

"Nya reglerna hotar att sänka AP-fonderna"

Dra tillbaka promemorian. Omstöpningen av AP-fonderna hotar både den långsiktiga lönsamheten och fondernas goda hållbarhetsarbete. Kritiken måste tas på allvar, och i stället för nya kompromisser bör Finansdepartementet dra tillbaka sitt förslag, skriver **Sophie Nachemson-Ekwall** och **Sven-Erik Sjöstrand**.

Finansdepartementets promemoria "Nya regler för AP-fonderna" tvingar in 1 200 miljarder kronor av svenska folkets sparkapital i global passiv indexförvaltning. Vi vill varna för att en så stor organisationsförändring försvårar möjligheten till långsiktiga investeringar i svenska börsbolag.

AP-fonderna har åstadkommit en hel del positivt de senaste åren. En växande andel av kapitalet investeras långsiktigt och de får priser för sitt hållbarhetsarbete. Deras avkastning står sig väl i konkurrensen. De utgör en oberoende, om än begränsad kraft i ägarstyrningen av svenska börsbolag. AP-fonderna är därför speciellt viktiga i en tid när en allt större del av kapitalförvaltarna investerar passivt och kortsiktigt.

Första AP-fonden har exempelvis dragit ner antalet innehav från 3 000 för några år sedan till 600 med en kärna på 100 aktier som man följer närmare, varav ett trettiotal är svenska börsbolag. Fjärde AP-fonden har samtidigt visat att större aktieposter som följs av kunniga förvaltare stärker möjligheten till ett engagerat ansvarstagande. Strategierna har länge efterfrågats av Stockholmsbörsen, Aktiespararna och IF Metall. G20/OECD såväl som EU tar upp värdet av att kompetenta och engagerade institutionella investerare äger till börsbolag tillåts bidra till samhällets behov av långsiktigt kapital.

Denna modernisering riskerar att raseras om AP-fondsutredningen blir verklighet. Beskedet att Folkpartiets går emot en del av uppgörelsen är ett steg i rätt riktning men visar samtidigt på riskerna med att nya kompromisser kan följa i spåren av ett redan ogenomtänkta kompromiss-förslag.

Promemorians förslag går ut på att låta fyra AP-fonder slås ihop till tre samtidigt som Sjätte-AP-fonden tas över av Andra AP-fonden. Visst är det välkommet att de tidigare reglerna med kvantitativa begränsningar som tvingat AP-fonderna att ha 30 procent av kapitalet i obligationer och knappt något alls investerat i infrastruktur, råvaror och onoterade bolag försvinner. Dessutom ska uppdragsgivandet (AP-fondsmyndigheten) organisatoriskt skiljas från utförandet (de tre AP-fondsmyndigheterna).

Det är också bra att det införs en aktsamhetsprincip "the prudent person rule", som gör det tydligt att en kapitalförvaltare har en lojalitetsplikt gentemot förmånstagarna, det vill säga de svenska pensionsspararna, och ska agera i deras intresse. Principen har funnits länge i anglosaxiska länder och finns i Sverige inom tjänstepensionsområdet.

För oss som forskat länge på området bolagsstyrning utgör promemorians 400 sidor ändå en nedslående läsning. Överallt beskrivs nya förslag som beskär förvaltarens handlingsfrihet. Tyckande och motsägelser blandas med diskutabla hänvisningar till erfarenheter från utlan-



Sophie Nachemson-Ekwall och Sven-Erik Sjöstrand. Foto: Nicklas Gustafsson/ Handelshögskolan

det och forskningsrön. Vissa skadliga begränsningar av ägandet i det svenska näringslivet föreslås bli kvar. Det gäller framför allt att varje AP-fondsmyndighet förhindras från att äga mer än tio procent i ett svenskt börsbolag, en helt onödigt rest från 1980-talets löntagarfondsstrid. Förslaget missar att regeln drivit iväg AP-fonderna från investeringar i små och medelstora svenska bolag, eftersom en liten investering inte kan motivera kostnaden för de resurser som krävs för att utveckla långsiktig kunskap om det enskilda bolaget. Nu ska reglerna ändå lättas på, men då genom den märkliga åtgärden att de nya myndigheterna ska få äga mer än tio procent i utländska bolag. Lika anmärkningsvärt är att AP-fonderna kommer få investera mer än tio procent i bolag som är onoterade och därtill en möjlighet att behålla den högre andelen efter en börsnotering (men inte köpa mer).

AP-fondsmyndigheten ska få det övergripande ansvaret för styrningen av de nya myndigheterna. De tjänstemän som ska bereda nämndens ärenden ska vara anställda hos den redan existerande statliga pensionsmyndigheten och regeringen får lov att detaljstyra både hållbarhets- och kostnadsmål. Regeringen kommer även utse ledamöter i AP-fondsmyndigheten. Det är detta som folkpartiet nu med all rätt kritiserar men mycket annat accepteras samtidigt. Nämnden ska även fastställa ett avkastningsmål, en referensportfölj, se till att all administration samordnas och sätta ett kostnadstak för förvaltningen som speglar utvecklingen för billig global indexförvaltning. Alla tjänstemän ska avlönas i nivå med jämförbara statliga myndigheter, vilket torde vara Riksgälden och Riksbanken. Ett sådant lönetak slår effektivt undan

möjligheten för rekrytering av riktigt kompetenta förvaltare, vilket kommer stärka pressen att fokusera på passiv indexförvaltning.

Hållbarhetsmålen prioriteras med stöd av luddiga formuleringar. AP-myndigheterna ska kunna avvika från index-referensen om de kan motivera att de gör det för att kunna göra ansvarsfulla investeringar. Det gäller även för Sjunde AP-fonden, som egentligen är en del av premiepensionssystemet. Det går emot idén med aktsamhetsprincipen som handlar om att uppmuntra kapitalförvaltare att investera ansvarsfullt, men utan att göra avkall på riskjusterad avkastning.

Förvaltarna ges ytterligare en möjlighet att ta sig ur AP-fondsmyndigheten indexgrepp, det vill säga avvika från den så kallade referensportföljen, genom att välja alternativa investeringsstrategier. Men här skall de tre myndigheterna samarbeta och arbetet leas av myndigheten i Göteborg. Fördelarna med mångfald och diversifiering i placeringsstrategierna utbeblir. För att motivera samordningen av denna förvaltning hänvisar förslaget till forskning om stordriftsfördelar, men trasslar därefter in sig i vad effekten blir av att inte kunna betala de löner som behövs för att rekrytera kompetens samtidigt som man inser att det är dyrt att anlita externa förvaltare.

Mest oroande är nog ändå att sex riksdagspartier redan verkar oeniga kring ett dåligt framkompromissat förslag som experimenterar med medborgarnas pensionsmedel utan att någon vet vad det kan komma att kosta.

Att motståndet mot omstöpningen av AP-fonderna är stort är således inte märkligt. AP-fondscheferna tror att den egna personalen kommer fly och att förändringarna kommer försvåra ett kompetent hållbarhetsarbete. Vår kritik gäller att främst att förslaget inte berör risken för att en konsekvent indexförvaltning kan medföra betydande samhällsekonomiska kostnader – särskilt i ett längre perspektiv. Vi hävdar att utredarna också förbiset effekten av försämrade långsiktig styrning av de svenska noterade bolagen. Det saknas även en seriös diskussion om AP-fondernas möjligheter att stödja de svenska små- och medelstora börsbolagen. Vad förändrade placeringsregler betyder för utförsäljningen av svenska börsbolag berörs inte heller.

Mest oroande är nog ändå att sex riksdagspartier redan verkar oeniga kring ett dåligt framkompromissat förslag som experimenterar med medborgarnas pensionsmedel utan att någon vet vad det kan komma att kosta. Därför bör promemorian dras tillbaka. En ny sådan från Finansdepartementet borde koncentrera sig på att införa friare placeringsregler, en tydligare aktsamhetsprincip, löner som är konkurrenskraftiga men inte löneledande och en från regeringen verkligt oberoende huvudman.

Sophie Nachemson-Ekwall, doktor i företagsekonomi

Sven-Erik Sjöstrand, professor emeritus i företagsekonomi

Båda verksamma vid Handelshögskolan i Stockholm