
YTTRANDE
2017-10-18

Finansdepartementet
103 33 Stockholm

Dnr Fi2017/02972/FPM

Remissyttrande över promemorian *Ändrade regler för Första-Fjärde AP-fonderna* (Dnr Fi2017/02972/FPM)

1. Bakgrund och sammanfattning

Swedish House of Finance (SHoF) vid Handelshögskolan i Stockholm har bjudits in att yttra sig över promemorian *Ändrade regler för Första-Fjärde AP-fonderna* (Dnr Fi2017/02972/FPM). Våra ståndpunkter om promemorians förslag kan sammanfattas som följer:

- 1. Förändrade placeringsregler:** Vi instämmer i förslaget att sänka den minsta tillåtna andelen räntebärande värdepapper i varje fonds tillgångsportfölj samt i förslaget att ta bort kravet på extern förvaltning.¹ Vi är överlag positiva till att utöka fondernas möjligheter att investera i illikvida tillgångar, men har kommentarer på utformningen av förslaget. Vi tar inte ställning i fråga om förbudet mot investeringar i råvaruderivat: vi anser visserligen inte att det skäl för ett fortsatt förbud som presenteras i promemorian är rimligt, men det kan trots det finnas andra skäl som motiverar en viss begränsning av tillgångsslag i fondernas investeringsmandat.
- 2. Ansvarsfulla investeringar och ansvarsfullt ägande:** Vi anser inte att det bör införas lagkrav på föredömlig förvaltning genom ansvarsfulla investeringar och ansvarsfullt ägande, åtminstone inte på det sätt som föreslås i promemorian. Om lagkrav ändå införs så instämmer vi dock i promemorians förslag gällande riktlinjer, mål och transparens när det kommer till ansvarsfulla investeringar och ansvarsfullt ägande.

I det följande utvecklar och motiverar vi dessa ståndpunkter i mer detalj.

¹ Vi förkortar "Första-Fjärde AP-fonderna" till "fonderna" i detta remissvar för att förenkla läsningen.

2. Förändrade placeringsregler

Avgränsade investeringsmandat, till exempel förbud mot att investera i vissa tillgångsslag eller begränsningar av hur stor del vissa tillgångsslag får utgöra av en portfölj, är en vanligt förekommande metod för att hantera risker inom institutionell kapitalförvaltning (se till exempel Bank for International Settlements, 2003). Att utforma optimala begränsningar av investeringsmandat handlar om att göra en avvägning mellan två delvis motstående mål: å ena sidan att ge fondförvaltare största möjliga flexibilitet i sina investeringsbeslut för att de ska kunna utnyttja alla lönsamma investeringsmöjligheter som dyker upp, å andra sidan att se till att förvaltarnas incitament ligger i linje med huvudmannens mål. En viktig insikt från teoretisk forskning på området är att det ofta inte är möjligt att utforma investeringsmandat som ger både maximal investeringseffektivitet och optimal incitamentsstruktur, eftersom det med bredare investeringsmandat blir svårare att mäta prestation och risktagande (He och Xiong, 2013). Detta innebär att utformningen av investeringsmandat i praktiken handlar om att göra pragmatiska avvägningar mellan de två målen.

Vår bedömning är att de utökningar av fondernas investeringsmandat som föreslås i promemorian är välmotiverade mot bakgrund av ovanstående diskussion. Att sänka den minsta andelen räntebärande värdepapper i varje fonds tillgångsportfölj från 30 procent till 20 procent bör, i enlighet med argumentationen i promemorian, ge fonderna bättre förutsättningar att generera hög riskjusterad avkastning på det förvaltade kapitalet utan att för den skull medföra några allvarliga risker. Detsamma gäller förslaget om att utöka fondernas möjligheter att investera i illikvida tillgångar upp till ett tak på 40 procent av varje fonds marknadsvärde. Det finns dock ett antal saker som är viktiga att tänka igenom när det gäller utformningen och konsekvenserna av förslaget om investeringar i illikvida tillgångar.

För det första innebär promemorians förslag att fonderna inte får göra direktinvesteringar i illikvida tillgångar, utan enbart investera i sådana tillgångar genom fonder eller riskkapitalbolag. Forskning pekar dock på att det finns effektivitetsvinster i att tillåta direktinvesteringar, till exempel i form av saminvesteringar med fondförvaltare eller riskkapitalbolag, bland annat eftersom detta gör det möjligt att sänka förvaltningsavgifterna (se till exempel Fang et al., 2015). Förslaget innebär alltså

att fonderna inte ges möjlighet att investera i illikvida tillgångar på bästa sätt. Direktinvesteringar är dock resurs- och kompetenskrävande och det är inte lämpligt att bygga upp fyra parallella organisationer för detta, vilket promemorian också noterar, särskilt inte som Sjätte AP-fonden redan idag har en organisation för investeringar i onoterade bolag. Om promemorians förslag genomförs finns det därför anledning att se över om och hur fonderna kan samarbeta sinsemellan och tillsammans med Sjätte AP-fonden för att investeringarna i illikvida tillgångar ska kunna göras på ett kostnadseffektivt sätt. En kostnadseffektiv modell för illikvida investeringar kan förutsätta ytterligare separation av mandaten mellan de olika fonderna.

För det andra så innebär en större andel illikvida tillgångar i fondernas portföljer att likviditetsriskerna blir något större. Detta ställer ökade krav på likviditetsplanering från fondernas sida, vilket i sin tur kräver kompetens och resurser. För att utveckla den här kompetensen på ett kostnadseffektivt sätt kan det även i fråga om detta vara bra med någon form av samordning fonderna sinsemellan och tillsammans med Sjätte AP-fonden.

För det tredje så innebär avsaknaden av kontinuerligt uppdaterade marknadsvärderingar av illikvida tillgångar att de är svårare att värdera än likvida tillgångar, vilket gör att den löpande utvärderingen av fonderna blir svårare om deras portföljer till större del består av illikvida tillgångar. Forskning pekar till exempel på att risken i riskkapitalinvesteringar kan underskattas och att prestationen därmed kan överskattas (Ang och Sorensen, 2012). Det är därför viktigt att tänka igenom hur fondernas prestation ska mätas och exakt hur utvärderingen av dem ska gå till om promemorians förslag genomförs (för mer detaljerade diskussioner gällande värdering av illikvida tillgångar, se till exempel Ang och Sorensen, 2012, och Chen och Greenberg, 2017). Illikvida tillgångar ökar realistiskt sett styrelsens ansvar för att överse investeringarna i fonden.

Promemorian förordar vidare att fonderna även i fortsättningen inte ska få investera i råvaruderivat, med motiveringen att detta "kan leda till ökade matpriser och därmed särskilt drabba fattiga och redan utsatta grupper bland jordens befolkning". Vi anser att det förvisso kan finnas skäl att begränsa fondernas investeringsmandat när det gäller derivatinstrument, framför allt från ett riskhanteringsperspektiv och mot bakgrund av diskussionen ovan, men det skäl som promemorian framför är orimligt. Priset på råvaror bestäms i slutändan av utbud och efterfrågan på själva

råvarorna och även om handel med råvaruderivat kan bidra till att jämna ut prisfluktuationer över tid så finns det ingen omedelbar koppling mellan existensen av derivathandel och råvarupriser. Vi noterar också att de fördelningspolitiska konsekvenserna av höjda matpriser är komplexa: en stor del av fattiga hushålls inkomster kommer från jordbruk och högre priser på deras produktion är ofta en förutsättning för högre levnadsstandard (se till exempel Jacoby, 2013). Vi tar inte ställning i fråga om förbudet mot investeringar i råvaruderivat i det här remissvaret, utan noterar bara att argumentet som framförs till stöd för detta förslag i promemorian inte förefaller giltigt.

Vad gäller förslaget att ta bort kravet på extern förvaltning av minst 10 procent av varje fonds marknadsvärde så anser vi, i enlighet med argumentationen i promemorian, att beslut om omfattningen av den externa förvaltningen bäst fattas av fonderna själva i deras arbete med att uppnå högsta möjliga avkastning på förvaltad kapital och att förslaget därför är välmotiverat.

3. Ansvarsfulla investeringar och ansvarsfullt ägande

Vi är kritiska till förslaget att införa lagkrav på föredömlig förvaltning genom ansvarsfulla investeringar och ansvarsfullt ägande i den form som förslaget presenteras i promemorian. Vårt huvudsakliga skäl är att förslaget att "[s]ärskild vikt ska fästas vid hur en hållbar utveckling kan främjas, utan att det görs avkall på det övergripande målet om hög avkastning" introducerar en potentiell målkonflikt i fondernas uppdrag utan att ge några riktlinjer för hur denna målkonflikt ska hanteras i de fall hög avkastning och hållbar utveckling står i konflikt. Formuleringen av förslaget är dock otydlig: om förslaget innebär att hög avkastning *alltid* går före hållbarhet när de två målen står emot varandra, vilket är en möjlig men inte självklar tolkning, så bör detta förtydligas.

Vår kritik gäller oavsett om sambandet mellan hållbar utveckling och avkastning i specifika fall är negativt eller positivt. Om sambandet är positivt, alltså att hållbarhetsarbete bidrar till högre avkastning, så är skälen för att införa ett lagkrav på att fonderna ska främja hållbar utveckling svagare (eftersom detta i så fall redan ryms i målet att uppnå högsta möjliga avkastning). Om det å andra sidan är negativt, alltså att främjande av hållbar utveckling hämmar fondernas avkastning, så anger förslaget inte tillräckligt tydligt hur denna målkonflikt ska hanteras och bidrar därmed enbart

till osäkerhet. Vi noterar dock att det mest sannolika är att hållbarhetsmål och avkastningsmål står i konflikt med varandra i någon utsträckning, åtminstone på längre sikt, vilket innebär att fonderna troligen måste vara beredda att ge upp viss avkastning för att på allvar kunna göra ett positivt avtryck i hållbarhetsfrågor (se till exempel Hong och Kacperczyk, 2009, och Heinkel et al., 2001). Vi vill understryka att vår invändning mot promemorians förslag inte nödvändigtvis handlar om att det är principiellt fel att föreskriva hållbarhetsmål för fonderna, utan att förslaget i sin nuvarande form inte tillräckligt tydligt hanterar den potentiella målkonflikten mellan hållbarhet och avkastning.

Vi ifrågasätter också behovet av att införa lagkrav på föredömlig förvaltning genom ansvarsfulla investeringar och ansvarsfullt ägande då det råder bred enighet om att fonderna redan idag arbetar bra med hållbarhetsfrågor, bland annat genom det gemensamma Etikrådet. Om ett lagkrav införs är det viktigt att det utformas på ett sätt som är explicit angående målkonflikten mellan avkastning och hållbarhet. Ett tänkbart sätt att göra det är att lagkravet enbart innefattar att fonderna med utgångspunkt i ESG-kriterier ska besluta om vilka tillgångar som de får och inte får investera i. Vissa investeringar är då på etiska grunder helt förbjudna oavsett avkastning, men inom ramen för tillåtna investeringar är målet entydigt att uppnå högsta möjliga avkastning. Ett sådant lagkrav bär inte på några inneboende målkonflikter och är därmed att föredra framför ett mer löst formulerat krav om att främja hållbar utveckling i största allmänhet utan att göra avkall på målet om hög avkastning.

Givet att lagkrav införs så är det rimligt att fonderna, i enlighet med promemorians förslag, också åläggs att besluta om riktlinjer och mål för arbetet med ansvarsfulla investeringar och ansvarsfullt ägande samt att upprätta en värdegrund och riktlinjer för redovisningen av detta arbete. Detta bör fonderna i så fall göra gemensamt, dels för att kostnaderna för hållbarhetsarbetet på så sätt blir mindre som andel av förvaltad kapital och dels för att samma spelregler bör gälla för alla fonder om krav på ansvarsfullhet införs i lag.

Stockholm den 18 oktober 2017

Niklas Amberg (sekr.)

Bo Becker

Peter Englund

Per Strömberg

Pehr Wissén

Swedish House of Finance är ett opartiskt, icke-vinstdrivande nationellt center för finansforskning vid Handelshögskolan i Stockholm. Centret finansieras av Handelshögskolan i Stockholm, den svenska finanssektorn och svenska staten (genom Vinnova). För innehållet i detta remissyttrande svarar de undertecknande forskarna – inte Swedish House of Finance som institution. Swedish House of Finance tillämpar en disclosure policy för anknutna forskare gällande redovisning av potentiella intressekonflikter (<https://www.houseoffinance.se/disclosure-policy/>).

Referenser

Ang, A. och M. Sorensen. (2012). "Risks, Returns, and Optimal Holdings of Private Equity: A Survey of Existing Approaches". *Quarterly Journal of Finance*, 2(3).

Bank for International Settlements. (2003). "Incentive Structures in Institutional Asset Management and Their Implications for Financial Markets". Rapport: Bank for International Settlements (Committee on the Global Financial System).

Chen, B. och D. Greenberg. (2017). "Consistent Risk Modeling of Liquid and Illiquid Asset Returns". *Journal of Portfolio Management*, Special Real Estate Issue, 43(6), 73-89.

Fang, L., V. Ivashina och J. Lerner. (2015). "The Disintermediation of Financial Markets: Direct Investing in Private Equity". *Journal of Financial Economics*, 116(1), 160-178.

He, Z. och W. Xiong. (2013). "Delegated Asset Management, Investment Mandates, and Capital Immobility". *Journal of Financial Economics*, 107(2), 239-258.

Heinkel, R., A. Kraus, and J. Zechner. (2001). "The Effect of Green Investment on Corporate Behavior". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 36(4), 431-449.

Hong, H. och Kacperczyk M. (2009). "The Price of Sin: The Effects of Social Norms on Markets". *Journal of Financial Economics*, 93(1), 15-36.

Jacoby, H. (2013). "Food Prices, Wages, and Welfare in Rural India". Rapport: World Bank Policy Research Working Paper 6412.