

Promemoria

Finansdepartementet
Finansmarknadsavdelningen

Vissa ytterligare ändringar av placeringsreglerna för Första–Fjärde AP-fonderna

Fi2019/01595/FPM

April 2019

Innehållsförteckning

1	Promemorians huvudsakliga innehåll	3
2	Förslag till lag om ändring i lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder).....	4
3	Ärendet och dess beredning	7
4	Bakgrund.....	7
4.1	Första–Fjärde AP-fondernas roll i det allmänna pensionssystemet	7
4.2	Den rättsliga regleringen	8
5	Allmänna utgångspunkter	10
6	Ändring av vissa placeringsregler.....	10
6.1	Saminvesteringar i onoterade företag	10
6.2	Innehav i fastighetsbolag och riskkapitalföretag när aktierna eller de andra andelarna i bolaget eller företaget tas upp till handel	17
6.3	Investeringar i illikvida krediter genom fonder	19
6.4	Lån till fastighetsbolag och riskkapitalföretag	21
7	Ikraftträdande	22
8	Konsekvensanalys.....	22
8.1	Inledning	22
8.2	Effekter på de offentliga finanserna	22
8.3	Samhällsekonomiska konsekvenser	23
8.4	Konsekvenser för myndigheter.....	23
8.5	Konsekvenser för de finansiella marknaderna.....	23
8.6	Effekter på hållbar utveckling	24
8.7	Övriga konsekvenser	24
9	Författningskommentar	24

1 Promemorians huvudsakliga innehåll

I promemorian föreslås vissa ytterligare ändringar av placeringsreglerna för Första–Fjärde AP-fonderna. Syftet med förslagen är att öka kostnads-effektiviteten, avkastningsmöjligheterna och långsiktigheten när det gäller placeringar i illikvida tillgångar, men även att ge Första–Fjärde AP-fonderna liknande förutsättningar som andra jämförbara institutionella investerare.

Det föreslås att det ska tydliggöras att Första–Fjärde AP-fonderna får göra saminvesteringar i onoterade företag genom onoterade riskkapitalföretag och att AP-fonderna inte får ta på sig det operativa företagsledningsansvaret i dessa riskkapitalföretag. Det föreslås också att Första–Fjärde AP-fonderna ska få behålla ett innehav av aktier eller andra andelar som överstiger 10 procent av röstetalet för samtliga aktier eller andra andelar i företaget vid notering av fastighetsbolag eller riskkapitalföretag som en AP-fond innehar aktier eller andra andelar i före noteringen. Innehav i noterade fastighetsbolag ska dock inte få utökas så länge innehavet överstiger det som gäller enligt begränsningsregeln. Vid innehav i noterade riskkapitalföretag ska den del av innehavet som överstiger begränsningen avvecklas så snart det är lämpligt med hänsyn till marknadsförhållandena. Den delen ska dock avvecklas senast när det kan göras utan förlust för fonden.

Det föreslås även att Första–Fjärde AP-fonderna ska få göra indirekta investeringar i obligationer och andra fordringsrätter som inte är utgivna för allmän omsättning genom placeringar i fonder och få ge lån till fastighetsbolag och onoterade riskkapitalföretag som de innehar aktier eller andra andelar i.

Lagändringarna föreslås träda i kraft den 1 mars 2020.

2 Förslag till lag om ändring i lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder)

Härigenom föreskrivs att 4 kap. 7, 8 a och 9 §§ lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder) ska ha följande lydelse.

Nuvarande lydelse

Föreslagen lydelse

4 kap.

7 §

Första–Fjärde AP-fonderna får endast förvärva obligationer och andra fordringsrätter som är utgivna för allmän omsättning. Denna begränsning gäller inte

1. placeringar som syftar till att tillgodose en fonds behov av likviditet, och

2. krediter till ett fastighetsbolag, om fonden *ensam eller tillsammans med någon eller några av de andra tre AP-fonderna* innehar *mer än hälften av röstetalet för samtliga* aktier eller andelar i bolaget.

1. placeringar som syftar till att tillgodose en fonds behov av likviditet,

2. krediter till ett fastighetsbolag, om fonden innehar aktier eller *andra* andelar i bolaget,

3. krediter till ett företag som har till huvudsakligt ändamål att äga och förvalta aktier eller andra andelar som inte handlas på en handelsplats eller en motsvarande marknadsplats utanför EES (riskkapitalföretag), om fonden innehar aktier eller andra andelar i företaget och dessa inte är upptagna till handel på en handelsplats eller en motsvarande marknadsplats utanför EES, och

4. placeringar genom fonder.

8 a §¹

Första–Fjärde AP-fonderna får förvärva eller inneha aktier eller andra andelar som inte handlas på en handelsplats eller en motsvarande marknadsplats utanför EES bara genom

1. fonder,

2. fastighetsbolag, eller

3. *företag som har till huvudsakligt ändamål att äga och förvalta sådana aktier eller andra andelar* (riskkapitalföretag).

3. riskkapitalföretag.

Första–Fjärde AP-fonderna får inte ta på sig det operativa företagsledningsansvaret i ett riskkapitalföretag vars aktier eller andra andelar inte är upptagna till handel på en handelsplats eller en motsvarande marknadsplats utanför EES.

9 §²

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 riskkapitalföretag som avses i 8 a § 3, 30 procent av röstetalet för samtliga aktier eller andelar i företaget.

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 aktier eller andra andelar i riskkapitalföretag som inte är upptagna till handel på en handelsplats eller en motsvarande marknadsplats utanför EES, 30 procent av röstetalet för samtliga aktier eller andra 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

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 innehade aktier eller andra andelar i bolaget när aktierna eller de andra andelarna togs upp till handel,

3. sådana aktier eller andra andelar i riskkapitalföretag som är upptagna till handel på en handelsplats eller en motsvarande marknadsplats utanför EES och i vilka företaget innehade aktier eller andra andelar i företaget när aktierna eller de andra andelarna togs upp till handel, och

² Senaste lydelse 2018:2013.

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.

4. 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.

Ingen av Första–Fjärde AP-fonderna får öka sitt innehav i ett sådant fastighetsbolag som avses i andra stycket 2 så länge fondens innehav överstiger begränsningen i första stycket.

När aktierna eller de andra andelarna i ett sådant riskkapitalföretag som avses i andra stycket 3 har tagits upp till handel ska fonden avveckla den del av innehavet som överstiger begränsningen i första stycket så snart det är lämpligt med hänsyn till marknadsförhållandena. Den delen ska dock avvecklas senast när det kan göras utan förlust för fonden.

Denna lag träder i kraft den 1 mars 2020.

3 Ärendet och dess beredning

Den 16 mars 2017 träffade Pensionsgruppen, med företrädare för de partier som står bakom pensionsöverenskommelsen, en överenskommelse om att göra en översyn av Första–Fjärde AP-fondernas placeringsregler och att modernisera styrningen av hållbarhetsfrågor i förvaltningen. Regeringen föreslog i propositionen Ändrade regler för Första–Fjärde AP-fonderna (prop. 2017/18:271) en viss modernisering av lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder) och att placeringsreglerna för Första–Fjärde AP-fonderna ska ändras i vissa delar i syfte att underlätta för dessa att uppnå det övergripande målet för placeringsverksamheten. Lagändringarna trädde i kraft den 1 januari 2019 (SFS 2018:2013).

Pensionsgruppen har även tagit ställning för att vissa ytterligare ändringar av placeringsreglerna för Första–Fjärde AP-fonderna ska utredas. Det gäller frågorna om AP-fonderna ska kunna göra direktinvesteringar i onoterade infrastrukturföretag, göra saminvesteringar i onoterade aktier, göra investeringar i illikvida krediter, behålla ett innehav som överstiger 10 procent av rösterna vid notering av företag som fonderna har investerat i före noteringen och lämna lån till företag som fonderna har investerat i. Regeringen uttalade i prop. 2017/18:271 att dessa frågor skulle utredas.

I denna promemoria lämnas förslag till ändringar av vissa placeringsregler för Första–Fjärde AP-fonderna. Pensionsgruppen har ställt sig bakom förslagen i promemorian.

4 Bakgrund

4.1 Första–Fjärde AP-fondernas roll i det allmänna pensionssystemet

Det reformerade allmänna pensionssystemet infördes den 1 januari 1999. Reformen innebar att det tidigare förmånsbestämda systemet (ATP och folkpension) ersattes av nuvarande avgiftsbestämda system (inkomstpension, premiepension och garantipension). Ansvaret för garantipensionen överfördes till statens budget, medan finansieringen av inkomstpensionen och premiepensionen frikopplades helt från denna. Reformen innebar att pensionssystemet gjordes självfinansierande (via avgifter) och det infördes en funktion så att pensionerna automatiskt anpassas till den ekonomiska tillväxten, den s.k. automatiska balanseringen. Inkomstpensionssystemet är ett fördelningssystem där inbetalda pensionsavgifter används för att finansiera samma års pensionsutbetalningar. För att hantera skillnaderna mellan de löpande pensionsavgifterna och pensionsutbetalningarna finns ett buffertkapital (tillgångar) som förvaltas av Första–Fjärde AP-fonderna.

Första–Fjärde AP-fonderna har två olika roller inom inkomstpensionssystemet. Den ena rollen är att hantera de över- och underskott som uppstår när volymen inbetalda pensionsavgifter skiljer sig från utbetalda

pensioner. När inbetalningarna till systemet är större än utbetalningarna sparas överskottet i Första–Fjärde AP-fonderna. Omvänt tas medel från dessa AP-fonder när utbetalningarna är större än inbetalningarna. Den andra rollen är att långsiktigt generera avkastning för att öka stabiliteten i inkomstpensionssystemet. Om buffertfonderna har högre avkastning än den genomsnittliga inkomstutvecklingen i Sverige bidrar fonderna positivt till pensionssystemets långsiktiga finansiering. Framtida generationer kan då få en bättre pension samtidigt som risken minskar för att den automatiska balanseringen i inkomstpensionssystemet ska aktiveras.

Första–Fjärde AP-fondernas tillgångar utgör en mindre del av inkomstpensionssystemets tillgångar, ca 14 procent, medan avgiftstillgången står för ca 86 procent.

4.2 Den rättsliga regleringen

Första–Fjärde AP-fonderna är statliga myndigheter som styrs genom lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder), i det följande benämnd lagen om allmänna pensionsfonder. I lagstiftningen regleras ansvarsfördelningen mellan fondernas styrelser och regeringen. Riksdagen behandlar årligen en skrivelse från regeringen som innehåller en sammanställning av AP-fondernas årsredovisningar och utvärdering av AP-fondernas verksamhet.

Första–Fjärde AP-fondernas uppdrag är att förvalta fondmedlen så att de blir till största möjliga nytta för inkomstpensionssystemet (4 kap. 1 § första stycket lagen om allmänna pensionsfonder). Förvaltningen ska ta sin utgångspunkt i pensionssystemets åtagande. Fondmedlen ska, vid vald risknivå, placeras så att långsiktigt hög avkastning uppnås (4 kap. 1 § andra stycket). Den totala risknivån i förvaltningen ska vara låg, vilket inte ska tolkas som ett mål att minimera risken. Av det följer däremot ett krav på god riskspridning. Risk och avkastning ska tolkas i termer av utgående pensioner. Rollen som förvaltare av allmänna pensionsmedel ställer krav på att fonderna har allmänhetens förtroende.

Sedan den 1 januari 2019 har ett nytt mål för placeringsverksamheten införts som innebär att fondmedlen ska förvaltas på ett föredömligt sätt genom ansvarsfulla investeringar och ansvarsfullt ägande (4 kap. 1 a §). Vid förvaltningen ska särskild vikt fästas vid hur en hållbar utveckling kan främjas utan att det görs avkall på det övergripande målet för placeringsverksamheten. Första–Fjärde AP-fonderna ska även ta fram strategier för hur målen för placeringsverksamheten ska uppnås (4 kap. 2 §). AP-fonderna ska samverka när det gäller det nya målet för placeringsverksamheten att fondmedlen ska förvaltas på ett föredömligt sätt (4 kap. 2 a §).

Var och en av Första–Fjärde AP-fonderna ska, med de medel fonden förvaltar, svara för kostnaderna för sin verksamhet samt för revision och utvärdering av fondförvaltningen (2 kap. 3 §). Var och en av Första–Fjärde AP-fonderna ska utforma en strategisk placeringsinriktning efter en analys av pensionssystemets åtagande. En central punkt i den strategi som styrelsen beslutar om är valet av referensportfölj (eller normalportfölj). För att fastställa vilken referensportfölj som ska användas utnyttjas s.k. ALM-

analyser (tillgångs- och skuldanalys), där sambandet mellan fondens åtagande och olika investeringsval studeras.

Styrelsen ska också besluta om de riktlinjer som ska gälla för att verkställa strategin. Var och en av Första–Fjärde AP-fonderna ska årligen fastställa en verksamhetsplan (4 kap. 2 §). Denna ska innehålla riktlinjer för placeringsverksamheten och för utövande av rösträtt i enskilda företag, men även en riskhanteringsplan. Riktlinjerna för placeringsverksamheten ska innehålla strategier för hur målen för placeringsverksamheten ska uppnås. Verksamhetsplanen ska även innehålla en riskhanteringsplan som ska beskriva de huvudsakliga risker som är förenade med placeringsverksamheten och hur dessa risker hanteras. Det ska även finnas interna instruktioner för hantering av dessa risker.

Första–Fjärde AP-fonderna ska förvalta portföljer som huvudsakligen består av likvida tillgångar. Med likvida tillgångar avses överlåtbara värdepapper och penningmarknadsinstrument som är, eller inom ett år från emissionen av dem avses bli, föremål för handel på en handelsplats eller en motsvarande marknadsplats utanför Europeiska ekonomiska samarbetsområdet (EES), fondandelar som kan lösas in med kort varsel, kontoplaceringar i kreditinstitut eller andra liknande kortfristiga likviditetsplaceringar och derivatinstrument (4 kap. 5 §).

Första–Fjärde AP-fonderna får förvärva eller inneha illikvida tillgångar som vid investeringstillfället uppgår till högst 40 procent av det verkliga värdet av fondens samtliga tillgångar (4 kap. 8 §). Med illikvida tillgångar avses tillgångar som inte är likvida (4 kap. 5 §). Investeringar i aktier eller andra andelar som inte handlas på en handelsplats eller en motsvarande marknadsplats utanför EES får endast ske genom fonder, fastighetsbolag eller riskkapitalföretag, dvs. företag som har till huvudsakligt ändamål att äga och förvalta sådana aktier eller andra andelar (4 kap. 8 a §). Beträffande obligationer och andra fordringsrätter är huvudregeln att AP-fonderna endast får förvärva sådana som är utgivna för allmän omsättning (4 kap. 7 §).

Minst 20 procent av marknadsvärdet av de tillgångar som var och en av Första–Fjärde AP-fonderna innehar ska vara placerade i räntebärande värdepapper med låg kredit- och likviditetsrisk (4 kap. 4 §).

I relation till den inhemska aktiemarknaden får var och en av Första–Fjärde AP-fonderna inneha aktier i svenska bolag som är upptagna till handel på en reglerad marknad i Sverige till ett marknadsvärde som uppgår till högst två procent av det totala marknadsvärdet av sådana aktier (4 kap. 6 §). En AP-fond får inte heller inneha så många aktier i ett företag att röstetalet för dem överstiger 10 procent av röstetalet för samtliga aktier i företaget och inte mer än 30 procent av röstetalet i riskkapitalföretag (4 kap. 9 §). Första–Fjärde AP-fondernas aktieplaceringar i fastighetsbolag är undantagna från begränsningarna avseende marknadsvärde och röstetal. Sådana placeringar begränsas i stället av en generell princip om riskspridning.

Högst 40 procent av Första–Fjärde AP-fondernas marknadsvärderade tillgångar får vara utsatta för valutarisk (4 kap. 10 §).

5 Allmänna utgångspunkter

Sedan den 1 januari 2019 har Första–Fjärde AP-fonderna nya allokeringssmandat. För att öka kostnadseffektiviteten, avkastningsmöjligheterna och långsiktigheten inom det nya allokeringssmandatet, illikvida tillgångar, samt ge Första–Fjärde AP-fonderna liknande förutsättningar som andra jämförbara institutionella investerare lämnas i denna promemoria förslag till ytterligare ändringar i AP-fondernas placeringsregler i lagen om allmänna pensionsfonder.

Förslagen lämnas med beaktande av följande utgångspunkter. Det finns fem myndigheter, AP-fonder, som har i uppdrag att förvalta inkomstpensionssystemets buffertkapital på ett effektivt sätt. Första–Fjärde AP-fonderna har identiska uppdrag (4 kap. 1 § lagen om allmänna pensionsfonder) medan Sjätte AP-fonden har ett specifikt uppdrag att förvalta anförtrodda medel genom placeringar på riskkapitalmarknaden (3 kap. 1 § lagen [2000:193] om Sjätte AP-fonden).

Första–Fjärde AP-fonderna ska i sin kapitalförvaltning främst ha finansiella mål och inte ta näringspolitiska eller ekonomisk-politiska hänsyn. AP-fondernas uppgift ska även i fortsättningen vara att göra finansiella placeringar. De ska inte ta på sig ett operativt företagsledningsansvar i de riskkapitalföretag som de investerar i. Det är därför av vikt att Första–Fjärde AP-fonderna även fortsättningsvis har en begränsad ägarandel i andra företag än fastighetsbolag.

Som förvaltare av inkomstpensionssystemets buffertkapital är det av största vikt att AP-fonderna placerar medlen på ett sätt som medför att allmänhetens förtroende för AP-fonderna upprätthålls. AP-fondernas verksamhet ska även fortsättningsvis bedrivas kostnadseffektivt, vilket innebär att förslag inte bör lämnas som innebär krav på att fonderna bygger upp stora organisationer för att kunna placera medel i illikvida tillgångar.

6 Ändring av vissa placeringsregler

6.1 Saminvesteringar i onoterade företag

Promemorians förslag: Det ska tydliggöras att Första–Fjärde AP-fonderna får göra saminvesteringar i aktier och andra andelar som inte handlas på en handelsplats eller en motsvarande marknadsplats utanför EES genom riskkapitalföretag vars aktier eller andra andelar inte handlas på en handelsplats eller en motsvarande marknadsplats utanför EES och att AP-fonderna inte får ta på sig det operativa företagsledningsansvaret i dessa riskkapitalföretag.

Promemorians bedömning: Första–Fjärde AP-fonderna bör inte få göra direktinvesteringar i infrastrukturföretag vars aktier eller andra andelar inte handlas på en handelsplats eller en motsvarande marknadsplats utanför EES. AP-fonderna bör bara få göra investeringar i sådana infrastrukturföretag genom fonder, fastighetsbolag eller riskkapitalföretag.

Skälen för promemorians förslag och bedömning

AP-fonderna ser behov av förändringar

Första–Fjärde AP-fonderna har uttryckt att det råder en osäkerhet om gällande bestämmelser tillåter dem att göra investeringar tillsammans med andra investerare (s.k. saminvesteringar) i företag vars aktier eller andra andelar inte handlas på en handelsplats eller en motsvarande marknadsplats utanför EES, något som AP-fonderna ser ett behov av att kunna göra. I det följande benämns sådana företag onoterade företag. AP-fonderna anser även att det är en brist att de inte kan göra direktinvesteringar i onoterade företag tillsammans med en fond som de har investerat i (s.k. sidoinvestering eller co-investering). Syftet med att göra dessa typer av investeringar är att minska förvaltningskostnaderna i jämförelse med att endast investera i fonder.

Första–Fjärde AP-fonderna har även framfört att de bör tillåtas investera direkt i onoterade infrastrukturföretag på samma sätt som de i dag får investera i onoterade fastighetsbolag (4 kap. 8 a § lagen om allmänna pensionsfonder). Som skäl till varför de bör tillåtas att göra sådana investeringar har AP-fonderna anfört att investeringar i infrastruktur via fonder riskerar att inte bli intressanta eftersom förvaltningskostnaderna ofta är höga i förhållande till den förväntade avkastningen. En sådan fond har dessutom en begränsad livslängd, vanligen 10–15 år, vilket innebär att den ofta innehåller projekt som när de färdigställts och har ett löpande kassaflöde säljs. AP-fonderna kan ha intresse av att äga objekten långsiktigt och få ta del av ett stabilt kassaflöde från investeringen under lång tid. Den styrmodell som AP-fonderna har byggt upp för investering i onoterade fastighetsbolag anser AP-fonderna lämpar sig väl även för infrastrukturinvesteringar.

Olika investeringsmodeller

En institutionell investerare kan i dag välja mellan flera olika investeringsmodeller för att få exponering mot aktier och andra andelar i onoterade företag. Det finns ingen begränsning när det gäller vilken verksamhet som de onoterade företagen får bedriva. Även infrastruktur kan således ägas av onoterade företag. Investeringar kan göras genom s.k. fond-i-fondinvestering, fondinvestering, sidoinvestering tillsammans med fonder, saminvesteringsstrukturer med andra investerare eller förvaltare, eller direktinvestering.

En *fond-i-fondinvestering* innebär att investeraren allokera kapital till en fondförvaltare som väljer ut och investerar kapitalet i ett antal andra fonder. De underliggande fonderna köper i sin tur ett antal onoterade företag som de utvecklar och sedan säljer för att realisera avkastning när fonden ska avvecklas. Både fond-i-fonden och de underliggande fonderna är vanligen slutna fonder med en livslängd på 10–15 år. Det är oftast investerare med mindre kapital som investerar i fond-i-fonder eftersom de, trots att de har ett begränsat kapital, får tillgång till ett antal olika fonder. För investerare med ett betydande kapital kan fond-i-fondinvesteringar däremot bidra till en överdiversifiering, dvs. att investeraren äger aktier eller andra andelar i ett alltför stort antal underliggande fonder, och att avkastningen på så sätt blir genomsnittlig. Det är vanligt att investerare

börjar med fond-i-fondinvesteringar för att bygga upp erfarenhet och kompetens för att sedan själv kunna investera direkt i fonder för att på så sätt kunna uppnå en mer kostnadseffektiv förvaltning. Att investera i fond-i-fond innebär ett extra lager av kostnader jämfört med att investera direkt i de underliggande fonderna eftersom det tas ut förvaltningsavgift både av de underliggande fonderna och av fond-i-fondförvaltaren.

En *fondinvestering* är den vanligaste investeringsformen för att investera i onoterade företag. Vid en fondinvestering väljer investeraren vilka fonder den ska investera i, med eller utan hjälp av externa rådgivare. Fonderna köper i sin tur ett antal onoterade företag som de utvecklar och säljer för att generera avkastning till fondandelsägarna. Vid en fondinvestering behöver investeraren ha kompetens internt för att kunna analysera och utvärdera fondförvaltare.

Förvaltare av fonder som investerar i onoterade aktier kan erbjuda vissa investerare att, förutom att köpa fondandelar, även få köpa aktier i ett företag som kommer att ingå i fonden, s.k. *sidoinvestering*, men utan att investeraren tar på sig det strategiska eller operativa ägaransvaret. Orsaken till att en sidoinvestering erbjuds kan vara t.ex. att företaget är för stort för fonden att äga ensamt och då erbjuder fonden vissa investerare att vara medinvestorare i den specifika transaktionen. Detta sker ofta till låga eller inga förvaltningsavgifter och är ett sätt för förvaltaren att ge rabatt till viktiga kunder och för investeraren att uppnå kostnadseffektivitet. Det är fondförvaltaren som ansvarar för den löpande förvaltningen och ägarstyrningen av företaget. Investeraren behöver dock ha kompetens, internt eller via rådgivare, för att kunna utföra en s.k. sekundär due diligence, dvs. att kunna bedöma kvaliteten på förvaltarens primära due diligence (genomgång av kommersiella, legala, finansiella och hållbarhetsmässiga förutsättningar) för att kunna ta beslut om sidoinvesteringen är lämplig. Omfattningen på denna avgörs av flera faktorer, såsom kvaliteten på den primära utvärderingen, förutsättningarna att genomföra denna gemensamt med andra investerare och investeringens storlek.

En *saminvestering* innebär att ett antal investerare går ihop och gör investeringar genom ett gemensamt ägt onoterat företag för att möjliggöra för långsiktiga och kostnadseffektiva investeringar. Det gemensamt ägda onoterade företags ändamål är vanligen att äga och förvalta andra onoterade företag. Av avtalet mellan investerarna framgår vanligen den överenskomna strategin för företaget, investeringsinriktningen, ett regelverk för väsentliga företagsstyrningsfrågor och hur det operativa företagsledningsansvaret i företaget ska utövas. Om ingen av investerarna har de operationella resurser som krävs kan detta säkerställas genom att relevant personal anställs i företaget. Ett annat sätt är att det gemensamt ägda företaget genom avtal med en annan part, ger denne i uppdrag att ha det operativa företagsledningsansvaret. Det är vanligt att den som tar på sig det operativa företagsledningsansvaret själv investerar eget kapital tillsammans med de institutionella ägarna i företaget. På det sättet säkerställs att alla parter har samma långsiktiga intresse.

Vid en *direktinvestering* görs en investering genom köp av ett onoterat företag. Vanligtvis har investeraren en betydande ägarandel i företaget. Investeraren behöver ha djupa kunskaper om företags operativa verksamhet, inklusive marknaden som företaget verkar inom och hela affärs-

cykeln för företaget, och bör därför ha samma kompetens som en fondförvaltare som gör liknande investeringar. Det är endast ett fåtal stora pensionsfonder i världen som har byggt upp en intern direktinvesteringsverksamhet, eftersom det kräver stora organisationer.

Vilken investeringsmodell som är lämplig beror på vilken roll, ansvar och risk investeraren vill ta på sig samt storleken på de interna resurserna. Det är dock vanligt att en investerare börjar med fond-i-fondinvestering och sedan allteftersom den byggt upp kompetens och erfarenhet börjar göra fondinvesteringar. Först därefter börjar vissa göra även saminvesteringar och några har, när de anser att de byggt upp både kompetensen och organisationen, också börjat göra direktinvesteringar.

Saminvestering genom riskkapitalföretag

Första–Fjärde AP-fonderna får enligt gällande regelverk förvärva eller inneha aktier eller andra andelar som inte handlas på en handelsplats eller en motsvarande marknadsplats utanför EES bara genom fonder, fastighetsbolag och riskkapitalföretag (4 kap. 8 a § lagen om allmänna pensionsfonder).

I begreppet fonder ingår även investeringsstrukturen fond-i-fond. Första–Fjärde AP-fonderna gör i dag fondinvesteringar och har därigenom byggt upp både kunskap och erfarenhet att utvärdera framför allt fondförvaltare. Genom investeringarna i onoterade fastighetsbolag och noterade bolag har AP-fonderna även lång erfarenhet och kunskap av ägarstyrning av sådana bolag.

Med riskkapitalföretag avses företag som har till huvudsakligt ändamål att äga och förvalta aktier eller andra andelar som inte handlas på en handelsplats eller en motsvarande marknadsplats utanför EES (4 kap. 8 a § 3 samma lag). Den nuvarande bestämmelsen motsvarar delvis den tidigare lydelsen av 4 kap. 5 och 8 §§ samma lag (prop. 2017/18:271 s. 18 och 38). Definitionen av riskkapitalföretag har i sak varit densamma sedan lagen om allmänna pensionsfonder infördes (se prop. 1999/2000:46 s. 165).

Gällande bestämmelse i lagen om allmänna pensionsfonder (4 kap. 8 a §) tillåter enligt promemorians bedömning var och en av Första–Fjärde AP-fonderna att i dag göra saminvesteringar i onoterade företag genom riskkapitalföretag. Sådana saminvesteringar bör vara tillåtna oavsett om aktierna eller de andra andelarna i riskkapitalföretaget handlas på en handelsplats eller en motsvarande marknadsplats utanför EES eller inte. Detta är en lämplig struktur eftersom grundtanken sedan starten av det reformerade pensionssystemet har varit att AP-fondernas placeringar i onoterade företag ska ske i indirekt form (samma prop. s. 87). Genom denna struktur upprätthålls att AP-fondernas kapitalförvaltning främst har finansiella mål och att AP-fonderna inte börjar bygga upp organisationer som har till uppgift att ha det operativa företagsledningsansvaret, dvs. långsiktigt och aktivt driva företagets verksamhet. Dessutom bedöms en sådan struktur inte medföra att Första–Fjärde AP-fonderna behöver bygga upp betydande organisationer för riskkapitalinvesteringar, vilket vanligen krävs om en investerare ska investera direkt i onoterade företag. Det finns inget krav på att riskkapitalföretaget redan ska vara bildat utan Första–Fjärde AP-fonderna kan vara med och bilda ett sådant.

Det finns emellertid en röstandelsbegränsning. Ingen av Första–Fjärde AP-fonderna får inneha så många aktier eller andra andelar i ett onoterat riskkapitalföretag att röstetalet för dem överstiger 30 procent av röstetalet för samtliga aktier eller andelar i företaget (4 kap. 9 § lagen om allmänna pensionsfonder). AP-fonderna ska i huvudsak styras av finansiella mål och inte ta på sig det operativa företagsledningsansvaret i företagen. Det är därför inte lämpligt att AP-fonderna tillåts inneha ett högre röstetal i sådana riskkapitalföretag. Det innebär att en AP-fond inte kan äga ett sådant riskkapitalföretag ensamt utan måste samarbeta med andra investerare, t.ex. andra AP-fonder eller institutionella investerare, för att kunna investera i företaget. Utvecklingen under senare år har inneburit att investerare går ihop och gör saminvesteringar genom gemensamt ägda onoterade företag för att möjliggöra för långsiktiga och kostnadseffektiva investeringar med ett ökat fokus på hållbarhetsfrågor. Det bör därför finnas goda möjligheter för AP-fonderna att hitta samarbetspartners. Det finns dessutom inget hinder mot att fyra AP-fonder tillsammans investerar i ett onoterat riskkapitalföretag. Mot denna bakgrund bedöms nuvarande röstandelsbegränsning väl avvägd.

Eftersom Första–Fjärde AP-fonderna i sin kapitalförvaltning i huvudsak ska ha finansiella mål och AP-fonderna tillsammans kan vara de enda ägarna i ett onoterat riskkapitalföretag, bör det tydliggöras i lag att AP-fonderna inte får ta på sig det operativa företagsledningsansvaret i ett onoterat riskkapitalföretag. Riskkapitalföretaget kan däremot organiseras på sådant sätt att det operativa företagsledningsansvaret sköts genom företaget internt eller genom att företaget anlitar en extern förvaltare. I de fall en AP-fond investerar i ett onoterat riskkapitalföretag tillsammans med andra investerare skulle även en av de andra investerarna kunna ta på sig det operativa företagsledningsansvaret. Även med denna begränsning kan Första–Fjärde AP-fonderna också fortsättningsvis vara aktiva ägare i de onoterade riskkapitalföretag de investerat i genom att fatta strategiska beslut för företagen och rösta på bolagsstämmor.

Sidoinvestering genom riskkapitalföretag

Första–Fjärde AP-fonderna har även framställt önskemål om att kunna göra s.k. sidoinvesteringar, dvs. investera direkt i onoterade företag vid sidan av en fond, för att minska kostnaderna. Vid en sidoinvestering är det fondförvaltaren som ansvarar för den löpande förvaltningen och ägarstyrningen av företaget. Detta förhållande säkerställs vanligen genom avtal mellan fondförvaltaren och investerarna.

Första–Fjärde AP-fonderna får förvärva eller inneha aktier eller andra andelar som inte handlas på en handelsplats eller en motsvarande marknadsplats utanför EES bara genom fonder, fastighetsbolag eller riskkapitalföretag (4 kap. 8 a § lagen om allmänna pensionsfonder). Eftersom AP-fonderna även fortsättningsvis bör vara begränsade till indirekta innehav i andra onoterade företag än fastighetsbolag och riskkapitalföretag, bör de inte tillåtas göra direktinvesteringar i aktier eller andra andelar i sådana företag vid sidan av en fond. Det finns dock inget hinder mot att AP-fonderna genom ett onoterat riskkapitalföretag investerar i sådana företag vid sidan av en fond.

Infrastrukturinvestering genom fond, fastighetsbolag eller riskkapitalföretag

Frågan är även om Första–Fjärde AP-fonderna bör få investera direkt i infrastrukturföretag vars aktier eller andra andelar inte handlas på en handelsplats eller en motsvarande marknadsplats utanför EES, på samma sätt som de i dag kan investera i fastighetsbolag. I det följande benämns sådana infrastrukturföretag onoterade infrastrukturföretag. Infrastrukturinvesteringar kan vara långsiktiga investeringar med stabila reala kassaflöden vilka har stora likheter med fastighetsinvesteringar. Det finns en fast tillgång, t.ex. en järnväg eller ett elnät, som genererar löpande kassaflöden och som kan vara intressant att äga under en lång tid framöver. Investeringarna kan också rent fysiskt vara mycket lika fastigheter och Första–Fjärde AP-fonderna klassificerar redan i dag vissa infrastrukturinvesteringar som fastighetsinvesteringar, t.ex. elnätsbolaget Ellevio.

Vad som utgör en infrastrukturinvestering är dock till skillnad mot en fastighetsinvestering mycket mer heterogent, där risker och krav på kompetens skiljer sig mycket åt beroende på investering. Begreppet infrastruktur kan delas upp på flera olika sätt. Vanliga indelningar är ekonomisk och social infrastruktur samt hård och mjuk infrastruktur. Ekonomisk infrastruktur omfattar transporter, energi, vatten- och avloppsnät samt kommunikation. Medan social infrastruktur innefattar det som ibland kallas samhällsfastigheter som t.ex. skolor, sjukhus och sportanläggningar. Med hård infrastruktur avses fysiska tillgångar som i regel har formen av stora nätverk, t.ex. vägar, järnvägar, vatten- och avloppsnät samt infrastruktur för bl.a. tv- och radiosändningar, it och telefoni. Den mjuka infrastrukturen skiljer sig från den hårda genom att den inte primärt består av fysiska tillgångar. Med mjuk infrastruktur avses bl.a. programvaror, funktioner och databaser som tillsammans med hårdvaruinfrastrukturen bildar den hela infrastrukturen.

En annan indelning av infrastruktur är efter om det är fråga om projektfasen, dvs. uppförande av ny infrastruktur (eng. greenfield), eller utvecklad infrastruktur, dvs. köp, försäljningar och omstruktureringar av befintliga anläggningar (eng. brownfield). Infrastruktur som är i projektfasen har högre risk och kräver mer specifik kompetens av ägaren. Utvecklad infrastruktur har lägre risk eftersom det oftast finns ett löpande kassaflöde.

Med hänsyn till att området infrastruktur är betydligt bredare och mångskiftande än fastigheter är det inte självklart att en investeringsmodell som passar för att analysera fastighetsinvesteringar också lämpar sig för att analysera infrastrukturinvesteringar. Infrastrukturinvesteringar har även högre exponering mot politisk-, regelverks- och ryktesrisk än andra tillgångar eftersom det ofta är samhällsviktiga funktioner som t.ex. ett elnät eller en skola som påverkar många människor. För att minska dessa risker blir valet av investering och samarbetspartners mycket viktigt vid en infrastrukturinvestering.

Över lag kräver direktinvesteringar i onoterade företag stora resurser i form av kunskap och kompetens att kunna utvärdera och analysera företaget eftersom minst en traditionell due diligence, dvs. genomgång av kommersiella, legala, finansiella och hållbarhetsmässiga förutsättningar, bör genomföras. Detta är en bedömning som skiljer sig från att bedöma lämpliga fondförvaltare. Vid en direktinvestering görs en investering direkt i

operativ verksamhet genom köp av aktier eller andra andelar i ett onoterat företag. Vanligtvis har investeraren en betydande ägarandel. Direktinvesteringar innebär därför ett djupare engagemang i företagen som investeraren har investerat i och i många fall ett mycket starkt ägarinflytande i de enskilda företagen, t.ex. i frågor om hållbarhet eller tillskott av medel. Investeraren behöver således ha djupa kunskaper kring hela affärscykeln och bör ha samma kompetens som en fondförvaltare som gör liknande investeringar för att ha goda förutsättningar att lyckas med sin investering.

McKinsey & Company uppskattar i sin utvärdering av AP-fondernas verksamhet år 2016 att vissa utländska pensionsfonder har 100–200 anställda utspridda globalt för att sköta alternativa investeringar och att det framför allt är investeringsprocessen vid direktägande inom riskkapital, hedgefonder och reala tillgångar som driver det stora behovet av anställda (skr. 2016/17:130 bilaga 9 s. 303). Även Sjätte AP-fonden, som har i uppdrag att göra direktinvesteringar, har byggt upp en betydande organisation för att kunna utföra dessa. Det är endast ett fåtal stora pensionsfonder i världen som har byggt upp en intern direktinvesteringsverksamhet eftersom det kräver stora organisationer. Det har även visat sig sällsynt att pensionsfonder framgångsrikt gör direktinvesteringar i större skala över tid.

I dagsläget kan Första–Fjärde AP-fonderna investera i onoterade infrastrukturföretag genom fonder och genom saminvestering i riskkapitalföretag. AP-fonderna har dock inte använt sig av saminvesteringar i någon större utsträckning. Det kan konstateras att investerare vanligtvis brukar göra saminvesteringar under en längre tid innan de börjar göra även direktinvesteringar men det är långtifrån alla investerare som gör direktinvesteringar.

Det kan vidare konstateras att direktägande ställer mycket höga kompetenskrav och att en av de största utmaningarna är att hitta och behålla kvalificerad personal. Dessutom är och bör Första–Fjärde AP-fondernas uppgift även fortsättningsvis vara att göra finansiella placeringar som inte medför att AP-fonderna också ska fatta operativa företagsledningsbeslut i företagen. Om var och en av Första–Fjärde AP-fonderna ska kunna göra direktinvesteringar i onoterade infrastrukturföretag kommer de sannolikt att behöva bygga upp varsin enhet som arbetar med dessa frågor. Från ett kostnadseffektivitetsperspektiv för pensionssystemet är det inte försvarbart att fyra AP-fonder bygger upp stora organisationer för att kunna göra direktinvesteringar i sådana infrastrukturföretag. Det kan dessutom konstateras att de flesta fastighetsinvesteringar som AP-fonderna har gjort har skett tillsammans med andra investerare genom ett gemensamt ägt fastighetsbolag.

Mot bakgrund av det anförda får övervägande skäl anses tala för att Första–Fjärde AP-fonderna inte bör få göra direktinvesteringar i onoterade infrastrukturföretag. Det bör i sammanhanget påpekas att innehav i sådana infrastrukturföretag ingår i begreppet aktier eller andra andelar som inte handlas på en handelsplats eller en motsvarande marknadsplats utanför EES (4 kap. 8 a § lagen om allmänna pensionsfonder). AP-fonderna får således redan i dag investera i sådana infrastrukturföretag genom fonder

eller riskkapitalföretag. De infrastrukturinvesteringar som kan klassificeras som fastighetsbolag kan även fortsättningsvis göras som sådana investeringar.

6.2 Innehav i fastighetsbolag och riskkapitalföretag när aktierna eller de andra andelarna i bolaget eller företaget tas upp till handel

Promemorians förslag: Det ska tydliggöras att Första–Fjärde AP-fonderna inte får inneha så många aktier eller andra andelar i riskkapitalföretag vars aktier eller andra andelar inte är upptagna till handel på en handelsplats eller en motsvarande marknadsplats utanför EES att röstetalet för dem överstiger 30 procent av röstetalet för samtliga aktier eller andra andelar i företaget.

Om Första–Fjärde AP-fonderna innehar aktier eller andra andelar i ett fastighetsbolag eller ett riskkapitalföretag vars aktier eller andra andelar inte är upptagna till handel på en handelsplats eller en motsvarande marknadsplats utanför EES ska fonden få behålla ett innehav som överstiger 10 procent av röstetalet för samtliga aktier eller andra andelar i bolaget eller företaget om aktierna eller de andra andelarna tas upp till handel.

Innehav i fastighetsbolag vars aktier eller andra andelar är upptagna till handel på en handelsplats eller en motsvarande marknadsplats utanför EES ska inte få ökas så länge fondens innehav överstiger begränsningen ovan.

Innehav i riskkapitalföretag vars aktier eller andra andelar är upptagna till handel på en handelsplats eller en motsvarande marknadsplats utanför EES ska till den del de överstiger begränsningen ovan avvecklas så snart det med hänsyn till marknadsförhållandena är lämpligt. Den delen ska dock avvecklas senast när det kan göras utan förlust för fonden.

Skälen för promemorians förslag: Enligt gällande regelverk får var och en av Första–Fjärde AP-fonderna inneha aktier eller andra andelar motsvarande högst 10 procent av röstetalet i ett svenskt eller utländskt företag vars aktier eller andelar är föremål för handel på en handelsplats eller en motsvarande marknadsplats utanför EES (4 kap. 5 och 9 §§ lagen om allmänna pensionsfonder). Begränsningen gäller dock inte fastighetsbolag i vilka AP-fonden ensam eller tillsammans med någon eller några av de andra 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 på en reglerad marknad (4 kap. 9 § andra stycket 2).

Skälen till att ägarbegränsningen skrevs in i lag var att säkerställa AP-fondernas övergripande mål, som är en effektiv kapitalförvaltning. Det ansågs dessutom inte motiverat att staten genom fonderna tar på sig ett ökat ansvar i företagsledningsfrågor (prop. 1999/2000:46 s. 99). Begränsningen innebär att i ett fastighetsbolag vars aktier är upptagna till handel på en handelsplats eller en motsvarande marknadsplats utanför EES som AP-fonden inte innehar minst hälften av röstetalet för samtliga aktier –

antingen ensam eller tillsammans med övriga tre AP-fonder – får AP-fonden endast äga så många aktier att röstetalet för dem inte överstiger 10 procent av röstetalet för samtliga aktier i bolaget. I det följande benämns sådana noterade fastighetsbolag.

Beträffande fastighetsbolag vars aktier inte är upptagna till handel på en handelsplats eller en motsvarande marknadsplats utanför EES finns ingen ägarbegränsning för AP-fonderna (4 kap. 9 § andra stycket 1). I det följande benämns sådana bolag onoterade fastighetsbolag. Första–Fjärde AP-fonderna har påtalat att de anser att ägarbegränsningen om 10 procent av röstetalet för ett noterat fastighetsbolags aktier eller andra andelar är en kostsam regel som begränsar AP-fondernas möjlighet att notera ett onoterat fastighetsbolag där AP-fondens ägarandel ensam eller tillsammans med någon av de andra tre AP-fonderna är lägre än 50 procent av röstetalet. Detta eftersom AP-fonden innan fastighetsbolaget kan noteras måste minska sitt innehav i bolaget till dess innehavet uppgår till maximalt 10 procent av röstetalet. Ägarbegränsningen försvårar AP-fondernas möjlighet att notera ett onoterat fastighetsbolag eftersom det är vanligt att tidigare ägare kvarstår med en relativt stor ägarandel efter noteringen i syfte att öka förtroendet för bolaget.

I fråga riskkapitalföretag får Första–Fjärde AP-fonderna inneha så många aktier eller andra andelar att röstetalet för dem inte överstiger 30 procent av röstetalet för samtliga aktier eller andelar i företaget (4 kap. 9 § första stycket). Bestämmelsen ändrades senast i samband med att placeringsreglerna moderniserades genom de lagändringar som trädde i kraft den 1 januari 2019.

Enligt de placeringsregler som gällde före den 1 januari 2019 fick Första–Fjärde AP-fonderna beträffande riskkapitalföretag vars aktier eller andra andelar inte är upptagna till handel på en reglerad marknad eller motsvarande marknad utanför EES inneha så många aktier eller andra andelar att röstetalet för dem inte översteg 30 procent av röstetalet för samtliga aktier eller andelar i företaget (tidigare lydelse av 4 kap. 8 och 9 §§ lagen om allmänna pensionsfonder). I förarbetena anfördes att en begränsning på 10 procent, såsom föreslogs gälla för direkta placeringar i börsbolag, var onödigt restriktiv och en högsta gräns på 30 procent föreslogs därför för innehav i onoterade riskkapitalföretag (prop. 1999/2000:46 s. 98–100). Av förarbetena till den nuvarande bestämmelsen framgår inte att de ändringar av bestämmelserna som gjordes i det sammanhanget avsåg att innebära någon ändring i fråga om detta förhållande (prop. 2017/18:271 s. 18 och 38).

Det bör därför förtydligas i lagen att Första–Fjärde AP-fonderna beträffande aktier eller andra andelar i riskkapitalföretag som inte är upptagna till handel på en handelsplats eller en motsvarande marknadsplats utanför EES får inneha så många aktier eller andra andelar i ett sådant riskkapitalföretag att röstetalet för dem inte överstiger 30 procent av röstetalet för samtliga aktier eller andra andelar i företaget. I andra riskkapitalföretag, dvs. riskkapitalföretag vars aktier eller andra andelar är upptagna till handel på en handelsplats eller en motsvarande marknadsplats utanför EES, får Första–Fjärde AP-fonderna således inneha endast så många aktier eller andra andelar att röstetalet för dem inte överstiger 10 procent av röstetalet för samtliga aktier eller andra andelar i företaget. Även denna

regel innebär en begränsning av Första–Fjärde AP-fondernas möjlighet att ta upp aktierna eller de andra andelarna i ett riskkapitalföretag till handel.

En investerare som vill minska sitt innehav i ett noterat företag kan göra detta genom att ta upp aktierna eller de andra andelarna till handel (vilket ibland benämns börsintroduktion eller att notera företaget). Det kan även vara ett sätt för en investerare att omvandla en illikvid tillgång till en likvid tillgång. Om ett fastighetsbolag eller riskkapitalföretag utvecklas väl och det är aktuellt att ta upp aktierna eller de andra andelarna i företaget till handel på en handelsplats eller en motsvarande marknadsplats utanför EES skulle det sannolikt vara till nackdel både för företaget och förvaltningen av AP-fonderna och därmed inkomstpensionssystemet om röstandelsbegränsningen skulle innebära att AP-fonderna måste sälja sina aktier eller andra andelar innan de har tagits upp till handel. Sannolikt skulle AP-fonden gå miste om avkastning eftersom aktier som tas upp till handel ofta stiger i värde. För att undvika att AP-fonderna tvingas att minska sitt innehav i de fall detta inte bedöms ekonomiskt fördelaktigt bör Första–Fjärde AP-fonderna få möjlighet att behålla sitt innehav i ett fastighetsbolag eller ett riskkapitalföretag när aktierna eller de andra andelarna tas upp till handel på en handelsplats eller en motsvarande marknadsplats utanför EES även om röstetalet för dem överstiger 10 procent av röstetalet för samtliga aktier eller andra andelar i företaget. AP-fonderna får sedan den 1 januari 2019 investera en större andel än tidigare i illikvida tillgångar (4 kap. 8 §) och begränsningen får därför större påverkan än tidigare.

I fråga om fastighetsbolag uttalades i förarbetena till lagen om allmänna pensionsfonder att även om restriktiva gränser föreslogs gälla för ägandet i enskilda bolag generellt (inklusive börsnoterade fastighetsbolag) bör inga restriktioner finnas för AP-fondernas ägande av fastigheter i noterade fastighetsbolag och i det fall sådana egna bolag börsintroduceras bör inte heller någon ägarbegränsning gälla (prop. 1999/2000:46 s. 100). Enligt promemorians bedömning bör dock en AP-fond inte få utöka sin ägarandel så länge röstetalet för aktierna eller de andra andelarna överstiger 10 procent av röstetalet för samtliga aktier eller andra andelar i fastighetsbolaget efter det att aktierna eller de andra andelarna har tagits upp till handel.

Beträffande aktier eller andra andelar i riskkapitalföretag som tagits upp till handel bör däremot en AP-fond avveckla sin ägarandel som överstiger 10 procent av röstetalet för samtliga aktier eller andra andelar i företaget så snart det är lämpligt med hänsyn till marknadsförhållandena. Den delen ska avvecklas senast när det kan göras utan förlust för fonden. Dessa begränsningar bör anges i lagen.

6.3 Investeringar i illikvida krediter genom fonder

Promemorians förslag: Första–Fjärde AP-fonderna ska få investera i obligationer och andra fordringsrätter som inte är utgivna för allmän omsättning genom fonder.

Skälen för promemorians förslag: Första–Fjärde AP-fonderna får, med de begränsningar som följer av lagen om allmänna pensionsfonder, även förvärva eller inneha illikvida tillgångar. En förutsättning för att

Första–Fjärde AP-fonderna ska få förvärva obligationer och andra fordringsrätter som inte är likvida är att obligationerna och de andra fordringsrätterna är utgivna för allmän omsättning (4 kap. 7 § lagen om allmänna pensionsfonder). Med utgiven för allmän omsättning avses att fordringsrätten är konstruerad på ett sådant sätt att den enkelt och smidigt kan överlåtas på värdepappersmarknaden (prop. 1999/2000:46 s. 166).

Första–Fjärde AP-fonderna har uttryckt önskemål om att bestämmelsen om förvärv av obligationer och andra fordringsrätter i lagen om allmänna pensionsfonder ska tas bort. De anser att bestämmelsen är föråldrad. Bestämmelsen medför att AP-fonderna är förhindrade att göra vissa investeringar på kreditmarknaden, t.ex. syndikerade lån, dvs. att flera investerare går samman och ger lån till ett företag, och investera i fonder som bedriver direktutlåning, som skulle vara intressanta för att diversifiera portföljerna.

När den nu aktuella bestämmelsen infördes var syftet att mjuka upp det tidigare kravet på att obligationer och andra fordringsrätter skulle vara noterade för att Första–Fjärde AP-fonderna skulle kunna investera i dessa. I förarbetena konstateras att en långsiktig placerare som AP-fonderna kan tillgodogöra sig en högre avkastning genom att köpa illikvida räntebärande värdepapper utan att kravet på betalningsberedskap behöver åsidosättas. Därför bör en del av portföljen kunna investeras i räntebärande värdepapper som inte är noterade. Det ställdes dock upp ett krav på att de är omsättningsbara, dvs. utgivna för allmän omsättning (prop. 1999/2000:46 s. 87).

Sedan lagen om allmänna pensionsfonder trädde i kraft har det skett en stor utveckling av kreditmarknaden. Särskilt efter finanskrisen 2008 har marknaden för illikvida krediter vuxit kraftigt. Förvaltda volym i fonder som investerar i illikvida krediter har trefaldigats de senaste 10 åren. I USA har en stor del av utlåningen sedan länge skett utanför banksektorn och i Europa har institutioners andel av primärtutlåningen ökat från ca 30 procent år 2010 till cirka 70 procent år 2016.

Illikvida krediter är intressanta för institutionella investerare ur ett portföljperspektiv eftersom tillgångsslaget ger en attraktiv förväntad avkastning samtidigt som exponeringen mot ränterisk oftast är låg. Den förväntade avkastningen uppkommer genom att investeraren tar på sig likviditetsrisk, dvs. begränsningar i möjligheten att avyttra krediten, och kreditrisk, dvs. risken att en kredittagare inte fullgör sina åtaganden. Hur stora dessa risker faktiskt är beror på typ av kredit, var i kapitalstrukturen den befinner sig och om det finns säkerheter kopplade till krediten eller inte.

Investeringar i illikvida krediter kan ske genom fonder, saminvesteringsstrukturer med t.ex. banker, leasing- och finansbolag eller andra institutionella investerare eller som en direktinvestering. Vid investeringar genom fonder tar en annan part på sig det huvudsakliga ansvaret för kreditbedömning och administration av krediterna och har finansiella resurser att stötta företaget i det fall så skulle behövas.

Enligt de nya placeringsregler som sedan den 1 januari 2019 gäller för Första–Fjärde AP-fonderna får fonderna placera en större del av kapitalet i illikvida tillgångar än tidigare. Investeringar i obligationer och andra fordringsrätter som inte är utgivna för allmän omsättning skulle kunna vara ett sätt för AP-fonderna att diversifiera portföljerna ytterligare. Det är dock inte lämpligt att Första–Fjärde AP-fonderna ägnar sig åt direktlåneverksamhet, bl.a. eftersom det skulle innebära en uppbyggnad av stora interna

kreditprövningsorganisationer. Bestämmelsen om att obligationer och andra fordringsrätter ska vara utgivna för allmän omsättning bör därför finnas kvar. Första–Fjärde AP-fonderna bör dock få göra indirekta investeringar i obligationer och andra fordringsrätter som inte är utgivna för allmän omsättning genom fonder. På så sätt bör avkastnings- och diversifieringsmöjligheterna i förvaltningen av buffertkapitalet kunna öka.

6.4 Lån till fastighetsbolag och riskkapitalföretag

Promemorians förslag: Första–Fjärde AP-fonderna ska få ge lån till riskkapitalföretag vars aktier eller andra andelar inte är upptagna till handel på en handelsplats eller en motsvarande marknadsplats utanför EES och fastighetsbolag som de innehar aktier eller andra andelar i.

Skälen för promemorians förslag: Placering i form av direktlån ansågs i början av 2000-talet inte utgöra en naturlig del i en kapitalförvaltande statlig organisation som inte skulle ha näringspolitiska intressen (prop. 1999/2000:46 s. 88). Enligt huvudregeln i lagen om allmänna pensionsfonder får Första–Fjärde AP-fonderna endast förvärva obligationer och andra fordringsrätter som är utgivna för allmän omsättning (4 kap. 7 §, se avsnitt 6.3). Första–Fjärde AP-fonderna får dock ge krediter till ett fastighetsbolag om fonden ensam eller tillsammans med någon eller några av de tre andra AP-fonderna innehar mer än hälften av röstetalet för samtliga aktier eller andelar i bolaget (4 kap. 7 § 2). Anledningen till det är att AP-fonderna ska driva fastighetsbolagen enligt företagsekonomiska principer, vilket innebär att AP-fonderna ska kunna ge direktlån till de egna fastighetsbolagen (prop. 1999/2000:46 s. 88 f.).

Enligt Första–Fjärde AP-fonderna innebär kravet att en AP-fond – ensam eller tillsammans med någon eller några av de tre andra AP-fonderna – måste inneha mer än hälften av röstetalet för samtliga aktier eller andra andelar i ett fastighetsbolag för att kunna ge lån till bolaget, en stor och kostsam begränsning för fonderna. Detta eftersom kravet innebär att det krävs specialstrukturer med preferensaktier för att fonderna ska kunna skjuta till kapital i fastighetsbolag som de innehar aktier i, men där röstetalet för aktierna inte uppgår till mer än hälften av röstetalet för samtliga aktier i bolaget. Ägarlån är i dag en vanlig finansieringsform.

Av författningskommentaren till den nu aktuella bestämmelsen i lagen om allmänna pensionsfonder framgår att syftet med undantaget för krediter till fastighetsbolag är att möjliggöra direktlån och andra finansieringsformer till fastighetsbolag som ägs av en eller flera AP-fonder gemensamt (samma prop. s. 166 f.). Varför kravet på att AP-fonden ensam eller tillsammans med någon eller några av de andra tre AP-fonderna måste inneha mer än hälften av röstetalet för samtliga aktier eller andra andelar i bolaget ställs upp är dock svårt att utläsa. Vid denna tidpunkt ägde Första–Fjärde AP-fonderna endast ett fastighetsbolag, AP-fastigheter, som de ägde gemensamt och denna regel innebar då inga problem.

I och med att fastighetsinvesteringarna har utvecklats och att det är vanligt att fastighetsbolag numera även ägs tillsammans med andra investerare har begränsningen blivit kostsam för AP-fonderna. Med hänsyn till att

intentionen har varit att fastighetsbolagen ska drivas enligt företags-ekonomiska principer finns det anledning att göra bedömningen att Första–Fjärde AP-fonderna bör få ge lån till fastighetsbolag som de innehar aktier eller andra andelar i. Syftet med denna ändring är att öka kostnadseffektiviteten och flexibiliteten i förvaltningen av buffertkapitalet. För att nå syftet att öka kostnadseffektiviteten och flexibiliteten i förvaltningen bör AP-fonderna även få ge lån till riskkapitalföretag som de innehar aktier eller andra andelar i om aktierna eller de andra andelarna inte är upptagna till handel på en handelsplats eller en motsvarande marknadsplats utanför EES.

7 Ikraftträdande

Promemorians förslag: Lagändringarna ska träda i kraft den 1 mars 2020.
--

Skälen för promemorians förslag: Lagändringarna bör träda i kraft så snart som möjligt, vilket bedöms vara den 1 mars 2020.

8 Konsekvensanalys

8.1 Inledning

I promemorian föreslås ytterligare ändringar i lagen om allmänna pensionsfonder som syftar till att det nya allokeringsmandatet som gäller för Första–Fjärde AP-fonderna sedan den 1 januari 2019 ska kunna utnyttjas mer effektivt. Förslagen syftar till att öka kostnadseffektiviteten i förvaltningen, förbättra investerings- och avkastningsmöjligheter samt att långsiktigheten i förvaltningen kan utnyttjas bättre.

8.2 Effekter på de offentliga finanserna

Förslagen har inga offentligfinansiella effekter. Det svenska pensions-systemet räknas inte in som en del av statens budget utan är ett fristående system. Den viktigaste faktorn för det svenska pensionssystemets utveckling är en väl fungerande arbetsmarknad med hög sysselsättning. Under perioder då avgiftstillgången inte motsvarar pensionsskulden i beräkningen av pensionssystemets finansiella ställning, är avkastningen från tillgångarna särskilt viktig eftersom avkastningen kan få betydelse för om den s.k. balanseringen aktiveras eller inte. En aktivering av denna kan leda till indirekta effekter på de offentliga finanserna, t.ex. i form av ökade kostnader för garantipension och bostadstillägg till vissa pensionärer till följd av minskade pensioner.

8.3 Samhällsekonomiska konsekvenser

Ett väl fungerande pensionssystem är av stor vikt för dagens och framtida pensionärer, men även för samhället i stort. Sveriges demografi har stor betydelse för pensionssystemet. Därutöver är den viktigaste faktorn för det svenska pensionssystemets utveckling en väl fungerande arbetsmarknad med hög sysselsättning och god försörjning av avgifter till pensionsystemet. Avgiftsnettot är skillnaden mellan de avgifter som betalas in och pensionsutbetalningar till pensionärer. Om avgiftsnettot är negativt innebär det en minskning av kapitalet som finns i buffertfonderna, i den utsträckning nettoavkastningen på tillgångarna inte väger upp för detta. Under perioder då pensionssystemets finansiella ställning är under påfrestning är avkastningen på tillgångarna särskilt viktig, eftersom avkastningen då kan få betydelse för om den s.k. balanseringen aktiveras eller inte.

Syftet med förslagen i promemorian är att öka kostnadseffektiviteten och förbättra investerings- och avkastningsmöjligheterna i förvaltningen av buffertkapitalet, vilket bör bidra till att den förväntade nettoavkastningen blir högre. Högre nettoavkastning bidrar positivt till pensionsystemets långsiktiga finansiering vilket minskar risken för att den s.k. automatiska balanseringen ska aktiveras. Detta bedöms vara till nytta för både dagens och framtida pensionärer. Det är inte möjligt att med någon grad av säkerhet kvantifiera i vilken omfattning förslagen kan komma att påverka framtida nettoavkastning positivt. Även en mer begränsad positiv påverkan på nettoavkastningen har dock betydande effekter när det gäller bidrag i absoluta tal till tillgångarna.

8.4 Konsekvenser för myndigheter

Förslaget att förtydliga det som gäller i fråga om saminvesteringar genom riskkapitalföretag i onoterade aktier kan innebära vissa ökade interna kostnader för Första–Fjärde AP-fonderna, främst genom ökade personalkostnader om AP-fonderna behöver anställa ytterligare personal för detta. De eventuellt ökade personalkostnaderna anses dock vara begränsade och alternativkostnaden i form av förvaltningsavgifter genom att endast tillåta att Första–Fjärde AP-fonderna investerar i onoterade aktier genom fonder bedöms vara högre. Kostnader för AP-fondernas verksamhet tas från de medel som fonderna förvaltar.

Förslagen påverkar inte Pensionsmyndigheten eller övriga förvaltningsmyndigheter.

8.5 Konsekvenser för de finansiella marknaderna

Förslagen förväntas inte få någon effekt på de finansiella marknaderna eftersom de främst tar sikte på vilka investeringsformer som är bäst lämpade för att det nya allokeringsmandatet som gäller för Första–Fjärde AP-fonderna sedan den 1 januari 2019 ska kunna utnyttjas mer kostnadseffektivt. Det är dessutom investeringar där det anses viktigt att investeringstakten är jämn över åren för att önskad riskspridning ska uppnås och

att inte allt kapital investeras ett visst enskilt år. Därför är det sannolikt att eventuella omallokeringar från noterade till onoterade tillgångar kommer att ske gradvis.

8.6 Effekter på hållbar utveckling

Genom att förtydliga det som gäller i fråga om saminvesteringar genom riskkapitalföretag i onoterade aktier möjliggörs bättre förutsättningar för Första–Fjärde AP-fonderna att göra hållbara investeringar. I ett riskkapitalföretag som en AP-fond investerat i tillsammans med en eller flera andra investerare har Första–Fjärde AP-fonderna stora möjligheter att påverka hållbarhetsarbetet och förvaltningen kan anpassas efter de krav som AP-fonderna ställer. Vid en fondinvestering kan AP-fonderna inte ställa specifika krav på hur fonden ska arbeta med hållbarhetsfrågor utan AP-fonderna måste acceptera fondens hållbarhetsinriktning. I vissa fall går det att skriva s.k. side letters som innebär att AP-fonderna får avstå från vissa investeringar i fonden som bryter mot deras placeringsriktlinjer. Många hållbarhetsinriktade investeringsalternativ är i dag onoterade.

8.7 Övriga konsekvenser

Förslagen i promemorian påverkar inte de skyldigheter som följer av Sveriges anslutning till Europeiska unionen. Det kan inte heller förutses att förslagen leder till några direkta konsekvenser för miljön (se dock avsnitt 8.6 ovan om effekter på hållbar utveckling). Inte heller i övrigt har förslagen sådan betydelse att särskilda överväganden behöver redovisas.

9 Författningskommentar

Förslaget till lag om ändring i lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder)

4 kap.

7 § Första–Fjärde AP-fonderna får endast förvärva obligationer och andra fordringsrätter som är utgivna för allmän omsättning. Denna begränsning gäller inte

1. placeringar som syftar till att tillgodose en fonds behov av likviditet,
2. krediter till ett fastighetsbolag, om fonden innehar aktier eller *andra* andelar i bolaget,
3. krediter till ett företag som har till huvudsakligt ändamål att äga och förvalta aktier eller *andra* andelar som inte handlas på en handelsplats eller en motsvarande marknadsplats utanför EES (riskkapitalföretag), om fonden innehar aktier eller *andra* andelar i företaget och dessa inte är upptagna till handel på en handelsplats eller en motsvarande marknadsplats utanför EES, och
4. placeringar genom fonder.

Paragrafen innehåller bestämmelser om förvärv av obligationer och andra fordringsrätter. Övervägandena finns i avsnitten 6.3 och 6.4.

I *punkt 2* tas kravet på att innehavet ska uppgå till mer än hälften av röstetalet för samtliga aktier eller andra andelar i fastighetsbolaget bort. Ändringen innebär att var och en av Första–Fjärde AP-fonderna får ge krediter till ett fastighetsbolag under förutsättning att AP-fonden innehar aktier eller andra andelar i bolaget. I punkten görs även en redaktionell ändring.

Genom *punkt 3*, som är ny, får Första–Fjärde AP-fonderna ge krediter till ett riskkapitalföretag under förutsättning att AP-fonden innehar aktier eller andra andelar i företaget och dessa aktier eller andra andelar inte är upptagna till handel på en handelsplats eller en motsvarande marknadsplats utanför EES. Definitionen av riskkapitalföretag motsvarar den hittillsvarande definitionen i 8 a §.

Genom *punkt 4*, som är ny, får Första–Fjärde AP-fonderna genom placeringar i fonder göra indirekta investeringar i obligationer och andra fordringsrätter som inte är utgivna för allmän omsättning. Sådana placeringar kan göras t.ex. i aktier eller andra andelar i fonder som bedriver direktutlåning.

8 a § Första–Fjärde AP-fonderna får förvärva eller inneha aktier eller andra andelar som inte handlas på en handelsplats eller en motsvarande marknadsplats utanför EES bara genom

1. fonder,
2. fastighetsbolag, eller
3. riskkapitalföretag.

Första–Fjärde AP-fonderna får inte ta på sig det operativa företagsledningsansvaret i ett riskkapitalföretag vars aktier eller andra andelar inte är upptagna till handel på en handelsplats eller en motsvarande marknadsplats utanför EES.

Paragrafen innehåller bestämmelser om indirekta investeringar. Övervägandena finns i avsnitt 6.1.

I *andra stycket*, som är nytt, finns en bestämmelse om att Första–Fjärde AP-fonderna inte får ta på sig det operativa företagsledningsansvaret i ett riskkapitalföretag vars aktier eller andra andelar inte är upptagna till handel på en handelsplats eller en motsvarande marknadsplats utanför EES. Syftet med bestämmelsen är att kodifiera att AP-fonderna inte ska börja driva riskkapitalföretag eftersom AP-fonderna inte ska bygga upp stora organisationer som förvaltar företag. AP-fonderna ska därför inte åta sig att göra bedömningar som gäller t.ex. vilka enskilda företag som riskkapitalföretaget ska investera i. Bestämmelsen hindrar dock inte AP-fonderna från att ta ett strategiskt företagsledningsansvar i riskkapitalföretagen, dvs. påverka och bestämma övergripande strategier om t.ex. vilken placeringsinriktning eller vilka hållbarhetskrav riskkapitalföretaget ska följa. AP-fonderna kan även i egenskap av aktie- eller andelsägare i riskkapitalföretaget rösta på bolagsstämmor både i frågor som det enligt lag ankommer på bolagsstämman att besluta om och i frågor som är av strategisk betydelse för företaget.

9 § 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 aktier eller andra andelar i riskkapitalföretag som inte är upptagna till handel på

en handelsplats eller en motsvarande marknadsplats utanför EES, 30 procent av röstetalet för samtliga aktier eller andra 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 innehade aktier eller andra andelar i bolaget när aktierna eller de andra andelarna togs upp till handel,

3. sådana aktier eller andra andelar i riskkapitalföretag som är upptagna till handel på en handelsplats eller en motsvarande marknadsplats utanför EES och i vilka företag fonden innehade aktier eller andra andelar i företaget när aktierna eller de andra andelarna togs upp till handel, och

4. 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.

Ingen av Första–Fjärde AP-fonderna får öka sitt innehav i ett sådant fastighetsbolag som avses i andra stycket 2 så länge fondens innehav överstiger begränsningen i första stycket.

När aktierna eller de andra andelarna i ett sådant riskkapitalföretag som avses i andra stycket 3 har tagits upp till handel ska fonden avveckla den del av innehavet som överstiger begränsningen i första stycket så snart det är lämpligt med hänsyn till marknadsförhållandena. Den delen ska dock avvecklas senast när det kan göras utan förlust för fonden.

Paragrafen innehåller bestämmelser om röstandelsbegränsning. Övervägandena finns i avsnitt 6.2.

I första stycket förtydligas att Första–Fjärde AP-fonderna får inneha aktier eller andra andelar i ett riskkapitalföretag vars aktier eller andra andelar inte är upptagna till handel på en handelsplats eller en motsvarande marknadsplats utanför EES som motsvarar högst 30 procent av röstetalet för samtliga aktier eller andra andelar i företaget. I fråga om aktier eller andra andelar i riskkapitalföretag vars aktier eller andra andelar är upptagna till handel på en handelsplats eller en motsvarande marknadsplats utanför EES gäller begränsningen 10 procent. I stycket görs även en redaktionell ändring.

Genom ändringen i *andra stycket 2* får Första–Fjärde AP-fonderna inneha så många aktier eller andra andelar att röstetalet för dem uppgår till mer än 10 procent av röstetalet för samtliga aktier eller andra andelar i ett fastighetsbolag vars aktier eller andra andelar är upptagna till handel på en handelsplats eller en motsvarande marknadsplats utanför EES under förutsättning att AP-fonden innehade aktier eller andra andelar i fastighetsbolaget när aktierna eller de andra andelarna togs upp till handel. Av tredje stycket följer att en AP-fond inte får öka sitt innehav i fastighetsbolaget förrän fondens innehav understiger begränsningen 10 procent av röstetalet för samtliga aktier eller andra andelar i bolaget.

Andra stycket 3, som är nytt, innebär att en AP-fond får inneha så många aktier eller andra andelar att röstetalet för dem överstiger 10 procent av röstetalet för samtliga aktier eller andra andelar i ett riskkapitalföretag vars aktier eller andra andelar är upptagna till handel på en handelsplats eller en motsvarande marknadsplats utanför EES, om AP-fonden innehade aktier eller andra andelar i företaget när aktierna eller de andra andelarna togs upp till handel. Enligt tredje stycket ska dock AP-fonden efter det att aktierna eller de andra andelarna togs upp till handel på en handelsplats

eller en motsvarande marknadsplats utanför EES avveckla den del av innehavet som överstiger 10 procent av röstetalet för samtliga aktier eller andra andelar i riskkapitalföretaget så snart det är lämpligt med hänsyn till marknadsförhållandena. Den delen ska dock avvecklas senast när det kan göras utan förlust för AP-fonden.

Andra stycket 4 motsvarar hittillsvarande andra stycket 3.

Tredje stycket, som är nytt, innebär att en AP-fond inte får öka sitt innehav i ett fastighetsbolag som avses i andra stycket 2 så länge innehavet överstiger begränsningen i första stycket.

Fjärde stycket, som är nytt, innebär att en AP-fond måste avveckla den del av sitt innehav i ett riskkapitalföretag som avses i andra stycket 3 som överstiger begränsningen i första stycket så snart det med hänsyn till marknadsförhållandena är lämpligt. Avvecklingen ska ske senast när det kan göras utan förlust för fonden. Det motsvarar det som enligt 15 § gäller när någon av de begränsningar som anges i bl.a. första stycket överskrids.