

Finansdepartementet
Finansmarknadsavdelningen
103 33 Stockholm

Göteborg 2019-06-24

Ert Dnr: Fi2019/01595/FPM

REMISSYTTRANDE

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

Enligt promemorian syftar de nu föreslagna ändringarna av placeringsreglerna för Första-Fjärde AP-fonderna (härefter "AP-fonderna") till att öka kostnadseffektiviteten, avkastningsmöjligheterna och långsiktigheten avseende placeringar i illikvida tillgångar, samt även att ge AP-fonderna liknande förutsättningar som andra jämförbara institutionella investerare.

Andra AP-fonden välkomnar förslaget att ytterligare modernisera regelverket för AP-fonderna. Flera av de föreslagna ändringarna/förtydligandena bidrar till att öka kostnadseffektiviteten och långsiktigheten, vilket är positivt. Förslagen är dock i vissa avseenden mer återhållsamma än vad som är motiverat. Detta begränsar förutsättningarna för AP-fonderna att uppnå det uttalade syftet med förslagen och sammantaget ges inte AP-fonderna liknande förutsättningar som andra jämförbara institutionella investerare.

Eftersom kapitalmarknaderna utvecklas kontinuerligt, vore det önskvärt att modernisering av AP-fondernas regelverk sker relativt frekvent. I praktiken finns det dock flera faktorer som gör det mindre sannolikt att detta inträffar. De förändringar som nu genomförs bör därför vara så pass tillåtande att AP-fonderna ges förutsättningar att bedriva en kostnadseffektiv verksamhet väl anpassad för deras roll i pensionssystemet även under en överskådlig framtid. De relativt små justeringar till promemorians förslag som lämnas i det följande, syftar till att bidra till detta.

Saminvesteringar

I promemorian (främst avsnitt 6.1) tydliggörs att AP-fonderna får göra så kallade saminvesteringar i onoterade företag genom riskkapitalföretag och att AP-fonderna kan delta i bildandet av dessa, till exempel tillsammans med andra institutionella investerare. Detta innebär att AP-fonderna kan göra investeringar i onoterade företag inte bara genom riskkapitalfonder. Förtydligandet innebär att AP-fonderna kan utveckla portföljen med onoterade investeringar och i vissa fall ytterligare öka långsiktigheten och kostnadseffektiviteten. Det ger även förutsättningar att mer direkt påverka strategiska frågor såsom hållbarhet. Detta är positivt.

Två begränsningar, till synes överlappande, för dessa saminvesteringar föreslås. Till att börja tydliggörs att AP-fonderna inte ska ta på sig det operativa företagsledningsansvaret i riskkapitalföretagen. Detta framstår som naturligt. Det finns en klar skiljelinje mellan att vara operativ och att delta i det strategiska arbetet. I promemorians olika delar, till exempel den motiverande texten i avsnitt 6.1 jämfört med författningskommentaren (sid 25), beskrivs dock denna åtskillnad på ett inte helt entydigt sätt. För att kunna bedriva en långsiktig verksamhet med god kontroll, är det väsentligt att AP-fonderna kan delta i de viktiga strategiska beslut som från tid till annan riskkapitalföretaget har att ta ställning till. Det kan avse övergripande investeringsinriktning, ersättningspolicy, hållbarhetsfrågor, investeringsbeslut eller kapitaltillskott för investeringar. Beredningen av dessa strategiska beslut ska ske genom riskkapitalföretagets försorg. I vilken form eller i vilket bolagsorgan dessa strategiska beslut fattas, kan skilja sig åt från fall till fall, eller från en jurisdiktion till en annan. Texten i författningskommentaren bör därför justeras, så att den bättre stämmer överens med texten i avsnitt 6.1.

Utöver denna begränsning föreslås det att AP-fonderna inte ska få kontrollera mer än trettio procent av röstetalet i riskkapitalföretagen. Detta motiveras av att AP-fonderna inte ska ta på sig det operativa företagsledningsansvaret. Denna röstandelsbegränsning finns redan sedan tidigare i regelverket. Även om inte Andra AP-fonden gör bedömningen att denna begränsning innebär någon betydande inskränkning i förutsättningarna att bedriva en kostnadseffektiv verksamhet, så kan motivet till förslaget diskuteras. En högre röstandel i bolag ger (typiskt sätt) större inflytande i styrningen av bolaget vad avser strategiska frågor. Det innebär dock inte att man tar på sig det operativa företagsledningsansvaret. Hur detta ska utövas följer istället av de beslut som fattas av bolagsstämman i det aktuella bolaget. I de fall bolaget har ett fåtal ägare regleras typiskt sätt frågor av denna karaktär dessutom genom ett aktieägaravtal. Att begränsa AP-fondernas röstandel till just trettio procent kan därför ifrågasättas, åtminstone baserat på det i promemorian anförda motivet. Att AP-fonderna inte ska ta ansvar för de operativa ledningsfrågorna är ju redan klarlagt på annat sätt i promemorian.

Sidoinvesteringar

I promemorian (främst avsnitt 6.1) förtydligas att AP-fonderna inte ska tillåtas göra direktinvesteringar i onoterade företag genom så kallade sidoinvesteringar till riskkapitalfonder. Det är inte uppenbart vad motiven till detta förbud är. I den beskrivning av sidoinvesteringar som återges i promemorian framgår tydligt att det är fondförvaltaren (av riskkapitalfonden) som ansvarar för den löpande förvaltningen och ägarstyrningen av bolaget. Det operativa företagsledningsansvaret faller alltså inte på AP-fonderna.

Det framkommer av promemorian (i andra avsnitt än detta) att det inte är önskvärt att var och en av AP-fonderna ska bygga upp omfattande avdelningar för direktinvesteringar i onoterade företag. Sådana sidoinvesteringar som det är tal om här erfordrar dock inte detta. Identifiering av bolag att investera i, omfattande "due diligence", förhandling av villkor och så vidare genomförs av förvaltaren av riskkapitalfonden. Det som tillkommer, vilket på ett riktigt sätt återges i promemorian, är en sekundär due diligence, vars omfattning bestäms av omständigheterna i det enskilda fallet. Andra AP-fonden har redan idag anställda med kompetens och erfarenhet av erforderligt slag för att genomföra sådana processer. Dessutom kan vid behov, såsom promemorian noterar, externa rådgivare anlitas. Andra AP-fonden ser således inte någon motsättning mellan, å ena sidan, att tillåta sidoinvesteringar och, å andra sidan, önskan att AP-fonderna inte ska bygga upp stora interna organisationer för direktinvesteringar.

Andra, med AP-fonderna jämförbara, institutionella investerare kan typiskt sett delta i sidoinvesteringar. Detta sker numera i en sådan utsträckning att i princip alla riskkapitalfonder erbjuder möjligheten. Detta påverkar avgiftsstrukturen. Genom att delta i sidoinvesteringar, när detta bedöms intressant

avkastningsmässigt, sänker man den genomsnittliga kostnaden för förvaltningen av riskkapitalfonden. För att ge AP-fonderna liknande förutsättningar som andra institutionella investerare och att öka kostnadseffektiviteten bör alltså AP-fonderna få möjlighet att göra sidoinvesteringar med riskkapitalfonder, med den uttalade begränsningen att man inte ska åta sig det operativa företagsledningsansvaret.

Innehav i fastighetsbolag och riskkapitalföretag efter notering

I promemorian föreslås att AP-fonderna ska få inneha en större röstandel i noterade fastighetsbolag och riskkapitalföretag än de tio procent som annars gäller, om AP-fonden ägde aktierna när bolaget noterades. Det är bra. Vad gäller sådana innehav i riskkapitalföretag föreslås det vidare att det "överskjutande" innehavet ska avvecklas så snart det kan ske utan förlust. Detta vore däremot en olycklig reglering och skulle leda till betydande svårigheter, vilket inte torde vara avsikten. För det första skulle regeln vara svår att tillämpa eftersom den inte är entydig. För det andra, och framförallt, skulle den innebära svårigheter för noteringsprocessen av det aktuella företaget. Marknaden skulle nämligen vara medveten om att AP-fonden är tvungen att sälja en andel av sitt innehav vid en viss prisnivå. Detta riskerar dels att sätta ett implicit tak på aktiekursen, dels begränsa likviditeten i aktien. Förutsättningen för AP-fonden att avyttra aktierna till dess "rätta" värde begränsas således, vilket inte är till största nytta för pensionssystemet.

En bättre formulerad reglering vore till exempel att en avyttring, ned till tio procent, ska ske utan onödigt dröjsmål på ett sätt som är till största möjliga nytta för pensionssystemet. Även en sådan reglering skulle eventuellt ha en viss negativ påverkan på förutsättningarna för en avyttringsprocess, om än i mer begränsad utsträckning. För att helt undvika detta, skulle motsvarande regel som för fastighetsbolagen istället tillämpas.

Investeringar i illikvida krediter genom fonder

Promemorian föreslår att AP-fonderna ska få investera i krediter som inte är utgivna för allmän omsättning (endast) genom fonder. Enligt Andra AP-fonden medger redan det nuvarande regelverket detta. Andra AP-fonden delar promemorians bedömning att kreditmarknaden utvecklats och fått en allt större betydelse för institutionella investerare. Detta har även medfört att dessa investerare erbjuder tillträde till marknaden på flera olika sätt. Denna utveckling fortsätter. Andra AP-fonden delar också promemorians bedömning att AP-fonderna inte bör bygga stora organisationer för att bedriva direktlåneverksamhet.

I promemorians avsnitt om illikvida krediter förs ett resonemang kring betydelsen av den (huvud-) regel som föreskriver att de obligationer som AP-fonderna får investera i är utgivna för allmän omsättning. AP-fonderna har i tidigare remissvar framfört önskemål om att regeln tas bort, eftersom den är föråldrad. Andra AP-fonden vidhåller detta och menar att lagen i tillräcklig omfattning även utan denna bestämmelse reglerar AP-fondernas investeringar i obligationer.

Merparten av fondernas tillgångar ska vara investerade i tillgångar som definieras som likvida. Dessa obligationer ska alltså vara noterade, handlas på en reglerad marknad eller annan handelsplats. Samtliga dessa obligationer torde uppfylla syftet med kravet på att de är "utgivna för allmän omsättning". Minst tjugo procent av obligationer ska dessutom ha låg kreditrisk.

Kravet att även de obligationer som ska klassificeras som illikvida måste vara utgivna för allmän omsättning (såvida de inte ägs genom fond) begränsar därför, till synes, AP-fondernas placeringsverksamhet i en omotiverad utsträckning. Möjligen är dock detta en fråga om begreppstolkning. I en traditionell läsning innebär "utgiven för allmän omsättning" att skuldebrev är "löpande" enligt lagen om skuldebrev från 1936. Detta är ett tämligen formellt krav, som inte alltid kan verifieras, eftersom man på den internationella

kreditmarknaden inte beaktar den svenska skuldebrevslagen. En mer allmän tolkning av kravet att obligationerna ska vara utgivna för allmän omsättning skulle kunna vara att de enkelt kan överlåtas eller på annat sätt omsättas. I promemorian (sid 20) finns en likartad skrivning, som dock hänvisar tillbaka till de ursprungliga förarbetena. Dessa hänvisar i sin tur till betydelsen i 1936-års lag. Istället skulle en enkel definition i promemorian utan hänvisning till tidigare lagstiftningsärenden möjligen kunna vara tillfyllest. AP-fonderna skulle då kunna, inom den ram om de fyrtio procent illikvida tillgångar som är tillåten, direktinvestera i de krediter som inte är noterade eller handlas på en marknadsplats, men som kan överlåtas eller på annat sätt omsättas.

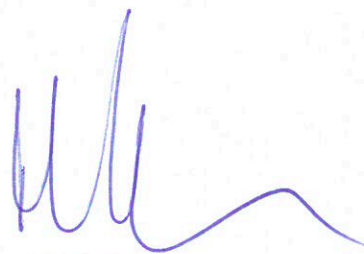
Med tanke på den snabba utvecklingen på kreditmarknaden, vore det olyckligt att begränsa AP-fondernas tillträde till marknaden för de krediter som inte är utgivna för allmän omsättning (oavsett definition), genom fonder. Denna begränsning kan snabbt bli omodern och i praktiken hindra AP-fonderna från att på ett kostnadseffektivt sätt investera i dessa tillgångar. På motsvarande sätt som för onoterade företag, finns det, till exempel, förutsättningar för institutionella investerare att genom saminvesteringar bilda strukturer som på ett kostnadseffektivt bedriver sådan verksamhet. I dessa är det antingen det gemensamägda bolaget, eller mer sannolikt en samarbetspartner, som tar på sig ansvaret för kreditbedömningar och andra operativa ledningsansvarsfrågor. På motsvarande sätt som för saminvesteringar genom riskkapitalföretag, skulle dessutom AP-fondernas ägande i dessa strukturer kunna vara begränsat vad avser röstandel.

Övrigt

AP-fonderna har i samband med tidigare remissvar alltsedan Ds 2015:34 framfört att det är nödvändigt och angeläget att ett förtydligande i 31 kap 4 § i offentlighets- och sekretesslagen (2009:400) sker för att AP-fonderna ska kunna genomföra sitt uppdrag och kunna agera på kapitalmarknaden. Denna föreslagna ändring är idag om möjligt än mer angelägen och tas därför upp även i detta remissvar även om den ligger utanför Promemorians förslag. Ändringen är dock nödvändig även för att ge AP-fonderna liknande förutsättningar som andra jämförbara institutionella investerare, vilket är ett syfte med promemorian. Förtydligandet kan ske genom att lägga till "eller investeringsverksamhet" efter begreppet "utlåning" i den aktuella bestämmelsen.



Eva Halvarsson
Verkställande Direktör



Martin Jonasson