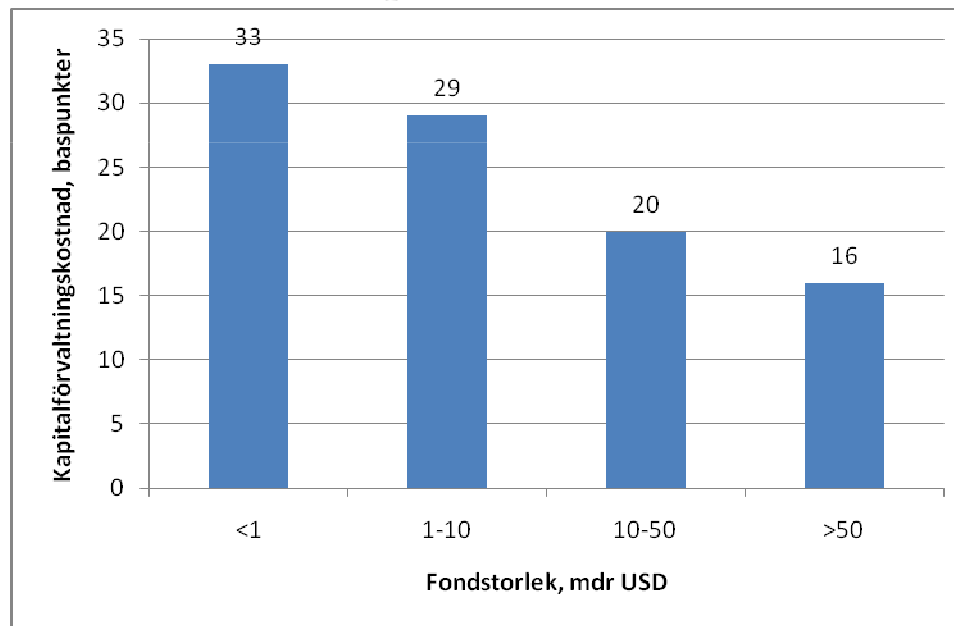


Expertgruppen för  
Studier i Offentlig ekonomi

## I. Stordriftsfördelar (forts.)

### Kostnader vid olika fondstorlekar

Lum (2006): Studie baserad på data från 700 fonder



Dessutom: Studier visar att avkastningen i sig ökar

## I. Stordriftsfördelar (forts.)

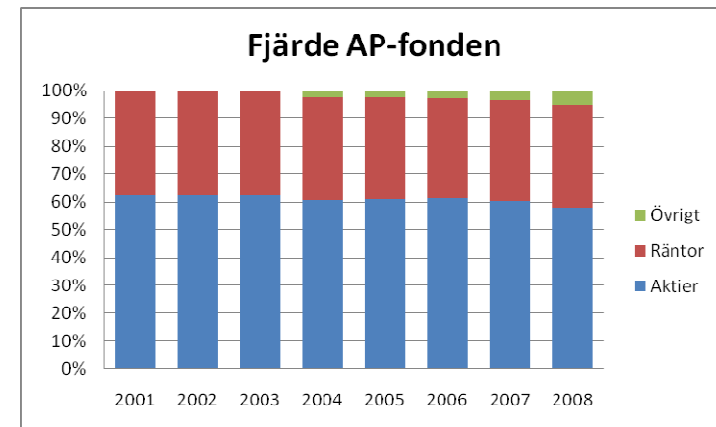
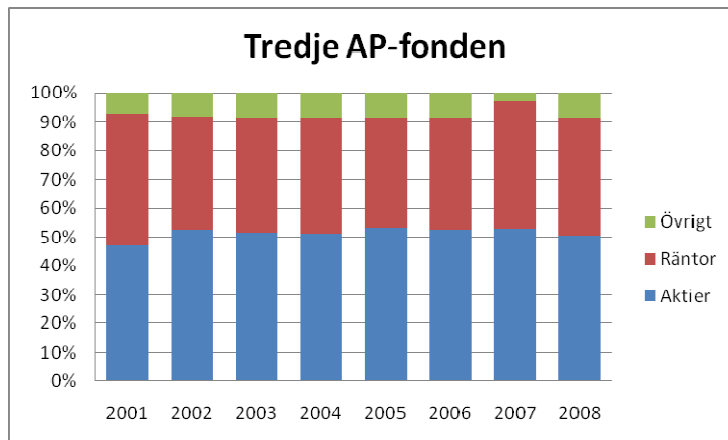
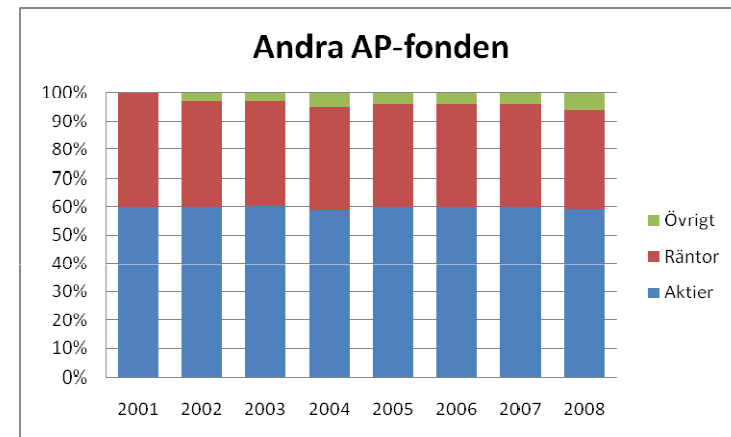
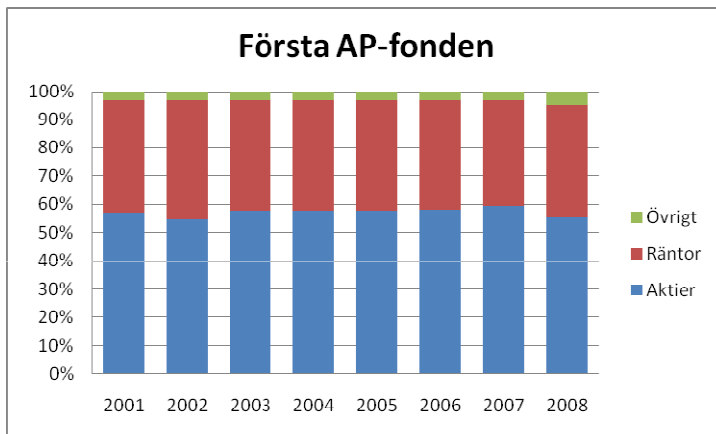
### Skäl till att stordriftsfördelarna inte utnyttjas i dag

1. Minska marknadseffekter som begränsar förvaltningen och stör marknaden
2. Sprida förvaltningsrisker
3. Skapa konkurrens som ger kostnadspress och förbättrar resultatet
4. Begränsa möjligheten till statligt inflytande



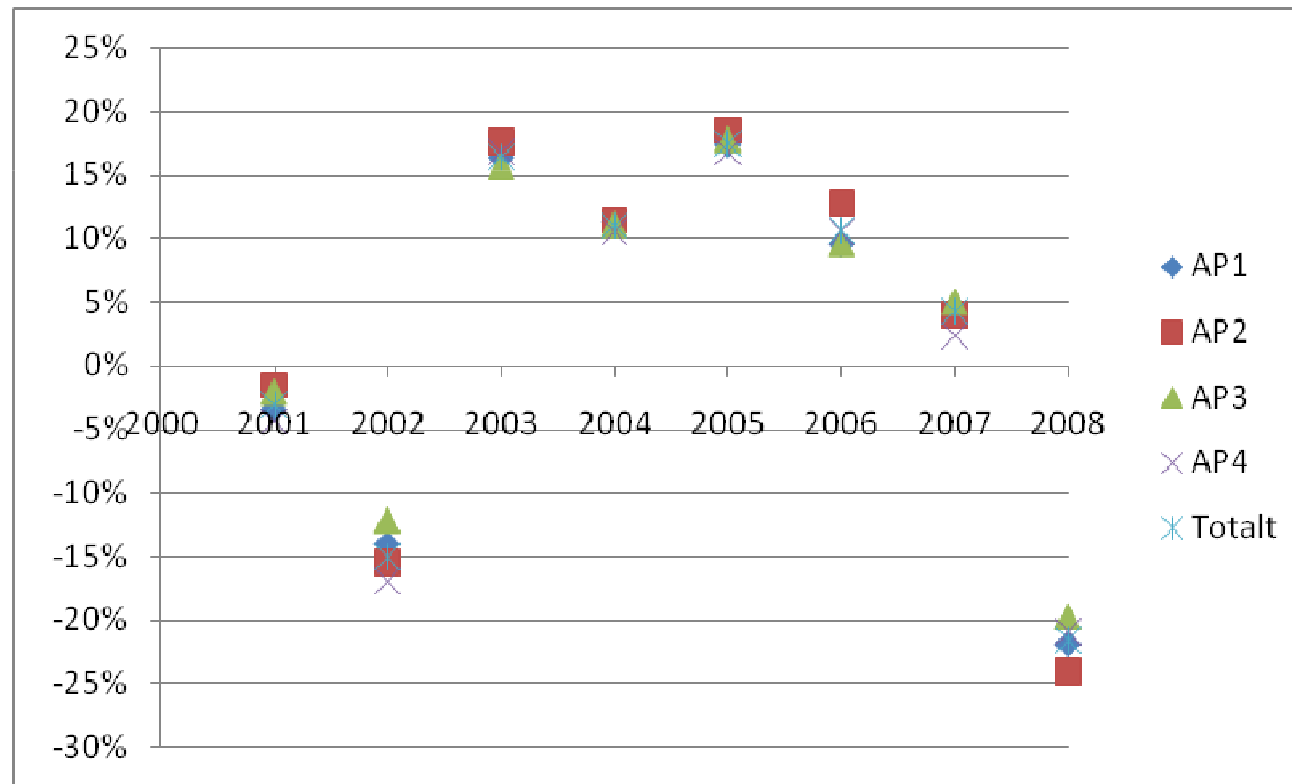
## I. Stordriftsfördelar (forts.)

### Portföljsammansättningar



## I. Stordriftsfördelar (forts.)

### Årlig avkastning efter kostnader



## I. Stordriftsfördelar (forts.)

### Skäl till att stordriftsfördelarna inte utnyttjas i dag

1. Minska marknadseffekter som begränsar förvaltningen och stör marknaden
2. Sprida förvaltningsrisker
3. Skapa konkurrens som ger kostnadspress och förbättrar resultatet
4. Begränsa möjligheten till statligt inflytande

## I. Stordriftsfördelar (forts.)

### Slutsats av utvärderingen:

Endast skälet att begränsa möjligheterna till statligt inflytande förefaller vara giltigt idag

### Förslag till lösning:

Tillåt endast exponering mot svensk aktiemarknad genom derivat eller fonder

## I. Stordriftsfördelar (forts.)

Vad kostar det att inte utnyttja stordriftsfördelarna?

- CEM Benchmarking
- Uppskattning av KOSTNADERNA
- Liten fond (som nuvarande AP-fond) jmf m stor fond (4 ggr större)
- Portföljsammansättning motsvarande AP-fondernas
- Faktiska kostnadsdata i CEM:s databas.

## I. Stordriftsfördelar (forts.)

### Vad kostar det att inte utnyttja stordriftsfördelarna?

- CEM Benchmarking
- Uppskattning av KOSTNADERNA
- Liten fond (som nuvarande AP-fond) jmf m stor fond (4 ggr större)
- Portföljsammansättning motsvarande AP-fondernas
- Faktiska kostnadsdata i CEM:s databas.



Skillnaden uppskattad till **4,7 punkter**  
(330 mkr per år, 150 miljarder över 75 år )

## I. Stordriftsfördelar (forts.)

### Vad kostar det att inte utnyttja stordriftsfördelarna?

- CEM Benchmarking
- Uppskattning av KOSTNADERNA
- Liten fond (som nuvarande AP-fond) jmf m stor fond (4 ggr större)
- Portföljsammansättning motsvarande AP-fondernas
- Faktiska kostnadsdata i CEM:s databas.



Skillnaden uppskattad till 4,7 punkter

(330 mkr per år, 150 miljarder över 75 år )

**Därtill kommer avkastningsförbättringar...**

## I. Stordriftsfördelar (forts.)

### Världens tio största pensionsfonder 2008

	Fond	Land	Fondkapital, miljarder USD	Fondkapital i procent av BNP 2008
1	Government Pension Investment	Japan	1 284	26
2	Statens Pensjonsfond Utland	Norge	339	75,0
3	ABP	Nederländerna	243	27,2
4	CalPERS	USA	215	1,5
5	Federal Retirement Thrift	USA	211	1,5
6	National Pension	Korea	190	20,4
7	Local Government Officials	Japan	176	3,6
8	Postal Savings Fund	Taiwan	154	38,5
9	California State Teachers	USA	147	1,0
10	New York State Common	USA	138	1,0

Källa: Watson&Wyatt

Första-Fjärde AP-fonderna:  
sammanlagda kapital:  
Inte bland de 20 största



## I. Stordriftsfördelar (forts.)

Slutsats: Det bästa för pensionssystemet är att lägga samman förvaltningen i en fond

- Fler fonder än en innebär en kostnad som måste motiveras
- Samordning av vissa funktioner bra men når inte ända fram
  - Ger inte effekter på avkastningen
  - Övriga nackdelar med att ha flera fonder är kvar (flockbeteende, brist på kompetens till styrelserna, onödig diversifiering m.m.)
  - Samordningen kan i sig ta resurser

## II. Effektiv styrning

- Agentteori
  - Vem är huvudman, vilka är agenter?
- Yermo (2008)
  - Kartläggning av ”best practice” för statliga pensionsfonder
- Akademiska studier visar betydelsen av god governance för att uppnå god performance

## II. Effektiv styrning (forts.)

### Rapportens innehåll

- Buffertfonden myndighet under Riksdagen?
  - Önskvärt: Styrning närmare huvudmännen, längre horisont, en uppgift
  - ”Buffertfondsfullmäktige”
  - Tydlig uppgift: yttersta styrningen av buffertfondsförvaltningen
    - Utse styrelse
    - Utvärdera
    - Fastställa mål
    - Regelverksfrågor
    - Ev. etiska riktlinjer
    - Skapa förtroende

## II. Effektiv styrning (forts.)

### Rapportens innehåll (forts.)

- Uppdrag och mål
  - Behöver tydliggöras
- Styrelsens uppgifter
  - OK i regelverket. Uppgift att skapa förtroende kan lyftas fram
- Styrelsens storlek
  - 7 styrelseledamöter

## II. Effektiv styrning (forts.)

### Rapportens innehåll (forts.)

- **Kompetensen i styrelsen**
  - Behov av mer kapitalförvaltningskompetens
  - Obalans mellan styrelse och kansli
- **Nominering av styrelsen**
  - Ordningen som innebär att arbetsmarknadsorganisationer får nominera ledamöter föreslås tas bort.
  - Nomineringskommitté
- **Arvodering**
  - Höjning rekommenderas!

## II. Effektiv styrning (forts.)

### Armlängds avstånd

- Avstämning mot Yermo (2008). Följande ändringar påkallade
  - Mer relevant kompetens i styrelsen
  - Inför nomineringskommitté
  - Styrelserekryteringsprocessen bör vara transparent
  - Utvärderingen bör i högre grad fokuseras på styrelsen prestation
  - Krav på rapportering från styrelsen i händelse av försök till politisk påverkan av investeringsbeslut

## II. Effektiv styrning (forts.)

### Slutsatser

Många förändringar behövs, men det flesta bör vara lätta att åstadkomma.

Om buffertfondsförvaltningen ska ligga i myndighet under riksdagen krävs grundlagsförändring

### III. Placeringsregler och förvaltningsmodell

- Utnyttja de speciella förutsättningar en statlig pensionsfond har
- Kvalitativ reglering: ”aktsamhetsprincipen”
  - Best practice inom pensionsfondsförvaltning, även statlig
  - Forskning visar att avkastningen blir högre
  - Bättre governance en förutsättning
- Utökade möjligheter att investera i onoterade tillgångar och råvaror  
(Private equity, infrastruktur, skog, jordbruksmark, råvaruderivat mm)



### III. Placeringsregler och förvaltningsmodell (forts.)

#### Förvaltningsmodell: Kan en statlig pensionsfond lyckas med aktiv förvaltning?

Ja, det kan i alla fall inte uteslutas

- Beror på om kompetens kan attraheras
- Beror på marknadernas effektivitet
- Varierar över tiden

Förbättrad governance ska ge starkare styrelse med relevant kompetens för att över tiden besluta om förvaltningsmodell

Att i regelverket förbjuda aktiv förvaltning är inte en effektiv lösning

## IV. Sjätte AP-fonden

Det föreslås att Sjätte AP-fonden avvecklas och att tillgångarna förs över till den nya fonden

- Kompetensen samlas, stordriftsfördelar utnyttjas
- Styrningen avseende det totala buffertkapitalet underlättas
- Sjätte AP-fondens existens innebär en kvantitativ placeringsrestriktion därmed en potentiell ineffektivitet

## Rapportens rekommendationer:

- Samla kapitalet
- Stärk styrelserna
- Ta bort begränsande placeringsregler