



Finansdepartementet

E-post: Fi.remissvar@regeringskansliet.se
Yvonne.neese@regeringskansliet.se
Fi.fma.fpm@regeringskansliet.se

Sjätte AP-fondens remissvar avseende promemorian Översyn av buffertfonderna (Fi2024/01410)

Sjätte AP-fonden har beretts tillfälle att yttra sig över promemorian Översyn av buffertfonderna (Fi2024/01410) ("Promemorian"). Med anledning av detta anför Sjätte AP-fonden följande.

Sjätte AP-fondens yttrande begränsar sig till de delar som direkt rör Sjätte AP-fondens verksamhet eller tillgångsslag. Sjätte AP-fonden har sålunda inga synpunkter på de förslag som berör de AP-fonder som är baserade i Stockholm om inte annat särskilt framgår nedan.

Två alternativ har utretts i syfte att införliva Sjätte AP-fonden i buffertfondssystemet, Överföring av verksamhet och kapital till Andra AP-fonden respektive Integration av Sjätte AP-fonden i buffertfondssystemet utan att organisationsstrukturen ändras. Utredaren förordar i Promemorian det senare alternativet och konstaterar att "förslaget har god potential eftersom det bidrar till önskvärd riskspridning i systemet, eftersom onoterade aktier är ett tillgångsslag med hög potentiell avkastning, och kan snabbt genomföras".

Sjätte AP-fonden kan konstatera att Promemorian när det gäller förslaget Överföring av verksamhet och kapital till Andra AP-fonden saknar ett antal väsentliga analyser och beräkningar, som måste anses som nödvändiga om syftet är att tillhandahålla ett fullgott beslutsunderlag. Det saknas analyser av avkastning, likvidflöden samt scenarieberäkningar för olika riskhändelser vilka samtliga är att betrakta som viktiga delar och hade kunnat underbygga förslaget om andelen illikvida tillgångar i lagtexten för den sammanslagna fonden. Det saknas förslag till anpassning av lagtexten för den sammanslagna fonden som skulle ha möjliggjort en placeringsinriktning och målsättning som främjar en bibehållen andel av onoterade aktier i det totala buffertfondssystemet. Sistnämnda är en förutsättning för en bibehållen och samlad specialiserad kompetens inom onoterade aktier som skulle vara till nytta för hela buffertfondssystemet. Slutligen saknas det även en risk- och konsekvensanalys för hur kritisk kompetens kan bevaras på kort och lång sikt, den föreslagna genomförandeprocessen innebär i sig en relativt lång period av ovisshet. Sjätte AP-fonden kommenterar ändå förslaget i det följande.

1. Sammanfattning

- Sjätte AP-fonden instämmer i huvudsak i den analys och de slutsatser som presenteras i Promemorian och stödjer därmed det som får betraktas som huvudalternativet, det vill säga att integrera Sjätte AP-fonden i buffertfondsystemet utan att organisationsstrukturen ändras med de motiveringar som anges i Promemorian. Sjätte AP-fonden instämmer i frågorna om slopandet av bestämmelsen om valutaexponering, möjligheten till kortfristig upplåning hos Riksgäldskontoret, möjligheten till samarbete med övriga AP-fonder samt möjligheten att ta i anspråk det kapital som förvaltas. Detaljerade synpunkter framgår i avsnitt 3.3.2 nedan.
- Promemorians slutsats om de negativa effekterna av att Sjätte AP-fondens verksamhet och kapital förs över till Andra AP-fonden, delas av Sjätte AP-fonden vars unika kompetens inte kommer att kunna tas till vara på önskvärt sätt. Vidare riskerar förändringen att leda till en betydande minskning av andelen onoterade aktier i det totala buffertfondsystemet. Sjätte AP-fonden kan inte se att detta är i linje med utredningens uppdrag (Fi2023/02756) ("Utredningsuppdraget"). Kostnaderna i form av utebliven avkastning är betydande och är inte till nytta för försäkringen för inkomstgrundad ålderspension. De åtgärder som krävs för att hantera de negativa effekterna är en väsentligt förändrad lagtext avseende mål, risknivå och placeringsregler samt en organisation för att säkerställa kompetensen att förvalta fondens största tillgångsslag, illikvida tillgångar, särskilt onoterade aktier/Private Equity. Detaljerade synpunkter framgår i avsnitt 3.3.1 nedan.

2. Bakgrund

Enligt Utredningsuppdraget ska utredaren bland annat "analysera alternativet att, och föreslå hur, Sjätte AP-fonden kan slås ihop med Andra AP-fonden på ett sätt som tillvaratar upparbetad kompetens inom området illikvida investeringar till en buffertfond med säte i Göteborg". Mot denna bakgrund beskrivs tillgångsslaget översiktligt samt den upparbetade kompetens och det strukturkapital som Sjätte AP-fonden har skapat inom Private Equity¹, vilket utgör den största kategorin inom illikvida tillgångar.

2.1 Illikvida tillgångar

Onoterade tillgångar har som tillgångsslag vuxit kraftigt under det senaste decenniet. Konsultfirman Arkwright, som genomförde Regeringens utvärdering avseende AP-fonderna för 2023 med en fördjupningsanalys av AP-fondernas investeringar i illikvida tillgångar, beskriver illikvida tillgångar som tillgångar som inte är likvida. I deras analys har en uppdelning gjorts i tillgångsklasserna

¹ Termen Private Equity refererar till den marknad där främst riskkapitalfonder investerar och genom ett aktivt ägarskap utvecklar onoterade bolag. Fonderna har i huvudsak stora institutionella ägare som investerare.



onoterade fastigheter, onoterad infrastruktur, onoterade naturtillgångar, onoterade aktier och onoterade krediter. Tillgångsslaget har skapat en hög avkastning och en god diversifiering relativt noterade/likvida tillgångsslag och har därför attraherat en ökad andel av pensionskapitalets placeringar världen över. Den ökade allokeringen är framför allt en konsekvens av en lågräntemiljö under många år som medfört högre förväntade pensionsåtaganden och där pensionskapital styrts mot investeringar med högre risk och därmed högre förväntad avkastning i syfte att kunna uppfylla de högre pensionsåtagandena. Arkwright konstaterar i sin fördjupningsanalys att AP-fonderna är lämpade att ta illikviditetsrisk givet deras strukturella möjlighet att vara långsiktiga investerare. Arkwright konstaterar vidare att den långsiktiga risken är den verkliga risken med illikvida tillgångar samt att det viktigaste styrmedlet för att mitigera riskerna är en god styrning av illikvida tillgångar genom att säkerställa en tillräcklig och kompetent organisation där optimering av kostnader inte bör ske med avkall på en sådan styrning.

Private Equity-fonder som investerar i onoterade aktier, dominerar marknaden där investeringar sker i mogna bolag för att genom aktivt ägande skapa en värdeutveckling. Efter flera år av arbete med det enskilda bolaget avyttrar fonden investeringen och resultatet delas ut till investerarna. När fondens alla innehav är avyttrade, generellt efter 10–15 år, avslutas den.

Skillnader mellan noterade (likvida) och onoterade (illikvida) aktier

Till skillnad från noterade aktier som handlas och prissätts dagligen skapas resultatet för ett onoterat bolag när bolaget avyttras efter ett antal år. Värderingar sker kvartalsvis men det relevanta resultatet är distributionen till investerarna när en investering avyttras. Private Equity handlar således om kassaflöden och avkastning mäts därför i olika former av kassaflödesmultiplar. Då en investering i en Private Equity-fond innebär ett bundet åtagande över många år, krävs en gedigen utvärdering innan en investering görs. Att avyttra en fond på den så kallade secondary-marknaden (där fondandelar förvärvas och avyttras i olika former av auktionsprocesser) kan vara svårt och bli kostsamt. Genom att investeraren inte kan sälja fondandelen på det sätt som kan ske för en noterad tillgång, är det centralt att i investeringsprocessen genomföra en gedigen utvärdering inför en investering, inte minst vad gäller hållbarhetsriskerna. I den noterade marknaden kan tillgångar lätt säljas när hållbarhetsrisker skulle uppstå vilket inte är möjligt i en onoterad aktie. Private Equitys illikvida och långsiktiga karaktär gör även att det är svårt att öka eller minska allokeringen till tillgångsslaget i en totalportfölj med dess konsekvenser då allokering i dess egentliga bemärkelse endast fungerar för likvida tillgångar. Det tar många år att ställa om en etablerad Private Equity-portfölj.

2.2 Hur arbetar Sjätte AP-fonden inom onoterade aktier

Sjätte AP-fonden har, som Promemorian beskriver, ett unikt uppdrag inom AP-fondssystemet där syftet är att långsiktigt bidra till riskspridning relativt Första-Fjärde AP-fondernas portföljer. Promemorian beskriver även att Sjätte AP-fondens verksamhet är till nytta för inkomstpensions-systemet på ett annat sätt än Första-Fjärde AP-fonderna, närmast som en extra buffert i systemet.



Sjätte AP-fondens uppdrag inom AP-fondsystemet är att skapa en långsiktigt hög avkastning med en tillfredsställande riskspridning. Uppdraget skiljer sig från övriga buffertfonder som ska ha en låg risknivå och inom ramen för den låga risknivån skapa en god avkastning. Sjätte AP-fonden ska sätta mål för placeringsverksamheten. Styrelsen för Sjätte AP-fonden har fastställt att målet är att överträffa ett onoterat benchmark över fem år. Målet är viktat med en 10% likviditet (med lägre förväntad avkastning än investeringsportföljen). Målet beaktar således tillgångsslagets långsiktighet och behovet av att hålla en likviditetsbuffert.

Styrelsen har beslutat om en långsiktig strategisk inriktning om att investera internationellt i Private Equity- fonder inom buyout, venture/growth och secondary samt co-investeringar inom buyout i en välbalanserad portföljsammansättning. Investeringsfilosofin bygger på att välja ut högkvalitativa förvaltarteams inom den strategiska inriktningen med bevisad förmåga att över tid skapa långsiktigt värde i sina investeringar och utfästa till deras fonder samt selektivt investera i co-investeringar tillsammans med de externa förvaltarteams. Såväl fonder som co-investeringar sker genom indirekta investeringar.

Strategin syftar till att på övergripande portföljnivå skapa en hög avkastning med balanserad risk genom att kombinera olika förvaltarstrategier, mognadsgrad, "vintage" (investeringstillfällen), sektorer och geografier för att skapa en mycket god diversifiering och därmed en hög riskjusterad avkastning. Strategin bygger på egenutvecklade kassaflödesprognosmodeller som används för att skapa portföljkonstruktion och prognosticera likviditetsflöden på detaljerad nivå.

Investeringsverksamheten vilar på gedigna investeringsprocesser och under lång tid utvecklade utvärderingsmodeller för fond- respektive co-investeringar med integrerad hållbarhet tvärs genom processen. Beslutsprocessen bygger på stegvisa beslut på flera nivåer med olika perspektiv. En stor del av organisationen är involverad i syfte att välja ut de bästa förvaltarna i varje segment och att identifiera risker genom flera olika perspektiv. Med denna utgångspunkt selekteras attraktiva co-investeringar ut från de utvalda förvaltarrelationerna i en metodisk investeringsprocess.

Sjätte AP-fondens verksamhet är kostnadseffektiv. Organisationen består av 30-talet medarbetare som arbetar tvärfunktionellt och processtyrt. Inom investeringsverksamheten finns omfattande kompetens inom såväl fond- som co-investeringar vars investeringsmetodik är inbördes olika och där helhetsperspektivet är centralt. Fondens investeringsansvariga är involverade i runt 70 s.k. advisory boards (ett rådgivande organ inom en Private Equity-fond med medlemmar som utses av vissa utvalda investerare och som har till uppgift att representera investerarkollektivet bland annat i intressekonfliktsfrågor). Även hållbarhetsfrågor drivs av investeringsverksamheten med stöd av ett professionellt hållbarhetsteam. Till stöd för investeringsverksamheten finns även ett erfaret team inom den specifika juridik som avser Private Equity-fonder och övriga områden inom onoterade aktier. Fondadministrationen stödjer investeringsverksamheten med omfattande data rörande portföljinneheten. Riskfunktionen har modeller för att övervaka portföljens riskexponering och limiter samt likviditetsmodulering. Private Equity är ett tillgångsslag med högre förvaltningskostnader men ofta högre nettoavkastning än noterade tillgångar genom affärsmodellen med aktivt ägarskap för värdeskapande i de underliggande bolagen. De samlade personella resurserna, som de fonder



som Sjätte AP-fonden investerar med har tillgång till, är omfattande. En central del i Sjätte AP-fondens strategi är att göra co-investeringar vilket bland annat leder till en lägre kostnadsnivå för förvaltningen genom att co-investeringar normalt sker utan förvaltningsavgifter eller vinstdelning. Sjätte AP-fonden har närmare 40% av portföljen i co-investeringar. Arkwright konstaterar i sin fördjupningsanalys att Sjätte AP-fondens co-investeringar genom befintliga fondrelationer är en viktig faktor för att sänka den viktade förvaltningsavgiften. Administrativt arbetar Sjätte AP-fonden med hög transparens i kostnadsredovisningen samt genomlyser portföljen på underliggande bolagsnivå och har särskilt systemstöd för det. Denna genomlysning är en förutsättning för de portföljkonstruktionsmodeller och prognosverktyg som används men även för att kunna genomföra det gedigna hållbarhetsarbete som Sjätte AP-fonden arbetar med i samtliga steg i investeringen.

Sedan starten 1996 har Sjätte AP-fonden bidragit med 64,7 miljarder kronor till det allmänna pensionskapitalet varav merparten har skett inom ramen för nuvarande strategi. Fondkapitalet har vuxit från 10,4 miljarder kronor till att idag uppgå till 75,1 miljarder kronor. Sjätte AP-fonden har skapat ett positivt nettoresultat varje år under det senaste decenniet. Inklusive utestående fondutfästelser som Sjätte AP-fonden har ingått, uppgår den sammanlagda Private Equity-exponeringen i dagsläget till cirka 100 miljarder kronor.

Sjätte AP-fondens möjlighet till specialisering har starkt bidragit till framgången. Sjätte AP-fonden har under ett decennium byggt upp ett varumärke inom Private Equity-marknaden internationellt som en långsiktig, dedikerad institutionell investerare med kompetens inom buyout, venture/growth, secondaryinvesteringar och co-investeringar. AP6 uppfattas vidare som internationellt ledande vad gäller att driva hållbarhetsfrågor inom Private Equity-marknaden. Det strukturkapital som beskrivs ovan och den kompetens som Sjätte AP-fonden har arbetat upp inom tillgångslaget skapar förutsättningar för ett repeterbart stabilt resultat där risker identifieras och mitigeras i flera olika steg. Enligt Arkwrights utvärdering noteras att "Sjätte AP-fondens omfattande strategiömläggning under 2011, och dess vidareutveckling under 2020, har legat till grund för vad som idag bedöms vara en professionell organisation med genomarbetade processer, kompetent personal och som ett resultat av detta en tydlig och genomarbetad strategi".

3. Detaljerade synpunkter på utredningens förslag

Nedan följer detaljerade synpunkter på utredningens förslag och kommentarer, såsom de är presenterade i Promemorians avsnitt 5-8. Rubriksättningen följer Promemorian och i rubrikerna framgår även, inom parentes, Promemorians motsvarande avsnittsnumrering.

3.1 Förenklad administration (5.1)

Sjätte AP-fonden **instämmer** i förslaget att möjliggöra undertecknande av handlingar med avancerad elektronisk underskrift även för övriga AP-fonder.



Sjätte AP-fonden **instämmer** i förslaget att sekretess ska gälla i ärende om anställning av verkställande direktör i AP-fonderna.

3.2 Ändamålsenlig kompetens i styrelserna (5.2)

Sjätte AP-fonden **instämmer** i förslaget att precisera kompetenskravet för styrelseledamöter. Sjätte AP-fonden konstaterar att de preciserade kompetensområdena kapitalförvaltning, finansiell ekonomi, makroekonomi, illikvida tillgångar, hållbarhet, ledarskap, ägarstyrning, pensionssystem och offentlig förvaltning är relevanta. Samma bestämmelse bör göras tillämplig för Sjätte AP-fondens verksamhet (oavsett eventuell strukturförändring) men begreppet illikvida tillgångar behöver då preciseras med strategisk och internationell Private Equity, beaktat att samlingsbegreppet illikvida tillgångar omfattar många olika former av förvaltningskompetens.

Sjätte AP-fonden har goda erfarenheter av en styrelse som består av fem ledamöter och **instämmer** i förslaget att varje styrelse i AP-fonderna ska bestå av högst sju ledamöter.

Sjätte AP-fonden **instämmer** i förslaget att kravet på att en styrelseledamot i Sjätte AP-fonden ska vara bosatt i Sverige tas bort och ersätts av ett krav på svenskt medborgarskap.

3.3 Ett införlivande av Sjätte AP-fonden i buffertfondssystemet (5.3)

3.3.1 Överföring av verksamhet och kapital till Andra AP-fonden (5.3.2)

Sjätte AP-fonden **motsätter sig** att verksamhet och kapital förs över till Andra AP-fonden på det sätt som presenteras i Promemorian. Att inkorporera Sjätte AP-fonden i Andra AP-fonden där den sammanslagna fonden ska verka inom det ramverk som gäller för Första-Fjärde AP-fonderna (lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder)), kommer att medföra en minskad andel onoterade aktier i det totala buffertfondssystemet även om den tillåtna andelen för illikvida tillgångar ökas från 40 till 45 %. Förslaget innebär vidare att Sjätte AP-fondens upparbetade kompetens inte kommer att kunna tillvaratas då den sammanslagna AP-fonden inte långsiktigt kan bedriva riktigt samma omfattande riskkapitalverksamhet som Sjätte AP-fonden nu bedriver, såsom Promemorian också konstaterar. Frågan är dock mer momentan än vad Promemorian beskriver. En analys baserad på proformabalansräkning per 31 december 2023 och förväntade avkastningskrav för olika tillgångar visar att redan initialt, vid utgången av 2025, uppnår den sammanlagda andelen onoterade tillgångar limiten om 45 %. Med den högre förväntade tillväxten för framför allt Private Equity relativt övriga tillgångsslag (se bilaga 1), kommer andelen illikvida/onoterade tillgångar inom tio år med stor sannolikhet uppgå till runt 60 % av fondkapitalet utan förändrad allokering. Vidare kan stressade scenarier inom exempelvis aktieportföljen eller stressade scenarier inom pensionssystemets beräkningar, kräva en ytterligare reducering av andelen illikvida tillgångar för den sammanslagna fonden för att bibehålla de lagstadgade andelarna i portföljen. Det krav om lägst 20 % avseende tillgångar med låg kredit- och likviditetsrisk som finns i ramverket kommer även det att bidra till en



forcerad avveckling av illikvida tillgångar i stressade situationer genom den högre förväntade avkastningen jämfört med räntepapper med låg risk. Vid en reducering och avveckling av illikvida tillgångar såsom Private Equity sker detta normalt med rabatt vilket direkt minskar avkastningen för fonden och buffertfunds-systemet. Sjätte AP-fonden **motsätter sig** att andelen illikvida tillgångar ska tillåtas öka även för övriga buffertfonder. Såsom Arkwrights fördjupningsanalys belyser kräver tillgångsslaget ökade resurser relativt noterade tillgångsslag. Det vore därför mer kostnadseffektivt för AP-fonds-systemet i stort att ta tillvara de resurser som Sjätte AP-fonden har byggt upp.

Det är även viktigt att betona, som även Promemorian beskriver, att Sjätte AP-fonden har en liten kostnadseffektiv organisation och att det är svårt att identifiera områden där kostnadssynergier kan uppnås. Sjätte AP-fonden och Andra AP-fonden bedriver väsentligt olika verksamhet, samtidigt som engångskostnaderna för en sammanslagning blir stora (givet bland annat tillgångarnas komplexa karaktär) och riskerar vida överstiga möjliga besparingar.

Förutsättning för en sammanslagning av Andra och Sjätte AP-fonden

För att en sammanslagning av Andra och Sjätte AP-fonden ska kunna motiveras, då det inte går att motivera av kostnadsbesparingsskäl, behöver det i stället skapas en sammanslagen fond med en lagstiftning mer i linje med den lagstiftning som Sjätte AP-fonden har, det vill säga med en målsättning om långsiktigt hög avkastning och tillfredsställande riskspridning samt obegränsade eller omfattande möjligheter till att placera i riskkapitalfonder och onoterade aktier. På så vis skulle Sjätte AP-fondens kompetens kunna tillvaratas ännu bredare inom AP-fonds-systemet vilket skulle vara kostnadseffektivt för hela systemet.

Vid sidan av nödvändiga förändringar i ramverket för den sammanslagna fonden förutsätter det en organisation där det i styrelse, ledning och genomgående i verksamheten finns djup kompetens inom det som kommer vara fondens största tillgångsslag, illikvida tillgångar, särskilt Private Equity. Det är en förutsättning för att Sjätte AP-fondens upparbetade kompetens och strukturkapital ska kunna tillvaratas. Det kunde också vara ändamålsenligt att organisera den totala portföljen med två delportföljer, noterade tillgångar respektive onoterade tillgångar i syfte att en ALM-analys (Asset-Liability Modelling) för portföljen som helhet inte kraftigt ska begränsa andelen onoterade aktier i portföljen. Med ALM-analys avses en analys av sambanden mellan durationen i skuldsidans åtaganden och tillgångssidans placeringar där också hänsyn tas till risk, avkastning och korrelation för olika tillgångsslag. Uppdelningen i två olika portföljer med olika uppdrag bör definieras av lag alternativt att lagstiftaren även inför en lägsta gräns och inte endast en högsta gräns. I lagstiftningen för Första – Fjärde AP-fonden finns redan en lägsta gräns för räntebärande tillgångar. Var gränserna för andelen onoterade aktier / illikvida tillgångar borde ligga för att behålla andelen onoterade aktier har som påtalats ovan inte analyserats i Promemorian. Ett intervall kan vara lägst 40 %, högst 65 % för att skapa nödvändigt utrymme (se bilaga 1).

Under förutsättning att den sammanslagna fonden får de förutsättningar som beskrivs ovan, där Sjätte AP-fondens upparbetade kompetens och strukturkapital bibehålls, kan fonden även bistå övriga AP-fonder i tillgångsslaget. Fördelen skulle vara att flöden från pensionssystemet även ökar



Private Equity-andelen vilket kommer vara till nytta för pensionssystemet givet dess högre förväntade avkastning. Fördelen är också den ökade förhandlingsstyrka som uppnås genom ett större förvaltad kapital i de fall där det finns överlappande förvaltningsrelationer.

Risk- och konsekvensanalys för Promemorians förslag Överföring av verksamhet och kapital till Andra AP-fonden (5.3.2)

Finansiella risker

Risker i förhållande till uppdraget att vara till nytta för försäkringen för inkomstgrundad ålderspension

Som Promemorian betonar är en allvarlig konsekvens att den totala nivån av illikvida tillgångar i buffertfondssystemet kommer att minska, vilket inte är till nytta för försäkringen för inkomstgrundad ålderspension. Som framgår av bilaga 1 är skillnaderna i förväntad avkastning mellan olika tillgångsslag väsentlig och av bilagan framgår hur andelen onoterade tillgångar förväntas växa utan omallokering. Med en förväntad avkastning om 15 % dubblas kapitalet över fem år. Med en förväntad avkastning om 7,5 % tar det i stället 10 år för kapitalet att fördubblas. Om allokeringen för Private Equity minskas med fem procentenheter till förmån för exempelvis noterade aktier, sänks den förväntade avkastningen för år 1 (enligt antagandena i tabell 1) med cirka 1,9 miljarder kronor för den sammanslagna fonden. År 10 är motsvarande sänkt förväntad avkastning 4,4 miljarder kronor för den sammanslagna fonden.

Risker relaterat överföring av komplex placeringsportfölj

Den strategiändring som Sjätte AP-fonden har genomfört tog sju år att implementera på ett ansvarsfullt sätt i investeringsportföljen. Det tar alltså mycket lång tid att förändra en Private Equity-portfölj. Mot den bakgrunden instämmer Sjätte AP-fonden inte i Promemorians ansats till att minska kostnaderna för en överföring genom olika run-off-portföljer. Sjätte AP-fonden har en Private Equity-portfölj i mycket gott skick och portföljen med dess strategi utgör en helhet. Att bryta ned portföljen i olika run-off delar kommer att skapa ett minskat förtroende för Sjätte AP-fonden, öka riskerna i portföljen och vara till skada för verksamheten. Det finns även skattemässiga överväganden som behöver beaktas som Promemorian poängterar.

Risker relaterat till ej avpassat regelverk

Som påpekas ovan går det inte att bedriva den verksamhet som Sjätte AP-fonden bedriver inom ramen för förslaget. Att den sammanslagna fonden ska verka inom det ramverk som gäller för Första-Fjärde AP-fonderna (lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder)) gör att det inte blir möjligt att arbeta med en specialiserad Private Equity-strategi då uppdraget med ett formulerat mål om låg total risk och hög andel likvida tillgångar inte kommer vara förenligt med verksamheten. Det innebär att buffertfondssystemet inte kommer att ha samma möjlighet att ta tillvara den framgångsrika specialiserade verksamhet som Sjätte AP-fonden bedriver.



Operativa risker

Begränsade kostnadssynergier samtidigt som sammanslagningen är kostsam

Sjätte AP-fonden instämmer med Promemorians analys att Andra AP-fonden och Sjätte AP-fonden bedriver så olika verksamheter att kostnadssynergierna är begränsade, samtidigt som en överföring av tillgångarna kommer vara komplex, resurskrävande och kostsam då varje enskild överföring behöver hanteras individuellt och den totala kostnaden bedöms uppgå till cirka 50 miljoner kronor. En sammanslagen fond behöver givetvis endast en styrelse och en Vd och vissa supportfunktioner kan samordnas, men även de synergierna är mycket begränsade givet att Sjätte AP-fonden arbetar så specialiserat att kompetensen även är djup inom ledande befattningar och inte kan ersättas med en bred förvaltningskompetens. Som exempel kan nämnas att det är en väsentlig skillnad med att bedriva hållbarhetsarbete på internationell nivå inom Private Equity i jämförelse med att bedriva hållbarhetsarbete och ägarstyrning för en noterad aktieportfölj. Sjätte AP-fonden kan se att synergier finns inom funktioner för informationssäkerhet och compliance men de synergierna kan även åstadkommas genom samarbeten mellan buffertfonderna.

Risk för att Sjätte AP-fondens upparbetade kompetens inte kan tillvaratas

Sedan den omfattande strategiförändring som Sjätte AP-fonden genomförde 2012 har en i grunden förändrad verksamhet skapats. Som Promemorian beskriver: "Sjätte AP-fonden å sin sida, har under lång tid utvecklat en djup och bred kompetens inom onoterade aktier, med en gedigen investeringsmetodik för såväl fondinvesteringar som sidoinvestering (co-investeringar) inom ramen för en långsiktig portföljstrategi som skapat en hög avkastning. Sjätte AP-fonden är den långsiktigt bäst avkastande fonden i AP-fondssystemet sedan denna strategi infördes. Det synes angeläget att denna kompetens och erfarenhet skulle kunna tas tillvara inom systemet." Sjätte AP-fonden anser att en förutsättning för den framgångsrika utvecklingen har varit just möjligheten till specialisering. Att sammanlägga Sjätte AP-fondens verksamhet med Andra AP-fonden på det sätt som föreslås i Promemorian innefattar både omfattande operativa och finansiella risker och i en förlängning en risk för att den upparbetade kompetens, struktur och modell som Sjätte AP-fonden byggt upp inte kan bevaras.

En risk med den föreslagna sammanslagningen är att den är komplex och det kommer att vara svårt att behålla kompetensen. Som har beskrivits ovan samt i avsnitt 2.2 arbetar Sjätte AP-fonden med en struktur som går rakt igenom fonden. Sjätte AP-fonden har många medarbetare med djup kompetens inom många olika delområden och Sjätte AP-fondens framgång skapas genom det sätt som verksamheten bedrivs med investeringsmetodik, beslutsprocesser och integrerad hållbarhet, alltså det strukturkapital som har byggts upp under många år. Sjätte AP-fondens medarbetare är attraktiva i marknaden då kunskapen är unik. Mot den bakgrunden innebär det en stor risk att genomföra en sammanslagning där den befintliga verksamheten inte ens synes få rum.



Risker kring informationssäkerhet vid blandad investeringsverksamhet

Viktigt att notera är vidare att Sjätte AP-fonden, som beskrivits i avsnitt 2.2 ovan, till skillnad från övriga AP-fonder har en strategi med en stor tonvikt mot co-investeringar. Eftersom Sjätte AP-fonden med viss regelbundenhet får tillgång till icke publik information om noterade bolag i samband med co-investeringstransaktioner och utvärderingar är det, ur informationssäkerhetssynpunkt och för att säkerställa efterlevnaden av Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014 av den 16 april 2014 om marknadsmissbruk respektive lagen (2016:1307) om straff för marknadsmissbruk på värdepappersmarknaden, en stor fördel att arbeta isolerat från förvaltningen av de noterade tillgångsslagen. Enbart misstanken om att dessa regelverk inte efterlevs kan leda till förtroendeskada. För att bibehålla denna fördel kan Private Equity-verksamheten komma att behöva hållas separerad även efter en sammanslagning både fysiskt, personellt, organisatoriskt och systemmässigt.

Sammanfattningsvis är konsekvenserna av förslaget, beaktat de ovannämnda risker med hög sannolikhet som Sjätte AP-fonden ser, att andelen illikvida tillgångar, och därmed även onoterade aktier, kommer reduceras i buffertfondsystemet vilket inte är till nytta för försäkringen för inkomstgrundad ålderspension. Sjätte AP-fondens upparbetade kompetens kommer inte kunna tillvaratas då verksamheten förs in i en buffertfond var övergripande mål är att ha låg risk samt med ett placeringsregelverk som hindrar Sjätte AP-fondens verksamhet att utvecklas. En sammanslagning är komplex, tidskrävande och kostsam samtidigt som de potentiella kostnadsbesparingarna är mycket begränsade.

3.3.2 Integration av Sjätte AP-fonden i buffertfondsystemet utan att organisationsstrukturen ändras (5.3.3)

Sjätte AP-fonden **instämmer** i förslaget att integrera Sjätte AP-fonden i buffertfondsystemet utan att organisationsstrukturen ändras, men med vissa mindre förslag till justeringar och preciseringar enligt vad som följer nedan.

Sjätte AP-fonden **instämmer** i förslaget att söka ökat samarbete med de övriga AP-fonderna. Omfattningen av, och relevanta områden för, sådana samarbeten är dock i huvudsak en operativ fråga där AP-fonderna själva, inom ramen för den löpande verksamheten, bäst kan bedöma inom vilka områden och mellan vilka fonder ett sådant samarbete är relevant och kan ge bäst resultat. Eventuella samarbeten bör därmed för Sjätte AP-fondens del inte på något område inrikta sig mot någon i förväg identifierad AP-fond utan mot den AP-fond där diskussionen från fall till fall är mest relevant, alternativt mot buffertfonderna som helhet. Som framgår av Promemorian motsätter sig Sjätte AP-fonden en samlokalisering med Andra AP-fonden då det inte ger någon nämnvärd kostnadsbesparing. Såsom berörs under punkt 3.3.1 ovan finns det även vissa operativa nackdelar med en samlokalisering beaktat informationshantering i förhållande till de noterade marknaderna.

Sjätte AP-fonden **instämmer** i förslaget att göra det möjligt att ta i anspråk medel ur Sjätte AP-fonden. Under förutsättning att kravet om valutasäkring tas bort kan Sjätte AP-fonden genom sin



likviditetsplaneringsmodell även, i tillägg till det förslag som framgår av Promemorian, vid behov frigöra rimliga belopp för utbetalning till pensionssystemet med mycket god framförhållning (2–3 års sikt). Beaktat att det kan bli aktuellt även med nettoinflöden till AP-fonderna bör en motsvarande möjlighet införas att också tillföra nya medel till Sjätte AP-fonden i syfte att bättre kunna bibehålla buffertfondsystemets relativa exponering mot tillgångslaget.

Sjätte AP-fonden **instämmer** i förslaget att tydliggöra möjligheten för Sjätte AP-fonden att kunna bistå Första-Fjärde och Sjunde AP-fonderna vid förvaltning av onoterade aktier. Sjätte AP-fondens förvaltningsmodell är skalbar och att företräda ett större kapital skulle skapa stordriftsfördelar i form av en starkare förhandlingsposition, procentuellt sett lägre externa kostnader samt tillgång till fler investeringsmöjligheter (inte minst inom co-investeringsverksamheten). I det praktiska arbetet är detta i huvudsak en operativ fråga där aktuella fonder utifrån sina respektive förutsättningar och strategiska överväganden bäst kan bedöma och överenskomma formerna och villkoren för sådana eventuella samarbeten.

Sjätte AP-fonden **instämmer** i förslaget att införa en möjlighet för Sjätte AP-fonden att låna medel i Riksgäldskontoret. Det finns dock ett behov av att i förarbeten tydliggöra vad lånerätten syftar till. Av förarbete (prop. 1999/2000:46 s. 160) till 2 kap 4 § lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder framgår, vilket också konstateras i Promemorian, att lånerätten bland annat får utnyttjas för att fullgöra avtal och andra rättshandlingar som staten svarar för. Eftersom en bestämmelse motsvarande 2 kap 4 § lagen om allmänna pensionsfonder saknas i lagen (2000:193) om Sjätte AP-fonden, bör det uttryckligen framgå i förarbetena att staten har motsvarande ansvar för de avtal och andra rättshandlingar som Sjätte AP-fonden ingår och att lånerätten därmed omfattar fullgörandet av samtliga avtal som fonden ingått, inklusive avtal inom ramen för kapitalförvaltningsverksamheten. Mot bakgrund av att de av Sjätte AP-fonden förvaltade medlen främst är uppbundna i illikvida tillgångar bör en ändamålsenlig lagstiftning också innefatta möjligheten att låna medel i Riksgäldskontoret vid en tidigare tidpunkt än när fonden tömts, det vill säga när det eventuellt behövs av likviditetsskäl. Vidare bör det tydliggöras att lånerätten enligt 1 kap 3 § och 3 kap 8 § i lagen (2000:193) om Sjätte AP-fonden får användas för att ingå nya utfästelser och investeringar i syfte att säkerställa en jämn investeringstakt för att, i enlighet med vad som efterlyses i Promemorian, skapa ytterligare flexibilitet och effektivitet i förvaltningen av Sjätte AP-fondens tillgångar. Kravet på likviditetsbuffertens storlek skulle då minska, liksom risken för oönskade justeringar av investeringstakten.

Risk- och konsekvensanalys för Promemorians förslag Integration av Sjätte AP-fonden i buffertfondsystemet utan att organisationsstrukturen ändras (5.3.3)

Operationella risker

Sjätte AP-fonden instämmer i de positiva effekterna av att integrera Sjätte AP-fonden i buffertfondsystemet utan att organisationsstrukturen ändras – men med slopade krav på valutaexponering och med tillgång till upplåning i Riksgäldskontoret. Sjätte AP-fonden konstaterar att



med de föreslagna förutsättningarna kan Sjätte AP-fonden fortsatt bedriva en framgångsrik verksamhet som egen specialiserad fond inom ramen för buffertfunds-systemet. Sjätte AP-fonden ser få risker under förutsättning att nödvändiga förändringar av lagen genomförs. De risker som Sjätte AP-fonden ser med förslaget är följande:

Risk med samlokalisering

Som Promemorian också konstaterar skulle det vara mer ändamålsenligt att samverka med samtliga buffertfonder och inte specifikt Andra AP-fonden. Sjätte AP-fondens verksamhet är internationell.

Risker med att begränsa samverkan till en av buffertfonderna

Kostnadssynergier med Andra AP-fonden är begränsade och Sjätte AP-fonden **motsätter sig** en samlokalisering av de skäl som Promemorian lyfter upp, som att det enbart medför begränsade minskade kostnader men däremot höga engångskostnader. Sjätte AP-fonden tillägger även den problematik det innebär att samla den verksamhet som bedrivs med en noterad aktieverksamhet, vilket beskrivs närmare i avsnitt 3.3.1 ovan.

Exempel på lämpliga samarbetsområden med övriga buffertfonder är informations säkerhet och compliance. Sjätte AP-fonden har en i övrigt avgränsad och slimmad organisation med runt 30 medarbetare som är specifikt anpassad till uppdraget tvärs funktionerna. Det finns därmed få överlapp med övriga AP-fonder.

Risker med att samverka inom del av investeringsverksamheten

Sjätte AP-fonder ser att möjligheten att bistå övriga AP-fonder enligt förslaget kan bidra positivt till buffertfunds-systemet genom ett effektivt utnyttjande av Sjätte AP-fondens kompetens samt en ökad förhandlingsförmåga genom en samordning av det kapital som företräds. I den mån det skulle innebära en minskad konkurrens mellan AP-fonderna att samverka inom denna del av investeringsverksamheten uppvägs det genom styrkan av att företräda ett större kapital. En central del i förslaget är att det bygger på en frivillig samverkan som inte påverkar AP-fondernas självständighet.

Sjätte AP-fonden ser att förslaget om att kunna tillhandahålla kapital till pensionssystemet/övriga buffertfonder när Pensionsmyndigheten ser ett behov, är fullt möjligt under förutsättning att begäran om ett avgränsat belopp framförs med mycket god framförhållning, det vill säga 2-3 års sikt.

Den sammantagna konsekvensen av förslaget är att de operativa och finansiella riskerna blir begränsade samtidigt som de positiva effekterna blir till stor nytta för försäkringen för inkomstgrundad ålderspension.

3.4 Stordriftsfördelar i de Stockholmsbaserade buffertfonderna (5.4)

Sjätte AP-fonden har **inga synpunkter** på förslaget.



3.5 Ändrade placeringsregler (5.5)

Sjätte AP-fonden **instämmer** i förslaget att ta bort Sjätte AP-fondens krav om valutasäkring. Ett borttagande av valutasäkringskravet reducerar kraftigt den likviditetsrisk som Sjätte AP-fonden har idag vilken har påverkat avkastningen negativt genom uteblivna investeringar. Sjätte AP-fonden kommer att, vid en sådan lagändring, hantera valutasäkringsportföljen på ett ansvarsfullt sätt och kan informera Riksbanken löpande om det är önskvärt.

Utöver vad som föreslås i Promemorian anser Sjätte AP-fonden att det i 3 kap 2 § 1 st lagen (2000:193) om Sjätte AP-fonden bör läggas till en ny punkt 5 med texten "*i andra finansiella instrument på riskkapitalmarknaden*". Riskkapitalmarknaden, där Sjätte AP-fonden har i uppdrag att agera, är en dynamisk marknad i ständig förändring. I syfte att attrahera kapital utvecklas branschen ständigt, och förvaltare söker nya alternativa instrument för att möjliggöra investeringar från investerare i olika jurisdiktioner och med olika placeringsregler och skattestatus. På den svenska marknaden har förvaltare exempelvis introducerat möjligheten att investera i lån där storleken av det belopp som ska återbetalas ska öka om bolagets vinst eller utdelningen till aktieägarna ökar, s.k. kapitalandelslån (jfr 11 kap 11§ Aktiebolagslagen (2005:551)). För att Sjätte AP-fonden inte ska gå miste om attraktiva investeringsmöjligheter är det viktigt att lagstiftningen förtydligas på så sätt att det klargörs att Sjätte AP-fonden tillåts investera i samtliga finansiella instrument på riskkapitalmarknaden. Det bör noteras att ett begränsat ansvar för fonden, såsom redan följer av karaktären av tidigare uttryckligen tillåtna instrument och förbudet mot att vara komplementär i ett kommanditbolag, även fortsatt är en förutsättning.

Risk- och konsekvensanalys av föreslagna justeringar av placeringsregler

Sjätte AP-fonden har sofistikerade prognosmodeller för att prognosticera likviditetsflöden relaterat till portföljen och har verktyg för att hantera händelser i marknad och portfölj relaterat till tillgångsslaget. Ett borttaget valutasäkringskrav för denna illikvida långsiktiga portfölj av riskkapitalfonder med co-investeringar medför att Sjätte AP-fonden bättre kan hantera även kraftiga marknadsfluktuationer med hjälp av befintliga prognosmodeller och med en möjlighet att låna pengar vid behov för att parera olika likviditetslägen, och därmed undvika alltför stora variationer i investeringstakten. En jämn investeringstakt på lång sikt skapar en bättre avkastning. Ett borttaget valutasäkringskrav minskar således den finansiella risken i verksamheten till nytta för försäkringen för inkomstgrundad ålderspension.

Vid alternativet Överföring av verksamhet och kapital till Andra AP-fonden ser Sjätte AP-fonden att den föreslagna förändringen att öka tillåten andel av illikvida tillgångar från 40 till 45 % inte har någon egentlig betydelse för förslagets genomförbarhet. I stället finns omfattande behov av förändringar i lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder) för den föreslagna sammanslagna enheten. Behovet av förändringar avser centrala avsnitt av fjärde kapitlet och berör målet för placeringsverksamheten, tillåtna placeringar samt limitbegränsningar.



3.6 Rapportering av illikvida tillgångar (5.6)

Sjätte AP-fonden har **inga synpunkter** på förslaget om ägarstyrningspolicy för illikvida tillgångar för Första-Fjärde AP-fonden.

Sjätte AP-fonden **instämmer** i övriga förslag kring utvecklade krav på redovisningen och rapporteringen av AP-fondernas illikvida tillgångar då det ökar jämförbarheten av förvaltningen av onoterade aktier mellan AP-fonderna.

3.7 Övergångsfrågor och ikraftträdande (6)

Sjätte AP-fonden **motsätter sig** förslaget om en genomförandekommitté för det fall det beslutas om en sammanslagning av Andra och Sjätte AP-fonden. Regeringen styr AP-fonderna genom att tillsätta styrelser som är ansvariga för respektive fonds organisation och förvaltningen av dess medel. Vid en sammanslagning bör den styrelse som ska leda och ansvara för den sammanslagna fonden tillsättas i såväl avgivande som mottagande styrelse och få ansvar för att organisera den sammanslagna fonden.

AP-fondernas styrka är den specialistkompetens som medarbetarna besitter. Den oklara situation som redan råder sedan 12 månader tillbaka skapar ett vakuum för verksamheten. Ytterligare en period med en genomförandekommitté förlänger denna situation och ökar risken markant för negativa effekter på verksamheten vid en sammanslagningsprocess.

Beslut om eventuella tillgångar som ska förvaltas avskilt och avvecklas av mottagande myndighet bör tas av Regeringen efter förslag från mottagande styrelse som bäst kan bedöma vad som är mest ansvarsfullt och kostnadseffektivt.

3.8 Konsekvenser av förslagen (7)

Identifierade risker och relevanta konsekvenser har belysts ovan under respektive förslag.

Beslut i detta ärende har beretts av Vd, Chefsjurist och Kommunikationschef och beslut har fattats av styrelsen.

Göteborg den 30 oktober 2024

Katarina Staaf

VD Sjätte AP-fonden

BILAGA 1: Bilagan syftar till att illustrera hur andelen illikvida (onoterade) tillgångar utvecklas efter en sammanslagning av Andra och Sjätte AP-fonden baserat på förväntad avkastning över tio år (utan att beakta aktiva omallokeringar utifrån placeringslimiter).

Diagram 1 nedan visar en proformabalansräkning per december 2023 för Andra och Sjätte AP-fonden



Diagram 2 nedan visar en beräknad proformabalansräkning 2025 utifrån avkastningsförväntan i tabell 1. En vanligt förekommande förväntad avkastning för Private Equity är 18 %. I denna beräkning används ett mer konservativt antagande om 15%.

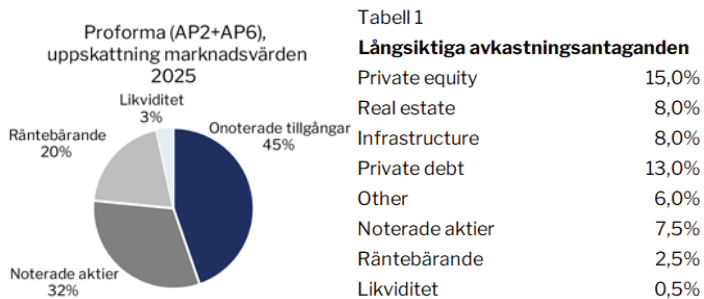


Diagram 3 nedan visar en beräknad proformabalansräkning efter tio år utifrån avkastningsförväntan i tabell 1

