

Reformera AP-fondsytstemet!

HARRY FLAM

är professor i internationell ekonomi vid Institutet för internationell ekonomi, Stockholms universitet. Hans forskning är främst inriktad på utrikeshandel och på ekonomisk integration i Europa. Han var ledamot av Första AP-fondens styrelse 2001–06.
harry.flam@iies.su.se

Den del av AP-fondsytstemet som utgör en buffert i det nya pensionssystemet behöver reformeras. Första-Fjärde och Sjätte AP-fonderna bör slås samman till en enda buffertfond för att sänka förvaltningskostnaderna med 1 miljard kr årligen. En övergång till ren indexförvaltning kan sänka kostnaderna med ytterligare en halv miljard kr utan att avkastningen blir lidande. Fonderna bör välja placeringar för att gynna så många generationer av pensionärer som möjligt och inte gynna 40-talisterna särskilt. Styrningen av fonderna bör ändras för att minimera risken för politiska konflikter om fondernas placeringar.

Första-Fjärde AP-fonderna samt Sjätte AP-fonden utgör de s k buffertfonderna i det nya inkomstpensionssystemet.¹ Buffertfonderna ska säkerställa att intjänade pensionsrätter och utgående pensioner räknas upp i samma takt som ökningen av genomsnittsinkomsten för förvärvsaktiva. Fondernas tillgångar uppgick i slutet av 2006 till 858 miljarder kr, vilket utgör drygt 12 procent av pensionssystemets beräknade tillgångar.

För framtida generationer av pensionärer kan buffertfondernas placeringsinriktning komma att spela en betydande roll. Första-Tredje AP-fonderna är inriktade på att minimera risken för att 40-talisternas pensioner kommer att räknas upp i lägre takt än genomsnittsinkomsten. Ett sådant mål är diskutabelt. En placeringspolitik som enbart är inriktad på hög avkastning med begränsad risk kan förväntas vara till större nytta för alla senare pensionärsgenerationer.

Beslutet om att inrätta ett flertal buffertfonder gjordes på felaktiga grunder. Antalet fonder bestämdes efter en avvägning mellan å ena sidan stordriftsfördelar – som talar för en enda fond – och å andra sidan positiva effekter av konkurrens mellan flera fonder, ökad riskspridning samt mindre risk för politisk styrning. Emellertid klagjordes inte stordriftsfördelarna, samtidigt som föreställningarna om konkurrens-effekterna och riskspridningen var felaktiga. Stora kostnadsbesparingar kan göras genom att slå ihop buffertfonderna till en enda fond utan att avkastningen behöver bli lidande.

Buffertfondernas förvaltningskostnader var 2006 knappt 2 miljarder kr. Ungefär hälften är kostnader för s k aktiv förvaltning, som bl a innebär att fonderna försöker överträffa genomsnittsavkastningen för olika tillgångslag på olika marknader. Detta har hittills misslyckats. Den empiriska forsk-

Författaren vill tacka Daniel Barr, Assar Lindbeck, Peter Norman, Mats Persson, Ole Settergren, Olle Stångberg och Staffan Viotti och samtidigt understryka att han ensam är ansvarig för innehållet.

¹ Sjunde AP-fonden är inte en buffertfond i det nya inkomstpensionssystemet som övriga fonder, utan en del av det nya, kompletterande premiepensionssystemet.

ningen om finansiella marknader talar för att fonderna sannolikt kommer att misslyckas också i det långa loppet. Förvaltningen av fondkapitalet bör därför inriktas på s k passiv förvaltning, som till väsentligt lägre kostnader ger samma avkastning som genomsnittet för olika tillgångslag och marknader.

Sjätte AP-fonden får endast placera fondkapitalet i svenska företag. Denna begränsning är sannolikt en nackdel när det gäller fondens möjligheter att bidra till pensionssystemet. Fonden ägnar sig enbart åt riskkapitalförvaltning, som är dyrbar och som de övriga fonderna också har. Sjätte AP-fonden bör därför avvecklas och dess tillgångar överförs till Första-Fjärde AP-fonderna.

Det är viktigt att förutsättningarna för fortsatt politisk enighet om det nya pensionssystemet blir de bästa möjliga. Att AP-fonderna är myndigheter under regeringen och att arbetsmarknadens parter i praktiken utser en stor del av styrelserna har visat sig öppna för försök till styrning av fonderna och för politiska konflikter. Det finns flera olika sätt att försöka komma till rätta med problemet. Ett kan vara att låta buffertfonderna bli myndigheter under riksdagen, på samma sätt som Riksbanken.

I denna artikel utvecklas skälen till en reformering av AP-fondsyttemet närmare. Det bör understrykas att bristerna i AP-fondsyttemet inte får skymma det faktum att det nya inkomstpensionssystemet är ett utomordentligt bra system: det balanserar väl aktuariella principer och omfördelning, är robust mot störningar i ekonomi och demografi samt är autonomt och automatiskt verkande.

1. Buffertfondernas roll

Det nya ålderspensionssystemet består av två delar, ett inkomstbaserat, avgiftsbestämt fördelningssystem – inkomstpensionssystemet – och ett inkomstbaserat, avgiftsbestämt fonderingssystem – premiepensionssystemet. Förmånerna i premiepensionssystemet bestäms helt av avkastningen i de fonder som de förvärvsaktiva valt att placera sina avgifter i och beror således inte på buffertfonderna. Premiepensionssystemet lämnas därför utanför diskussionen i fortsättningen.

Inkomstpensionssystemet är konstruerat för att med automatik vara finansiellt stabilt på lång sikt. Det ska t ex klara av förändringar i tillväxttakten, demografiska förändringar och förändringar i förvärvsmönster.

I princip är det enkelt att konstruera ett automatiskt verkande och finansiellt stabilt inkomstbaserat och avgiftsbestämt pensionssystem. Det skulle kunna göras genom att (i) finansiera systemet genom en viss avgift på pensionsgrundande inkomster; (ii) låta summan av alla pensionsutbetalningar vara lika med summan av alla pensionsavgifter varje år; och (iii) bestämma individens andel av tillgängliga medel på basis av inbetalda pensionsavgifter. Av olika skäl är inkomstpensionssystemet *inte* konstruerat på detta enkla sätt. Ett sådant system skulle nämligen skapa osäkerhet bl a om pensio-

nens nivå i förhållande till nivån på tidigare inkomster och om utvecklingen av pensionen över tiden när den väl börjat utbetalas. Pensionsnivån och pensionsutvecklingen skulle bli beroende av förändringar i förvärvsmönster och livslängd.

Det nya inkomstpensionssystemet ökar säkerheten om pensionens nivå och utveckling genom att räkna upp intjänade pensionsrätter och utgående pensioner med ökningen av genomsnittsinkomsten.² Snittinkomsten kan antas vara mindre beroende än lönesumman av faktorer som förändringar i demografi och förvärvsmönster. För att skapa ytterligare säkerhet påverkas pensionen efter pensioneringen inte av förändringar i medellivslängden (åtminstone inte direkt).

Priset för att reducera osäkerheten om pensionens nivå och utveckling på individnivå är en större osäkerhet om inkomstpensionssystemets finansiella stabilitet på aggregerad nivå. Systemet är i balans om dess balansräkning uppvisar tillgångar som överstiger skulderna. Tillgångarna utgörs av buffertfondernas kapital och summan av beräknade framtida pensionsavgifter för de som har pensionsgrundande inkomster.³ Skulderna utgörs av fordringar i form av intjänade pensionsrätter och pensionsrätter som blivit omvandlade till pensioner. Utvecklingen av tillgångar och skulder beror på många olika demografiska respektive ekonomiska faktorer (födelse, nettoinvandring och medellivslängd respektive tillväxttakt, arbetade timmar, arbetskraftsdeltagande och kapitalavkastning m m). Det finns därför osäkerhet på aggregerad nivå både vad gäller tillgångssidan och skuldsidan genom att (i) intäktsutvecklingen är knuten till inkomstsumman och utgiftsutvecklingen är knuten till genomsnittsinkomsten samt (ii) pensionen fastställs vid pensioneringen och sedan inte ändras vid förändringar i medellivslängden.

Det finns en viss risk att skulderna kommer att överstiga tillgångarna. Systemet har därför en inbyggd balanseringsmekanism – den så kallade bromsen – som med automatik låter skulderna – pensionsrätter och pensioner – växa i lägre takt än genomsnittsinkomsten en viss tid, så att skulderna åter blir mindre än tillgångarna. Balanseringen aktiveras när summan av avgiftstillgången (AT) och buffertfonderna (BF) är mindre än pensionsskulden (PS), dvs när det så kallade balanstalet (BT) är mindre än 1:

$$BT = \frac{AT + BF}{PS} < 1.$$

² Intjänade pensionsrätter räknas upp med genomsnittsinkomsten. När pensionen bestäms för en nybliven pensionär räknas de ackumulerade pensionsrätterna upp med 1,6 procent. Samtidigt indexeras pensionen till genomsnittsinkomstens utveckling minus 1,6 procent, den så kallade normen. Detta ger ungefär samma totala pension som om ingen uppräkningsmetod hade gjorts och pensionen hade varit fullt indexerad. Det ansågs önskvärt att på detta sätt omfördela pensionens tidsprofil så att mer faller ut i början av pensioneringen.

³ I avgiftsunderlaget ingår förutom förvärvsinkomster även ersättningar och belopp som belastas med pensionsavgift, dvs socialförsäkringsersättningar som sjukpenning och arbetslöshetsersättning samt pensionsgrundande belopp för sjuk- och aktivitetsersättning, barnår, studier och pliktjänst. Med genomsnittsinkomsten menas summan av pensionsgrundande inkomster minus pensionsavgifter dividerat med antalet personer med pensionsgrundande inkomst.

Första året med ett balanstal mindre än 1 uppräknas pensionsrätter och pensioner inte med index för genomsnittsinkomsten, utan med inkomstindex multiplicerat med balanstalet, det s k balansindex. Andra året sker uppräkningsindex med första årets balansindex multiplicerat med andra årets balanstal och inkomstindex, osv. På så sätt växer pensionsskulden i lägre takt än tillgångarna. Så småningom blir balanstalet större än 1 och när det överstigit 1 tillräckligt länge eller mycket ökar balansindex snabbare än inkomstindex. I detta skede sker således uppräkningsindex av pensionsrätter och pensioner snabbare än med inkomstindex. Efter ytterligare någon tid kommer balansindex ikapp inkomstindex, varefter pensionsrätterna åter räknas upp i takt med genomsnittsinkomsten och pensionerna med genomsnittsinkomsten minus den s k normen.⁴

Balanseringen återställer inkomstpensionssystemets finansiella balans – balanstalet blir större än 1 – samt pensionsrätter och utgående pensioner till de nivåer dessa skulle ha haft med snittinkomstindexering. I detta ligger en liten fördelningseffekt; de förvärvsaktiva kompenseras fullt ut för den tillfälligt lägre indexeringen av pensionsrätterna medan pensionärerna inte blir kompenserade för den tid pensionerna haft en lägre nivå än de skulle ha haft om de uppräknats med inkomstindex.⁵

Den s k UTÖ-utredningen har föreslagit en s k gas i systemet, dvs att pensionsrätter och pensioner ska räknas upp i högre takt än genomsnittsinkomsten när balanstalet överstiger 1,1 (SOU 2004:105). Det råder politisk enighet om att överskott – definierat på något sätt – ska tillfalla pensionssystemet, men riksdagen har inte fattat beslut om hur detta ska ske.

Buffertfonderna spelar alltså roll för om inkomstpensionssystemets automatiska balansering ska träda i funktion och i vilken grad detta ska ske. En hög avkastning på buffertfondernas kapital kan förhindra att balanseringen aktiveras vid mer eller mindre tillfälliga obalanser. Förutom denna roll utjämnar buffertfonderna skillnader mellan avgiftsintäkter och pensionsutbetalningar (plus administrationskostnader).

Vid införandet av det nya inkomstpensionssystemet försökte man få en uppfattning om risken för automatisk balansering fram till 2050 genom att räkna fram utvecklingen i 72 olika scenarier (Regeringens proposition 2000/01:70). Inkomstpensionssystemets finansiella ställning bestäms bl a av födelsetal, medellivslängd, in- och utvandring, inkomst- och förvärvsmönster, produktivitetsutveckling samt kapitalavkastning. Utvecklingen av alla dessa faktorer under en så lång tidsperiod går inte att prognosticera med något statistiskt sannolikhetsmått. Det går heller inte att bestämma sannolikheten för olika kombinationer av antaganden om den framtida utvecklingen. Följaktligen är det i praktiken omöjligt att bestämma sannolikheten för att den automatiska balanseringen ska träda i funktion, och vad

⁴ Mera precist räknas pensionerna upp med genomsnittsinkomstökningen dividerad med 1,016.

⁵ En fullständig beskrivning av balanstalet och dess beräkning liksom av balanseringen finns i Regeringens proposition (2000/01:70). En mer lättillgänglig beskrivning finns i Försäkringskassan (2007).

detta kan innebära för pensionerna i förhållande till genomsnittsinkomsten vid olika tidpunkter. Det finns också en viss, men okänd sannolikhet för att buffertfonderna helt töms. Om detta inträffar har fonderna möjligheter att låna upp kapital. Den automatiska balanseringen bör även i ett sådant fall återställa finansiell balans.

Storleken på buffertfonderna bestämdes på grundval av ett basscenario och så att balanseringen inte skulle aktiveras när de stora årskullarna från 1940-talet är pensionerade. UTÖ-utredningen har senare uppdaterat de ursprungliga scenarierna och beräknat 500 nya scenarier över inkomstpensionssystemets utveckling. I utredningens basscenario är sannolikheten för balansering inte störst under 40-talisternas pensionärstid, ungefär 2015–40, utan är högst – 7 procent – redan i år och avtar sedan successivt.⁶

2. Neutralitet mellan olika generationer

Svårigheten att beräkna sannolikheten för att balanseringen ska aktiveras under en mycket lång tidsperiod ställer förvaltningen av buffertfonderna inför en svår avvägning. Om man vill minimera risken för att pensionerna inte räknas upp med snittinkomsten de närmaste åren, bör fondkapitalet placeras i tillgångar med relativt säker men därför låg avkastning, dvs i räntebärande tillgångar. Om man i stället vill minimera risken i slutet av detta sekel, bör fondkapitalet placeras i tillgångar med relativt hög förväntad, men också osäker avkastning, dvs i aktier.

Regeringens proposition (1999/2000:46, s 79) framhåller att buffertfonderna i sin placeringspolitik ska sträva efter att vara neutrala mellan olika pensionärsgenerationer och att pensionernas utveckling ska stå i fokus. Samtidigt framhålls att stor vikt bör läggas vid att den automatiska balanseringen inte aktiveras. Första-Tredje AP-fonderna har tagit fasta på det senare och valt en fördelning av tillgångar som ska minimera risken för balansering under den tid då man trodde att risken var som störst, nämligen under 40-talisternas pensionärstid (ungefär 2015–40). Fjärde AP-fonden har valt en placeringsinriktning som ska minimera risken för att avkastningen blir lägre än ökningen av den pensionsgrundande inkomsten fram till 2040.⁷ Givet detta kan man med hjälp av olika finansiella tillgångars historiska avkastning och risk samt s k portföljvalsteori beräkna den lämpligaste sammansättningen av fondkapitalet. Första-Tredje AP-fonden har kommit fram till en fördelning med 55–60 procent i aktier och 36–40 procent i räntebärande tillgångar (plus mindre andelar i fastigheter och onoterade aktier). Det är föga förvånande att fördelningen är ungefär densamma, eftersom fonderna utgått från samma uppfattning om åtagandesidan, samma historiska data om olika tillgångars avkastning och risk samt i princip samma portföljvals-

⁶ Utan överskottsbalansering. Med överskottsbalansering när balanstalet överstiger 1,1 är risken för underskottsbalansering högre och fluktuerar mellan 2 och 10 procent fram till 2080 (SOU 2004:105, s 114).

⁷ Vad som styr sammansättningen av fondernas s k referensportföljer framgår av deras årsredovisningar för bl a 2001.

modell. Fjärde AP-fonden, som valt att betona avkastning mer än risken för balansering, har den högsta aktieandelen, knappt 65 procent.

Propositionens olika krav på placeringspolitiken – generationsneutralitet, pensionernas utveckling och undvikande av balansering – är oförenliga. Om t ex risken för balansering är omedelbar krävs en säker avkastning med placering i räntebärande tillgångar, på bekostnad av framtida pensionärgenerationer som kommer att löpa större risk för balansering. Första-Tredje AP-fondernas nuvarande placeringsinriktning, som försöker minimera risken för balansering för 40-talisterna, ökar risken de närmaste åren och för alla pensionärgenerationer efter 40-talisterna. Det är med andra ord svårt, för att inte säga omöjligt, att vara neutral mellan olika generationer. Problemet blir dock mindre med en mycket längre tidshorisont, som även inkluderar ännu födda generationer, och med samma vikt för alla generationer i kalkylen. Med dessa förutsättningar bör placeringspolitiken inriktas på hög förväntad avkastning, vilket minimerar risken för balansering för största möjliga antal generationer.

Om en gas införs i inkomstpensionssystemet, så att pensionsrätter och pensioner räknas upp snabbare än med inkomstindex när balanstalet överstiger 1,1, skapas liknande fördelningseffekter mellan olika generationer. Vill man undvika att gasen aktiveras, måste buffertfonderna välja en placeringspolitik som inte ger alltför hög avkastning. Redan med nuvarande placeringsinriktning beräknas fondkapitalet växa i en sådan takt att balanstalet överstiger 1,1 omkring 2040 (Försäkringskassan 2007). En sådan hämsko på buffertfonderna vore orimlig.

Förutom svårigheten att upprätthålla generationsneutralitet talar tre andra omständigheter för att fördelningsaspekter inte ska vägas in i placeringspolitiken.

För det första är priset för att undvika balansering på kort och medellång sikt – att välja lägre förväntad avkastning för att få lägre variation i avkastningen – förmodligen mycket högt på lång sikt. Skillnaden i avkastning mellan aktier och statsskuldväxlar (det tillgångsslag som har den lägsta risken) är historiskt sett stor. I USA var den årliga reala avkastningen på aktier 7,5 procent och på statsskuldväxlar 1,9 procent mellan 1900 och 2006. Motsvarande reala avkastningar i Sverige under samma tid var 7,9 och 2,0 procent och för ett genomsnitt av 17 industriländer var de 5,8 och 1 procent (ABN AMRO 2007).⁸ Med en genomsnittlig real avkastning på 7 procent växer 1 krona till nästan 30 kronor på 50 år om den placeras i aktier, medan den med 2 procents real avkastning växer till knappt 3 kronor om den placeras i statsskuldväxlar.⁹ Härav följer dock inte att fondkapitalet helt bör placeras i aktier. Även om den förväntade avkastningen är hög, finns

⁸ Geometriska årsgenomsnitt.

⁹ Den historiska avkastningen varierar beroende på vilken period som studeras. Många ekonomer menar att skillnaden mellan aktier och statsskuldväxlar, den s k riskpremien, kommer att bli betydligt lägre i framtiden av olika skäl. UTÖ-utredningen antog en framtida riskpremie på 2,3 procent. Författarna till *Global Investment Returns Yearbook 2007* (ABN AMRO 2007) beräknar den till 3-3,5 procent.

alltid en viss risk för ett sämre utfall på kort och medellång sikt än om allt placerades i statsskuldväxlar.

För det andra är inkomstpensionssystemet så konstruerat att en balansering drabbar förvärvsaktiva och pensionärer ganska neutralt. Det bör också påpekas att skillnaden för pensionens nivå mellan en uppräknig med balansindex eller inkomstindex sannolikt blir så liten att den är försumbar. Även vid långvarig balansering är skillnaden i de 72 scenarier som beräknades i propositionen om automatisk balansering mestadels någon eller några procent (Regeringens proposition 2000/01:70, s 82-89). Risken för balansering förefaller också vara ganska liten. I UTÖ-utredningens 500 scenarier är andelen balanseringsår under en 75-årsperiod 5 procent, givet att en gas införs vid balanstalet 1,1 (SOU 2004:105).

För det tredje är prognoser över pensionssystemets utveckling flera decennier framåt ytterst osäkra. Detta visas av att risken för balansering år 1999 förutsågs vara som störst från ungefär 2015 och framåt, medan den bara fem år senare bedömdes vara som störst 2007 och sedan avta succesivt.

Slutsatsen är att Första-Fjärde AP-fondernas uppdrag måste klargöras. Mycket talar för att uppdraget bör vara att uppnå högsta möjliga avkastning, givet vissa begränsningar av risken och utan hänsyn till fördelningseffekter mellan olika generationer.

3. Antalet buffertfonder

Antalet buffertfonder bestämdes efter en avvägning mellan å ena sidan stordriftsfördelar (låga förvaltningskostnader) med en enda fond och å andra sidan bättre lönsamhet med flera konkurrerande fonder: "Vad avser förvaltningskostnaderna blir de rimligen större med flera fonder men en avvägning måste här ske mot möjligheterna till en effektivare förvaltning och högre avkastning" (Regeringens proposition 1999/2000:46, s 74). Med effektivare förvaltning menades mindre ogynnsam kurspåverkan. Försäljningspriserna tenderar i allmänhet att bli lägre och inköpspriserna högre ju större en aktör är på marknaden. Därför tenderar förvaltningsresultatet att bli sämre ju större en fond är på en enskild marknad. Antalet buffertfonder vid sidan av Sjätte AP-fonden, som tillkommit tidigare, bestämdes till fyra på grundval av hur stora de troddes bli på de svenska aktie- och obligationsmarknaderna. Det framhölls också att risken för politisk styrning och de operationella riskerna skulle bli mindre med flera fonder.

I efterhand kan man konstatera att fonderna blev långt mindre aktörer på de svenska aktie- och obligationsmarknaderna än vad som antagits i de kalkyler som användes för att bestämma antalet buffertfonder.

Givet att man hyste farhågor för att marknadspåverkan skulle kunna inverka negativt på förvaltningsresultatet, är det inte självklart att den bästa lösningen var att bilda tillräckligt många buffertfonder. Ett alternativ hade varit att inrätta en enda buffertfond och låta fonden själv bestämma för-

delningen mellan svenska och utländska tillgångar. Skulle fonden finna att marknadspåverkan i Sverige blev alltför stor, skulle den välja att ha mindre andelar svenska aktier och räntepapper. Ett annat alternativ hade varit att sätta en övre gräns för innehav av svenska tillgångar. Detta alternativ har Norge valt för sin allmänna pensionsfond ”Statens pensjonsfond – Utland”, den s k oljefonden, som enbart får placera i tillgångar utanför Norge.

Det främsta motivet för att inrätta flera fonder förefaller ha varit att fonderna skulle komma att konkurrera med varandra och att detta skulle medföra både högre avkastning och en effektivare förvaltning, dvs en högre nettoavkastning. Det är oklart varför denna föreställning fanns. Fondernas styrelser beslutar om den s k referensportföljen, dvs om fördelningen av fondmedlen mellan olika tillgångar. Detta är det absolut viktigaste beslutet när det gäller avkastningen. I propositionen fanns en föreställning om att fonderna skulle komma att avvika från varandra när det gäller portföljsammansättningen. Så har inte kommit att bli fallet eftersom fonderna använt sig av i princip samma modell och data samt mestadels haft samma uppfattning om sitt åtagande, när de satt samman sina referensportföljer. Styrelserna ger sedan VD mandat att inom vissa ramar avvika från referensportföljen. VD kan besluta om avvikelser både när det gäller fördelningen mellan tillgångsslag och när det gäller fördelningen inom ett visst tillgångsslag. Styrelserna i AP-fonderna har inga ekonomiska incitament att överträffa varandra. I den dagliga verksamheten och i den offentliga ekonomiska redovisningen mäts förvaltningsorganisationens prestationer genomgående i förhållande till index, dvs i förhållande till genomsnittsavkastningen för olika tillgångsslag och marknader.

Slutsatsen är inte att regering eller riksdag borde ge fondstyrelserna incitament att försöka överträffa varandra. För pensionssystemet är det viktiga inte hur väl fonderna lyckas i förhållande till varandra, utan hur väl de lyckas absolut sett. Däremot kan det finnas skäl att ge både styrelserna och förvaltningsorganisationerna starkare incitament att uppnå fastställda mål.

Samtidigt som det fanns en diskutabel föreställning om konkurrensens välsignelser för förvaltningsresultatet, redovisades inte konsekvenserna för förvaltningskostnaderna av att inrätta flera fonder i stället för en enda. Stordriftsfördelarna i fondförvaltning är avsevärda. I tabell 1 görs ett försök att mycket ungefärligt uppskatta kostnadsbesparingen av att slå samman buffertfonderna till en enda fond. Som synes var de totala förvaltningskostnaderna knappt 2 miljarder 2006, vilket motsvarar 0,23 procent av fondkapitalet. Kolumnen med rubriken ”En fond, aktiv” innehåller en mycket ungefärlig uppskattning av förvaltningskostnaderna med en enda fond. Jag har antagit att den sammanslagna fonden skulle kunna replikera endera av Första-Fjärde AP-fondernas portföljer genom att i princip fyrdubbla varje placering. Sammanslagningen antas ge kvantitetsrabatter när det gäller courtage samt prestationsbaserade och fasta arvoden till externa kapitalförvaltare. Att replikera en befintlig portfölj antas kunna ske med en marginell ökning av personalen och oförändrade administrativa omkostnader. Som

	Förvaltningskostnader 2006						Uppskattade kostnader och besparingar		
	AP1	AP2	AP3	AP4	AP6	Summa	En fond, aktiv förv	Fem fonder, passiv förv	En fond, passiv förv
Courtage*	95	126	85	129		435	300	200	100
Rörliga arvoden*	21	25	54	19	10	129	100	0	0
Fasta arvoden	132	164	154	75	200	725	400	275	100
Personal	97	75	80	87	64	403	100	260	80
Övrig förvaltning	58	55	45	47	67	272	60	200	50
Totalt	403	445	418	357	341	1 964	960	935	330
% av fondkapital*	0,2	0,21	0,2	0,18	1,98	0,23	0,11	0,11	0,04
Besparing							1 004	998	1 634

Tabell 1

Uppskattade kostnadsbesparingar i AP-fonderna, miljoner kr

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

Källa: Årsredovisningar för 2006 och egna uppskattningar.

framgår av tabellen uppskattas de totala förvaltningskostnaderna kunna sänkas med 1 004 miljoner kr. Siffrorna är naturligtvis högst osäkra, men storleksordningen på besparingen är förmodligen riktig.

4. Aktiv eller passiv förvaltning?

Med passiv förvaltning av ett visst tillgångsslag på en viss marknad menas att man försöker åstadkomma en avkastning som är lika med det vägda genomsnittet. En passiv förvaltning av aktier noterade på Stockholmsbörsen innebär i princip att man har en aktieportfölj med samma sammansättning som Stockholmsbörsen. Med aktiv förvaltning menas att man försöker åstadkomma en högre avkastning än genomsnittet. En aktiv förvaltning av svenska aktier kan innebära att man, för att överträffa genomsnittsavkastningen på Stockholmsbörsen, endast har ett urval av aktierna på börsen. Vid aktiv förvaltning av en portfölj av tillgångar på svenska och andra marknader försöker man dessutom uppnå en högre avkastning genom att inom vissa ramar avvika från referensportföljens fördelning mellan olika tillgångar eller mellan olika marknader.

Aktiv förvaltning kostar normalt flera gånger så mycket som passiv förvaltning. Den är naturligtvis bara motiverad om den sk aktiva avkastningen, meravkastningen i förhållande till referensportföljens avkastning, är positiv och högre än merkostnaden samt dessutom kompenserar för den högre risk som aktiv förvaltning i regel innebär.

En omfattande empirisk forskning visar att aktie- och räntepappersmarknader i stort sett är *effektiva*, vilket innebär att priset på varje tillgång vid en given tidpunkt avspeglar all relevant information (Malkiel 2003a,

2003b och 2005). När ett pris förändras beror det på helt ny information, som inte påverkar priset i någon förutsägbar riktning. Priserna på finansiella tillgångar kommer därför att utvecklas slumpmässigt över tiden, de beskriver en s k *random walk*.¹⁰ Att en marknad är effektiv innebär inte att samtliga köpare och säljare på marknaden handlar rationellt och på grundval av all relevant information, endast att deras samlade beteende blir rationellt och speglar all relevant information. Slutsatsen är att det inte går att göra säkra vinster om en marknad är effektiv. Det går t ex inte att köpa en viss aktie ena dagen och säkert sälja den med vinst följande dag. Om en sådan transaktion ger vinst, beror det på information som inte var känd vid köptillfället och vinsten beror på tur, inte skicklighet.

Föreställningen att finansiella marknader är effektiva är inte oomtvistad. En omfattande empirisk forskning har försökt påvisa förutsägbara mönster i prisbildningen på främst aktiemarknader, som skulle bero på under- och överreaktioner på ny information, en tendens för priset att återgå till ett medelvärde, förhållandet mellan olika nyckeltal, företagsstorlek, säsongseffekter ("januari-effekten" respektive "måndageffekten"), m m. Även om sådana mönster kan uppträda på vissa marknader under viss tid, verkar de inte vara beständiga – särskilt inte när de blivit allmänt kända – eller så små att de inte kan utnyttjas på grund av alltför höga transaktionskostnader. En annan del av forskningen har försökt påvisa att aktiemarknaden kan drivas av psykologi, så att börskurserna åtminstone tillfälligt avviker från vad som är ekonomiskt rationellt. Börsfallet i oktober 1987 och börsbubblan kring sekelskiftet brukar lyftas fram som exempel.¹¹

Det bästa sättet att testa om finansiella marknader är effektiva är att jämföra professionella kapitalförvaltares resultat med index. Om marknaderna är effektiva bör professionell kapitalförvaltning ge en riskjusterad bruttoavkastning (avkastning före kostnader) som i genomsnitt är lika med index. Särskilt bör detta gälla en så väl fungerande och genomlyst aktiemarknad som den amerikanska. Tabell 2 visar att endast 27 procent av breda amerikanska aktiefonder har en nettoavkastning som är högre än index ett enskilt år. Andelen som slår index under tio och tjugo år är mycket liten. Även mätt med bruttoavkastning ligger genomsnittsavkastningen för fonderna under index ett enskilt år. Motsvarande jämförelser mellan breda aktiefonder och index för Europa, Japan och s k *emerging markets* samt globalt ger liknande resultat (Malkiel 2003b, 2005). Jämförelser av det slag som görs i tabell 2 är egentligen missvisande och till fondernas fördel; de lider av s k *survivorship bias*. Fonder som presterar dåligt brukar slås ihop med andra, mer lyckosamma fonder. Under perioden 1970–2001 överlevde endast 158 av 355 breda amerikanska aktiefonder (Malkiel 2005).

Även om det finns en liten andel fonder som slår index under en längre

¹⁰ Över tiden fördelar sig priset på en tillgång slumpmässigt kring en stigande trend, eftersom inflation och andra faktorer gör att värdet ökar över tiden.

¹¹ Malkiel (2003a) redogör mer utförligt och kritiskt för den forskning som ifrågasätter teorin om effektiva marknader.

Tabell 2
Andel aktiefonder
som slås av index i
USA, räknat bakåt
från 31 december
2003

	Innehavets längd				
	1 år	2 år	5 år	10 år	20 år
S&P 500 mot storföretagsfonder	73%	72%	63%	86%	90%

Källa: Lipper Financial Services i Malkiel (2005).

period, är det mycket svårt att i förväg veta vilka fonder som kommer att lyckas. Att en fond varit framgångsrik i det förflutna är ingen garanti för fortsatt framgång, snarast tvärtom. Korrelationen mellan avkastning över tiden brukar vara negativ. De tio bästa amerikanska aktiefonderna under 1960-, 1970- respektive 1980-talet presterade en lägre avkastning än index under följande årtionde, dvs under 1970-, 1980- respektive 1990-talet. De 55 amerikanska aktiefonder som rankades högst av utvärderingsföretaget Morningstar 1991 – de hade 4 eller 5 stjärnor – hade fördubblat sitt värde vid utgången av 2003, men samtidigt hade aktiemarknadsindex stigit nästan fyra gånger under samma period (Malkiel 2005).

Aktiefonder och fonder för andra tillgångsslag som riktar sig till privata investerare har högre förvaltningskostnader än t ex AP-fonderna. En anledning är att de har högre kundkostnader, de är så att säga kapitalmarknadens motsvarighet till detaljhandeln. De tvingas dessutom till en relativt hög omsättning på grund av fortlöpande insättningar eller uttag från fonderna. Pensionsfonder som AP-fonderna bör därför ha en nettoavkastning som ligger närmare index än de fonder som riktar sig till den breda allmänheten.

Det kanadensiska företaget CEM tillhandahåller jämförelsemått för olika slags kapitalförvaltare. Företaget har uppgifter om avkastningen för ett stort antal större pensionsfonder i olika länder för perioden 1995-2004. I genomsnitt finns uppgifter om 267 pensionsfonder under vart och ett av åren. Det visar sig något överraskande att fonderna i genomsnitt har överträffat index med 0,2 procent per år efter avdrag för kostnader (Lum 2005a).¹² Detta skulle kunna ge anledning till en mer positiv syn på aktiv förvaltning. Dock förefaller det som om det positiva resultatet mer beror på tur än skicklighet. Det finns inget statistiskt säkerställt samband mellan avkastningen under två på varandra följande år. Av de 80 fonder för vilka det finns uppgifter för hela tioårsperioden hade endast 5 fonder en högre avkastning än medianen de fyra första åren, 1995-98. Det förväntade antalet med ett helt slumpmässigt urval är 4. Efter fem år hade 2 fonder överträffat medianen varje år, mot slumpens 1, och efter sex år hade ingen fond gjort det (Lum 2005c).¹³ Med andra ord kan de fonder som lyckades bäst ha haft tur snarare än skicklighet.

¹² För tillgångsslaget amerikanska aktier var dock den aktiva kostnadsjusterade avkastningen negativ, eller -0,5 procent per år (Lum 2005b). Den amerikanska aktiemarknaden är kanske den mest effektiva av alla aktiemarknader.

Första-Fjärde AP-fonderna har haft ett sämre resultat än genomsnittet för pensionsfonderna i CEMs databas.¹⁴ Av tabell 3 framgår att den aktiva avkastningen, före avdrag för merkostnader för aktiv förvaltning och före riskjustering, i genomsnitt har varit knappt negativ under femårsperioden 2002-06.¹⁵ Den aktiva förvaltningen innefattar både försök att höja avkastningen genom avvikelser från referensportföljen och försök att överträffa index för enskilda tillgångar och marknader. Andelen aktivt förvaltade tillgångar uppgår för närvarande till drygt 80 procent för de fyra fonderna i genomsnitt. Häri inräknas vad som kallas semi-aktiva mandat (*enhanced passive*), dvs mandat till externa förvaltare att inom ganska snäva gränser försöka överträffa ett index.

Skillnaderna mellan fonderna är ganska stora. Första och Fjärde AP-fonden förvaltar praktiskt taget alla tillgångar aktivt, medan Andra och Tredje AP-fonden förvaltar 62 respektive 75 procent aktivt. De förra har ökat andelen över tiden, medan de senare har minskat den. Första och Tredje AP-fonden har i genomsnitt haft en positiv aktiv bruttoavkastning. Första AP-fonden uppvisar en positiv trend över tiden, medan Tredje AP-fondens aktiva bruttoavkastning växlar mellan positiv och negativ avkastning utan någon urskiljbar trend. Andra AP-fonden har visserligen en negativ aktiv bruttoavkastning i genomsnitt, men den är positiv de senaste två åren. Fjärde AP-fonden har haft en negativ aktiv bruttoavkastning varje år.

Av tabellen framgår också att portföljsammansättningen har haft en långt större betydelse för det absoluta resultatet än den aktiva förvaltningen. Andra AP-fonden, som i genomsnitt har haft en negativ aktiv bruttoavkastning, hade ett fondkapital på 217 miljarder kr i slutet av 2006, medan Första AP-fonden och Tredje AP-fonden, som båda haft en positiv aktiv avkastning, hade fondkapital på 207 respektive 212 miljarder kr. Fjärde AP-fonden ligger också här sämst till, med 201 miljarder kr.

Mot bakgrund av AP-fondernas aktiva förvaltningsresultat, och mot bakgrund av att aktiv förvaltning i allmänhet inte tycks resultera i någon uthållig extra avkastning utöver index, är det naturligt att fråga sig vilka

¹³ Med tanke på att mycket omfattande empiri ger vid handen att aktiv förvaltning snarast ger negativ avkastning efter det att merkostnaderna för den aktiva förvaltningen dragits ifrån, är det naturligt att fråga sig varför de allra flesta kapitalförvaltare, inklusive buffertfonderna, ändå väljer aktiv förvaltning för hela eller större delen av sitt kapital. Trots empirin finns bland kapitalförvaltare en utbredd tro på att man med tillräcklig skicklighet, kunskap och information kan åstadkomma en nettoavkastning som uthålligt är högre än index. Som stöd för denna tro brukar man peka på förvaltare som lyckats åstadkomma en avkastning som har legat betydligt högre än index under lång tid. Bland de mest välkända exemplen är förvaltarna av Harvards och Yales donationskapital samt Warren Buffett. Några av världens största pensionsfonder kan inte uppvisa samma spektakulära resultat, men har ändå under ett antal år presterat högre nettoavkastning än index. Hit hör CalPERS, en allmän pensionsfond för offentliganställda i Kalifornien, ABP, en allmän holländsk fond, och den norska Statens Pensjonsfond – Utland.

¹⁴ Sjätte AP-fonden utelämnas, eftersom det är oklart hur aktiv avkastning ska mätas när det gäller riskkapitalinvesteringar.

¹⁵ Fonderna startade den 1 januari 2001, men det första året ägnades åt att bygga upp en förvaltningsorganisation och att investera de överförda medlen. Det är därför mindre rättvisande att inkludera det första verksamhetsåret.

Tabell 3
Första-Fjärde AP-
fondernas avkast-
ning och kostnader
2002-06, årsgenom-
snitt i procent av
fondkapital

	AP1	AP2	AP3	AP4	Genomsnitt*
Total avkastning**	8,2	9,2	8,4	7,6	8,4
Aktiv avkastning	0,3	-0,20	0,3	-0,5	-0,03
Förvaltningskostnader***	0,15	0,17	0,17	0,14	0,16
Andel aktiv förvaltning 2006 (inklusive semi-aktiva)	98	62	75	100	84
Fondkapital 2006-12-31, mdr kr	207,1	216,8	212,2	200,5	

Anm: * Ovägda genomsnitt. ** Efter courtage och rörliga arvoden till externa förvaltare. *** Inkluderar inte courtage och rörliga arvoden till externa förvaltare. Procentsatserna skiljer sig därför från dem som anges i tabell 1.

Källa: Årsredovisningar för 2006.

konsekvenserna skulle vara om AP-fonderna förvaltade sina tillgångar passivt i stället för aktivt. Undantaget är onoterade aktier, som i praktiken inte kan förvaltas passivt. Vi tar för givet att avkastningen justerat för kostnader inte förändras med passiv förvaltning och kan därför koncentrera intresset till kostnadssidan.

En mycket ungefärlig uppskattning av kostnadsbesparingen finns i tabell 1. Kostnaderna för courtage antas minska kraftigt på grund av väsentligt lägre omsättning av olika tillgångar. Rörliga arvoden till externa förvaltare bortfaller helt.¹⁶ Passiv förvaltning ger en kraftig minskning av fasta arvoden till externa förvaltare. Detta beror bl a på att extern indexförvaltning av noterade aktier kostar ca 0,015 procent på de belopp det är fråga om, medan extern aktiv förvaltning kostar ca 0,1 procent. Passiv förvaltning kräver betydligt mindre personal än aktiv förvaltning. Som framgår av tabell 1 uppskattas kostnadsbesparingen av en övergång till helt passiv förvaltning till 998 miljoner kr årligen. Det bör understrykas att siffrorna är osäkra, men att storleksordningen förmodligen är riktig.

5. Kostnadsbesparing av en enda fond och passiv förvaltning

Att både slå ihop buffertfonderna och helt övergå till passiv förvaltning ger en större besparing än var och en av åtgärderna. I kolumnen längst till höger i tabell 1 finns en uppskattning av de totala förvaltningskostnaderna med en enda och passivt förvaltnings buffertfond. Förvaltningskostnaderna uppskattas till 0,04 procent av kapitalet eller 330 miljoner kr, vilket är 1,6 miljarder kr mindre än vad det nuvarande systemet och inriktningen på förvaltningen kostar.¹⁷

¹⁶ Utom vad avser prestationsbaserade arvoden till externa förvaltare av onoterade aktier, vilka kostnadsförs direkt mot eventuella vinster vid försäljning av aktierna.

¹⁷ Det kan noteras att pensionsfonderna för federalt anställda i USA, Thrift Savings Plan, med ett kapital på ca 1 200 miljarder kr, varav 55 procent i aktier, samförvaltas passivt till en kostnad som motsvarar mellan 0,04 och 0,05 procent av kapitalet.

En årlig besparing på 1,6 miljarder kr blir mycket pengar med tiden. Med en realränta på 4 procent är det diskonterade nuvärdet 40 miljarder kr. Med 3 procents realränta blir det 53 miljarder kr.

6. Sjätte AP-fonden

Sjätte AP-fonden tillkom 1996 med uppgift att förse svenska företag med riskkapital. Av startkapitalet kom 10 miljarder kr från de gamla AP-fonderna och ett mindre belopp från de gamla löntagarfonderna. Fonden kom att ingå i buffertfondsystemet när det nya pensionssystemet sjöattes, men den ingick inte i den politiska uppgörelsen om pensionssystemet. Samtidigt som Första-Fjärde AP-fonderna uttryckligen inte ska bedriva näringspolitik är Sjätte AP-fondens uppgift uttalat näringspolitisk.

Flera skäl talar för att Sjätte AP-fonden bör avvecklas och dess tillgångar – mestadels onoterade aktier – överförs till Första-Fjärde AP-fonderna. För det första är det tveksamt att staten bedriver näringspolitik på detta sätt. Sjätte AP-fonden – en statlig myndighet – är delägare i ett mycket stort antal små och medelstora företag, vilket ofta innebär en relativt aktiv form av ägande. För det andra innebär begränsningen till svenska företag och till riskkapitalinvesteringar sannolikt en kostnad för pensionärerna.¹⁸ Om Sjätte AP-fonden endast hade målet att generera en hög avkastning med vissa riskbegränsningar – som övriga buffertfonder – skulle fonden troligen fördela sitt kapital på ett helt annat sätt. För det tredje är förvaltning av riskkapital mycket kostsam, särskilt när den har formen av direkt ägande och inte indirekt, via riskkapitalfonder. Samtliga övriga buffertfonder har också riskkapitalförvaltning. Man kan därför vinna stordriftsfördelar genom att överföra Sjätte AP-fondens kapital, vid utgången av 2006 drygt 17 miljarder kr, till Första-Fjärde AP-fonderna.

7. Direktiv och styrning

I lagen står att buffertfonderna "... skall förvalta fondmedlen på ett sådant sätt att de blir till största möjliga nytta för försäkringen för inkomstgrundad ålderspension." I propositionen förtydligades detta med att "[m]ålet skall vara att långsiktigt maximera avkastningen i förhållande till risken i placeringarna." Vidare understryks att "[n]äringspolitiska eller andra ekonomisk-politiska uppgifter skall inte finnas" (Regeringens proposition 1999/2000:46, s 10).

Lagtextens "största möjliga nytta" är inte nödvändigtvis liktydigt med "maximera avkastningen". Möjligen har företrädare för socialdemokraterna och näringslivet tagit fasta på detta när de vid olika tillfällen förespråkade att Första-Fjärde AP-fonderna borde förhindra att kontrollen över svenska företag hamnar hos utländska aktieägare och investera mer i svenska före-

¹⁸ Det kan för övrigt diskuteras om det råder brist på riskkapital för svenska företag och om en statlig riskkapitalfond är det bästa sättet att åtgärda en eventuell brist.

tag i allmänhet. Även en ledamot av en AP-fondstyrelse har offentligt krävt samma sak.¹⁹

Detta pekar på potentiella eller verkliga problem när det gäller (i) Första-Fjärde AP-fondernas direktiv; (ii) fondstyrelsernas sammansättning; och (iii) styrningen av fonderna.

När det gäller direktiven har Första-Tredje AP-fonderna lagt stor vikt vid att minimera risken för att 40-talisternas pensioner kommer att räknas upp med mindre än ökningen av genomsnittsinkomsten. Detta står förmodligen i konflikt med målet att långsiktigt maximera avkastningen. Vidare står ledande socialdemokraters krav på att fonderna ska bedriva närings- och regionalpolitik i direkt strid med fondernas uppgift enligt propositionen. Det är uppenbart att lagens direktiv om ”största möjliga nytta” tillåter olika tolkningar och borde preciseras. Det är inte rimligt att tolkningen överlämnas till politiskt icke ansvariga styrelser.

Vad gäller styrelsernas sammansättning består styrelserna för Första-Fjärde AP-fonderna vardera av nio ledamöter som utses av regeringen. I praktiken är emellertid fyra av de nio ledamöterna utsedda av arbetsmarknadens parter, eftersom parterna har rätt att föreslå två ledamöter vardera. Dessa ledamöter är ofta ledande företrädare för arbetsgivar- eller arbetstagsidan. Häri ligger ett potentiellt problem, eftersom parternas intressen inte alltid behöver vara förenliga med pensionärernas. Det kan t ex diskuteras om Göran Johnsson, fd ordförande i Metall och ledamot av Fjärde AP-fondens styrelse, företrädde de anställda i Volvo AB och Scania eller pensionärerna, när han krävde att Fjärde AP-fonden skulle förhindra att nya ägare tar kontroll över företagen. Ett annat problem är att arbetsmarknadsparternas rätt att i praktiken utse styrelseledamöter kan innebära en begränsning av möjligheterna att finna styrelseledamöter med den bästa kompetensen när det gäller fondförvaltning. Lagen kräver uttryckligen att styrelsens ledamöter ska ha sådan kompetens.

Vad gäller styrningen av fonderna är fondstyrelserna närmast ansvariga inför regeringen. Ledamöterna förordnas på ett år i taget, även om lagen tillåter upp till tre års förordnande. Detta innebär att ledamöterna är relativt beroende av att ha regeringens förtroende. I och för sig är samma ordning regel i näringslivet; styrelseledamöter utses på ett år i taget och byts ut om de inte har ägarnas förtroende. Parallellen med näringslivet är dock missvisande. Styrelsen i vanliga aktiebolag är tillsatt för att gagna aktieägar-

¹⁹ I september 2006 uttalade sig dåvarande statsminister Göran Persson för att AP-fonderna skulle skaffa kontroll över Volvo AB (*Dagens Industri* 2006). I september 2005 antydde dåvarande näringslivsminister Thomas Östros att AP-fonderna borde ingripa för att Skandia skulle förbli kontrollerat av svenska aktieägare (*Dagens Eko* 2005-09-13). Förre Metallordföranden och ledamoten av Fjärde AP-fondens styrelse Göran Johnsson har uttalat att han tänkte verka för att fonden förhindrade att företaget Cevian och dess utländska allierade tog kontrollen över Volvo AB (*Sveriges Radio* 2006-09-11). Han har även krävt att AP-fonderna skulle förhindra att Scania köptes upp av MAN och att AP-fonderna ska få i uppdrag att ta ett långsiktigt ägaransvar (*Dagens Nyheter* 2007). Carl Bennet är en näringslivsföreträdare som krävt att AP-fonderna ska få nya direktiv för att investera en större andel i svenska företag (*Dagens Industri* 2001).

nas intressen. Styrelsen i AP-fonderna ska främja pensionärernas intressen, vilka inte nödvändigtvis sammanfaller med regeringens. Man kan t ex fråga sig om Göran Persson – som befann sig mitt i en valrörelse – agerade i regeringens eller pensionärernas intresse när han uttalade att AP-fonderna borde förhindra riskkapitalbolaget Cevian från att få inflytande i Volvo AB. Så länge styrelserna i AP-fonderna utses av regeringen – på kort mandat – finns en potentiell risk att de blir utsatta för försök till politisk styrning, antingen direkt eller genom utnämningssmakten.

Det är olyckligt att pensionssystemets konstruktion på denna punkt öppnar för konflikter mellan de partier som står bakom systemet. Detta kan på sikt underminera det nya pensionssystemet. Problemet skulle naturligtvis bli större om buffertfonderna slås ihop till en enda fond. Det finns åtminstone fem sätt att försöka förhindra att buffertfonderna används för närings-, regional- eller annan politik.

Det minst radikala är att precisera lagtexten om fondernas mål.

Det mest radikala är att avsevärt reducera eller avskaffa buffertfonderna. Priset för en sådan åtgärd är ökad risk för att pensioner och pensionsrätter räknas upp i lägre takt än ökningen av genomsnittsinkomsten.²⁰

En tredje möjlighet är att förbjuda fonderna att inneha aktier i svenska företag, i likhet med vad som är fallet med den norska allmänna pensionsfonden. (Fonderna har redan i dag begränsningar när det gäller innehav i enskilda företag och börsen som helhet.)

En fjärde möjlighet är att fonderna får direktiv att förvalta fondmedlen passivt. Detta eliminerar utrymmet för att t ex genom aktieköp säkerställa kontrollen över vissa företag.

Den femte möjligheten, slutligen, är att fonderna i stället för att styras av regeringen styrs direkt av riksdagen på i princip samma sätt som Riksbanken. Det innebär att buffertfonderna blir myndigheter direkt under riksdagen (vilket fordrar en grundlagsändring), att riksdagen väljer ett fondfullmäktige bestående av riksdagsledamöter som speglar den parlamentariska situationen, att fondfullmäktige i sin tur utser styrelse, att styrelseledamöterna utses för längre tid än fyra år, att ledamöterna inte får söka eller ta emot instruktioner utifrån, samt – inte minst viktigt – att instruktionerna i lagen blir entydiga.

8. Sammanfattning

Slutsatsen i denna artikel är att AP-fondsyttemet bör reformeras för att det bättre ska gagna dagens och morgondagens pensionärer och för att förhindra politiska konflikter som kan underminera det nya pensionssyste-

²⁰ En sådan drastisk åtgärd skapar sina speciella problem. Det främsta problemet är om man vill att pensionskapitalet ska användas för mer eller mindre omedelbar konsumtion, offentlig eller privat, eller om åtgärder ska vidtas för att sprida konsumtionseffekterna under så lång tid som möjligt. En möjlighet är t ex att göra stiftelser av några av landets universitet och låta fondkapitalet bli stiftelskapital.

met. Detta bör ske genom att (i) fonderna får ett tydligt mål att maximera avkastningen med vissa riskbegränsningar utan hänsyn till någon enskild generation av pensionärer; (ii) förvaltningen övergår till att bli passiv; (iii) Första-Fjärde AP-fonden slås samman till en gemensam fond; (iv) Sjätte AP-fonden avvecklas och dess kapital överförs till den gemensamma fonden; samt (v) åtgärder vidtas mot möjligheterna till politisk styrning av fonderna.

REFERENSER

ABN AMRO (2007), *Global Investment Returns Yearbook 2007*, ABN AMRO Bank, London, [http://www.london.edu/assets/documents/PDF/Global_Investment_Returns_Yearbook_2007_\(Synopsis\).pdf](http://www.london.edu/assets/documents/PDF/Global_Investment_Returns_Yearbook_2007_(Synopsis).pdf).

AP-fonderna, *Årsredovisningar*, olika årgångar.

Dagens Industri (2001), "AP-fonderna bör få nya direktiv", 25 september 2001.

Dagens Industri (2006), "Motdrag från Volvo", 8 september 2006.

Dagens Nyheter (2007), "AP-fonderna bör öka sitt ägande i Scania", 12 januari 2007.

Försäkringskassan (2007), *Pensionssystemets årsredovisning 2006*, Försäkringskassan, Stockholm.

Lum, H (2005a), "Active Management Adds Value", CEM Benchmarking Inc, Toronto.

Lum, H (2005b), "What the CEM Database Tells Us About the Efficient Market Hypothesis", CEM Benchmarking Inc, Toronto.

Lum, H (2005c), "The Search for Persistence: Is Past Performance Related to Future Performance?", CEM Benchmarking Inc, Toronto.

Malkiel, B (2003a), "The Efficient Market Hypothesis and Its Critics", *Journal of Economic Perspectives*, vol 17, s 59-82.

Malkiel, B (2003b), "Passive Investment Strategies and Efficient Markets", *European Financial Management*, vol 9, s 1-10.

Malkiel, B (2005), "Reflections on the Efficient Market Hypothesis: 30 Years Later", *Financial Review*, vol 40, s 1-9.

Regeringens proposition (1999/2000:46), *AP-fonden i det reformerade pensionssystemet*.

Regeringens proposition (2000/01:70), *Automatisk balansering av ålderspensionssystemet*.

SOU 2004:105, *Utdelning av överskott i inkomstpensionssystemet* (UTÖ-utredningen), Socialdepartementet, Stockholm.