



GÖTEBORGS UNIVERSITET  
HANDELSHÖGSKOLAN

DE NORDISKA PENSIONS FONDERNA  
EN KOMPARATIV STUDIE AV LÄNDERNAS BUFFERTFONDER



NORGES BANK  
INVESTMENT MANAGEMENT



KANDIDATUPPSATS I INDUSTRIELL OCH FINANSIELL EKONOMI  
HANDELSHÖGSKOLAN VID GÖTEBORGS UNIVERSITET  
VÅRTERMINEN 2019

HANDLEDARE: ELIAS BENGTTSSON

FÖRFATTARE:

VIKTOR INGEMARSSON, 910614

MARCUS SVENSSON, 960722

## Abstract

There are a few dozen state-owned funds in the world that, to some extent, manage capital belonging to its citizens, collectively called Sovereign Wealth Funds (SWF). During the middle of the 20th century most of the Nordic countries created funds that today are to be called SWFs. These are intended to act as supplements to the already established pension systems in the form of buffer funds. Previous research on the Nordic countries' pension funds refers to the welfare systems in the countries as a unit; the countries have been referred to as a category of "welfare regimes", "family of nations" and applicants of the "nordic model" to name a set of terms for the systems. However, it could be that the Nordic countries' buffer funds differ, implying that the countries have not implemented such a homogeneous systems as stated. This report therefore intends to investigate whether this is the case through a comparative study of three countries' funds: Sweden, Norway and Denmark.

Previous studies on the subject have identified multiple factors that affect the possibility of return. Four of the most frequently mentioned were chosen to be studied: *Corporate social responsibility (CSR)*, *salaries*, *restrictions on holdings* and *investment strategies*. Furthermore, the countries' buffer funds differ markedly in returns. This report carries out a literature study to find information on how the mentioned factors affect the return. This combined with the collection of empirical data primarily based on the countries' legal texts and the funds' annual reports in order to be able to demonstrate any differences among them. This theoretical literature study is then woven together with the collected empirical data and forms the basis for the analysis. The differences between the funds are linked to the different returns the funds achieve.

There are great differences in which way the funds manage their assets. Denmark's ATP fund stands out as different in relation to Sweden's AP funds and Norway's NBIM fund. ATP distinguishes itself with larger performance-based salaries, higher risks and more short-term strategy, which has led to higher management costs. Differences in the factors studied, together with non-analyzed factors, contribute to the spread of the returns the funds perform. It can be concluded that the Nordic countries cannot fully be considered "welfare regimes", "family of nations" or applicants of the "nordic model" with regard to their buffer funds.

## Sammanfattning

Det finns i världen ett par dussin statligt ägda fonder som i någon omfattning förvaltar medel tillhörande medborgarna, gemensamt kallade Sovereign Wealth Funds (SWF). Under 1900-talets mitt skapade flertalet av de nordiska länderna fonder som idag är att kalla SWF'er. Dessa är ämnade att vara tillägg till de redan inrättade pensionssystemen i form av buffertfonder. Tidigare forskning kring de nordiska ländernas pensionsfonder benämner systemen för välfärd i länderna som en enhet; länderna har benämnts som en kategori av "välfärdsregimer", "familj av nationer" och tillämpare av den "nordiska modellen" för att nämna ett axplock av benämningar för systemen. Det skulle dock kunna vara så att de nordiska ländernas buffertfonder skiljer sig åt, vilket innebär att länderna inte är ett så homogent system som uppges. Denna rapport ämnar alltså att undersöka om så är fallet genom en komparativ studie av tre länders fondgrupper: Sveriges, Norges och Danmarks.

Tidigare studier inom ämnet har identifierat flertalet faktorer som påverkar möjligheten till avkastning. Fyra av de mest frekvent nämnda valdes att studera: *Corporate Social Responsibility (CSR)*, *arvoden*, *restriktioner avseende innehav* samt *investeringsstrategier*. Vidare skiljer sig ländernas buffertfonder markant åt i avkastning. Denna rapport utför en litteraturstudie för att hitta information kring hur ovan nämnda faktorer påverkar avkastningen. Detta i kombination med empiriinsamling främst baserat på ländernas lagtexter och fondernas årsredovisningar för att kunna påvisa eventuella skillnader sinsemellan. Denna teoretiska litteraturstudie vävs sedan samman med den insamlade empirin och lägger grund för den analys som utförs. Skillnader fonderna mellan knyts till de olika avkastningar fonderna presterar.

Stora skillnader finns i hur fonderna förvaltar sina tillgångar. Danmarks ATP-fond är framförallt den som sticker ut som annorlunda i relation till Sveriges AP-fonder och Norges NBIM-fond. ATP särskiljer sig med större prestationsbaserade löner, högre risker och mer kortsiktig strategi vilket lett till högre förvaltningskostnader. Skillnader på de i studien studerade faktorerna tillsammans med ej analyserade faktorer bidrar till den spridda avkastning fonderna presterar. Slutsats kan dras att de nordiska länderna inte fullt ut kan ses som "välfärdsregimer", "familj av nationer" eller tillämpare av den "nordiska modellen" med avseende på dess buffertfonder.

# Innehållsförteckning

|   |           |
|---|-----------|
| <b>Akronymer</b>                                    | <b>i</b>  |
| <b>1 Inledning</b>                                  | <b>1</b>  |
| 1.1 Bakgrund . . . . .                              | 1         |
| 1.2 Problemdiskussion . . . . .                     | 2         |
| <b>2 Teori</b>                                      | <b>4</b>  |
| 2.1 Faktorerna . . . . .                            | 4         |
| 2.1.1 Corporate Social Responsibility . . . . .     | 4         |
| 2.1.1.1 Transparens och styrsystem . . . . .        | 5         |
| 2.1.1.2 Hållbarhet . . . . .                        | 6         |
| 2.1.2 Arvoden . . . . .                             | 7         |
| 2.1.3 Restriktioner avseende innehav . . . . .      | 8         |
| 2.1.3.1 Risk-return tradeoff . . . . .              | 9         |
| 2.1.4 Investeringsstrategier . . . . .              | 9         |
| 2.1.4.1 Home bias . . . . .                         | 10        |
| 2.1.4.2 Tidshorisonter på investeringar . . . . .   | 11        |
| 2.2 Sammanställning av teori . . . . .              | 12        |
| <b>3 Metod</b>                                      | <b>13</b> |
| 3.1 Studieobjekt . . . . .                          | 14        |
| 3.2 Mått att jämföra . . . . .                      | 15        |
| 3.2.1 Mått i första delstudien . . . . .            | 15        |
| 3.2.2 Mått i andra delstudien . . . . .             | 16        |
| 3.3 Tillvägagångssätt . . . . .                     | 16        |
| 3.3.1 Tillvägagångssätt första delstudien . . . . . | 16        |
| 3.3.2 Tillvägagångssätt andra delstudien . . . . .  | 17        |
| 3.3.3 Tillvägagångssätt vid analys . . . . .        | 17        |

|          |   |           |
|----------|---|-----------|
| 3.4      | Validitet, reliabilitet och etik . . . . .          | 20        |
| <b>4</b> | <b>Empiri</b>                                       | <b>22</b> |
| 4.1      | Faktorerna . . . . .                                | 22        |
| 4.1.1    | Corporate Social Responsibility . . . . .           | 23        |
| 4.1.1.1  | AP-fonderna . . . . .                               | 23        |
| 4.1.1.2  | NBIM . . . . .                                      | 24        |
| 4.1.1.3  | ATP . . . . .                                       | 25        |
| 4.1.2    | Arvoden . . . . .                                   | 25        |
| 4.1.3    | Restriktioner avseende innehav . . . . .            | 27        |
| 4.1.3.1  | Risk-return tradeoff . . . . .                      | 29        |
| 4.1.4    | Investeringsstrategier . . . . .                    | 30        |
| 4.1.4.1  | Home bias . . . . .                                 | 32        |
| 4.1.4.2  | Tidshorisonter på investeringar . . . . .           | 33        |
| 4.2      | Avkastning och avgift . . . . .                     | 33        |
| 4.2.1    | Förvaltningsavgift . . . . .                        | 35        |
| 4.3      | Sammanställning av skillnader . . . . .             | 36        |
| <b>5</b> | <b>Analys</b>                                       | <b>37</b> |
| 5.1      | Faktorerna . . . . .                                | 37        |
| 5.1.1    | Corporate Social Responsibility . . . . .           | 37        |
| 5.1.2    | Arvoden . . . . .                                   | 38        |
| 5.1.3    | Restriktioner avseende innehav . . . . .            | 39        |
| 5.1.3.1  | Risk-return tradeoff . . . . .                      | 40        |
| 5.1.4    | Investeringsstrategier . . . . .                    | 41        |
| 5.1.4.1  | Home bias . . . . .                                 | 41        |
| 5.1.4.2  | Tidshorisonter på investeringar . . . . .           | 42        |
| 5.2      | Sammanställning av påverkan på avkastning . . . . . | 43        |
| <b>6</b> | <b>Slutsats</b>                                     | <b>45</b> |
| 6.1      | Rekommendationer för vidare arbete . . . . .        | 46        |
|          | <b>Litteraturförteckning</b>                        | <b>48</b> |

# Akronymer

**AP-fonderna** Allmänna Pensionsfonderna.

**ATP** Arbejdsmarkedets Tillægspension.

**CSR** Corporate Social Responsibility.

**EES** Europeiska Ekonomiska Samarbetsområdet.

**NBIM** Norges Bank Investment Management.

**pp** Percentage points.

**SWF** Sovereign Wealth Funds.

**WEI** World Equity Index.

# 1

## Inledning

### 1.1 Bakgrund

Det finns i världen ett par dussin statligt ägda fonder som i någon omfattning förvaltar medel tillhörande medborgarna, gemensamt kallade Sovereign Wealth Funds (SWF). Dessa har i någon mån som syfte komma till gagn för dess medborgare genom att återföra medlen förskansade sig i ekonomin. Under tiden är de anförtrödda att förvalta medlen på bästa sätt. Under 1900-talets mitt skapade flertalet av de nordiska länderna fonder som idag är att kalla SWF'er. Dessa är ämnade att vara tillägg till de redan inrättade pensionssystem i form av buffertfonder (ATP, 2019; Pensionsmyndigheten, 2019). Med buffertfonder menas att nettopositiva medel från de allmänna pensionssystemen tillfaller dessa fonder att förvalta tills dess att de behöver återföras för pensionsutbetalningar (Riksdagen, 2000). Dessa kompletterade de pensionssystem som instiftats i form av *pay-as-you-go* system för att täcka upp vid fluktuationer i finansiering. Systemen för de olika nordiska länderna upprättades under liknande tidsperiod av motsvarande institutioner och med liknande syfte.

Det finns ett allmänintresse i att undersöka samt tillhandahålla information om hur SWF presterar då tillgångarna i någon mån tillhör dess medborgare. Fonder av typen SWF måste ofta följa riktlinjer vilket leder till att de inte kan följa samma strategier som gemene investeringsfonder (G. Clark, 2000). Med detta i beaktande kan den reala avkastning som denna specifika kategori av fonder genererar inte jämföras med godtycklig investeringsfond.

Tidigare forskning kring de nordiska länders pensionsfonder upprepar vid benämning de skandinaviska ländernas välfärdssystem som en enhet. Länderna har benämnts som en kategori av "välfärdsregimer" (Esping-Andersen, 1990), "familj av nationer" (Castles, 1993) som tillämpare av den "nordiska modellen" (Kvist & Greve, 2011; Kildal & Kuhnle, 2005; Earles, 2011) för att nämna ett axplock av benämningar för systemen. Det finns inga tidigare studier som tittat närmare på hur dessa nordiska fonder skiljer sig åt eller vilken som presterar bäst utifrån dess begränsande faktorer.

Eventuellt kan det finnas områden de olika fonderna skiljer sig åt. Detta blir intressant att studera då de olika ländernas pensionsfonder också genererar olika avkastning (Pensionsmyndigheten, 2018; NBIM, 2018b; ATP, 2018). Skillnader mellan fonderna skulle i detta fall kunna ligga till grund för en förklaringsmodell för de olika avkastningarna fonderna emellan.

## 1.2 Problemdiskussion

I tidigare studier är det omdiskuterat vilka faktorer som påverkar fonders möjlighet till avkastning och hur agerandet i faktorernas avseende är vida diskuterat (G. L. Clark & Urwin, 2008; G. L. Clark, 2004). Vidare är pensionsfonder extremt komplexa institutioner så ett paket av *best-practice*, ett optimalt agerande, kan inte identifieras som är relevant för alla system och över alla tidsperioder (Mitchell & Hsin, 1994). Försök att fastställa ett sådant paket av optimalt agerande för pensionsfonder har dock utförts (G. L. Clark & Urwin, 2008). Pensionsfonder i de olika länderna runt om i Europa skiljer sig åt på ett flertal sätt, framförallt deras agerande och restriktioner (Ebbinghaus, 2011).

Tidigare studier inom ämnet har identifierat flertalet områden som påverkar möjligheten till avkastning (Keasey, Thompson & Wright, 1999; Bauer & Koedijk, 2005; AP-fonderna, 2018; NBIM, 2018b; ATP, 2019). Fyra av de mest frekvent nämnda har valts att studeras: *Corporate Social Responsibility (CSR)*, *arvoden*, *restriktioner avseende innehav* samt *investeringsstrategier*. Dessa fyra faktorerers påverkan på avkastning har också vida diskuterats vilket belyses nedan.

Effekten mellan ett företags nivå av CSR och aktiekursens utveckling har i tidigare forskning studerats (Von Arx & Ziegler, 2008; Sauer, 2002; de Velde, Vermeir & Corten, 2005). Tidigare studier fastställer att ett utökat CSR-tänk hos företag inte kan påvisas ha någon negativ effekt på aktiekursen utan ibland positiv. En väldigt stark positiv koppling går dock inte att finna. Investeringsfondens avkastning påverkas då direkt av de underliggande tillgångarnas agerande med avseende på CSR om kausala samband finns.

Tidigare studier visar att investeringsfonders prestationsbaserade arvoden har stor inverkan på investeringarna som görs (Elton, Gruber & Blake, 2001; Servaes & Sigurdsson, 2018). Fonder med prestationsbaserade arvoden är mer riskbenägna och den avkastningen hos fonder med sådana arvoden kan inte ses överprestera, under annars motsvarande förutsättningar, mot parten som saknar sådana arvoden.

Restriktioner avseende innehav har betydelse för investeringsfondens utveckling, då ex-



empelvis aktivt ägande praktiseras. Tidigare studier visar på att investeringsfonder ofta utövar inflytande genom sina stora röstningsmöjligheter och ökar på så sätt bolagsvärdet (Appel, Gormley & Keim, 2016).

Investeringsstrategier hos fonder påverkar avkastning enligt tidigare forskning (Perold & Sharpe, 1995; Vinell, Fischerstrom & Nilsson, 2005). Aktiv respektive passiv investering ger tvetydiga resultat, då en passiv investeringsstrategi visar kunna ge långsiktig stabil avkastning (Perold & Sharpe, 1995). Däremot möjliggör en aktiv investeringsstrategi att investeraren kan "tajma" marknaden, och på så sätt överträffa den passiva investeraren, vilket också har visat sig ge goda resultat (Vinell m. fl., 2005).

De nordiska ländernas allmänna pensionsfonders avkastning är något som flertalet gånger blivit undersökt (Bergensand & Svahn, 2012; Rudolph, Hinz, Antolín & Yermo, 2010; Larsson & Åkerhielm, 2012; Vitas, 2008; Gryde & Ohlsson, 2010; Tonks, 2006; Uludag & Keskin, 2010; Keilani & Collaros, 2012; Eliasson & Möller, 2018; Davis, 1993). Dessa arbeten har dock endast behandlat enskilda nordiska länders pensionsfonder. Således har ingen komparativ studie, på samma basis som detta arbete ämnar, utförts tidigare.

Det saknas övergripande sammanställning av skillnaderna mellan fonderna angående faktorerna *CSR*, *arvoden*, *restriktioner avseende innehav* samt *investeringsstrategier* vilket fordrar fastställande. Tidigare studier angående hur de olika faktorerna som omgärdar de olika fonderna påverkar dess agerande och i så fall vilken eventuell påverkan dessa har på avkastning har inte heller utförts. Detta arbete ämnar således att bidra till litteraturen genom att initialt utföra en sammanställning av de eventuella skillnader fonderna emellan angående ovan nämnda faktorer. Detta följt av en sammanställning av real avkastning för fondgrupperna. Dessa båda grunder kommer sedan användas för att analysera eventuella samband däremellan. Följande frågeställningar ämnas därmed att besvaras:

- Vilka är skillnaderna med avseende på faktorerna *CSR*, *arvoden*, *restriktioner avseende innehav* samt *investeringsstrategier* fonderna emellan?
- Vilken är den reala avkastningen för de olika fonderna?

Syftet ämnar alltså att genom dessa två frågeställningar fastställa om de nordiska ländernas buffertfonder kan ses som en homogen grupp likt, som tidigare nämnts, en kategori av "välfärdsregimer", "familj av nationer" och tillämpare av den "nordiska modellen".

# 2

## Teori

I följande kapitel kommer teori kring de fyra faktorerna *CSR*, *arvoden*, *restriktioner avseende innehav* och *investeringsstrategier* presenteras. Teorierna ämnar också att påvisa den påverkan faktorerna har på avkastning. Teori som berör avkastning och kostnader berörs ej i detta kapitel. Detta även om vissa områden inom ämnet används i arbetet. Anledning till detta är att denna studie endast behandlar elementära begrepp och teorier inom avkastning och kostnader. Redogörelse för denna teori utförs i senare kapitel, kapitel 3. En enklare sammanfattning av teorikapitlet där agerande inom de enskilda faktorerna som har stor påverkan på avkastning presenteras.

### 2.1 Faktorerna

Nyckelbegrepp och övergripande slutsatser som uppkommit i de olika studierna presenteras för varje enskild faktor. Tillvägagångssätt och ibland ansatser hos studierna har utelämnats i syfte att öka läsbarheten. Studier som ej specifikt inkluderat avkastning som variabel i analysen har utelämnats då kopplingar till avkastning då endast kan utföras spekulativt.

#### 2.1.1 Corporate Social Responsibility

CSR är en typ av internationell självreglering av privata företag (Wood, 1991). Det var tidigare möjligt att beskriva CSR som en intern organisationspolitik eller en företagsstrategi, men har på senare år vidareutvecklats till all bli mer och mer obligatorisk (Sheehy, 2012). Även om det under en tid har ansetts vara en form av företagsreglering har CSR under 2000-talet flyttats avsevärt från frivilliga beslut på enskilda organisationers nivå till semi-obligatoriska system på regional, nationell och internationell nivå.

En tidigare studie jämförde befintliga ekonometriska studier av förhållandet mellan social och ekonomisk prestation av företag och slog fast att de motsägelsefulla resultaten av tidigare studier som rapporterade positiva, negativa och neutrala ekonomiska konsekvenser berodde på bristfällig empirisk analys (McWilliams & Siegel, 2000). Slutsatsen studien drog var att när CSR specificerades korrekt har den en neutral inverkan på det

finansiella resultatet hos företaget. I en annan studie där bolag på den amerikanska och europeiska aktiemarknaden studerades mellan åren 2003 och 2006 framkom det att miljömässiga och sociala aktiviteter hos företag jämfört med andra liknande företag inom branschen värderas positivt av aktiemarknaden (Von Arx & Ziegler, 2008). Enligt studiens resultat har aktiemarknaderna, framförallt den amerikanska, genererat högre avkastning på investeringar i företag med en stora inslag av ekologiska och sociala aktiviteter jämfört med andra företag inom dess bransch. Investerare som tillämpade en *buy-and-hold*-strategi skulle med andra ord ha ökat sitt portföljvärde genom att investera i företag som i större utsträckning tillämpade CSR.

Även andra studier har utförts där avkastning och CSR jämförts. Den enda studien baserades på MSCI KLD 400 Social Index som lanserades 1990 och är utformat för att hjälpa socialt medvetna investerare att väga sociala och miljömässiga faktorer i sina investeringsval (Sauer, 2002). Studien finner inga negativa samband mellan ett utökat CSR och ett företags avkastning. Vidare visar en annan studie en positiv korrelation mellan CSR och avkastning, dock en svag sådan (de Velde m. fl., 2005). Resultaten av studien visar också att investerare är redo att betala premie för företag med god förvaltning av sina relationer med aktieägare, kunder och leverantörer.

Tidigare forskning har även studerat hur den riskjusterade avkastningen påverkas av etiska fonder (Bauer & Koedijk, 2005). Denna studie undersökte 103 tyska, brittiska och amerikanska etiska fonder och deras riskjusterade avkastning. Resultatet indikerar att de etiska fonderna, jämfört med liknande utan etiska aspekter, presterade riskjusterad avkastning utan signifikanta skillnader.

#### **2.1.1.1 Transparens och styrsystem**

Bolagsstyrning är kärnan i att följa upp bolagets verksamhet och ledningens styrsystem (Gilson, 2000). För att denna övervakning ska vara meningsfull måste de ha både förmåga att observera och förmåga att agera. Eftersom de flesta uppgifter om ett företags prestation är unikt tillgängliga från bolaget själv är det viktigt att ledningen beskriver denna information. Utan effektiv informationsprestanda kan investerare inte utvärdera ledningens resultat och potentiella investerare kan inte förutse bolagets framtid. Ledningen har incitament att avslöja positiv information men mindre incitament att avslöja negativ information. "Det är enkelt att leverera information till investerare, men det är svårt att leverera trovärdig information" (Black, 2000).

Utän regler kring företagsinformation riskerar marknaden att bli en så kallad *lemon market*, asymmetri av information orsakar marknadsförstöring (Akerlof, 1970). Sam-

manfattningsvis kan det hävdas att investeringar kräver god företagsstyrning och god företagsstyrning kräver trovärdig information från företagsledningen. Ägarens transparens är en annan viktig dimension (Gilson, 2000). Vid denna dimension är det viktigt att företaget avslöjar den största majoritetsinnehavarens identitet. Detta då risken för att en aktieägare med majoritetsinnehav gör beslut som endast gynnar den själv, inte företaget. Det kan vid en tidigare studie påvisas att bolagets verksamhet och dess transparens är nära sammankopplat (Hsiang-tsai & Chia, 2013). Resultatet av studien tyder på att företagens transparens har ett positivt påverkan på operativ utveckling. Företag med god företagsstyrning har också en positivt påverkan på verksamhetsutvecklingen.

Styrelsen är den högsta instansen av intern övervakning och det viktigaste är att övervaka beslutsfattarna inom företaget styrelsen eller åtminstone vara i ständig kommunikation med styrelsen (Fama, 1980). Det innebär att varje aktieägare som bedriver någon form av aktivt ägande bör se till att ha medlemmar i styrelsen. Styrelsen existerar för att övervaka ledningen, välja de bästa cheferna för jobbet och avskeda de som misslyckas i sina åtaganden. I verkligheten är styrelsen ofta bristande informerad och assisterar ledningen i företaget. Styrelserna väljs ofta av ledningen och får ersättning som fastställs av ledningen. Detta är inte i linje med vad som är optimalt för aktieägarnas intresse, vilket styrelsen ska jobba för (Monks & Minow, 2001). Framgången för ett aktivt ägande hänger på de interpersonella interaktionerna hos ägarna, styrelsen och företagsledningen. Betydande korrespondens är avgörande för att ägaren ska få det inflytande de söker (Brodin, Lundqvist, Sjöstrand & Östman, 2000).

### **2.1.1.2 Hållbarhet**

World Commission on Environment and Development, mer känd som Bruntlandrapporten, är ofta citerad som epitomin av hållbarhet med citatet “Development that meets the needs of the present without compromising the ability of future generations to meet their own needs” (Butlin, 1989). Hållbarhet brukar oftast benämnas ha tre pelare, engelskans *triple bottom line*, vilka är sociala, ekonomiska och ekologiska. För att dessa tre pelare ska anses vara hållbara bör följande uppfyllas (Slaper, Timothy & Hall, 2011):

- Samhällets, socialt kapital eller humankapitalets pelare avser rättvisa och fördelaktiga affärsmetoder mot arbete, samhället och regionen där ett företag bedriver sin verksamhet.
- Medan varje företag bedriver ekonomisk vinstmaximering ser hållbara företag det som en del av en affärsplan. Hållbara organisationer erkänner också att vinst inte motsätter sig den sociala eller ekologiska hållbarheten.

- Den ekologiska spelaren indikerar att en organisation försöker minska sitt ekologiska fotavtryck så mycket som möjligt. Dessa ansträngningar kan vara att minska avfall, investera i förnybar energi, hantera naturresurser mer effektivt och förbättra logistiken.

### 2.1.2 Arvoden

Då monetära styrmedel länge motiverat människor att arbeta mer effektivt så blir det tydligt varför fonder lockas att applicera liknande tänk med prestationsbaserade arvoden, bonusar, för ledningen. Historiskt har prestationsbaserade arvoden varit ett sätt att liera investerarens och analytikers intressen genom att belöna handlingar som genererar resultat i kundens intressen. I en tidigare studie undersöktes investeringsfonder mellan åren 1990 och 1999 för att avgöra vilken påverkan prestationsbaserade arvoden, *incentive fees*, har på fondernas prestation (Elton m. fl., 2001). Studien finner att fonder med prestationsbaserade arvoden har en svag positiv påverkan på avkastning.

Vidare kan det också påvisas att fonder med bonussystem har ett starkt ökat risktagande i dess investeringsstrategi (Elton m. fl., 2001). Detta leder också till att fonder som inte lever upp till de prestandamått, *benchmarks*, som är satta under första perioden, exempelvis första halvåret, ökar sitt risktagande under andra halvan och vice versa för att försöka uppnå målen. Exempelvis har många fonder med S&P500 som underliggande prestationsmål att slå, samt innehar bonussystem, hög exponering mot små bolag. Slutligen finner studien att fonder som har prestationsbaserade arvoden lockar mer kapital, under annars liknande förutsättningar, än fonder utan prestationsbaserade arvoden. Detta är ytterligare en orsak till att ledningen kan välja att använda prestationsbaserade arvoden. En mer samtida studie från 2018 som undersökte europeiska fonder mellan åren 2001 och 2011 visar på att fonder med prestationsbaserade arvoden har en 0.50% lägre riskjusterad avkastning än andra fonder (Servaes & Sigurdsson, 2018). Båda studierna kommer fram till lite annorlunda slutsatser. Detta kan dock bero på att studien av Elton m.fl. grundas i amerikanska fonder medan studien av Sarvaes grundas i europeiska fonder. Då skillnaden i slutsatser är så pass liten, svag positiv eller svag negativ påverkan, anses denna förklaring rimlig.

Den totala avgift som fonden kostar beskrivs oftast som en procentsats av det totala kapitalet. Hur denna avgift, vilken till stor del består av arvoden, påverkar den reala avkastningen är vida omdiskuterat (Carhart, 2012; Wermers, 2000). En studie finner en negativ korrelation mellan fondavgift och real avkastning, alltså att det inte är ekonomiskt försvarbart att betala en högre avgift i hopp om högre avkastning (Carhart,

2012). En annan studie visar på motsatsen och hävdar att fonder kan vara "värda" avgiften, då de i snitt överpresterar den procentsatsen (Wermers, 2000). Även här kommer båda studierna fram till annorlunda slutsatser. Detta kan dock bero på att de båda studierna är baserade på fonder över olika tidshorisonter och på så sätt inte underbyggs av likadan data.

### 2.1.3 Restriktioner avseende innehav

En investeringsfond kan ha restriktioner angående dess möjligheter att påverka dess innehavande bolag. Det går att dela in aktieägare i kategorier, de som endast köper och säljer aktier och de som aktivt försöker påverka förvaltningen (Keasey m. fl., 1999). Att vara en aktiv ägare kan ske på ett antal sätt som att delta i årsstämorna, söka sig till styrelsearbete och genom interaktioner med företagsledningen eller andra aktieägare försöka förbättra avkastningen. En tidigare studie visar på att fonder som har ett aktivt ägande påverkar företagets styrelseval vilket resulterar i en högre långsiktig avkastning (Appel m. fl., 2016). Sådana fonder utövar inflytande genom sina stora röstningsmöjligheter och ökar på så sätt bolagsvärdet.

Ägarna som ämnar att påverka företagets angelägenheter gör så på ett aktivt sätt och påverkar ledningen för att rätta till vad ägaren är missnöjd med (Keasey m. fl., 1999). Det här aktiva ägandet är ett försök att förändra snarare än att sälja sitt innehav. Om positionen säljs finns det inget sätt att utnyttja möjligheten att förbättra företaget i fråga. Om däremot aktivt ägande praktiseras kan aktieägaren möjligen påverka företaget i en mer gynnsam riktning. Aktivt ägande kan också ses som ett sätt att skjuta upp försäljning av sin position, denna försäljning kan ses som en sista utväg efter ett misslyckat försök att påverka. Passiva ägare kommer sannolikt å andra sidan att se sina innehav som en kapitalinvestering (Enquist & Javefors, 1996). Dessa ägare kommer sannolikt att sälja sina aktier om de är missnöjda med företaget i fråga. De sägs använda en köpa/sälja-strategi, vilket innebär att de köper aktier om de tror på bolaget och säljer innehav om de är missnöjda med företaget.

I dagens företag har individer inte längre ägande och kontroll över företagets ekonomiska rättigheter (Cubbin & Leach, 1983). Aktieinnehavaren är endast en leverantör av kapital och mottagare av avkastning samt har överlåtelsekontroll över sitt kapital. Vissa hävdar att marknadskrafterna ensamma borde räcka för att se till att företagen agerar med investerarnas bästa i beaktande (Keasey m. fl., 1999). Andra hävdar att bolagsstyrning istället är ett byråkratiskt problem då aktieägaren innehar exklusiv kontroll av aktiebolaget men inte rätten att kontrollera användningen av bolagets egendom

(Monks & Minow, 2001). Rätten till egendomskontroll delegeras istället till ledningen.

En annan notation som har gjorts är att det stora antalet aktieägare gynnar ledningen i kampen om kontroll av företaget (Monks & Minow, 2001). Många har därför incitament att öka sin egen kraft genom att öka antalet aktieägare ytterligare. Institutionella investerare begränsar i sin tur denna potential genom att vara stora aktieägare. Det finns få teorier som pekar på att ägarfördelningen och kontrollen är till nytta för ett företags verksamhet. Det finns ingen medveten tanke bakom denna uppdelning bakom ägandeskap hos företag utan är resultatet av det som troddes vara framsteg vid ökandet av aktiekapital. Dessa framsteg syftade till att göra börshandeln enklare men gjorde också klassiska ägar rättigheter svårare att ta ut vilket har gjort att aktieägarens funktion angående kontroll och övervakningen har minskats drastiskt.

### **2.1.3.1 Risk-return tradeoff**

Två begrepp som ofta sätts i relation till varandra är risk och avkastning. Relationen däremellan gör gällande att den potentiella avkastningen ökar med risken (Chen, 2019). Praktiserande av denna principen innebär associationer mellan positioner med låg risk till låg potentiell avkastning där också motsatt relation är tillika sant. I enighet med denna princip kan höga avkastningar endast ske om investerare accepterar en högre nivå av risk. Tidsaspekter spelar ofta en stor roll vilket innebär att investerare med möjlighet att investera långsiktigt också har potential att återhämta sig från lågkonjunktur genom att invänta högkonjunktur. Långsiktiga investerare kan i teorin således bära större risk.

### **2.1.4 Investeringsstrategier**

Hur en fond ska strukturera och fördela dess kapital över tid är investeringsstrategins essens där två centrala begrepp är allokering och diversifiering. Detta är också två grundläggande variabler att ta i beaktande vid upprättande av en fondportfölj (Bark & DeMarzo, 2014). Allokering syftar till hur det investerade kapitalet fördelas mellan olika klasser av tillgångar medan diversifiering syftar till fördelningen av kapital inom en specifik klass tillgångar. Grunden för den risknivå som portföljen kommer ha grundar sig i den diversifiering av innehavet portföljen uppnår. Tidigare studier som har undersökt den långsiktiga avkastningen kom fram till att portföljer med lägre risk presterade märkbart sämre än de portföljer med en högre risk, över långa tidsperioder (Leibowitz & Langetieg, 1989), se tidigare kapitel 2.1.3.1 angående *risk-return tradeoff*. Studien undersökte portföljer med fyra respektive sju procent riskpremium mellan åren 1926 och 1989.

En universell ägare definieras som stora institutionella investerare som innehar en portfölj som representerar ett brett segment av ekonomin (Hawley & Williams, 2000). Denna investerare har ett långsiktigt hållbart perspektiv och köper/säljer sällan samma aktier. Den universella ägarportföljen är liknande i sammansättning till marknaden som helhet vilket leder till att portföljens avkastning beror på både de enskilda företagens och ekonomins resultat. Detta leder till att universella ägares portföljer följer världsekonomin väl och är på så sätt påverkade av externaliteter. Enskilda företag tenderar att investera i projekt som är till fördel för företaget som helhet, men inte nödvändigtvis för marknaden. Ur den universella ägarens perspektiv att maximera den totala portföljens avkastning kan denne vara villig att acceptera lägre avkastning från vissa portföljbolag om dessa företag tar beslut som gynnar marknaden som helhet, vilket företaget inte annars skulle gjort. Detta kan leda till en intressekonflikt mellan den universella ägaren, företagets ledning och andra ägare.

Vidare är universella ägare benägna att sätta press på ett företag för att maximera den sociala förmånen, inte endast den ekonomiska (Hawley & Williams, 2000). De stora institutionella aktieägarna har både aktieägare och intressenters intressen i åtanke när de tar investeringsbeslut. Detta innebär att de måste överväga både traditionella ekonomiska faktorer och sociala faktorer när beslut tas. Denna ovanliga ställning gör dem ekonomiskt intresserade av långsiktig hälsa och välbefinnande i samhället som helhet. Vidare har också universella investerare fördelen att de ofta förvaltar stora mängder kapital då investeringsfonder verkar under så kallad *economies of scale* (Latzko, 2014). Detta innebär således att fondens kostnader minskar i relation till de totala tillgångarna när de växer.

#### **2.1.4.1 Home bias**

*Home bias* innebär att fondförvaltare överrepresenterar inhemskt innehav i dess investeringsportfölj (Barberis & Thaler, 2003). Detta innebär att den diversifiering som ofta eftersträvas för minimerad risk ej sker. Detta då fondförvaltare ofta har övertro på sin inhemska marknads potential för framtida avkastning. Detta anses vara en negativ trend då diversifiering är en väl beprövad metod för att minimera risk. Avsteg från detta leder till en risknivå som är högre än en portfölj med optimal diversifiering (Dahlquist, Pinkowitz, Stulz & Williamson, 2003). Det finns också ett tydligt samband mellan de som har en bakgrund inom tillverkningsindustrin och *home bias*, till skillnad från de med bakgrund inom bank- och försäkringssektorn som i stor utsträckning diversifierar mer (Palme, Sunden & Soderlind, 2005).



#### 2.1.4.2 Tidshorisonter på investeringar

*Buy and hold* (*B&H*) är en passiv investeringsstrategi där en investerare köper värdepapper och behåller dem under en lång period oavsett marknadsfluktuationer (Chen & Beers, 2019). Investerare som använder en *B&H*-strategi väljer aktivt investeringar men har liten oro för kortsiktiga prisrörelser och tekniska indikatorer. Många kända investerare som Warren Buffett och Jack Bogle berömmar *B&H*-strategin som idealisk för personer som söker långsiktig god avkastning (Perold & Sharpe, 1995). Att erkänna att förändringen tar tid gör att engagerade aktieägare antar *B&H*-strategier. I stället för att behandla ägande som en kortsiktigt vinstmaximering i en daglig handel av värdepapper, behåller *B&H*-investerare aktier genom låg- och högkonjunktur. Aktieägare bär således den ultimata risken för misslyckande men också den högsta belöningen vid börsuppgång (Vinell m. fl., 2005). De som argumenterar mot denna typ av strategi hävdar att investerare förlorar vinster genom att rida ut volatilitet snarare än att sälja av innehav och missar möjligheter att "tajma" marknaden. Det finns investerare som regelbundet lyckas med kortsiktiga investeringsstrategier men riskerna är större.

## 2.2 Sammanställning av teori

Nedan har de mest signifikanta aspekterna inom varje faktor och dess teoretiska implikation på avkastning sammanställts, se tabell 2.1. Detta för att skapa en överblick över den potentiella påverkan fonders agerande har på dess avkastning. Endast större aspekter lyfts i denna sammanställande tabell.

**Tabell 2.1:** Sammanställning av teorin med avseende på faktorerna och dess teoretiska implikation på avkastning. \*Restriktioner avseende innehav.

|                        | Sammanfattning  |
|------------------------|---|
| CSR                    | Tillämpas CSR i en större utsträckning kan en positiv påverkan på avkastning förväntas (Bauer & Koedijk, 2005; McWilliams & Siegel, 2000; Hsiang-tsai & Chia, 2013; Von Arx & Ziegler, 2008; Sauer, 2002; de Velde m. fl., 2005). Detta då fonder som agerar i enlighet med så kallade universala investerare i kombination med ett väl utbrett samarbete med portföljbolagen lyckas påverka bolagens styrsätt långsiktigt positivt.  |
| Arvoden                | Arvodens storlek har en signifikant påverkan på fonders förvaltningsavgift. Vidare kan prestationsbaserade arvoden inte påvisas ha någon signifikant effekt på avkastning, förutom att förvaltningsavgiften de facto ökar (Elton m. fl., 2001; Servaes & Sigurdsson, 2018; Carhart, 2012; Wermers, 2000). Det kan då med basis i tidigare studier påvisas att högre nivåer av arvoden än norm, vare sig de är prestationsbaserade eller ej, leder till negativ effekt på avkastning.  |
| Rai*                   | Investerare går att kategorisera i två grupper, de som endast köper samt säljer aktier och de som aktivt deltar i stämmor i syfte att påverka företaget i en mer gynnsam riktning (Keasey m. fl., 1999). Studierna som analyserats i ämnet gör oavkortat gällande att aktiva ägare är att föredra och att dessa genererar bättre avkastning på investering (Appel m. fl., 2016). Det är också i företagets intresse att ha färre och större ägare vilket har en positiv påverkan på utveckling (Monks & Minow, 2001). Forskare har studerat vad som kallas <i>risk-return tradeoff</i> där ökad risk ger högre potential till avkastning (Chen, 2019). Över tid betyder det att de som ökar risken också ökar sitt potential till avkastning, detta är att föredra om det gäller långsiktiga investerare. |
| Investeringsstrategier | Vissa investerare tenderar att ej sprida risk globalt (Barberis & Thaler, 2003). Detta ökar risker och påverkar över långa tidsaspekter negativ påverkan på avkastning (Dahlquist m. fl., 2003). Att ha en hög frekvens gällande handel är motsatsen till det som kallas <i>buy and hold</i> strategi där man istället köper poster för att behålla längre (Chen & Beers, 2019). Studier inom ämnet pekar på att ökad handel generellt inte leder till ökad avkastning efter avräkning på de ökade kostnader som investerare då ådragit sig (Vinell m. fl., 2005). Istället skall <i>B&amp;H</i> anammas för högsta avkastning över tid (Perold & Sharpe, 1995).  |

# 3

## Metod

Utförandet av analysen är en komparativ studie vilken baserar sig i två separata delstudier. Ena delstudien behandlar skillnader med avseende på olika områden, hädanefter benämnda som faktorer, i styrningen av fonderna. Den andra delstudien studerar fondernas förmåga att utföra sitt övergripande uppdrag, att generera avkastning. Fondernas övergripande kostnader, kallat fondavgifter, sammanställs också. De två delstudierna är enskilt oberoende av varandra och kan utföras separat där endast de enskilda resultaten från båda är nödvändiga för att möjliggöra analys och dra välgrundade slutsatser. Detta möjliggör ett mer tidseffektivt arbetssätt samt att när relevant information saknas i ena delstudien kan arbetet fortlöpa i den andra medans informationen inhämtas.

Första delstudien består av en undersökning över de skillnader gällande styrning och agerande fonderna emellan. Genomförandet består dels i litteraturstudier inom ämnet där de tidigare nämnda faktorerna som historiskt visats betydelsefulla återfinns: *CSR, arvoden, restriktioner avseende innehav* samt *investeringsstrategier*. Detta undersöks genom att studera tidigare verk som analyserat faktorerna både nationellt och globalt. Skillnaderna i de olika faktorerna för respektive fond sammanställs sedan där skillnaderna hämtas från årsredovisningar, portföljsredovisningar samt andra relevanta rapporter sammanställda av fonderna. Viss information hämtas också från styrande dokument för fonderna. Antagandet görs att rapporter publicerade av de olika fonderna är sanningsenliga och ingen djupare kritisk analys av publicerad data utförs.

Den andra avsevärt mindre delstudien grundar sig i en kvantitativ analys där fondernas förmåga att generera avkastning studeras. Även data kring övergripande kostnader samlas in och presenteras. Kronologiskt går dessa två delstudier efter avslutande ihop i analys. Således ämnar denna metodik att möjliggöra att rapportens frågeställningar besvaras och då också uppfylla rapportens syfte.

## 3.1 Studieobjekt

För att möjliggöra en studie inom tidsramen för projektet har antalet fonder och år att studera begränsats. Utförandet av denna jämförelse kommer ske genom en undersökning av tre länders pensionsfonder. Detta gäller de första fyra svenska Allmänna Pensionsfonderna (AP-fonderna), härnäst enbart benämnda som AP-fonderna. Den danska motsvarigheten Arbejdsmarkedets Tillægspension (ATP) samt Norges Bank Investment Management (NBIM). Som grupp kommer alla dessa fonder härnäst benämnas som fonderna.

Valet av fonder att jämföra kan förefalla naturligt vid närmare analys av det totala kapitalet, även om det finns stora skillnader, se tabell 3.1. Det finns förutom de första fyra AP-fonderna också en sjätte och sjunde. Anledning till exkludering av dessa beror på fondernas annorlunda uppdrag. Sjunde AP-fonden är den fond som placerar kapital från premiepensionen, således är den inte att benämna som en buffertfond. Sjätte AP-fonden utför endast handel med onoterade tillgångar, positioner som är svåra att värdera, detta leder till en mer spekulativ analys vilket bör undvikas. Samtidigt är tillgångarna i sammanhanget små och således försumbara, se tabell 3.1.

Finlands pensionsfond Valtion Eläkerahasto, VAR, instiftades först långt senare än andra nordiska länder, år 1990 (VER, 2019). Den finska fondens totala kapital vida understiger de för resterande nordiska länders, se tabell 3.1. Med detta i åtanke avlägsnades alltså den finska pensionsfonden bort ur urvalet. Sista nordiska land att potentiellt studera är Island men landet saknar i nuläget en fond att likna vid övriga nordiska länder (Island, 2018). Intentioner att starta en fond av liknande typ finns. Utredning pågår hurvida eller när en sådan fond skulle gå att upprätta.

**Tabell 3.1:** De olika ländernas buffertfonders totala tillgångar vid utgång av år 2018 (AP1, 2018b; AP2, 2018; AP3, 2018; AP4, 2018; AP6, 2018; NBIM, 2018c; ATP, 2018).

|                              | AP1-4 | AP6 | Norge | Danmark | Finland |
|------------------------------|-------|-----|-------|---------|---------|
| Tillgångar [lokal valuta md] | 1 350 | 35  | 9 077 | 785     | 20      |
| Tillgångar [SEK md]          | 1 350 | 35  | 9 989 | 1 133   | 216     |

Specifisering av tidsperiod att studera är en avvägning mellan flera faktorer. En längre period innebär att tillfälligheter får mindre påverkan på resultatet vilket eftersträvas. Datainsamling är dock resurskrävande och en begränsande faktor. Sista begränsande faktor är att de styrande dokument och lagar som omger fonderna endast finns att tillgå i nuvarande utformning. Om studier bedrivs långt bak i tiden med antagandet

att lagarna varit statiska kan resultaten bli missvisande. Vid avvägning av samtliga faktorer har en period om fem år valts att studera.

## 3.2 Mått att jämföra

Nedan beskrivs de mått som används i studien. Måtten som beskrivs och används vid jämförelser av fonderna är både kvalitativa och kvantitativa.

### 3.2.1 Mått i första delstudien

Det har utförts studier på nationella fonders möjlighet till avkastning, ofta med avseende på specifika faktorer, exempelvis socialt ansvar, hurvida anställda har mer frihet att investera eller om prestationsbaserad lön är närvarande (Ding & Wermers, 2012; de Velde m. fl., 2005; Rennebooga, Horsta & Zhang, 2008). När det utförts globala studier är det ofta makroekonomiska faktorer som lyfts, exempelvis korruption, lagar och möjligheten för företag att påverka för att nämna några. Skillnaden mellan länderna inkluderade i denna studie med avseende på korruption kan anses vara försumbar (Transparency International, 2018).

Vidare har studier som utförts på nationell basis tittat på mer strategiska frågor som viljan att investera ansvarsfullt, ofta benämnt Corporate Social Responsibility (CSR). Studier kring ekonomiska incitament generellt påverkar mentalt krävande arbete har utförts (Dubner & Levitt, 2005). Studier har också utförts där investeringsfonders ekonomiska incitament och dess koppling till avkastning undersökts (Brown, Harlow & Starks, 1996). Vidare har tidigare studier också lyft betydelsen av att investeringsfonder inte är begränsade i sitt agerande (Appel m. fl., 2016). Slutligen har flertalet tidigare studier lyft betydelsen kring hur investeringsfonder bör investera för att få så god avkastning som möjligt (Bark & DeMarzo, 2014; Leibowitz & Langetieg, 1989). De valda faktorerna är:

- Corporate Social Responsibility (CSR)
- Arvoden
- Restriktioner avseende innehav
- Investeringsstrategier

### 3.2.2 Mått i andra delstudien

För att mäta fondernas prestation används real avkastning. Till skillnad från den nominella avkastningen tar den reala hänsyn till inflation. Detta speglar den underliggande värdeökningen i landet. På detta sätt blir den reala avkastningen en rättvis bild för hur väl pensionspengarna i respektive land förvaltas. Förhållandet mellan den reala avkastningen, nominella avkastningen och inflationen beskrivs i ekvation 3.1 nedan.

$$r_r = \frac{1 + r_n}{1 + r_i} - 1 \quad (3.1)$$

Där  $r_r$  är den reala avkastningen,  $r_n$  den nominella och  $r_i$  inflationen. Vidare är det också viktigt att studera den reala avkastningen under ett antal år för att undvika att fluktuationer ger påverkan. Argumentation skulle kunna föras för att undersöka den riskjusterade avkastningen istället för den reala. Då denna rapport inte endast är ute efter att undersöka de underliggande tillgångarnas påverkan på avkastningen valdes detta att ej utföras.

## 3.3 Tillvägagångssätt

Nedan beskrivs metodiken kring insamling och presentation av den data som krävs i de båda delstudierna. Insamling sker separat för de båda delstudierna och utförs för att underbygga analys och möjliggöra välgrundade slutsatser.

### 3.3.1 Tillvägagångssätt första delstudien

Först kommer de juridiska dokument som omgärdar de tre fonderna studeras och relevant information lyftas. Informationen kommer koppla till de tidigare nämnda faktorerna. Kvantitativa data kommer samlas in som relaterar till dessa lagar. Även annan data som knyter till de fyra nämnda faktorerna inhämtas från fondernas årsrapporter. Denna kvantitativa data består dels av finansiell information kring fonderna. Denna data kommer hämtas från respektive fonds årsrapport samt presentation av fondportföljer. Exempel på sådan information är förvaltad kapital, transaktionskostnader, förvaltningskostnader, storlek och fördelning av arvoden, tillgångar samt hur tillgångarna är spridda över länder och regioner. Portföljernas enskilda positioner kommer sammanställas för att kunna analysera delar av ovanstående.

Litteraturstudiens metodik grundar sig i *Forskningsmetodikens Grunder* (Patel & Davidson, 2011). För att hitta relevant litteratur angående ämnet används både databasen

Scopus samt Google Scholar. Scopus garanterar att en hög akademisk standard hålls på dess artiklar (Scopus, 2019). Databasens tiotusentals artiklar har rankningssystem där betygsättning och popularitet underlättar för litteratursökning. Vidare är också alla artiklar indelade i kategorier, samt att nyckelord är tilldelade artiklarna. Google Scholar har däremot en större databas av artiklar (Harzing, 2013). Detta innebär generellt sett fler sökträffar, vilket kan vara användbart. Även Google Scholar har välutvecklat söksystem. En viss del information av intresse kommer även kunna tas från fondernas egna informationskällor. Nedan beskrivs metoden kring hur ovan litteraturstudie realiseras i praktiken.

### **Val av nyckelord**

För att söka efter relevant litteratur väljs relevanta nyckelord, exempel på sådana är: “*institutions*”, “*fund performance*”, “*pension funds*”, “*sovereign wealth funds*”, “*investment strategies*”, “*governance*”, “*comparison*”. Dessa används sedan för att söka efter artiklar med hjälp av de binära operatorerna *AND* och *OR*.

### **Sökning av artiklar**

Vidare väljs kriterier för att filtrera sökresultaten, om artiklarna är på svenska eller engelska, samt tillhöra områdena “*Business, Management and Accounting*” och “*Economics, Econometrics and Finance*”. Detta för att begränsa sökningen ytterligare för mer relevant litteratur. Artiklarna sorteras även efter hur många gånger de hade blivit refererade till. Där efter vals artiklar vars *abstract* har information arbetet söker.

## **3.3.2 Tillvägagångssätt andra delstudien**

Insamling av data består till största del av den avkastning över den förutbestämda tidsperioden som fonderna förmått generera för de tre fonderna. Insamlingen av denna data görs utifrån de årsrapporter som samtliga fonder publicerar årligen. Då det länderna emellan eventuellt skiljer i inflation, vilket krävs när reala avkastningen skall studeras, samlas också denna information för de tre länderna in för tidsperioden. Avslutningsvis görs en sammanställning av fondernas kostnader i relation till förvaltad kapital, även kallat avgift eller förvaltningsavgift.

## **3.3.3 Tillvägagångssätt vid analys**

Insamlad empiri för enskild fond och faktor sammanställs i empirikapitlet. Fondernas handlande, utifrån empirin, inom faktorerna knyts till den teori som kopplar till specifika faktorer. Således ansätts den teoretiska referensramen som förklaringsmodell för hur avkastningen påverkas till följd av fondernas agerande. Övergripande ges då vid

sammanställning en bild av hur lika eller olika fonderna är som helhet samt hur dessa skillnader bör påverka avkastningen.

För att tydligare belysa dessa skillnader sammanställs fonderna relativt varandra. Detta genom att någon av de tre fonderna ansätts som referens. Påverkan på avkastning till följd av övriga fonders agerande i faktorerna definieras sedan relativt denna referens. Således ämnar analysen att avgöra om de två andra fonderna borde generera en högre, lägre eller likvärdig avkastning relativt referens. Dessa eventuella skillnader i förväntad avkastning delas in i fem nivåer, från stark negativ påverkan till stark positiv sådan. För att kunna skilja styrka åt måste skillnaden mellan en stark och svag påverkan på förväntad avkastning specificeras. Redogörelse för denna specificering utförs i detalj nedan.

CSR består av flera olika komponenter, men generellt kan det med basis i flera tidigare studier underbyggas att **stark** påverkan på avkastningen fås dels genom att fonden i fråga i en mycket mindre/större utsträckning investerar som en universal investerare relativt referensen (Bauer & Koedijk, 2005; McWilliams & Siegel, 2000; Hsiang-tsai & Chia, 2013; Von Arx & Ziegler, 2008; Sauer, 2002; de Velde m. fl., 2005). Också att fonden har ett mycket mindre/mer utbrett samarbete med portföljbolagen och deras hållbarhetsarbete relativt referensen. **Svag** påverkan på avkastningen fås genom att fonden i fråga dels i en mindre/större utsträckning investerar som en universal investerare relativt referensen och/eller har ett mindre/mer utbrett samarbete med portföljbolagen och deras hållbarhetsarbete relativt referensen. **Obefintlig** påverkan på avkastningen relativt referensen fås genom att det saknas signifikanta skillnader kring arbete med hållbarhetsfrågor.

Arvodens påverkan på avkastning kan med basis i flera tidigare studier underbygga att **stark** påverkan på avkastning fås genom att fonden i fråga har mycket större/mindre utgifter kring arvoden relativt referensen vilket leder till mycket höga/låga förvaltningskostnader (Elton m. fl., 2001; Servaes & Sigurdsson, 2018; Carhart, 2012; Wermers, 2000). **Svag** påverkan på avkastning fås genom att fonden i fråga har större/mindre utgifter kring arvoden relativt referensen vilket leder till höga/låga förvaltningskostnader. **Obefintlig** påverkan på avkastningen relativt referensen fås genom att det saknas signifikant skillnad i utbetalda arvoden i förhållande till tillgångar relativt referensen.

Restriktioner avseende innehavs påverkan på avkastning grundas i fondernas förmåga att utföra aktivt ägande och hur stor andel obligationer fonden har i sin portfölj enligt med *risk-return tradeoff*-teorin (Appel m. fl., 2016; Keasey m. fl., 1999; Enquist &



Javefors, 1996; Chen, 2019; Bark & DeMarzo, 2014). Då denna faktor består, som ovan nämnt, av både graden aktivt ägande och andel obligationer delas faktorn här upp i två för att underlätta analys och tolkning. Det kan alltså med basis i flera tidigare studier underbyggas att **stark** påverkan på avkastning fås genom att fonden i fråga utövar mycket mindre/mer aktivt ägande eller innehar en mycket större/mindre andel obligationer relativt referensen. **Svag** påverkan på avkastning fås genom att fonden i fråga utövar lite mindre/mer aktivt ägande eller innehar en större/mindre andel obligationer relativt referensen. **Obefintlig** påverkan på avkastningen fås genom att det saknas signifikant skillnad i både aktivt ägande och andelen obligationer relativt referensen.

Investeringsstrategiers påverkan på avkastning grundas dels i fondernas diversifiering internationellt samt i vilken utsträckning de idkar en strategi av typen *Buy and Hold* (B&H) (Dahlquist m. fl., 2003; Chen, 2019; Perold & Sharpe, 1995; Vinell m. fl., 2005; Hawley & Williams, 2000). Då denna faktor består, som ovan nämnt, av både diversifieringen internationellt samt i vilken utsträckning de idkar en strategi av typen *B&H* delas faktorn här upp i två för att underlätta analys och tolkning. Det kan alltså med basis i flera tidigare studier underbyggas att **stark** påverkan på avkastning fås genom att fonden i fråga har mycket sämre/bättre diversifiering internationellt relativt referensen eller i mycket mindre/större utsträckning idkar strategi likt *B&H* relativt referensen. **Svag** påverkan på avkastning fås genom att fonden i fråga har sämre/bättre diversifiering internationellt relativt referensen eller i mindre/större utsträckning idkar strategi likt *B&H* relativt referensen. **Obefintlig** påverkan på avkastningen fås genom att det saknas signifikant skillnad i både diversifiering internationellt och utsträckningen i vilken strategi likt *B&H* tillämpas relativt referensen.

Det bör noteras att den teoretiska referensram som specificeringen av förväntad avkastning ovan underbyggs av vid tillfällena är tvetydig med avseende på faktorernas påverkan på avkastning. Exempelvis kan det vara så att flera tidigare verk pekar på en faktors positiva påverkan på avkastningen, hur stor den positiva påverkan är kvantifieras inte alltid i teorin. I sådana fall utförs avväganden för att försöka specificera påverkan i bästa möjliga mån. Då påverkan specificeras i relation till referensen definieras påverkan relativt denne.

Presentation av skillnaderna för samtliga fonder och dess ingående faktorer kommer presenteras i form av en tabell. Skalan för påverkan på avkastning tilldelas färgkodning, se till höger i tabell 3.2. Nedan i tabell 3.2 exemplifieras hur arvodens påverkan på avkastning fonderna emellan kommer att presenteras. Detta exempel ämnar att tydliggöra hur denne sammanställning planeras att utföras. I detta exempel ansätts NBIM

som referens vilket då gör dess ruta gul. Om det genom empiriinsamling exempelvis kan påvisas att AP-fonderna har större utgifter än NBIM för arvoden blir dess ruta, i enlighet med ovan specificering, ljusröd. Om ATP exempelvis har mycket större utgifter än NBIM för arvoden, blir således dess ruta mörkröd.

**Tabell 3.2:** Exempel på den sammanställning av påverkan på avkastning fonderna emellan med avseende på en av faktorerna, arvoden. Färgskalan kan också ses.

|         | AP | NBIM | ATP | Påverkan      | Färg |
|---------|----|------|-----|---------------|------|
| Arvoden |    |      |     | Stark positiv |      |
|         |    |      |     | Svag positiv  |      |
|         |    |      |     | Obefintlig    |      |
|         |    |      |     | Svag negativ  |      |
|         |    |      |     | Stark negativ |      |

### 3.4 Validitet, reliabilitet och etik

Validiteten i denna studie beror på graden av vetenskapliga verk som är relevanta för ämnet som denna rapport behandlar (Cooper, 1998). Validiteten beror också på i vilken utsträckning den information som är hämtad från fondernas egna hemsidor och årsrapporter är korrekt. Denna rapport strävar efter tydlighet för att möjliggöra reproduktion av litteratursökningen och informationsinhämtningen. Vidare bör det nämnas att när tidigare forskning har eftersökts är det ofta väldigt många sökresultat att välja på, även om antalet försökts sorteras ned. I dessa situationer är det vi rapportskrivare som subjektivt valt ut verk som anses bidra med mest mervärde till rapporten.

När vetenskapliga verk skrivs är det viktigt att de har solid metodik att byggas kring. Därav kan det också vara av nytta att kritisera ramverket det vetenskapliga verket omsluter och lyfta fram de aspekter i metodiken som ligger till grund för den slutsats verket resulterade i. Denna rapport har valt en tidshorisont på fem år baserat på de avväganden som görs i kapitel 3.1. Det är svårt att dra kausala samband när endast fem år studeras då ekonomiska cykler ofta beskrivs vara likvärdiga i längd (Romer, 2008; Agnelloab & Schuknechte, 2011). Att studera en så kort period gör att genomsnitt av prestation vid finansiell låg- och högkonjunktur inte till fullo fångas. Skulle denna tidshorisont förändras kan det vara så att slutsatsen rapporten mynnar ut i blir

annorlunda. Således kan den slutsats som arbetet mynnar ut i förändras om metodikens grundförutsättningar förändras vilket är viktigt att ha i åtanke.

Etik är en aspekt som tagits i beaktning i forskningsprocessen. Det är extra viktigt när processen behandlar personuppgifter eller företagsuppgifter av känslig art. Denna rapport grundar sig dock i en metodik där varken intervjuer med externa individer eller företag äger rum. Informationen som denna rapport bygger på är tagen från publicerade verk och offentligt tillgängliga årsredovisningar. Rapportskrivarna till denna rapport ämnar att inte på något sätt förvränga den information som de refererade verken har bidragit med. Därav är det rimligt att anta att denna rapport förhåller sig till de etiska aspekter som kan förväntas av en kandidatuppsats.

# 4

## Empiri

Med teorierna presenterade tidigare utgår datainsamling för att knyta teorierna till fonderna. Stor vikt har lagts vid de styrande dokument som reglerar de tre fonderna och fondernas årsredovisningar. Först presenteras skillnaderna fonderna emellan avseende de fyra faktorerna. Från de skillnader som funnits i styrande dokument har sedan datainsamling utförts för att se om och hur styrningen efterlevs. Även omfattning av skillnader på givna faktorer presenteras. Avslutningsvis presenteras ländernas inflation, fondernas reala avkastning samt fondernas avgifter. De diagram som återfinns i kapitlet är genererade utifrån den data insamlad från årsredovisningar. Årsredovisningarna som används för detta ändamål gäller samtliga fonder och perioden 2014 till 2018.

### 4.1 Faktorerna

Mycket av informationen presenterade i denna rapportdel är lyft från de tre lagtexter som rör fondernas styrning. Detta gäller lagar som är utöver de generella nationella och internationella lagar gällande investering i allmänhet och investeringsfonder specifikt. Övergripande har de tre fonderna stor frihet att investera likt andra investeringsfonder inom landets egna gränser. Det finns dock för var enskild fond dessa lagtexter som gör begränsningar i dess frihet. För AP-fonderna heter lagtexten *Lag om allmänna pensionsfonder(AP-fonder)* (Riksdagen, 2000). Texten *Mandat for forvaltningen av Statens pensjonsfond utland* innehåller samtliga lagar gällande NBIMs möjligheter att investera (Finansdepartementet, 2010). Dokumentet för Danmarks ATP-fond är benämnt *Arbejdsmarkedets Tillægspension Act* och under 8 kap. återges alla lagar kring fondens möjligheter och begränsningar kopplade till investering. Paragrafer från lagtexterna som kopplar till faktorerna lyfts i helhet vid flertalet tillfällen. Innan dessa utdrag ur lagtexterna återfinns de i parafraserad form. Således krävs det ej att läsa citaten för att få fullständig förståelse av innebörden i kapitlet.

Skillnader i generell lagstiftning kopplade till investeringsfonder länderna emellan har antagits försumbara genom att göra ansats i att samtliga EU-länders investeringsfonder måste följa lagstiftningen *Undertakings for collective investment in transferable securities* (Commission, 2012). Vidare hämtas också information från fondernas årsre-

dovisningar och årliga portföljrapportering. I varje delkapitel presenteras information kopplade till de tre fonderna och hur dessa skiljer sig åt inom faktorerna. Med avseende på första faktorn, CSR, presenteras datan för de enskilda fonderna i separata kapitel. I övriga delkapitel presenteras datan för de olika fonderna sammanvävt i löpande text. Detta då datan är mer kvantitativ, således enklare jämförbar. Det blir då mer intuitivt att presentera datan gemensamt då figurer som visualiserar likheter och skillnader presenteras för enskilda faktorer men samtliga fonder gemensamt i dessa kapitel.

### **4.1.1 Corporate Social Responsibility**

Gällande CSR har fondernas juridiska skyldigheter undersökts. Vidare har också fondernas årsredovisningar granskats och deras förhållande till olika frågor angående CSR har kartlagts.

#### **4.1.1.1 AP-fonderna**

I anknytning till hållbar utveckling finns i lagen om allmänna pensionsfonderna en restriktion, den finns att finna under 4 kap 1a § och även i sin helhet nedan. Där görs det gällande att AP-fonderna skall vara ansvarsfulla utan att göra avkall på målet att generera avkastning.

Första-Fjärde AP-fonderna ska förvalta fondmedlen på ett föredömligt sätt genom ansvarsfulla investeringar och ansvarsfullt ägande. Vid förvaltningen ska särskild vikt fästas vid hur en hållbar utveckling kan främjas utan att det görs avkall på målet i 1 §. Lag (2018:2013).

Under 2018 utvecklade den första AP-fonden sitt hållbarhetsarbete vidare genom en övergripande intern process, delvis genom att formulera specifika hållbarhetspolicies (AP1, 2018a). Den första AP-fonden röstade under 2018 på årsstämman i 32 svenska och 570 utländska bolag. Det innebär att fonden röstade på samtliga aktieägarmöten i svenska företag och i majoriteten av företagen på utvecklingsmarknader där fonden äger aktier. Johan Magnusson, VD för den första AP-fonden har, i fråga uttalat sig som nedan.

Att ta hänsyn till hållbarhet är en av de grundläggande principerna från vilka vi arbetar. Vi integrerar hållbarhet i våra investeringar för att öka avkastningen och minska den finansiella risken på lång sikt. Hållbarhetstänket sammanfattar vårt arbetssätt kring hållbarhetsfrågor och kan tillämpas praktiskt i hela organisationen.

Den 1 januari 2019 trädde ändringarna i AP-fondslagen i kraft (Riksdagen, 2019). I den reviderade lagen anges att medel bör placeras på ett exemplariskt sätt genom ansvarsfulla investeringar och ansvarsfullt ägande vilket är en åtstramning av lagen jämfört med tidigare formuleringar. Vidare specificerar Ossian Ekdahl, chef för aktiv äganderätt för AP1, i frågan som följer.

Dessutom väljer AP1 att inte investera i hundra eller så företag som producerar tobak, kärnvapen, termisk kol eller oljesand, även om dessa företag inte direkt bryter mot internationella konventioner. Vi utesluter även företag som producerar cannabis för icke-medicinsk användning.

#### 4.1.1.2 NBIM

I Mandat for forvaltningen av Statens pensjonsfond utland nämns på flertalet punkter i stödjande lagtext att miljöaspekter skall tas i beaktande men endast vid en instans nämns det mer specifikt, i 2 kap 4 § och även nedan. Där specificeras att vid godtycklig tidpunkt ska mellan 30 och 60 miljarder NOK vara investerat i vad som kallas miljörelaterade aktiviteter eller företag.

Banken skal, innenfor rammene i § 3-4, etablere mandater som er miljørelaterte. Markedsverdien av de miljørelaterte investeringene skal normalt være i intervallet 30–60 mrd. kroner.

Det finns ingen annan lagtext som tar andra aspekter så som social hållbarhet i beaktande. NBIM hade under 2018 3256 möten med 1420 företag (NBIM, 2018c). I deras dialog med företag tog de upp styrelse- och hållbarhetsfrågor relevant för deras långsiktiga avkastning. NBIM prioriterar ett antal strategiska ämnen i denna dialog som de följer upp över ett antal år. År 2018 var fokus var på hållbarhet, effektivitet, verkställande ersättningar och aktieägares rättigheter. Till dessa strategiska ämnen övervakade NBIM också pågående styrning och hållbar utveckling i företag i portföljen. NBIM bedömde 1700 företags rapportering angående klimatförändringar, 598 företags rapportering om vattenhantering och 600 företagsrapportering om barns rättigheter under 2018. Av de företag NBIM kontaktat angående undermålig rapportering 2018 korrigerade och förbättrade 36 procent av de som kontaktas om klimatförändringarna, 39 procent av företag kontaktade om vattenhantering och 18 procent som kontaktades angående barns rättigheter. Det finns också företag NBIM väljer att inte investera i på grund av anledningar relaterade till hållbarhet eller etiska skäl. I NBIMs hållbarhetsrapport från 2018 skrivs det följande (NBIM, 2018a).

It is important in our work to understand global trends that could affect

long-term creation of financial value for the fund. Economic activity in one sector can impose considerable indirect costs on other sectors and society as a whole. Understanding of how governance and sustainability impact on financial risks and returns is still evolving.

#### **4.1.1.3 ATP**

ATP-fonden har inga rättsliga restriktioner gällande hållbarhetsfrågor relaterat till investeringsmöjligheter. ATP har uttalat att deras enda skyldighet är att följa de lagar och restriktioner som finns (JyllandsPosten, 2016). Information gällande hur fonden väljer att förhålla sig till hållbarhet går dock att hitta i deras årsrapport vilket följer här nedan (ATP, 2019).

En av kopplingarna mellan ATPs och hållbara investeringar är dess ökande exponering mot så kallade gröna obligationer. Gröna obligationer är öronmärkta för finansiering av projekt och aktiviteter som bidrar till hållbar utveckling. Under 2018 ökade ATP sina investeringar i gröna obligationer till 10 miljarder DDK. Vidare valde ATP att under 2018 sälja av sina investeringar i ett antal företag som inte hade förberett sig eller ville delta i en dialog om övergången från fossil till grön energi. Som investerare arbetar ATP med att försöka påverka de företag de har investerat i att ta steg i rätt riktning angående hållbarhet.

#### **4.1.2 Arvoden**

Lagligt förhållande till ersättning finns för två av fonderna beskrivet i korresponderade styrande dokument. För AP-fonderna görs inga anspråk på att sätta löner på anställda utan endast styrelsen, detta görs i i lag om allmänna pensionsfonder 3 kap 11 §. Detta finns i sin helhet att finna nedan. Här görs endast gällande att regeringen bestämmer storleken på totala ersättningen för styrelserna i samtliga AP-fonder.

Regeringen bestämmer arvoden och andra ersättningar till ledamöterna i styrelserna.

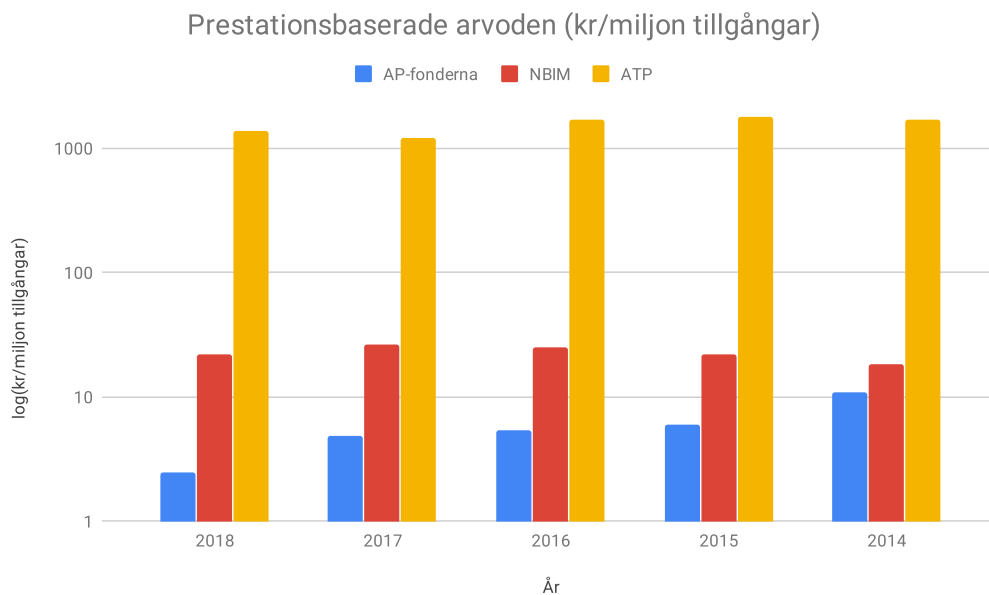
Mandat for forvaltningen av Statens pensjonsfond utland, NBIM, 5 kap 2 § gör istället gällande att det skall finnas riktlinjer för ersättning etablerade samt att dessa skall delas ut till personer i speciellt viktiga roller. Dessa ersättningar, i form av prestationsbaserade arvoden eller annat, skall främja god styrning och motverka en allt för hög risktagning.

Retningslinjer og rammer for en godtgjørelsesordning (1) Hovedstyret skal fastsette retningslinjer og rammer for en godtgjørelsesordning. Godtgjørel-

sesordningen skal inneholde særskilte bestemmelser for ledende ansatte, for andre ansatte og tillitsvalgte med arbeidsoppgaver av vesentlig betydning for foretakets risikoeksponering og for andre ansatte og tillitsvalgte med tilsvarende godtgjørelse, samt for andre ansatte og tillitsvalgte med kontrolloppgaver. (2) Godtgjørelsesordningen skal bidra til å fremme og gi insentiver til god styring av og kontroll med risikoen for forvaltningen, motvirke for høy risikotaking, og bidra til å unngå interessekonflikter.

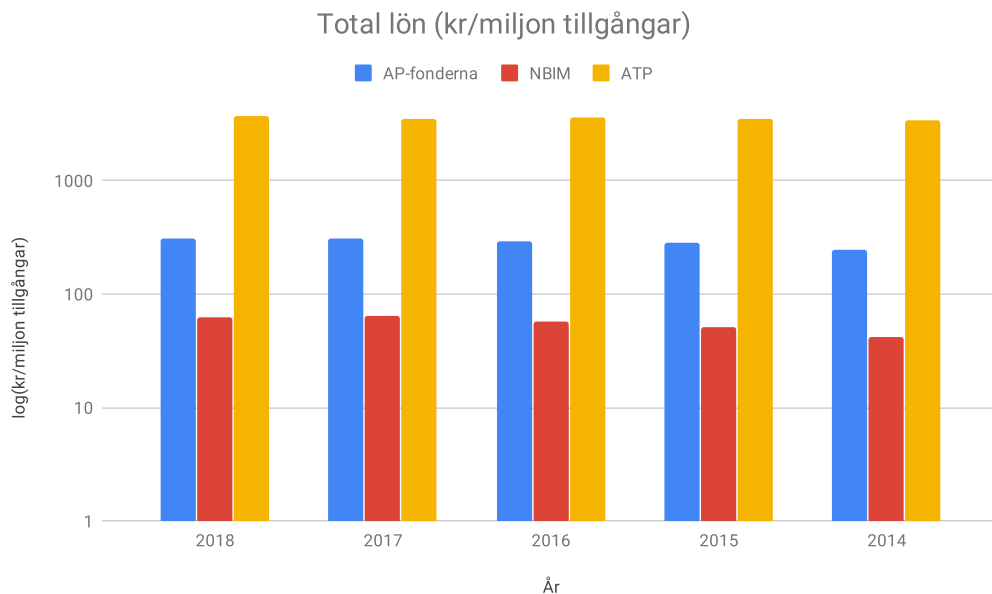
Det finns för ATP-fonden ej begränsningar kopplade till arvoden att finna.

Utöver de juridiska begränsningarna kopplade till de olika fonderna arvoden har applicering av dessa rent kvantitativt sammanställts. Lönerna har delats in i två delar, totala arvoden samt prestationsbaserade arvoden, vilket kan ses i figur 4.1 och 4.2. För att kunna göra en rimlig jämförelse fonderna emellan krävdes normering ty dess varierande storlek av tillgångar. Det har valts att normera utifrån de totala tillgångarna i fonderna. Då jämförelserna som presenteras är för enskilda år har det valts att ej räkna om till nuvärde utan endast, utifrån dåtida växlingskurs, omvandla till samma valuta. Det bör noteras att y-axeln i de båda figurerna nedan är logaritmerade. Detta var nödvändigt ur ett visualiseringsperspektiv då de absoluta termerna skilde sig avsevärt fonderna emellan.



**Figur 4.1:** Prestationsbaserade arvoden för de tre ländernas fonder. Enheten är arvode per 1000tkr tillgångar, y-axeln är logaritmerad.





**Figur 4.2:** Totala arvoden för de tre ländernas fonder. Enheten är arvode per 1000tkr tillgångar, y-axeln är logaritmerad.

Värt att notera är den avsevärda skillnaden fonderna emellan avseende ersättning i relation till tillgångar och att två av AP-fonderna helt gjort avsteg från prestationsbaserade arvoden. Detta har skett på senare år, 2015 övergick AP2 till ett ej prestationsbaserat belöningsystem och AP1 gjorde samma omställning ett par år tidigare (AP1, 2018b). Omställningen för AP2 går att utskilja i figur 4.1 där prestationsbaserade arvoden går ned med omkring en fjärdedel från år 2014 till året efter. Således kan relationerna presenterade tidigare förändras om övriga AP-fonderna gör liknande övergång.

### 4.1.3 Restriktioner avseende innehav

Generella begränsningar och krav finns för samtliga fonder. Begränsningarna lyfts här parafraiserat men finns att finna i de tre gällande styrande dokumenten kopplade till fonderna. I figur 4.3 kan den faktiska tillgångsfördelningen mellan *Obligationer och andra räntebärande tillgångar* och resterande tillgångar ses för de tre ländernas fonder. Fondernas innehav i fastigheter hämtas från fondernas årsrapporter. Med innehav i fastigheter menas både faktiska fastigheter samt börsnoterade fastighetsbolag.

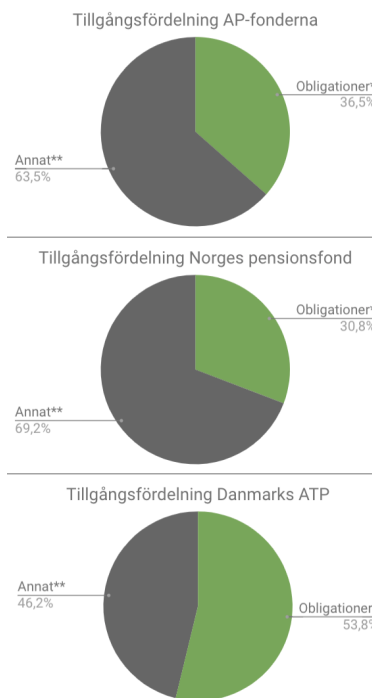
För AP-fonderna får investeringar utföras i godtyckliga värdepapper kopplade till en öppen marknad. Tillgångar i form av fastigheter får ej innehas men aktier vars underliggande företag är fastighetsbolag får ingå i portföljen. Optioner eller terminer vars

underliggande tillgång är råvaror får heller inte innehas. Minst 20% av marknadsvärdet av fondens totala tillgångar skall vid godtyckligt tillfälle uppgås av fordringsrätter med låg kredit- och likviditetsrisk. I praktiken innebär dessa typer av fordringsrätter räntebärande värdepapper av typen obligationer.

NBIMs investeringar får utgöras av godtyckliga värdepapper kopplade till en öppen marknad. Bolag vars uttalade mål är att snart bli publika får också handlas. Tillgångar i form av fastigheter eller värdepapper direkt, eller indirekt, kopplade till fastigheter får också ingå i portfölj. Innehav får inte finnas som på något sätt är kopplade till tillgångar inom Norges gränser med undantag för en kort lista, vilken kan vid intresse ses i §3-1 2b. Olistad infrastruktur får inte heller ingå i portföljen. Aktiedelen som en andel av totala fondtillgångarna skall uppgå till mellan 50 och 80%, obligationer mellan 20 och 50%, samt fastigheter vars andel inte får överstiga 7%. Obligationsportföljen skall månadsvid korregeras så att förhållandet mellan företags och statliga obligationer bibehåller fördelningen 30/70.

ATP-fonden saknar begränsningar i vilka typer av investeringar som görs. Utöver detta förstärks friheten genom att fonden har rätt att köpa innehav i bolag med intentionen att låta företaget bistå ATP i administrativa uppgifter i de andra områden inom ATPs verksamhet. Undantag för regeln gäller försäkringsbolag samt företag eller organisationer inom EES med liknande åtaganden som ATP. Totala innehavet av värdepapper kopplade till bankväsenden inom godtyckligt land får ej göra att ATP-fonden exponerar sig till mer än 5% av den totala lånemarknaden på privat sida. Liknande får innehaven inte göra att exponeringen är över 7.5% av bolagsbelåningen.

Sammanfattningsvis gäller att AP-fonderna har störst begränsning gällande investeringar då de ej får investera i fastigheter men har i övrigt liknande friheter som de andra fonderna. AP-fonderna får ej heller handla i värdepapper med råvaror som underliggande tillgång vilket begränsar dem mer än de andra två fonderna. AP måste liksom NBIM hålla en stor del av portföljen i obligationer. ATP har i praktiken inga begräns-



**Figur 4.3:** Tillgångsfördelning för de tre fonderna. \*Obligationer och andra räntebärande tillgångar. \*\*Aktier, derivatainstrument, kassa och bankmedel, samt övriga tillgångar

ningar. Detta då de, med sin relativt lilla förtfölj, har svårt att uppnå de begränsningar satta som andel av belåningsmaktnader.

#### 4.1.3.1 Risk-return tradeoff

Genomsnittlig avkastning för olika typer av värdepapper har undersökts för att kunna göra beräkningar på eventuellt bortfall av avkastning till följd av minskad risk. Det antas i denna rapport att en internationell marknad har perfekt tillstånd och om en stor börs genomsnittliga avkastning används motsvarar det världsmarknadens som helhet. Valet gjordes att använda Storbritanniens börs som referens för hur väl aktier presterat i relation till Storbritanniens egna statsobligationer. I tabell 4.1 nedan ses genomsnittlig årlig avkastning under åren.

**Tabell 4.1:** Genomsnittlig årlig avkastning för aktiemarknaden i Storbritannien samt dess statsobligationer. Skillnaderna mellan dessa två typer av investeringar presenteras i procentenheter.

| Aktiemarknaden[%] | Statsobligationer[%] | Skillnad[pp] |
|-------------------|----------------------|--------------|
| 12.0              | 9.8                  | 2.2          |

Med hjälp av ovanstående tabell med genomsnittlig avkastning för olika värdepapper och andel i obligationer, se figur 4.3, kan genomsnittlig förlust i avkastning till följd av obligationspositionens storlek relativt aktier. NBIM med lägst post i obligationer ansätts som referens vilket innebär att AP-fondernas och ATPs relativa förlust presenteras nedan. Genomsnittlig relativ förlust beräknas enligt ekvation 4.1. Där  $w_i$  är vikterna för de två olika posternas slag och  $r_i$  är den genomsnittliga avkastningen för den motsvarande avkastningen.

$$\Delta r_p = r_{p,NBIM} - \sum_{i=1}^N w_i r_i \quad (4.1)$$

Applicerande av ovanstående genererar resultatet nedan, se tabell 4.2. Kontentan från detta är att AP-fondernas portfölj bör prestera 0.1254 Percentage Points (pp) lägre avkastning relativt NBIM medans ATP presterar 0.506 pp lägre avkastning relativt NBIM.

**Tabell 4.2:** Genomsnittlig förväntad räntabilitet,  $r_p$ , samt dess skillnad mot referens NBIM,  $\Delta r_p$ . Skillnaden är den förväntade negativa effekten som fonden totalt får på räntabilitet mot referensportföljen NBIM. Beräknad utifrån ekvation 4.1.

|                  | AP      | NBIM    | ATP     |
|------------------|---------|---------|---------|
| $r_p(\%)$        | 11.1970 | 11.3224 | 10.8164 |
| $\Delta r_p(\%)$ | 0.1254  | 0       | 0.5060  |

#### 4.1.4 Investeringsstrategier

De tre fondportföljerna har begränsningar när det kommer till hur stora innehav som får innehas i bolag och branscher. I lagen om allmänna pensionsfonder 4 kap 6 § begränsas dessa först gällande svenska innehav i nedanstående paragraf. Vad som finns att lyda för AP-fonderna är att varje enskild AP-fonds innehav i svenska bolag inte får överstiga 2% av rösterna. Undantaget gäller fastighetsbolag där de maximalt får inneha 10% av rösterna.

Var och en av Första-Fjärde AP-fonderna får inneha sådana aktier i svenska aktiebolag som är upptagna till handel på en reglerad marknad i Sverige till ett marknadsvärde som uppgår till högst 2 procent av det totala marknadsvärdet av sådana aktier i bolagen.

Vid tillämpning av första stycket ska en AP-fond inte beakta

1. sådana aktier i bolagen som ingår i svenska eller utländska fonder i vilka AP-fonden innehar andelar som inte medför rätt att rösta för aktierna, och
2. aktier i bolag som har till huvudsakligt ändamål att äga eller förvalta fast egendom eller tomträtt (fastighetsbolag), i vilka AP-fonden innehar så många aktier att röstetalet för dem överstiger 10 procent av röstetalet för samtliga aktier i bolaget. Lag (2018:2013).

Förstärkning av begränsningen av röstberättigande innehav sker med den internationella regleringen i 9 §. Där görs gällande att maximal 10% av rösterna i de internationella bolagen får innehas, bortsett från riskkapitalbolag där rösterna får uppgå till 30%. För innehav i fastighetsbolag utanför Europeiska Ekonomiska Samarbetsområdet (EES) finns inga begränsningar med avseende på innehav. Nedan finns paragrafen i sin helhet.

Ingen av Första-Fjärde AP-fonderna får inneha så många aktier eller andra andelar i ett företag att röstetalet för dem överstiger 10 procent eller, beträffande sådana riskkapitalbolag som avses i 8 a § 3, 30 procent av röstetalet för samtliga aktier eller andelar i företaget.

Begränsningen i första stycket gäller inte 1. sådana aktier eller andra andelar i fastighetsbolag som inte är upptagna till handel på en handelsplats eller en motsvarande marknadsplats utanför EES, 2. sådana aktier eller andra andelar i fastighetsbolag som är upptagna till handel på en handelsplats eller en motsvarande marknadsplats utanför EES och i vilka bolag fonden ensam eller tillsammans med någon eller några av de andra tre AP-fonderna innehade minst hälften av röstetalet för samtliga aktier eller andra andelar i bolaget när aktierna eller de andra andelarna togs upp till handel, och 3. andelar i svenska och utländska fonder som inte medför rätt att utöva rösträtt för de aktier eller andra andelar i företag som ingår i dessa fonder. Lag (2018:2013).

Regleringar gällande NBIM gör att dess totala röstberättigandet i ett företag ej får överskrida 10%. Undantaget från begränsningen är fastighetsbolag. I Mandat for forvaltningen av Statens pensjonsfond utland 3 kap 4 § finns detta att finna, nedan finns paragrafen i sin helhet.

(10) Banken skal ikke eie mer enn 10 pst. av de stemmeberettigede aksjene i ett enkelt selskap. Eierskap i noterte og unoterte eiendomsselskap er unntatt fra dette.

När det kommer till investeringar inom landet finns det i 3-1 § att finna att investeringar strikt inte får ske där innehavet är kopplat till tillgångar inom Norges gränser.

(2) Banken kan ikke plassere investeringsporteføljen i: a) Verdipapirer utstedt av norske foretak, verdipapirer utstedt i norske kroner, fast eiendom lokalisert i Norge eller i eiendomsselskaper, eiendomsfond eller liknende konstruksjoner som har som primært formål å investere i Norge. Tilsvarende gjelder obligasjoner med fortrinnsrett med pantesikkerhet i Norge. Med norsk foretak menes foretak med hovedkontor i Norge.

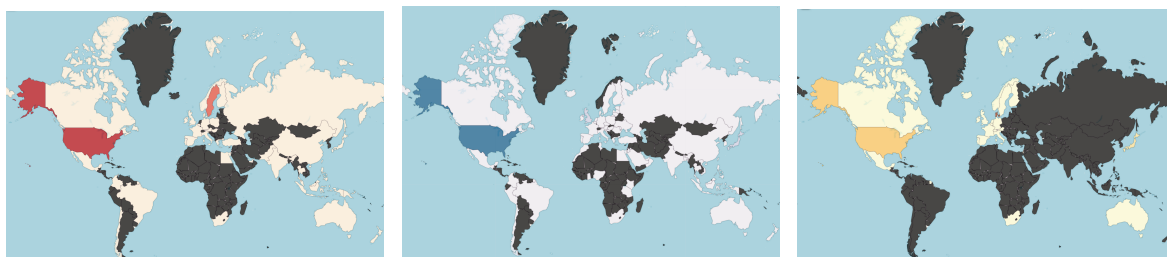
Parafraaserat gör ovanstående gällande att NBIM och AP-fonderna begränsas i vilken mån de får ha inflytande i bolag, de får ej utöva styrande aktivt ägandeskap. Positioner som innebär rösträttsmajoritet får således ej innehas. Detta tillskillnad mot ATP som har som uttalat mål att utöva aktivt ägande. Stor skillnad finns det också till investering i hemländerna där både AP-fonderna och ATP har stora positioner inom landets gränser. NBIM får istället strikt ej investera inom landet, bortsett från tidigare nämnda lista vilket innebär en försumbar möjlig position.

De tre olika fondernas uppdelning av tillgångar utifrån ett antal olika faktorer presen-

teras i följande kapitel nedan. *Andel obligationer, Fastigheter, samt Positioner i länder* är faktorer som undersöks. Baserat i de faktorer som identifierats som påverkande faktorer på avkastning utifrån den teoristudie som utförts lägger denna empiri en solid grund för vidare analys. Hur tillgångarna är placerade utifrån faktorn värdepapper som andel av totala tillgångar går att se figur 4.3 i kapitel 4.1.3. Vidare är fastigheters investeringsandel i förhållande till totala tillgångar följande: AP-fonderna 12,15%, Norges pensionsfond 3,78% samt Danmarks ATP-fond 6,11%.

#### 4.1.4.1 Home bias

Vid varje årsslut redovisar samtliga fonder sina positioner i värdepapper med avseende på nationsbasis. Dessa fondpositioner har sammanställts för samtliga fonder över en femårsperiod. Utifrån denna sammanställning har en genomsnittlig position i de länder där fonden har, eller har haft, positioner under tidsperioden genererats. Valet har gjorts att endast studera positioner i aktier. Att exkludera valutaderivat baseras på de små positioner som fonderna innehar i denna typen av instrument, något som gäller även för fastigheter. Andra positioner är knutna till valuta och ej nationer och finns inte med i datan som är presenterad. Aktierna presenteras i relation till den börs där värdepappret handlas. Sammanställningen finns att finna i nedanstående figurer, se figur 4.4. AP-fondernas spridning är i liknande utsträckning som NBIM medan ATP har en mer begränsad spridning sett till nationen där positionen är noterad. Tydligast är skillnaderna således mellan ATP och de övriga två. Det går att uttyda i figur 4.4c att positioner saknas i Sydamerika och Sydostasien samt nästan saknas i Afrika. ATP fonden har en väldigt stark position på den inhemska marknaden, 42% och ytterligare 7% i Sverige, tillsammans med AP-fondernas relativt starka position, 22%, medan NBIM saknar aktier som handlas på den norska börsen. Samtliga fonder har stora positioner i USA, anmärkningsvärt är att de är relativt varandra är likvärdiga. Utifrån rapportens syfte kan således positionerna i USA utelämnas från diskussionen.

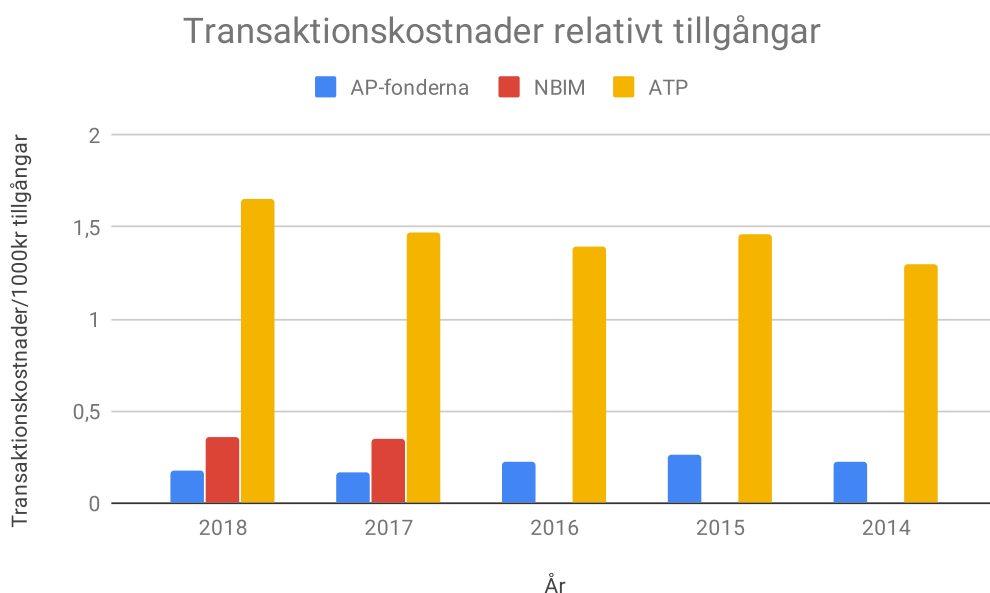


(a) Positioner AP-fonderna (b) Positioner NBIM (c) Positioner ATP

**Figur 4.4:** Fondernas relativa positioner i världens alla länder som andel av portföljens totala aktietillgångar. Datat är ett genomsnitt över perioden 2014 till 2018. Datat är hämtat från fondernas respektive portföljsrapporter. Mörkare kulör representerar större andel. Notera att länder där innehav uteblivit under perioden är färgade med svart färg.

#### 4.1.4.2 Tidshorisonter på investeringar

Kostnader som går att hänföra till köp eller försäljning kallas för transaktionskostnader, oberoende av tillgång som införskaffats eller vilken typ av kostnad det gäller. Således innefattar transaktionskostnader både courtage samt överföringskostnader vid köp av fastigheter. Det kan rimligen antas att dessa väldigt stora aktörer har liknande transaktionskostnader i procent, exempelvis courtage vid aktiehandel. Genom att normera transaktionskostnaderna i relation till tillgångarna ges en indikation på hur benägen fonden är att köpa och sälja tillgångar. Om benägenheten att handla skiljer stort mellan fonderna kan det ses som att deras strategi är mer eller mindre av typen *B&H* vars teori presenterats tidigare. Informationen om de totala transaktionskostnaderna är hämtade från fondernas årsredovisningar och presenteras i nedanstående graf, se figur 4.5. Det bör noteras att den norska fonden inte redovisade transaktionskostnader innan år 2017.



**Figur 4.5:** Årliga transaktionskostnader per 1000kr tillgångar för respektive fond för perioden 2014 till 2018.

## 4.2 Avkastning och avgift

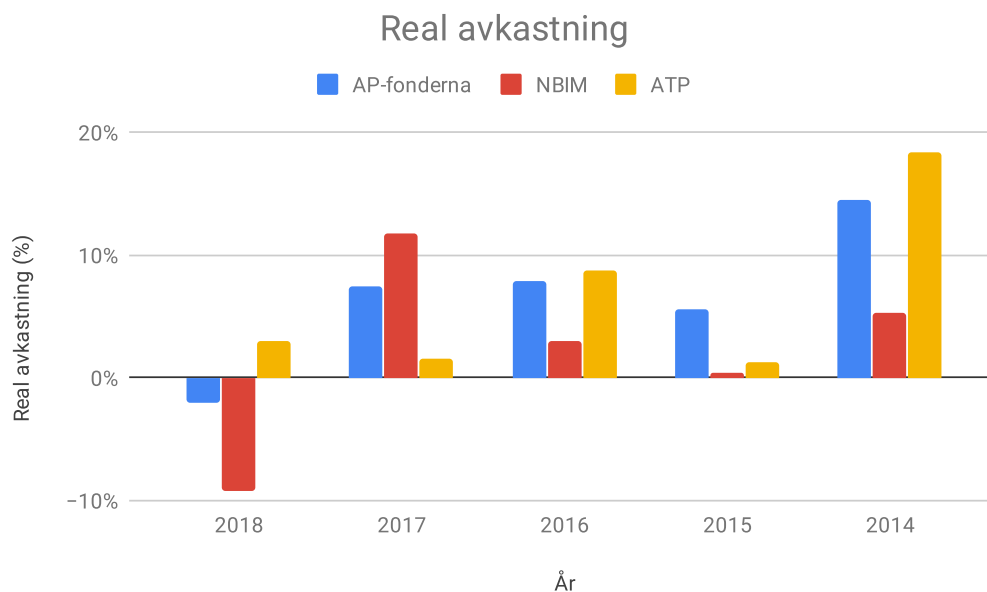
För att fastställa den årliga reala avkastningen mellan åren 2014 till 2018 används fondernas årsrapporter tillsammans med inflationen för respektive land under samma tidsperiod (Pensionsmyndigheten, 2018; NBIM, 2018b; ATP, 2018; Triami Media BV

and HomeFinance, 2013-2018). Inflationen vid årsredovisningstillfället under åren för respektive land presenteras i tabell 4.3 nedan.

**Tabell 4.3:** Årlig inflation 2014 till 2018 för de tre länderna (Pensionsmyndigheten, 2018; NBIM, 2018b; ATP, 2018; Triami Media BV and HomeFinance, 2013-2018).

|      | Sverige (%) | Norge (%) | Danmark (%) |
|------|-------------|-----------|-------------|
| 2018 | 2.04        | 3.49      | 0.70        |
| 2017 | 1.74        | 1.64      | 0.91        |
| 2016 | 1.74        | 3.47      | 0.61        |
| 2015 | 0.05        | 2.33      | -0.10       |
| 2014 | -0.31       | 2.07      | 1.02        |

Den nominella avkastningen justeras med hjälp av inflationen för att skapa den reala avkastningen, se kapitel 3.2.2. Den reala avkastningen för de olika fonderna för perioden 2014 till 2018 återfinns i figur 4.6 nedan.



**Figur 4.6:** Real avkastning för de tre ingående fonderna för perioden år 2014 till 2018. Den nominella avkastningen har hämtats från de ingående fondernas årsredovisningar. Beräkning av real avkastning har sedan gjorts utifrån inflationen i de enskilda länderna för respektive år samt ekvation 3.1.

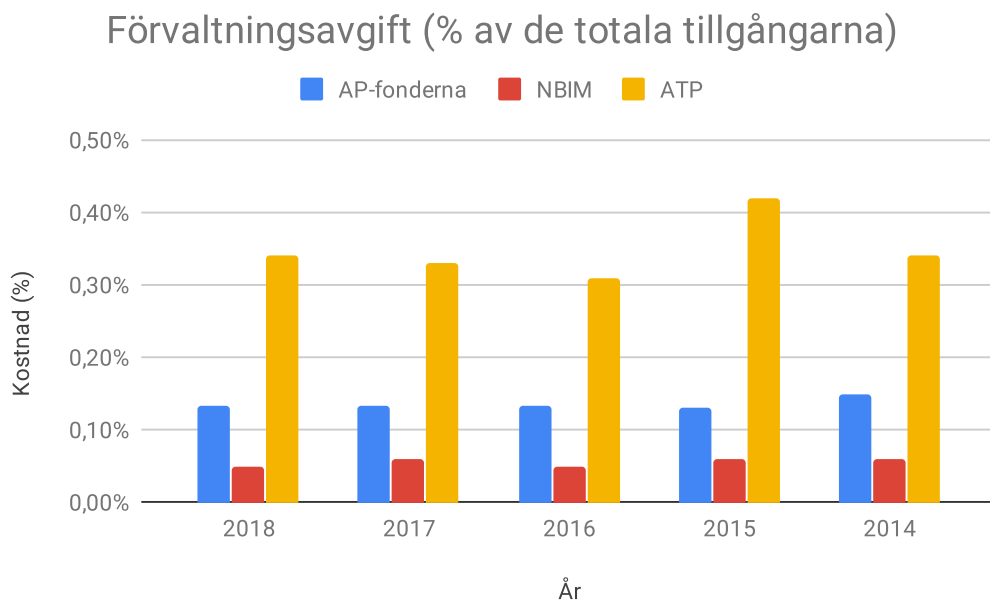
Det framkommer av figuren ovan att den reala avkastningen för fonderna emellan skiljer sig åt signifikant. I kontrast till ovanstående information skall det tas i beaktande att World Equity Index (WEI) under samma tidsperiod i genomsnitt gått upp 2.306 % per



år (Investing, 2019). Detta kan ses som ett genomsnitt för samtliga aktiers utveckling i världen under perioden.

### 4.2.1 Förvaltningsavgift

Inom investeringsbanker och rådgivning definieras förvaltningsavgiften som den årliga kostnad som antingen kunden är erlagd att betala eller, som i fallet med investering-fonder, den totala kostnaden som uppstår till följd av förvaltningsuppdragets innebörd. För att ge en rättvis bedömning av de olika fondernas prestation normeras avgiften i relation till totala tillgångar till följd av inbördes varierande storlek. Nedan kan en sammanställning av fondernas förvaltningsavgift ses, se figur 4.7. NBIM är överlägset mest effektiv med avseende på kostnader medans AP-fonderna är ett antal gånger dyrare. Högst kostnader har ATP relativt tillgångar, flera gånger dyrare än AP-fonderna.



**Figur 4.7:** Årlig förvaltningsavgift för perioden år 2014 till 2018. Information för generering av tabeller är från fondernas respektive årsredovisningar.

### 4.3 Sammanställning av skillnader

Nedan har de mest signifikanta skillnaderna mellan fonderna sammanställts, se tabell 4.4. Detta för att skapa en överblick av skillnader fonderna emellan, endast större skillnader lyfts.

**Tabell 4.4:** Sammanställning av skillnader fonderna emellan med avseende på faktorerna. \*Restriktioner avseende innehav. \*\*Real avkastning, medelvärde perioden 2014 till 2018.

|                               | <b>AP</b>  | <b>NBIM</b>  | <b>ATP</b>   |
|-------------------------------|--|--|--|
| <b>CSR</b>                    | AP-fonderna ska enligt lagkrav främja en hållbar utveckling genom sina investeringar, dock utan att göra avkall på avkastning. AP-fonderna har i mindre utsträckning valt att göra hållbara investeringar. | NBIM krävs enligt lagkrav att göra miljörelaterade investeringar, motsvarande ett belopp av 30-60 miljarder NOK. Inga andra lagkrav angående hållbarhet. NBIM har en mycket god korrespondens med företag angående deras hållbarhet. | ATP saknar lagkrav angående hållbarhet. ATP har i en mindre utsträckning valt att göra miljömässigt hållbara investeringar och de har gjort klart att deras enda skyldigheter är att följa de lagar som finns.             |
| <b>Arvodet</b>                | Avsevärt mer lön än NBIM i relation till tillgångar och en tiopotens mindre lön än ATP. Våldigt liten andel prestationsbaserad lön.  | Lägst totala löner. Högre andel prestationsbaserad lön än AP-fonderna men avsevärt lägre än ATP, två tiopotenser lägre.  | Avsevärt dyrare än både AP och NBIM sett till total lön, en tiopotens högre. Prestationsbaserad lön är två tiopotenser högre.  |
| <b>Rai*</b>                   | Andel obligationer är 36.5% av totala portföljen. 0.1254 procentenheter negativ påverkan av avkastning till följd av innehav i obligationer relativt referensobjekt.                                       | Andel obligationer är 30.8% av totala portföljen. Referensobjekt.  | Andel obligationer är 53.8% av totala portföljen. 0.5060 procentenheter negativ påverkan till följd av innehav i obligationer relativt referensobjekt.   |
| <b>Investeringsstrategier</b> | Lider av viss <i>home bias</i> men annars god spridning internationellt. Har absolut lägst transaktionskostnader och har mest av vad som kallas <i>B&amp;H</i> -strategi.                                  | Saknar helt <i>home bias</i> och har god spridning internationellt. Har låga transaktionskostnader och applicerar <i>B&amp;H</i> -strategi.  | Lider av grav <i>home bias</i> och har i övrigt dålig spridning internationellt. Har många gånger högre transaktionskostnader och antas inte arbeta utefter <i>B&amp;H</i> -strategi i samma utsträckning som AP och NBIM. |
| <b>Ra**</b>                   | 6.67%  | 2.26%  | 6.62%  |

# 5

## Analys

Med teorikapitlet som grund ämnar detta kapitel att undersöka och analysera om de skillnader i real avkastning fonderna emellan kan förklaras med de tidigare verk som skrivits gällande faktorerna. Det har i tidigare kapitel nämnts att skillnader fonderna emellan skall presenteras i relation till en fond som kallas referens, för eventuellt förtydligande se kapitel 3.3.3. Vid empiriinsamling har det framgått att NBIM är minst extrem med avseende på majoriteten av faktorerna. För att tydligast visualisera skillnader har således NBIM ansatts som referensfond, i enlighet med kapitel 3.3.3. Sista kapitlet sammanställer sedan samtliga skillnader med avseende på faktorerna för respektive fond och vilken påverkan de bör ha på avkastningen.

### 5.1 Faktorerna

Följande kapitel ämnar att koppla teorierna, knutna till de specifika faktorerna, till empirin för de tre fonderna. Genom att göra detta ämnas att belysa skillnader fonderna emellan som kopplar till avkastning. Detta för att helt eller delvis kunna förklara den reala avkastning de tre ländernas pensionsfonder har presterat. Innan avslutat delkapitel som avser någon av faktorerna sammanfattas kort vilken påverkan skillnader i agerande bör ha på avkastningen relativt referensen, NBIM.

#### 5.1.1 Corporate Social Responsibility

Både AP-fonderna och NBIM har i lagtext reglerat hur de ska förhålla sig till hållbara investeringar. AP-fonderna har krav på att vikta investeringar som leder till hållbar utveckling högre än andra investeringar. Vidare måste NBIM investera cirka 50 miljarder NOK i miljörelaterade investeringar. ATP saknar lagkrav angående hållbara investeringar vilket kan tolkas som de har en mindre strikt syn på hur hållbarhetsaspekten skall tas i beaktande. Enligt teorin bör hållbarhet beaktas från den så kallade *triple bottom line*, alltså social, ekonomisk och ekologisk hållbarhet (Slaper m. fl., 2011). Detta är något som endast AP-fonderna av nordens fonder reglerar i lagtext. Det bör dock påpekas att alla tre fonder hävdar att de investerar med en helhetssyn på hållbarhet. I enlighet med teori bör sådana beslut, vare sig de är lagstadgade eller ej, inte

påverka avkastningen på en nivå som är statistiskt signifikant (Bauer & Koedijk, 2005; McWilliams & Siegel, 2000).

Då alla tre fonderna kan anses vara universella investerare i enlighet med teorin kan vissa aspekter analyseras i denna kontext. Desto större innehav i en marknad, desto större incitament att arbeta för hela marknadens välmående. I enlighet med teorin investerar NBIM som en universell investerare då de investerar med, "Economic activity in one sector can impose considerable indirect costs on other sectors and society as a whole.", i åtanke (Hawley & Williams, 2000). Även AP-fonderna och ATP-fonden resonerar liknande, dock ej i samma utsträckning. Denna ovan nämnda aspekt bör enligt teorin leda till högre långsiktig avkastning. Dock är denna teori baserad ur ett samhällsperspektiv med väldigt lång tidshorisont, vilket gör effekter svåra att se.

Av de tre fonderna jobbar NBIM och ATP i en större utsträckning nära inpå bolagen de har exponering mot. Detta nära samarbete motverkar de krafter som beskrivs i teorin och ökar på så sätt styrsystemens effektivitet till att förbättra den operativa styrningen av bolagen (Gilson, 2000; Akerlof, 1970; Black, 2000; Brodin m. fl., 2000; Monks & Minow, 2001). Vidare leder ett sådant tätt samarbete även till en ökad transparens mellan aktieägare och ledning vilket bör ha en positiv påverkan på operativ utveckling (Hsiang-tsai & Chia, 2013). Alltså är det rimligt att anta att investeringsposter av NBIM och ATP kommer kunna göra en operativ utveckling i en fördelaktig riktning, både med avseende på CSR och resultat.

Vidare har det i tidigare studier framkommit att miljömässiga och sociala aktiviteter hos företag jämfört med andra liknande företag inom branschen värderas neutralt eller positivt av aktiemarknaden (Von Arx & Ziegler, 2008; Sauer, 2002; de Velde m. fl., 2005). Det är alltså rimligt att anta att den aktiva påverkan NBIM driver på deras investeringar att utöva CSR i större utveckling bidrar positivt till deras avkastning.

Sammanfattningsvis går det utifrån ovanstående argument att sammanfatta som att påverkan på avkastning för AP relativt referens NBIM är svagt negativ till följd av ett mindre utbrett CSR-arbete. Påverkan på avkastning för ATP relativt referens NBIM är starkt negativt då de driver CSR-frågor i mindre utsträckning.

### 5.1.2 Arvoden

Som kan ses i figur 4.2 skiljer sig de totala utbetalda arvoden väldigt mycket, i relation till fondernas tillgångar. ATP har cirka 50 gånger mer lönekostnad per krona tillgång än NBIM. Detta stämmer överens med teorin som hävdar att investeringsfonders kost-

nader, där personalkostnad är en stor del, är starkt påverkade av *economies of scale* då NBIM förvaltar ca tio gånger mer tillgångar än ATP (Latzko, 2014). Vidare har ATP lönekostnader på mer än tio gånger AP-fondernas vilket är värt att notera då de båda fonderna är av likvärdiga storlek.

De prestationsbaserade arvoden kan ses i figur 4.1 och skiljer sig i ännu större utsträckning mellan fonderna. Tidigare studier kring hur mycket så kallade *incentive fees* har för påverkan på avkastningen är många och inga definitiva svar finns som nämnts tidigare (Carhart, 2012; Wermers, 2000). Vissa studier visar på en svag positiv påverkan på avkastning inom amerikanska fonder (Elton m. fl., 2001). Detta till skillnad en annan som visar på en svag negativ påverkan, dock för europeiska fonder (Servaes & Sigurdsson, 2018). Klart är dock att påverkan endast är marginell och kostnader ökar markant. ATP har cirka 300 gånger mer prestationsbaserade arvoden än AP-fonderna i relation till tillgångar, och cirka 60 gånger mer än NBIM. Dessa tre extremt olika fördelningarna av arvoden bör alltså, enligt teorin, inte återspegla några direkta skillnader i avkastnings, möjligtvis ytterst små sådana. De uppblåsta kostnaderna påverkar däremot fondens förvaltningsavgift.

Sammanfattningsvis påverkar de ökade arvoden således inte möjligheten till avkastning för varken AP-fonderna eller ATP, relativt referens NBIM. Däremot påverkas AP-fondernas avgift svagt negativt relativt referens NBIM av de ökade kostnaderna. För ATP är de mycket stora arvodeskostnaderna relativt referens NBIM en stark negativ påverkan på avgiften.

### 5.1.3 Restriktioner avseende innehav

Under förutsättning att fonder kategoriseras i två grupper, aktiva och icke aktiva ägare (Keasey m. fl., 1999), hävdas vid en studie att aktivt ägande oavkortat är av intresse då maximal avkastning är eftersträvad (Appel m. fl., 2016). Forskningen är entydig även från motstående håll, vid investering i bolag är det av företagets intresse att ta in aktiva ägare (Monks & Minow, 2001). Påtryckningar skall användas genom innehaven för att leda företagen i den riktning som leder till förbättring. I den meningen är det endast ATP som följer teorin för att maximera avkastning vilket syftet är för samtliga fonder. Detta då endast ATP tillåts, och utövar, positioner som innebär majoritetsinnehav. Varför de övriga två fonderna har begränsningar i detta avseende har ej funnits.

Att två av fonderna ej tillåts vara aktiva ägare kom att påverka deras avkastning negativt då teorin som lyfts fram anses trovärdig (Appel m. fl., 2016; Keasey m. fl., 1999). De ser sina positioner endast som kapitalinvesteringar i hopp om avkastning

(Enquist & Javefors, 1996). Om fonderna istället hade tillåtits inneha större positioner och utöva de rättigheterna dessa medfört hade fonderna genom organisatoriskt lärande kunna bli essentiella i många bolags styrning och generera mervärde för vederbörande (Enquist & Javefors, 1996). Då de i dagens läge lämnas att avstå från sådana möjligheter kan också potentiella investeringsmöjligheter utebli då de endast kan investera i bolag vars nuvarande riktning kan anses vara gynnsam (Cubbin & Leach, 1983). I fallet med ATP kan de gå in med stora positioner med mål att styra bolaget mot en mer gynnsam position i marknaden och genom den typen av styrning generera avsevärt bättre avkastning. Hur pass stor avkastningsfördel som kan tillskrivas ATP, relativt de andra två fonderna, är svårt att uppskatta. Det kan dock fastställas att det ger fördel.

Sammanfattningsvis utövar AP-fonderna relativt referens NBIM aktivt ägande till samma låga grad, vilket gör skillnaden mellan dem obefintlig. Vidare är teorierna entydiga och gör där gällande att ATPs agerande i frågan om att vara aktiv ägare i företagen en stark positiv påverkan på avkastningen.

#### 5.1.3.1 Risk-return tradeoff

Det finns skillnader i den andel som är placerad i obligationer för de olika fonderna. Den minskade risken genom ökad andel obligationer medför, i enighet med *risk-return tradeoff*-teorin, minskad möjlighet till avkastning (Chen, 2019). Som kan ses i figur 4.3 har samtliga fonder en stor andel av sina tillgångar i obligationer. Varken NBIM eller AP-fonderna, som har en nedre gräns för hur mycket som måste vara placerat i låg risk, är nära dessa gränser. ATP som inte har någon rättslig begränsning i hur lite eller mycket som är placerat i låg risk har störst andel placerat i obligationer. För att nå låg risk, vilket två av fonderna enligt styrande dokument skall, är allokering och diversifiering nyckel (Bark & DeMarzo, 2014).

Ett något oväntat fynd då investeringsbanker oftast antas ta på sig mycket risk till följd av att prestation mäts i avkastning och ökad risk ger ökad möjlig avkastning. Således kunde det antas att utan restriktioner skulle denna post bli överdrivet stor. Men som tidigare nämnt verkar ingen av fonderna benägna att ta överdrivna risker utifrån denna faktorn. Genom att sätta avkastningen för NBIM som referens, se tabell 4.2, kan det uttydas att AP och ATP bör få 0.125% respektive 0.506% mindre avkastning med endast risk i åtanke. Detta är givetvis en grov uppskattning till följd av den data som använts vilken baserats på ett lands obligationer och aktier. För att få en faktiskt effekt hade studier krävts att utföras postvis och då studera vad som investerats i och dess korresponderande avkastningen. Det anses dock vara en god uppskattningen utifrån den tidsbegränsning detta arbete inneburit.

Sammanfattningsvis kan det antas att AP-fonderna får en svag negativ påverkan på avkastningen till följd av den ökade andelen obligationer relativt referens NBIM. ATP kommer till följd av den mycket stora andelen obligationer relativt NBIM få en starkt negativ påverkan på avkastningen.

## 5.1.4 Investeringsstrategier

Utifrån de två grundpelarna, allokering och diversifiering, när det handlar om riskhantering går det diskutera fondernas handlande (Bark & DeMarzo, 2014). Teorin är entydig och gör klart att risk givetvis skall begränsas men samtidigt att ökad risk leder till ökad avkastning (Leibowitz & Langetieg, 1989). Riskerna kan således ses som väl begränsade utifrån storleken på posterna i obligationer om god avkastning är målet.

### 5.1.4.1 Home bias

Det ter sig tydligt att både ATP och AP-fonderna lider av vad som definierats som *home bias* (Barberis & Thaler, 2003). De har båda överdrivna positioner i de egna länderna i relation till aktiemarknaderna. Totalt 42% av ATPs innehav på aktiemarknaden är innehav i aktier som handlas på den danska marknaden, ytterligare 7% av innehaven handlas på den svenska börsen. Av AP-fonderna är 22% investerade i aktier som handlas på den svenska börsen.

Diversifiering i så ringa utsträckning leder till en högre risknivå än den för en riskoptimerad portfölj (Dahlquist m. fl., 2003). Det har ej gått att finna information angående anställdas bakgrund för att eventuellt verifiera den teorin som finns i ämnet. Forskare har pekat på att individer med förflutet inom tillverkningsindustrin till större grad lider av *home bias* (Palme m. fl., 2005). Antagandet som går att göra är att de båda fonderna har en överdriven tilltro på den inhemska marknaden.

ATP-fonden har dessutom begränsad internationell diversifiering i sin aktieportfölj med endast 25 olika nationer vars börser som aktierna handlas på. AP-fonderna med motsvarande storlek med avseende på totala tillgångar har spridning över 59 olika länder och börser. Spridningen, och också den minskade risken, är nästan motsvarande den för NBIM med positioner på 79 olika börser.

NBIM har som bekant ej investerat i hemlandet och de totala innehaven i norden uppgår till endast 3% av innehaven. NBIMs rättsliga begränsning av investeringar i det egna landet har gjort det omöjligt att bli *home bias* men de har även bibehållit sin diversifiering i närområdet och ej heller blivit hemmablind där. Det är tydligt att NBIM diversifierat sig mer och genom detta ådragit sig mer optimal risk. Den minskade

riskan bidrar dock i enlighet med risk-return-teorin att också de potentiella avkastningarna minskat med den minskade risken (Chen, 2019). Något som inte endast speglas av minskad avkastning årligen vid högkonjunktur men också mindre förluster vid lågkonjunktur relativt de andra två fonderna. Den låga risk som finns specificerat för NBIM och AP-fonderna att de skall hålla upprätthålls således sett till diversifiering över nationer. ATP-fonden som inte har något krav på diversifiering eller risk, med avseende på spridning över nationer, utövar inte heller detta i praktiken. Risken stiger således vilket också bör speglas i dess avkastning, både negativ och positiv, då volatiliteten ökar (Chen, 2019).

Sammanfattningsvis går det att argumentera för att påverkan på avkastningen för AP-fonderna relativt NBIM är svagt negativ då de lider av viss *home bias* även om övrig diversifiering över nationer är god. Påverkan på ATPs avkastning relativt NBIM är starkt negativ till följd av grav *home bias* och mycket dålig övrig diversifiering över nationer.

#### 5.1.4.2 Tidshorisonter på investeringar

Skillnaderna i transaktionskostnader mellan ATP och de två övriga är avsevärd. ATPs transaktionskostnader är många gånger högre, i relation till tillgångarna, relativt de andra fonderna. Detta kan rimligen förklaras med att handeln är mer frekvent. Givetvis kan det finnas faktorer så som olika avtal gällande courtage vilket leder till viss variation i transaktionskostnader. Att dessa skillnader i courtage skulle vara så stora är svårt att tro även om uppgifter med avseende på courtage för de olika fonderna mot börser ej har varit möjliga att finna. Motsvarande kostnader för NBIM är begränsad som tidigare visualiserats och sträcker sig endast över två år men är i storleksordning dubbelt så stora som AP-fonderna i detta begränsade urval. Att handeln sker så mycket mer frekvent hos ATP-fonden tyder på att en strategisk skillnad finns fonderna emellan.

Antagandet är att AP och NBIM idkar en strategi mer av typen *B&H* (Perold & Sharpe, 1995). Teorin gör då gällande att eventuella fluktuationer rids ut med minskade förluster i lågkonjunktur men också minskade vinster i högkonjunktur (Vinell m. fl., 2005). Den mer frekventa handeln leder också direkt till högre förvaltningskostnader, till följd av dessa transaktionskostnader. Indirekta kostnader uppstår också i form av de ökande resurskraven i form av fler anställda. Teorin i ämnet är ofta tvetydig där ena sidan hävdar att aktiv handel leder till bättre resultat. En klar majoritet av de studier som gjort i ämnet gör dock gällande att den eventuellt lilla ökning i avkastning, till följd av aktiv handel, äts upp av de ökade kostnaderna den intensifierade handeln innebär. Kontentan är alltså att denna faktor bör påverka real avkastning negativt för ATP.



Även faktumet att samtliga fonder bör ses som universella ägare, utifrån deras otroliga storlek, gör att mer långsiktig investeringsstrategi är att föredra (Hawley & Williams, 2000).

Sammanfattningsvis går det utifrån ovanstående argument påvisa att påverkan på avkastning för AP relativt referensobjektet NBIM bör vara svagt positivt till följd av mer *B&H*-strategi. Påverkan på avkastning för ATP relativt NBIM är starkt negativ då de utför mycket mer frekvent handel.

## 5.2 Sammanställning av påverkan på avkastning

Skillnader inom faktorerna för de olika fonderna och dess påverkan på avkastning visualiseras i tabell 5.1, motivering till utformningen finns att finna i kapitel 3.3.3. I scenariot att samtliga fonder upplevt obefintliga skillnader, mot referensen NBIM, inom alla faktorer skulle tabellen varit helt gult. Desto längre ifrån gult, på färgskalan i tabell 5.1, en fond är inom någon faktor ju mer skiljer sig fonden relativt NBIM. Värt att notera är att även om AP-fonderna upplever svag påverkan på avkastningen inom de flesta faktorer jämfört med NBIM är grupperna relativt lika. Jämföringsvis avviker ATP starkt relativt NBIM inom samtliga faktorer. Således är det ingen av fonderna som anses vara helt lik någon av de andra även om skillnader mellan NBIM och AP-fonderna är små.

Om underlaget endast är de fyra faktorerna och dess teoretiska implikationer på avkastning mynnar denna rapports analys ut i att NBIM bör ha högst real avkastning av de tre, följt av AP-fonderna och ATP. Som kan ses på nedersta raden i tabell 5.1 är så inte fallet. AP-fonderna, NBIM och ATP har under åren 2014 till 2018 i genomsnitt presterat 6.67%, 2.26% och 6.62% real avkastning. Det kan alltså påvisas att de fyra faktorerna som är identifierade inte är tillräckliga för att användas som förklaringsmodell till den reala avkastningen fonderna emellan.

Anledningarna varför denna förklaringsmodell är bristfällig bottnar i flera områden. Det kan finnas fler underliggande faktorer än de som detta arbete undersökt vilka då också saknas i förklaringsmodellen som tagits fram. Det kan också vara så att teorin som faktorerna sammankopplats med för att förklara påverkan på avkastning är otillräcklig och på så sätt inte bör appliceras i den mån som görs. Vidare kan också denna rapports djup i analys inom faktorerna varit bristfällig. Således saknas den empiriska grund som krävs för att dra samband med det teoretiska ramverk som byggts. Sammanfattningsvis finns brister i metodiken kring ovan aspekter vilket leder till denna påvisade diskrepans i avkastning.

**Tabell 5.1:** Sammanställning av påverkan på avkastning fonderna emellan med avseende på faktorerna. Referensobjektet NBIMs kolumn är helt gul då NBIM uppenbarligen har obefintlig skillnader relativt sig själv med avseende på samtliga faktorer. Restriktioner avseende innehav (1) syftar på graden aktivt ägandes påverkan och (2) syftar på andel obligationers påverkan. Investeringsstrategier (3) syftar på graden diversifiering internationellt och (4) syftar på i vilken utsträckning strategi av typen *B&H* idkas.

|                                | AP                                      | NBIM  | ATP   |               |
|--------------------------------|---|-------|-------|---------------|
| CSR                            |   |       |       |               |
| Arvoden*                       |   |       |       |               |
| Restriktioner avseende innehav | (1) style="background-color: #ffff00;"> |       |       | Stark positiv |
|                                | (2) style="background-color: #f08080;"> |       |       | Svag positiv  |
| Investeringsstrategier         | (3) style="background-color: #f08080;"> |       |       | Obefintlig    |
|                                | (4) style="background-color: #90ee90;"> |       |       | Svag negativ  |
| Real avkastning**              | 6.67%                                   | 2.26% | 6.62% | Stark negativ |

\*I enlighet med teorin är arvodens påverkan på avkastning tvetydig. Dock påverkar ATPs extremt höga arvoden deras fondavgift negativt, därav mörkröd färg. Med liknande argumentation följer att AP är ljusröd.

\*\*Real avkastning, medelvärde under åren 2014 till 2018.

# 6

## Slutsats

Ländernas buffertfonder förvaltar medel tillhörande medborgarna och har på så sätt ett uppdrag att på ett ansvarsfullt sätt generera så god avkastning som möjligt. Sättet de tre olika fonderna utför detta uppdrag skiljer sig dock åt. I enlighet med frågeställningen har denna rapport resulterat i att skillnaderna fonderna emellan med avseende på de fyra faktorerna tagits fram. De mest signifikant skillnaderna fonderna emellan och dess implikationer på avkastning lyfts nedan.

Skillnaderna mellan NBIM och AP-fonderna går att beskriva som relativt små med avseende på alla fyra faktorerna. Båda fonderna har lagkrav kring hållbarhet och driver CSR-frågor aktivt. Med avseende på lönerna har de liknande storlek i relation till tillgångar även om skillnader finns. Förhållandet mellan prestationsbaserade arvoden och totala arvoden skiljer till viss del där NBIM har klart större andel prestationsbaserade sådana. Investeringsstrategier kring allokering är likartade och spridningen över nationsgränser är, trots skillnader i storlek, mycket likartade. De har liknande strategi när det kommer till hur aktiv handel de utför även om transaktionskostnaderna är dubbelt så stora är det i sammanhanget lite. De har också förhållandevis lika förvaltningskostnader.

Stora skillnader mellan de två tidigare nämnda fondgrupperna och ATP-fonden har i denna rapport identifierats. Dess agerande står, med avseende på de fyra faktorerna, i stark kontrast till de två övriga fondgrupperna. ATP har till skillnad från de övriga inte några lagkrav kring hållbarhet och arbetar i en begränsad utsträckning med CSR-frågor. Med avseende på arvoden har de en tiopotens större post i relation till tillgångar. Vid studien av prestationsbaserade arvoden är de mer än två tiopotenser ifrån de övriga två fondgrupperna relativt tillgångarna. Motiv till denna skillnaden går ej att finna utan kan endast ses som att synen på frågan inom organisation är annorlunda, ett strategiskt avsteg. Det finns inget i rapportens teoretiska referensram som motiverar dessa höga prestationsbaserade arvoden.

ATPs allokering i portföljen är också annorlunda med mer än 50% obligationer i deras portfölj. Detta associeras med lägre risk men också lägre potential till avkastning.

De lider av grav *home bias* och ökar därmed sin risk genom minskad diversifiering av positionerna i aktieportföljen. Totalt är ungefär 50% av kapitalet placerat vid hemmamarknaden eller närbesläktad. Den minskade risk som obligationer således medför blir försumbar när positionerna ej diversifieras. Detta är ett riskbenäget beteende som ökar fondens riske exponering markant i relation till de två andra fondgrupperna. Vidare kan det påvisas att ATP tillämpat en annorlunda investeringsstrategi. Transaktionskostnaderna är fyra till tio gånger större än för de övriga fondgrupperna. Handeln sker alltså mer frekvent och *B&H*-strategin appliceras i mindre utsträckning. Teorin är även här relativt entydig och menar att de kausala samband som identifierats mellan ökad handel och avkastning blir försumbara i förhållande till de ökade kostnader som handeln leder till. Förvaltningskostnaden för ATP är signifikant högre och dess strategi med aktiv handel är sannolikt en bidragande orsak.

Går det då att fortsättningsvis, liksom tidigare forskning hävdade, benämna de nordiska ländernas pensionssystem som en kategori av "välfärdsregimer", "familj av nationer", eller som tillämpare av den "nordiska modellen"? Med ovan nämnda skillnader i beaktande poängteras att det finns avsevärt stora skillnader fonderna emellan. Det antas vara fastslaget att det, med avseende på specifika faktorer som studerats i denna rapport, finns mer skillnader än likheter mellan ATP och de övriga två fonderna. Med detta i beaktande bör de nordiska ländernas pensionssystem ej benämnas som en homogen enhet.

## 6.1 Rekommendationer för vidare arbete

Som tidigare belysts är faktorerna som identifierats inte tillräckliga för att användas som förklaringsmodell till den presterade reala avkastningen. Studien som utförts har varit begränsad i både djup och bredd till följd av den resursbegränsning som funnits. Studier som ämnar att vidareutforska detta ämne bör således studera fler faktorer för att fånga upp andra anledningar till diskrepansen mellan förväntad och faktisk avkastning. Även djupet av studien kan vid vidare arbete utvecklas genom att de faktorer som identifierats i denna rapport undersöks ytterligare och under ännu länge tidsspann. På detta sätt kan vidare arbete möjliggöra en mer exakt kartläggning av bufferfondernas skillnader och på så sätt skapa en förklaringsmodell som minimerar diskrepansen mellan förväntad och faktisk avkastning.

Två av AP-fonderna har slutat med prestationsbaserad lön för ett antal år sedan. Detta skifte hade kunnat studeras mer utförligt genom en fallstudie för att se om detta skifte påverkat fondernas agerande. Danmarks och Sveriges respektive fonder lider av vad som

kallas *home bias* vilket antas påverka fonderna negativt. Anledningar till de överdrivna positionerna inom länderna har ej identifierats. Teorier gör gällande att specifika faktorer kan påverka investerares tendenser till *home bias*. En sådan faktor som nämns i teorin är hurvida anställda har ursprung i tillverkningsindustrin eller ej. Djupare studier i anställdas ursprung för respektive fond hade kunnat bringa klarhet i hurvida detta påverkat fondernas tendenser till *home bias*.

# Litteraturförteckning

- Agnelloab, L. & Schuknecht, L. (2011). Booms and busts in housing markets: Determinants and implications. *Journal of Housing Economics*, 20(3).
- Akerlof, A., George. (1970). The market for lemons: Quality uncertainty and the market mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, 84(3), 488–500.
- AP1. (2018a). *Första ap-fonden ownership report 2018: focus on developing sustainability work and preparing for changes to the ap funds act*. Hämtad 2019-06-01, från <https://www.ap1.se/en/news/forsta-ap-fonden-ownership-report-2018/>
- AP1. (2018b). *Årsrapport, 2018*. Hämtad 2019-03-11, från [https://www.ap1.se/cdn.triggerfish.cloud/uploads/2019/03/ap1\\_2018\\_arsredovisning-1.pdf](https://www.ap1.se/cdn.triggerfish.cloud/uploads/2019/03/ap1_2018_arsredovisning-1.pdf)
- AP2. (2018). *Årsrapport, 2018*. Hämtad 2019-03-11, från [http://www.ap2.se/globalassets/nyheter-och-rapporter/arsredovisningar/arsredovisning-och-hallbarhetsrapport-2018\\_se.pdf](http://www.ap2.se/globalassets/nyheter-och-rapporter/arsredovisningar/arsredovisning-och-hallbarhetsrapport-2018_se.pdf)
- AP3. (2018). *Årsrapport, 2018*. Hämtad 2019-03-11, från [https://www.ap3.se/wp-content/uploads/2018/02/AP3\\_arsredovisning2017.pdf](https://www.ap3.se/wp-content/uploads/2018/02/AP3_arsredovisning2017.pdf)
- AP4. (2018). *Årsrapport, 2018*. Hämtad 2019-03-11, från [http://www.ap4.se/globalassets/dokument/rapportarkiv/2018/arsredovisning-2018/ap4-arsredovisning-2018\\_final.pdf](http://www.ap4.se/globalassets/dokument/rapportarkiv/2018/arsredovisning-2018/ap4-arsredovisning-2018_final.pdf)
- AP6. (2018). *Årsrapport, 2018*. Hämtad 2019-06-01, från [https://www.apfond6.se/wp-content/uploads/2019/02/AP6\\_AR\\_2018.pdf](https://www.apfond6.se/wp-content/uploads/2019/02/AP6_AR_2018.pdf)
- AP-fonderna. (2018). *Etikrådet*. Hämtad 2019-04-15, från <http://www.ap4.se/hallbarhet-och-agarstyrning/etikradet/>
- Appel, I. R., Gormley, T. A. & Keim, D. B. (2016). Passive investors, not passive owners. I *Journal of financial economics*.
- ATP. (2018). *Annual report, 2018*. Hämtad 2019-03-11, från <https://www.atp.dk/en/results-and-reports/annual-and-interim-reports>

- ATP. (2019). *Atp in brief*. Hämtad 2019-03-14, från <https://www.atp.dk/en/about-atp/atp-in-brief/the-history-of-atp>
- Barberis, N. & Thaler, R. (2003). A survey of behavioral finance. *Handbook of the Economics of Finance*, 1(18), 1053–1128.
- Bark, J. & DeMarzo, P. (2014). *Corporate finance*. Pearson International Content.
- Bauer, R. & Koedijk, R., K. Otten. (2005). International evidence on ethical mutual fund performance and investment style. *Journal of Banking Finance*, 29(7), 1751–1767.
- Bergensand, E. & Svahn, N. (2012). *En jämförelsestudie av ap-fonderna och bankernas sverigefonder 2003-2010*.
- Black, B. (2000). The legal and institutional preconditions for strong stock markets 5. *UCLA Law Review*, 48(4), 781–855.
- Brodin, B., Lundqvist, L., Sjöstrand, S. & Östman, L. (2000). *Koncernchefen och ägarna*. Stockholm : Ekonomiska forskningsinstitutet vid Handelshögskolan (EFI) : Institutet för företagsledning (IFL).
- Brown, K. C., Harlow, W. V. & Starks, L. T. (1996). Of tournaments and temptations: An analysis of managerial incentives in the mutual fund industry. *The Journal of Finance*, 51(1), 85-110.
- Butlin, J. (1989). Our common future. by world commission on environment and development. *Journal of International Development*, 1(2), 284-287.
- Carhart, M. M. (2012). On persistence in mutual fund performance. *The Journal of Finance*, 52(1), 57-82.
- Castles, F. (1993). *Families of nations: Patterns of public policy in western democracies*. Dartmouth Pub Co.
- Chen, J. (2019). *Risk-return tradeoff*. Hämtad 2019-04-26, från <https://www.investopedia.com/terms/r/riskreturntradeoff.asp>
- Chen, J. & Beers, B. (2019). *Buy and hold definition*. Hämtad 2019-05-05, från <https://www.investopedia.com/terms/b/buyandhold.asp>
- Clark, G. (2000). *Pension Fund Capitalism* (nr. 9780199240487). Oxford University Press.
- Clark, G. L. (2004). Pension fund governance: expertise and organizational form. *Journal of Pension Economics & Finance*, 3(2), 233–253.
- Clark, G. L. & Urwin, R. (2008). Best-practice pension fund governance. *Journal of Asset Management*, 9(1), 2–21.
- Commission, E. (2012). *Undertakings for collective investment in transferable securities*. Hämtad 2019-06-01, från <https://ec.europa.eu/info/business-economy>

-euro/growth-and-investment/investment-funds\_sv

- Cooper, H. (1998). *Synthesizing research: A guide for literature reviews*. SAGE Publications Inc.
- Cubbin, J. & Leach, D. (1983). The effect of shareholding dispersion on the degree of control in british companies: Theory and measurement. *Economic Journal*, 93, 351-369.
- Dahlquist, M., Pinkowitz, L., Stulz, M., René & Williamson, R. (2003). Corporate governance and the home bias. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(1), 87-110.
- Davis, E. P. (1993). The structure, regulation, and performance of pension funds in nine industrial countries. *Policy, Research working paper*, 1.
- de Velde, E. V., Vermeir, W. & Corten, F. (2005). Corporate social responsibility and financial performance. *Corporate Governance: The international journal of business in society*, 5(3), 129-138.
- Ding, B. & Wermers, R. (2012). *Mutual fund performance and governance structure: The role of portfolio managers and boards of directors*.
- Dubner, S. J. & Levitt, S. (2005). *Freakonomics*. Volante.
- Earles, K. (2011). Swedish family policy – continuity and change in the nordic welfare state model. *Social Policy Administration*, 45(2), 180–193.
- Ebbinghaus, B. (2011). *The varieties of pension governance: Pension privatization in europe*. Oxford University.
- Eliasson, D. & Möller, S. (2018). *Första-fjärde ap-fonden: Riskjusterad avkastning och risk 2001-2017*.
- Elton, E. J., Gruber, M. J. & Blake, C. R. (2001). Incentive fees and mutual funds. *The Journal of Finance*, 58(2), 779-804.
- Enquist, B. & Javefors, H. (1996). *Huvudmannaskapets dialektik: en studie av renault/volvo-affären*.
- Esping-Andersen, G. (1990). *The three worlds of welfare capitalism*. Polity Press.
- Fama, E. (1980). Agency problems and the theory of the firm. *Journal of Political Economy*, 88(2), 288–307.
- Finansdepartementet. (2010). *Mandat for forvaltningen av statens pensjonsfond utland*. Hämtad 2019-03-28, från [https://lovdata.no/dokument/INS/forskrift/2010-11-08-1414?q=mandat\\*%20+%20utland\\*](https://lovdata.no/dokument/INS/forskrift/2010-11-08-1414?q=mandat*%20+%20utland*)
- Gilson, R. (2000). *Transparency, corporate governance and capital markets*.
- Gryde, C. & Ohlsson, P. (2010). *Uppdrag granskning: En utvärdering av första, andra, tredje och fjärde ap-fonden*.



- Harzing, A.-W. (2013). *The publish or perish book - your guide to effective and responsible citation analysis* (1:a utgåvan).
- Hawley, J. & Williams, A. (2000). *The rise of fiduciary capitalism: How institutional investors can make corporate america more democratic*. University of Pennsylvania Press.
- Hsiang-tsai, C. & Chia, F. (2013, 06). An empirical study of corporate governance and corporate performance. *International Journal of Economics and Statistics*, 1, 21-28.
- Investing. (2019). *Msci all-country world equity index, 2019*. Hämtad 2019-06-01, från <https://se.investing.com/indices/msci-world-stock-historical-data>
- Island, G. (2018). Intent to establish a sovereign wealth fund in iceland.. Hämtad 2019-04-22, från <https://www.government.is/diplomatic-missions/embassy-article/2018/09/21/Intent-to-establish-a-sovereign-wealth-fund-in-Iceland/>
- JyllandsPosten. (2016). *Offentlig tilbud og valgfrihed*. Hämtad 2019-03-20, från <https://jyllands-posten.dk/politik/ECE85630575/offentlig-tilbud-og-valgfrihed/>
- Keasey, K., Thompson, S. & Wright, M. (1999). *Corporate governance: Economic, management and financial issues*. Oxford University Press.
- Keilani, M. & Collaros, S. (2012). *Ap-fondernas utveckling: en jämförande studie om avkastning och risk mellan åren 2002-2010*.
- Kildal, N. & Kuhnle, S. (2005). *The normative foundation of the welfare state: the nordic experience*. Route Ledge.
- Kvist, J. & Greve, B. (2011). Has the nordic welfare model been transformed? *Social Policy Administration*, 45(2), 145–160.
- Larsson, J. & Åkerhielm, A. (2012). *Ap7 och fyra storbankers sverige- och Östeuropafonder - en riskjusterad utvärdering 2003-2009*.
- Latzko, D. A. (2014). Economies of scale in mutual fund administration. *The Journal of Financial Research*, 22(3), 331-339.
- Leibowitz, M. & Langetieg, T. (1989). Shortfall risk and the asset allocation decision. *The Journal of Portfolio Management*, 16(1), 61-68.
- McWilliams, A. & Siegel, D. (2000). Corporate social responsibility and financial performance: correlation or misspecification? *Strategic Management Journal*, 21(5), 603–609.
- Mitchell, O. S. & Hsin, P. L. (1994). Public sector pension governance and performance. *NBER Working Paper*.

- Monks, R. & Minow, N. (2001). *Corporate governance*. John Wiley Sons.
- NBIM. (2018a). *Responsibility report, 2018*. Hämtad 2019-06-01, från [https://www.nbim.no/contentassets/e1632963319146bbb040024114ca65af/responsible-investment\\_2018.pdf](https://www.nbim.no/contentassets/e1632963319146bbb040024114ca65af/responsible-investment_2018.pdf)
- NBIM. (2018b). *Returns*. Hämtad 2019-04-08, från <https://www.nbim.no/en/the-fund/returns/>
- NBIM. (2018c). *Statens pensjonsfond utland Årsrapport*. Hämtad 2019-04-08, från <https://www.nbim.no/contentassets/02bfbbef416f4014b043e74b8405fa97/arsrapport-2018-statens-pensjonsfond-utland.pdf>
- Palme, M., Sunden, A. & Soderlind, P. (2005). *Investment choice in the swedish premium pension plan*. Department of Economics, Stockholm University.
- Patel, R. & Davidson, B. (2011). *Forskningsmetodikens grunder : att planera, genomföra och rapportera en undersökning*. Studentlitteratur.
- Pensionsmyndigheten. (2018). *Tabell över ap-fonderna*. Hämtad 2019-04-01, från <https://www.pensionsmyndigheten.se/statistik-och-rapporter/statistik/tabell-over-ap-fonderna-och-alderspensionsavgifterna>
- Pensionsmyndigheten. (2019). *Mer om pensionssystemet*. Hämtad 2019-03-28, från <https://www.pensionsmyndigheten.se/forsta-din-pension/om-pensionssystemet/mer-om-pensionssystemet>
- Perold, A. & Sharpe, W. (1995). Dynamic strategies for asset allocation. *Financial Analysts Journal*.
- Rennebooga, L., Horsta, J. T. & Zhang, C. (2008). Socially responsible investments: Institutional aspects, performance, and investor behavior. *Journal of Banking Finance Volume 32, Issue 9, Pages 1723-1742*.
- Riksdagen. (2000). *Lag (2000:192) om allmänna pensionsfonder (ap-fonder)*. Hämtad 2019-04-06, från [https://www.riksdagen.se/sv/dokument-lagar/dokument/svensk-forfattningssamling/lag-2000192-om-allmanna-pensionsfonder\\_sfs-2000-192](https://www.riksdagen.se/sv/dokument-lagar/dokument/svensk-forfattningssamling/lag-2000192-om-allmanna-pensionsfonder_sfs-2000-192)
- Riksdagen. (2019). *Ändrade regler för första-fjärde ap-fonderna*. Hämtad 2019-03-27, från [https://www.riksdagen.se/sv/dokument-lagar/arende/betankande/andrade-regler-for-forsta-fjarde-ap-fonderna\\_H601FiU14/html](https://www.riksdagen.se/sv/dokument-lagar/arende/betankande/andrade-regler-for-forsta-fjarde-ap-fonderna_H601FiU14/html)
- Romer, C. D. (2008). *The concise encyclopedia of economics*. (Business Cycles)
- Rudolph, H., Hinz, R., Antolín, P. & Yermo, J. (2010). *Evaluating the financial performance of pension funds*. World Bank Washington.
- Sauer, D. A. (2002). The impact of social-responsibility screens on investment performance: Evidence from the domini 400 social index and domini equity mutual

- fund. *Review of Financial Economics*, 6(2), 137–149.
- Scopus. (2019). *Leading in quality quantity*. Hämtad 2019-05-11, från <https://www.elsevier.com/research-intelligence/campaigns/get-to-know-scopus/leading-in-quality-and-quantity>
- Servaes, H. & Sigurdsson, K. (2018). The costs and benefits of performance fees in mutual funds.
- Sheehy, B. (2012). Understanding csr: An empirical study of private regulation. *Monash University Law Review*, 38(2), 103-127.
- Slaper, Timothy, F. & Hall, T. (2011). The triple bottom line: What is it and how does it work? *The Indiana Business Review*.
- Tonks, I. (2006). Pension fund management and investment performance. *The Oxford Handbook of Pensions And Retirement Income*, Oxford ua, 456–480.
- Transparency International. (2018). *Corruption perceptions index 2018*. Hämtad 2019-04-15, från <https://www.transparency.org/cpi2018>
- Triami Media BV and HomeFinance. (2013-2018). *Inflation i olika nordiska länder*. Hämtad 2019-03-20, från <https://www.inflation.eu/inflation-rates/>
- Uludag, G. & Keskin, A. (2010). Utvärdering av ap-fonderna: En studie av ap-fondernas riskjusterade avkastning åren 2003-2009.
- VER. (2019). *The state pension fund of finland*. Hämtad 2019-04-12, från <https://www.ver.fi/en-US>
- Vinell, L., Fischerstrom, J. & Nilsson, M. (2005). *Effektivt kapital*. Norstedts Juridik AB.
- Vittas, D. (2008). A short note on the atp fund of denmark. *World Bank Policy Research Working Paper Series*.
- Von Arx, U. & Ziegler, A. (2008). The effect of csr on stock performance: new evidence for the usa and europe. *CER-ETH-Center of Economic Research at ETH Zurich, Working Paper(08/85)*.
- Wermers, R. (2000). Mutual fund performance: An empirical decomposition into stock-picking talent, style, transactions costs, and expenses. I (vol. 55, s. 1655–1695). American Finance Association, Wiley.
- Wood, D. J. (1991). Corporate social performance revisited. *The Academy of Management Review*, 16(4), 691–718.