

Granskning av pensionsmedelsförvaltningen

Mars 2021

Ulrika Bagge och Linda Marklund, EY

Diarienummer: REV 37-2020

Region Västerbotten

Granskning av policy för pensionsmedels-
förvaltning



Building a better
working world

Innehåll

1. Sammanfattning	2
2. Inledning	4
2.1. Bakgrund och syfte.....	4
2.2. Syfte, revisionsfrågor och avgränsning.....	4
2.3. Revisionskriterier.....	5
2.4. Genomförande	5
3. Granskningsresultat	6
3.1. Nya riktlinjer	6
3.2. Efterlevnad av riktlinjer	9
3.3. Avkastning	9
4. Sammanfattande bedömning	13
Bilaga 1: Källförteckning	15

1. Sammanfattning

EY har på uppdrag av de förtroendevalda revisorerna i Region Västerbotten granskat regionstyrelsen i syfte att bedöma om pensionsmedelsförvaltningen bedrivs på ett ändamålsenligt och ekonomiskt tillfredsställande sätt. Bakgrunden till granskningen är den revidering av Finanspolicyn som gjordes med anledning av Covid-19, avseende pensionsmedelsförvaltningen.

Granskningens övergripande syfte har varit att bedöma om pensionsmedelsförvaltningen bedrivs på ett ändamålsenligt och ekonomiskt tillfredsställande sätt och har avgränsats till följande revisionsfrågor:

- ▶ Tillgodoser den av regionfullmäktige i april 2020 reviderade Finanspolicyn kommunallagens krav på risktagande, avkastning, uppföljning och kontroll?
- ▶ Har riktlinjerna efterlevts under perioden april – december 2020?
- ▶ Är pensionsmedelsförvaltningens avkastning under perioden april – december ekonomiskt tillfredsställande?

Vår sammanfattande bedömning är att pensionsmedelsförvaltningen inte fullt ut bedrivits på ett ändamålsenligt och ekonomiskt tillfredsställande sätt under perioden april – december 2020.

Vi grundar vår bedömning på följande iakttagelser:

- ▶ Den reviderade Finanspolicyn avseende pensionsmedelsförvaltningen tillgodoser i allt väsentligt kommunallagens krav på risktagande, avkastning, uppföljning och kontroll då den innehåller:
 - Syfte och mål med verksamheten
 - Organisation och ansvar
 - Tillåtna placeringar
 - Risktagande
 - Uppföljning och rapportering
 - Internkontroll

Lagen ger dock inte ett exakt uttryck för vad som är tillräcklig kontroll. En ansvarsorganisation som bygger på en långtgående delegering av operativt ansvar från fullmäktige via regionstyrelsen till regiondirektör/ekonomidirektör är nödvändig i Regionens medelsförvaltning. Eftersom kommunallagens syn på beslut och verkställighet inte är anpassat efter den finansiella marknadens behov av skyndsamt agerande i placeringsärenden får politiskt styrande dokument, uppföljning och rapportering samt intern kontroll anpassas efter det. Därmed måste det ställas större krav än vad som direkt kan utläsas ur lagen på reglering av verksamheten. Vi bedömer att inte att Finanspolicyn fullt ut beaktat sådana krav.

- ▶ Vi har inte funnit några avvikelser i efterlevnad av riktlinjerna i Finanspolicyn under perioden april – december 2020.

- ▶ Avkastningen under perioden april – december 2020 bedöms inte ekonomiskt tillfredsställande. Den dynamiska tillgångsallokeringen¹ medför att det kan kosta i avkastning att skydda en portfölj från värdenedgång genom försäljning av aktier, som ger ett lägre deltagande i en efterföljande börsuppgång. Detta har varit fallet under perioden. Beslut togs att avyttra aktier utöver vad kvantitativa riskmodellen påvisade och att avvakta med att återinvestera, vilket negativt påverkat avkastningen. Det ska dock noteras att det är lätt att i efterhand göra denna analys, medan situationen i framför allt mars månad var mycket turbulent till följd av Covid 19 och dess följd effekter.
- ▶ På lång sikt är avkastningen 5,1% som är i nivå med det långsiktiga reala avkastningsmålet på motsvarande 5,2%, vilket härmed bedöms vara ekonomiskt tillfredsställande. Även under de senaste 3,5 åren med tillämpad dynamisk tillgångsallokering bedöms avkastningen vara ekonomiskt tillfredsställande jämfört med det reala avkastningsmålet.

Utifrån granskningsresultatet rekommenderar vi regionstyrelsen att uppdatera Finanspolicyn med beaktande av våra bedömningar och kommentarer:

- ▶ Överväga lämpligheten i att utgå från endast en rådgivares delvis okända kvantitativa riskmodell samt dennes kvalitativa rekommendationer. En viss diversifiering är normalt att rekommendera inom kapitalförvaltning och bör övervägas även avseende kvantitativa modeller och rådgivningsrisk (förvaltarrisk).
- ▶ Reglera tillämpandet av kvantitativ riskmodell i Finanspolicyn, följsamheten till denna modell inklusive tillåtna avvikelser som uppstår respektive aktivt skapas.
- ▶ Reglera kreditriskexponering i enskilda emittenter i ränteportföljen.
- ▶ Reglera investeringar i fonder med avseende på diversifiering av förvaltarrisk.

¹ Dynamisk allokering: Innebär att andelen riskfyllda tillgångar i portföljen ska variera med beaktande av risker i marknaden (fallande börs = minska andelen aktier och börsuppgång = öka andelen aktier).

2. Inledning

2.1. Bakgrund och syfte

Regionfullmäktige beslutade i april 2020 om en reviderad Finanspolicy med anledning av Covid-19. I den nya policyn infördes förändrade regler för pensionsmedlens förvaltning. Med anledning av detta föreslås en granskning begränsad till pensionsmedelsförvaltningen.

I kommunallagens kapitel 11 finns bestämmelser om pensionsmedelsförvaltning som anger att:

- ▶ **2 §** Kommuner och landsting ska förvalta sina medel på ett sådant sätt att krav på god avkastning och betryggande säkerhet kan tillgodoses.
- ▶ **3 §** Fullmäktige ska besluta om riktlinjer för medelsförvaltningen.
- ▶ **4 §** Fullmäktige ska utöver vad som följer av 3 § besluta om riktlinjer för förvaltningen av medel avsatta för pensionsförpliktelser. I riktlinjerna ska det anges hur medlen ska förvaltas. Tillåten risk vid placering av medlen ska då fastställas. Det ska också anges hur uppföljning och kontroll av förvaltningen ska ske.

Dåvarande SKLs jurister har lämnat tolkningar av ovanstående bestämmelser². Här kan exempelvis noteras att avseende pensionsmedelsförvaltning anges att begränsningen och fastställande av tillåten risk i medelsförvaltningen är en viktig del (i placeringsreglementet). Hur olika risker ska begränsas får fullmäktige själv besluta om. Vägledning kan här hämtas från lagstiftningen inom Finansinspektionens område. Principerna för matchning och diversifiering bör enligt lagmotiven vara vägledande vid fastställande av riskbegränsningarna och utgöra utgångspunkten för varje kommuns och landstings placeringsstrategi. Detta innebär att tillgångarnas framtida värde och avkastning ska anpassas till de framtida pensionsåtagandena samt att tillgångarna ska placeras så att lämplig riskspridning uppnås.

Ytterligare en kommentar är att Kommuner och landsting givetvis bör förvalta sina medel så att de ger en god avkastning. Medlen bör emellertid inte riskeras genom placeringar som är tveksamma eller svårbedömda från rättslig synpunkt eller som fordrar sådana specialkunskaper som kommunerna och landstingen kanske kan ha svårt att leva upp till.

2.2. Syfte, revisionsfrågor och avgränsning

Granskningens övergripande syfte är att bedöma om pensionsmedelsförvaltningen bedrivs på ett ändamålsenligt och ekonomiskt tillfredsställande sätt, avgränsat till följande revisionsfrågor (avseende enbart pensionsmedelsförvaltningen):

- ▶ Tillgodoser de nya riktlinjerna kommunallagens krav på risktagande, avkastning, uppföljning och kontroll?
- ▶ Har riktlinjerna efterlevts under perioden april – december 2020?
- ▶ Är pensionsmedelsförvaltningens avkastning under perioden april – december ekonomiskt tillfredsställande?

Härutöver ska granskningen:

- ▶ Resultera i eventuella rekommendationer för att stärka pensionsmedelsförvaltningen.
- ▶ Belysa och analysera skillnaden mellan de gamla och den nya policyn.

² Kommunallagen, kommentarer och praxis (SKLs jurister kommenterar lagen)

2.3. Revisionskriterier

Med revisionskriterier avses de bedömningsgrunder som bildar underlag för granskningens analyser, slutsatser och bedömningar. Revisionskriterier kan ofta hämtas från lagar och förarbeten, föreskrifter och interna regelverk, policys och fullmäktigebeslut.

I denna granskning utgörs revisionskriterierna av:

- ▶ Kommunallagen, främst 11 kapitlet
- ▶ Av fullmäktige fastställd Finanspolicy, avseende pensionsmedelsförvaltningen
- ▶ Av granskaren uppsatta kriterier, tex jämförelser med andra kommuner/regioners pensionsmedelsförvaltning

2.4. Genomförande

Granskningen har genomförts främst genom dokumentstudier av gällande finanspolicy och uppföljningsrapporter. Granskningen har inte omfattat att säkerställa att uppföljningsrapporter är korrekta jämfört med underliggande innehav.

3. Granskningsresultat

3.1. Nya riktlinjer

De nya riktlinjerna i Finanspolicyn innebär en sänkning av lägsta tillåtna andelen aktier i portföljen, från 10 procent till 0 procent och därmed ökar tillåtna andelen räntebärande värdepapper till 100 procent, från tidigare max 90 procent. Riktlinjerna har gjorts gällande från 27 april 2020 genom beslut av Regionstyrelsens ordförande i avvaktan på fullmäktiges beslut om reviderad Finanspolicy 21 april 2020.

Härutöver genomfördes även mindre redaktionella förändringar, som denna granskning inte behandlar.

I tjänstemannaskrivelsen daterad 30 mars 2020, anges bakgrund och anledning till de föreslagna nya riktlinjerna. Det anges bland annat att Regionen i takt med tilltagande börsfall har sålt av aktiefonder och istället köpt räntefonder. Vidare beskrivs att detta har gjorts för att undvika att värdet faller mer än till den förutbestämda skyddsnivån på 80 procent av portföljens värde. Då regionens pensionsmedelsportfölj har en aktieandel i närheten av den lägsta tillåtna nivån, 10 procent, kan fortsatta nedgångar på börsen innebära att köp i aktier blir nödvändigt för att upprätthålla minst 10 procent aktier i portföljen. Fortsätter regionen att köpa aktier i en fallande marknad riskeras bufferten ner till skyddsnivån som finns kvar. Detta innebär i praktiken att det finns mindre utrymme, i förhållande till skyddsnivån, att investera i aktier den dag marknaden vänder upp igen.

För att skapa ett större handlingsutrymme i exceptionella situationer föreslogs att Finanspolicyns lägsta andel tillåtna aktier i portföljen ändrades från 10 procent till 0 procent. Efter denna förändring är andelen aktier som lägst 0 procent och som högst 80 procent. Normalportföljen är oförändrat 70 procent aktier. Efter ändringarna anger Policyn följande normalportfölj och limiter:

ALLOKERING TILLGÅNGSLAG			
	Min	Normal	Max
Räntebärande värdepapper	15%	30%	100%
Aktier	0%	70%	80%
- Varav svenska aktier	0%	20%	40%
- Varav utländska aktier	0%	80%	100%
Alternativa tillgångar	0%	0%	10%
Likvida medel	0%	0%	15%

I det följande lämnas några noteringar som är oförändrade jämfört med tidigare Finanspolicy, som bakgrund till de nya riktlinjerna.

I policyn anges att för att nå det långsiktiga avkastningsmålet om 4 procent real avkastning krävs i normalläget en relativt hög andel riskfyllda tillgångar. I syfte att minska förlusterna vid kraftiga börsfall ska andelen riskfyllda tillgångar i portföljen (primärt aktier) styras dynamiskt. Med dynamisk styrning eller allokering menas att andelen riskfyllda tillgångar i portföljen ska variera med beaktande av risker i marknaden t. ex. att i en fallande börs minskas andelen aktier och vid börsuppgång ökas andelen aktier. Andelen riskfyllda tillgångar ska löpande justeras så att portföljen som mest kan tappa 20 procent i värde i förhållande till det högsta värdet de senaste 24 månaderna (beräknat som värdet de sista dagen varje månad).

3.1.1. Iakttagelser

Förändringen av Finanspolicyn beslutades i en situation med mycket kraftiga börsfall och extrem osäkerhet till följd av Covid 19 som utvecklades till en pandemi. Det kan noteras att förändringen av Finanspolicyn aldrig i praktiken nyttjades, andelen aktier understeg aldrig 10 procent, då marknaderna stabiliserades och återhämtades.

Intervall för andelen aktier var mycket brett även före förändringen av Finanspolicyn. Även om det är en viss skillnad på ett intervall mellan 10 – 80 procent och 0 – 80 procent är inte denna förändring avgörande. En skillnad är dock att vid bibehållen aktieandel på 10 procent, finns det ett visst deltagande i stigande aktiemarknader som helt saknas om hela aktieportföljen sålts av. För att åter erhålla aktieavkastning om hela aktieinnehavet sålts av, måste i sådant fall ett beslut fattas om köp av aktier.

En hög andel aktier behövs för att långsiktigt uppnå avkastningskravet, och det breda intervallet för andelen aktier motiveras av att kunna kraftigt minska andelen aktier för att skydda portföljen för värdeminskning utöver 20%.

Som stöd för bedömningen vilken max andel aktier inom policyns tillåtna 0 – 80 procent som kan innehållas erhålls information från en extern rådgivare. Denna max andel aktier beräknas statistiskt i vad vi här i det följande benämner kvantitativ riskmodell. Utkomsten från modellen beror på indata och metodik, som vad vi förstår i detalj inte delges till Regionen. Kvantitativa modeller har vissa fördelar, exempelvis en konsekvent tillämpning, men också vissa nackdelar, då verkligheten inte helt låter sig modelleras. Olika kvantitativa modeller fungerar olika bra i olika typer av marknader och marknadsrörelser.

Den kvantitativa riskmodellen anger max tillåtna andelen aktier med hänsyn till riskbegränsningen att förlora max 20 procent. Inom denna max andel fattas beslut om vilken aktieandel som Regionens pensionsmedelsportfölj har. Dessa beslut är enligt vår förståelse mer kvalitativa till karaktären och föreslås av Regionens rådgivare. Transaktioner i portföljen beslutas av Regionens tjänstepersoner i enlighet med delegationsordning.

Inom kapitalförvaltning är beslut om allokering det avgörande viktigaste beslutet för risken och avkastningen, och både den kvantitativa modellen och de kvalitativa besluten kan ha stor påverkan på avkastningen.

3.1.2. Bedömning

Revisionsfrågan lyder: Tillgodoser de nya riktlinjerna kommunallagens krav på risktagande, avkastning, uppföljning och kontroll?

Den reviderade Finanspolicyn avseende pensionsmedelsförvaltningen tillgodoser i allt väsentligt kommunallagens krav på risktagande, avkastning, uppföljning och kontroll då den innehåller:

- Syfte och mål med verksamheten
- Organisation och ansvar
- Tillåtna placeringar
- Risktagande
- Uppföljning och rapportering
- Internkontroll

Lagen ger dock inte ett exakt uttryck för vad som är tillräcklig kontroll. En ansvarsorganisation som bygger på en långtgående delegering av operativt ansvar från fullmäktige via regionstyrelsen till regiondirektör/ekonomidirektör kan anses nödvändig i Regionens medelsförvaltning. Eftersom kommunallagens syn på beslut och verkställighet inte är anpassat efter den finansiella marknadens behov av skyndsamt agerande i placeringsärenden får politiskt styrande dokument, uppföljning och rapportering samt intern kontroll anpassas efter det. Därför bör det ställas stora krav på vad som regleras i Finanspolicyn.

De nya riktlinjerna i form av att aktier helt kan säljas av jämfört med tidigare som lägst bestå av 10 procent aktier bedömer vi inte vara avgörande för om kommunallagens krav uppfylls eller ej. Vi bedömer dock att det med hänsyn till den långsiktighet som enligt policyn ska gälla, kan vara lämpligt att en viss aktieexponering behålls, exempelvis minst 10 procent.

Vi bedömer att tillämpningen av den så kallade dynamiska allokeringen ytterligare bör regleras då den medför en stor delegering till Regiondirektör eller till av denne delegerad, att besluta om en aktieandel på 0 – 80 procent. Avsaknaden av tillämpningsanvisningar för den kvantitativa riskmodellen som har en avgörande betydelse för beslutet om aktieandel är en brist. Så är det även med rådgivarens rekommendationer om att avvika från den kvantitativa riskmodellen, då dessa rekommendationer normalt efterlevs av Regionens tjänstepersoner.

Att andelen riskfyllda tillgångar ska variera finns reglerat i finanspolicyn. Fördelningen är delegerad till Regiondirektören som vidaredelegerat frågan till Ekonomidirektören. Tillämpningen av kvantitativ riskmodell är dock inte reglerad i Finanspolicyn, utöver regleringen om att begränsa värdeminskningen till 20 procent.

Om det vid tillfällen saknas tillit till den kvantitativa riskmodellens utfall och det därför önskas göra avvikelser från dessa i form av kvalitativa beslut, bör dessa avvikelser regleras med limiter och former för beslutsfattande. Avvikelser från den kvantitativa riskmodellen bedöms vara relativt stora under den period vi granskat, april – december 2020. Dessa avvikelser är inte reglerade i Finanspolicyn.

Enligt vår bedömning läggs en för stor vikt vid endast en utomstående rådgivares delvis okända kvantitativa riskmodell samt dennes kvalitativa rekommendationer avseende tillgångsallokering utöver riskmodellen.

Den så kallade dynamiska allokeringen avser att minska risken för värdenedgång, men medför samtidigt en ytterligare ny risk, som är hänförlig till själva metoden, köp och försäljningar av aktier. Risken enligt definitionen: "begränsad värdenedgång till som mest -20 procent" kan rimligen uppnås, förutsatt tillförlitligheten i riskmodellen. Det är dock oklart hur denna riskbegränsning kan komma att påverka avkastningen. Att göra stora försäljningar och köp av aktier inom intervallet 0 – 80 procent kan ha stor påverkan på avkastningen. Medför den dynamiska allokeringen dessutom ofta förekommande handel, kan det medföra en ökad risk.

Enligt de nya riktlinjerna kan pensionsmedelsportföljen i sin helhet bestå av 100 procent räntebärande värdepapper. Vi bedömer att det är en stor brist att det inte finns angivet hur mycket som maximalt kan investeras i enskild emittent³, utöver de begränsningar i rating som anges för ränteportföljen i sin helhet. I nuläget investeras i fonder, där en riskspridning erhålls. Krav på diversifiering vid investeringar i fonder regleras dock inte i Finanspolicyn, vilket bedöms vara en brist.

³ Utgivare och garant för finansiella instrument

3.2. Efterlevnad av riktlinjer

Finanspolicyn anger riktlinjerna för pensionsmedelsförvaltningen. Enligt policyn kan externt konsultstöd anlitas för framtagande av underlag för bland annat rådgivning och rapportering/uppföljning. Samma konsult får inte anlitas för både rådgivning och rapportering/uppföljning.

3.2.1. Iakttagelser

Regionen anlitar två olika externa parter, en rådgivare och en konsult för rapportering/uppföljning. Konsulten för rapportering/uppföljning har egen åtkomst till depåinnehav och lämnar månatligen en rapport innehållande bland annat avkastning jämfört med långsiktigt avkastningskrav och jämförelseindex samt avstämning av limiter enligt Finanspolicy.

Vad gäller regelefterlevnad av hållbarhet kontrollerar rådgivaren fondernas hållbarhetsprofil i enlighet med uppdragsbeskrivningen. Rådgivningsunderlaget till Regionen inför transaktioner, inkluderar avstämning mot policy.

Det kan noteras att vid avstämning av kreditrisk, rapporteras en viss övervikt i innehav med rating BBB. Enligt policyn tillåts dock avvikelse från limerna i fonder, så länge förvaltningens inriktning inte väsentligt avviker från riskbegränsningarna. Sammantaget, sett till portföljens fördelning, bedöms risken lägre än vad ratinglimiterna tillåter, då det är en lägre andel innehav med rating understigande BBB.

3.2.2. Bedömning

Vi har inte funnit några avvikelser i efterlevnad av riktlinjerna i Finanspolicyn under perioden april – december 2020, och bedömer att riktlinjerna i allt väsentligt har efterlevts. Vår bedömning baseras på granskning av rapporter från extern konsult. Granskning av regelefterlevnad avseende hållbarhet baseras på intervju med en av Regionens tjänstepersoner.

Vi gör bedömningen att andelen aktier under perioden april - december inte har brutit mot Finanspolicyn. Policyn anger dock inte tydligt hur den dynamiska strategin ska tillämpas t.ex. med stöd av kvantitativa riskmodellen. Policyn anger att vid sidan av riskbegränsningen, att inte förlora mer än 20 procent är utgångspunkten för allokeringen mellan tillgångsslagen att i normalläget ha en så hög andel aktier som möjligt för att maximera förväntad avkastning. Situationen med Covid 19 som utvecklades till en pandemi, och dess effekter kan rimligen inte anses utgöra ett normalläge.

3.3. Avkastning

Finanspolicyn anger att avkastningen för Regionens pensionsmedelsportfölj i första hand ska jämföras med det långsiktiga avkastningsmålet som är 4 procent real avkastning. Över börs- och konjunkturcykeln kan portföljen även utvärderas mot ett jämförelseindex, 70 procent aktier och 30 procent räntebärande värdepapper, som speglar normalportföljens sammansättning.

Helåret 2020 avkastade Regionens pensionsmedelsportfölj -3,4 procent medan jämförelseindex avkastade +3,5 procent, en underavkastning på 6,9 procentenheter.⁴

⁴ Enligt Förvaltningsrapport från Regionens rådgivare, december 2020

Avkastningen 2020 till och med mars månad uppgick till -9,8 procent, index visade -11,5 procent, en överavkastning på 1,7 procentenheter.⁵

En enkel beräkning av avkastningen under perioden april – december 2020 (dvs from 1 april 2020 – 31 december 2020), visar härmed en avkastning för Regionens pensionsmedelsportfölj på cirka +6,4 procent jämfört med index cirka +15 procent, en underavkastning på cirka 8,6 procentenheter.

På lång sikt, från och med augusti 2005, samt under de senaste 3,5 åren med tillämpad allokeringsstrategi, är avkastningen i nivå med det långsiktiga avkastningsmålet.

3.3.1. Iakttagelser

Förändringen av Finanspolicyn till lägsta tillåtna andel aktier på 0 procent, har inte haft någon påverkan på avkastningen under 2020, vare sig för perioden april till december 2020, eller från och med genomförd förändring i slutet av april till december 2020. Aktieandelen under 2020 understeg aldrig tidigare Finanspolicys lägsta gräns på 10 procent aktier.

Andelen aktier i pensionsmedelsportföljen har varierat stort under året, från dryga 70 procent i början av året ner till nära 10 procent i mars, april och maj. Per sista december 2020 uppgick andelen aktier till 54 procent. Jämförelseindex är konstruerat så att andelen aktier respektive räntebärande tillgångar är konstant 70 respektive 30 procent.

På lång sikt är målsättningen för pensionsmedelsportföljen en real avkastning på 4 procent. I syfte att försöka uppnå detta avkastningsmål tillåts och eftersträvas en hög andel aktier, 70 procent enligt normalportföljen, maximalt 80 procent. Finanspolicyn anger att, i syfte att minska förlusterna vid kraftiga börsfall ska andelen riskfyllda tillgångar i portföljen (primärt aktier) styras dynamiskt. Andelen riskfyllda tillgångar ska löpande justeras så att portföljen som mest kan tappa 20 procent i värde i förhållande till det högsta värdet de senaste 24 månaderna (beräknad på värdet per den sista dagen varje månad).

Som underlag för den så kallade dynamiska allokeringsstrategin, att justera andelen aktier i syfte att begränsa värdeminskningen till 20 procent, finns en kvantitativ riskmodell som Regionens rådgivare presenterar utfallet av. Statistiskt beräknas en maximal andel aktier, som varierar över tid. Vi noterar att faktisk andel aktier jämfört med denna maximala andel aktier avviker relativt stort under granskad period. Vi noterar även att per sista februari 2020 översteg faktisk andel aktier på 72 procent den maximala andelen aktier enligt riskmodellen som var 59 procent. Anledningen till detta var att försäljning av aktier inte hann genomföras till månadsskiftet till följd av kraftiga börsfall. Normalt är Regionen inte investerade över den kvantitativa riskmodellens beräknade maximala andel aktier, enligt erhållen information.

Per sista mars 2020 visade den kvantitativa riskmodellen max andel aktier på 33 procent, andelen aktier i portföljen var nära 10 procent, den lägsta tillåtna nivån enligt dåvarande Finanspolicyn. Under mars månad var det kraftiga börsfall, och i enlighet med Rådgivarens rekommendationer genomfördes stora försäljningar av aktier. Vi noterar att beslutet att minska aktieandelen genomfördes utöver minskningen enligt den kvantitativa riskmodellen. Genom en större marginal till max andel aktier minskar risken att förlora hela 20 procent för att det händer något som den statistiska riskmodellen inte fångat upp eller som är extra osannolikt.

⁵ Enligt Förvaltningsrapport från Regionens rådgivare, mars 2020

Försäljningarna i mars månad separat, bidrog till en överavkastning jämfört med index, men för de efterföljande månaderna när börserna återhämtade sig, följde inte Regionens portfölj med upp i värdeökning, till följd av låg andel aktier. För att återinvestera i aktier igen fastställdes vissa kriterier enligt Rådgivarens rekommendation, för att minska risken att köpa aktier och börserna faller ytterligare stort. Som störst var underviktningen andel aktier jämfört med max andel aktier ca 30 procentenheter, per maj månad.

Andelen aktier ökade successivt i pensionsmedelsportföljen från och med juni månad, men den lägre andelen aktier jämfört med normalportföljen medför ökad grad av underavkastning jämfört med index, ackumulerat under året.

Efterföljande månader påvisade riskmodellen ökande max andel aktier, men andelen investerade aktier var fortsatt lägre än vad riskmodellen påvisade.

3.3.2. Bedömning

Revisionsfrågan lyder: Är pensionsmedelsförvaltningens avkastning under perioden april - december 2020 ekonomiskt tillfredsställande?

Sammanfattningsvis är det vår bedömning att avkastningen under perioden april till december inte är ekonomiskt tillfredsställande. Den s.k. dynamiska strategin medför att det kan kosta i avkastning att skydda en portfölj från värdenedgång genom försäljning av aktier, som ger ett lägre deltagande i en efterföljande börsuppgång. Detta har varit fallet under perioden. Beslut togs att avyttra aktier utöver vad kvantitativa riskmodellen påvisade och att avvakta med att återinvestera, vilket negativt påverkat avkastningen. Allokeringsbesluten har enligt vår bedömning avvikit relativt stort från den kvantitativa modellens riktvärden i form av max andel aktier. Det ska dock noteras att det är lätt att i efterhand göra denna analys, medan situationen i framför allt mars månad var mycket turbulent till följd av Covid 19 och dess följdefekter. Om marknaderna hade utvecklats annorlunda, hade bedömningen kunnat vara en annan.

För att bedöma om avkastningen för perioden varit ekonomiskt tillfredsställande, måste avkastningen ställas i relation till kriteriet för bedömningen. Oavsett kriteriet för bedömningen, är 9 månader en kort period att utvärdera en avkastning. En längre period för utvärdering av avkastning bör även innehålla en riskjusterad avkastning.

Vi kommenterar härmed avkastningen under perioden jämfört med

- Jämförelseindex enligt Finanspolicy, 70 procent aktier och 30 procent räntebärande värdepapper
- Begränsningen att inte förlora mer än 20 procent i förhållande till det högsta värdet på portföljen de senaste 24 månaderna
- Det långsiktiga avkastningsmålet, 4 procent real avkastning
- Den kvantitativa riskmodellen som anger max andel aktier

- Avkastning jämfört med jämförelseindex

Avkastningen under perioden april till december 2020 är inte tillfredsställande jämfört med jämförelseindex, då en relativt stor underavkastning jämfört med jämförelseindex påvisas. Denna jämförelse är dock inte helt rättvis, då andelen aktier styrs av en den s.k. dynamiska förvaltningsstrategin. Denna strategi medför både möjligheter (lägre andel aktier i börsnedgång) och begränsningar (maximal andel aktier vid stigande börser) jämfört med jämförelseindex fasta andel aktier på 70 procent.

- Begränsad förlust

Tillämpad investeringsstrategi syftar till att skydda portföljen från värdeminskning mer än 20 procent från det högsta värdet senaste 24 månaderna (beräknad på värdet per den sista dagen varje månad). Vad vi kan se från månadsrapporteringen, var den största värdeminskningen långt från denna nivå -10,4 procent. Vi noterar att rapporteringen inte tydligt rapporterar detta nyckeltal ("maximum drawdown"). I detta perspektiv har målsättningen uppnåtts.

Policyn anger att i syfte att minska förlusterna vid kraftiga börsfall ska andelen riskfyllda tillgångar i portföljen (primärt aktier) styras dynamiskt. Den dynamiska andelen aktier tar utgångspunkt i statistiska modellberäkningar av maximal andel aktier.

- Långsiktig real avkastning

Det långsiktiga avkastningskravet för pensionsmedelsförvaltningen är 4% real avkastning. Det får anses vara ett ambitiöst avkastningsmål, I nominella termer motsvarar detta avkastningskrav en avkastning på 4,5 procent under helåret 2020, och cirka 3,4 procent för perioden april – december. Detta är dock ett långsiktigt mål, och kan inte ligga till grund för att utvärdera en avkastning under enbart 9 månader.

Sedan start, augusti 2005 är Regionens avkastning i nivå med periodens långsiktiga avkastningskrav om 5,2 procent. Vad vi övergripande kan se tycks det reala avkastningsmålet även uppnåtts under den period som nuvarande s.k. dynamiska allokering har tillämpats, vilket är cirka 3,5 år. Härmed bedöms avkastning i det långsiktiga perspektivet vara ekonomiskt tillfredsställande.

- Jämfört med kvantitativ riskmodell

Sett i perspektivet att andelen aktier har avvikit från max andel aktier enligt den kvantitativa riskmodellen, gör vi bedömningen att avkastningen under perioden april-december 2020 är sämre än vad den nödvändigtvis hade behövt vara enligt tillämpad s.k. dynamisk allokering.

Vad vi förstår har det tillämpats en extra marginal jämfört med riskmodellens max andel aktier, för att ta höjd för risken att antagandena i modellerna är fel eller att förhållanden har förändrats utan att detta fångats upp. Det har bedömts önskvärt att minska risken, utöver den som riskmodellen beräknar, om det skulle hända något som den statistiska riskmodellen inte fångat upp eller som är extra osannolikt.

4. Sammanfattande bedömning

Vår sammanfattande bedömning är att pensionsmedelsförvaltningen inte bedrivs på ett fullt ändamålsenligt och ekonomiskt tillfredsställande sätt.

Bedömningen grundar sig på nedanstående.

Revisionsfråga	Bedömning
Tillgodoser de nya riktlinjerna kommunallagens krav på risktagande, avkastning, uppföljning och kontroll?	<p>Vår bedömning är att Finanspolicyn avseende pensionsmedelsförvaltningen i allt väsentligt tillgodoser kommunallagens krav. Vi ser dock vissa brister avseende:</p> <p>Tillämpningen av den kvantitativa riskmodellen som en utgångspunkt för s.k. dynamisk tillgångsallokering är inte tydligt reglerad i Finanspolicyn.</p> <p>Följsamhet till, och avvikelser från den kvantitativa riskmodellen är inte reglerade i Finanspolicyn.</p> <p>Stor vikt läggs vid en utomstående rådgivares delvis okända kvantitativa riskmodell samt samma rådgivarens kvalitativa rekommendationer avseende tillgångsallokering utöver riskmodellen.</p> <p>Kreditriskexponering i enskilda emittenter i ränteportföljen är inte reglerad.</p> <p>Investeringar i fonder är inte reglerade med avseende på diversifiering.</p>
Har riktlinjerna efterlevts under perioden april – december 2020?	Vi har inte funnit några avvikelser i efterlevnad av riktlinjerna i Finanspolicyn under perioden, och bedömer att riktlinjerna i allt väsentligt har efterlevts.
Är pensionsmedelsförvaltningens avkastning under perioden april - december ekonomiskt tillfredsställande?	<p>Vår bedömning är att avkastningen under perioden inte är tillfredsställande. Utvärderingsperioden är dock kort. Den s.k. dynamiska strategin medför att det kan kosta i avkastning att skydda en portfölj från värdenedgång genom försäljning av aktier, som ger ett lägre deltagande i en efterföljande börsuppgång. Detta har varit fallet under perioden. Beslut togs att avyttra aktier utöver vad kvantitativa riskmodellen påvisade och att avvakta med att återinvestera, vilket negativt påverkat avkastningen.</p> <p>Det ska dock noteras att det är lätt att i efterhand göra denna analys, medan situationen i framför allt mars månad var mycket turbulent till följd av Covid 19 och dess följd-effekter.</p>

Utifrån granskningsresultatet rekommenderar vi regionstyrelsen att uppdatera Finanspolicyn med beaktande av våra bedömningar och kommentarer:

- ▶ Överväga lämpligheten i att utgå från endast en rådgivares delvis okända kvantitativa riskmodell samt dennes kvalitativa rekommendationer avseende tillgångsallokering utöver riskmodellen.
- ▶ Reglera tillämpandet av kvantitativa riskmodell i Finanspolicyn, följsamheten till denna modell inklusive tillåtna avvikelser som uppstår respektive aktivt skapas.
- ▶ Reglera kreditriskexponering i enskilda emittenter i ränteportföljen.
- ▶ Reglera investeringar i fonder med avseende på diversifiering av förvaltarrisk.

Stockholm den 12 mars 2021

Ulrika Bagge
Executive Director, EY

Linda Marklund
Certifierad kommunal revisor, EY

Bilaga 1: Källförteckning

Dokument:

- ▶ Finanspolicy daterad 21 april 2020
- ▶ Tjänstemannaskrivelse om förändring i Finanspolicy daterad 30 mars 2020
- ▶ Rådgivarens förvaltningsrapporter, mars t o m december 2020
- ▶ Konsultens portföljsammanställningar, mars t o m december 2020

Intervjuade funktioner:

- ▶ Finansstrateg, Region Västerbotten