

YTTRANDE
2019-06-20

Dnr Fi2019/01595/FPM

Finansdepartementet
103 33 Stockholm

fi.remissvar@regeringskansliet.se
fi.fma.fpm@regeringskansliet.se

Remissyttrande över promemorian *Vissa ytterligare ändringar av placeringsreglerna för Första-Fjärde AP-fonderna*

1. Bakgrund och sammanfattning

Swedish House of Finance (SHoF) vid Handelshögskolan i Stockholm har bjudits in att yttra sig över promemorian *Vissa ytterligare ändringar av placeringsreglerna för Första-Fjärde AP-fonderna*. Våra synpunkter på promemorians förslag kan sammanfattas som följer:

- 1. Förändrade placeringsregler:** Vi anser att Första-Fjärde AP-fondernas ("AP-fondernas") mandat för illikvida investeringar bör utökas till att omfatta direkt- och sidoinvesteringar, däribland i krediter och infrastrukturföretag, men att detta måste åtföljas av utökade resurser och organisationsmässiga förändringar som gör att dessa verksamheter kan bedrivas på ett kostnadseffektivt och kompetent sätt. Det är viktigt att AP-fonderna inte bygger upp fyra parallella investeringsorganisationer för investeringar i illikvida tillgångar, utan istället samarbetar om kompetens och resurser på något sätt. Vi tar inte ställning till exakt vilka förändringar som vore mest lämpliga, utan noterar bara att frågan om hur AP-fonderna kan samarbeta om kompetens och resurser för att kunna utnyttja investeringsmandatet för illikvida tillgångar på bästa sätt snarast bör utredas vidare.
- 2. Avvecklingsregler vid börsnoteringar:** Vi instämmer i förslaget att AP-fonderna ska få behålla innehav i onoterade fastighetsbolag och riskkapitalföretag som överstiger 10 procent av röstetalet när bolagen börsnoteras. Vi anser även att det är rimligt att AP-fonderna över tid ska avyttra innehav i noterade riskkapitalföretag som överstiger 10 procent av röstetalet, men vi är kritiska till att det ska fastslås i lag exakt hur avvecklingen av överskjutande ägarandelar ska gå till och särskilt till den specifika avvecklingsregel som föreslås i promemorian, som riskerar att bli kostsam för fonderna.

I det följande utvecklar och motiverar vi dessa ståndpunkter i mer detalj.

2. Synpunkter på föreslagna förändringar av AP-fondernas placeringsregler

Vi är positiva till att AP-fonderna sedan årsskiftet tillåts investera en större andel av sina portföljer i illikvida tillgångar, vilket ger dem bättre förutsättningar att generera hög avkastning på förvaltad kapital. Vi är dock, som vi har påpekat i flera tidigare remissyttranden, kritiska till den nuvarande utformningen av mandatet för illikvida investeringar, vars begränsningar hindrar AP-fonderna från att utnyttja detta mandat på bästa sätt, till exempel genom direktinvesteringar i olika former. Vi välkomnar därför förslag som syftar till att ”öka kostnadseffektiviteten, avkastningsmöjligheterna och långsiktigheten inom det nya allokeringsmandatet” samt att ge AP-fonderna ”liknande förutsättningar som andra jämförbara institutionella investerare”, men vi anser samtidigt att de förslag som läggs fram i promemorian inte bidrar nämnvärt till att uppnå dessa mål.

Idag omfattar AP-fondernas investeringsmandat för illikvida tillgångar enbart fondinvesteringar (däribland fond-i-fondinvesteringar) och saminvesteringar via riskkapitalföretag som samägs med ett flertal andra investerare; direkt- och sidoinvesteringar är med andra ord inte tillåtna, såvida de inte görs genom fonder eller riskkapitalföretag. Promemorians förslag innebär i allt väsentligt att samma utformning av investeringsmandatet ska gälla även fortsättningsvis. Det huvudsakliga skäl som anförs mot att tillåta direkt- och sidoinvesteringar är att AP-fondernas verksamheter ska bedrivas kostnadseffektivt, vilket enligt promemorian utesluter förändringar som innebär ”krav på att fonderna bygger upp stora organisationer för att kunna placera medel i illikvida tillgångar”. Vi instämmer visserligen i att det är viktigt att AP-fondernas verksamheter bedrivs kostnadseffektivt och att ett mandat för direkt- och sidoinvesteringar i illikvida tillgångar kräver utökade resurser, men vi delar trots det inte promemorians slutsats. Kostnadseffektivitet innebär nämligen enbart att kostnader ska hållas låga i förhållande till intäkter, så om direkt- och sidoinvesteringar genererar höga intäkter i förhållande till de kostnader de ger upphov till så finns det ingen anledning att utesluta dessa investeringsformer med hänvisning till kostnadseffektivitet. Förslag som kräver ökade resurser och organisationsmässiga förändringar i fondernas placeringsverksamheter bör alltså inte uteslutas på förhand.

Forskning pekar på att det finns betydande samordningsvinster i att kombinera fondinvesteringar med direkt- och sidoinvesteringar när det kommer till illikvida tillgångar (Fang, Ivashina och Lerner, 2015; Dyck och Pomorski, 2016). Sidoinvesteringar är till exempel

ett vanligt och effektivt sätt för institutionella investerare att få ner förvaltningsavgifterna vid investeringar i onoterade tillgångar genom fonder, vilket bidrar till ökad lönsamhet. Samtidigt är sidoinvesteringar passiva och ger inte den institutionella investeraren någon formell makt eller kontroll över portföljbolagen, vilket ligger i linje med de allmänna utgångspunkter för AP-fondernas investeringar i illikvida tillgångar som formuleras i promemorian. Vi noterar också att många jämförbara institutionella investerare tillåts göra direkt- och sidoinvesteringar, vilket är viktigt givet att ett av syftena med de föreslagna förändringarna just är att ge AP-fonderna liknande förutsättningar som jämförbara investerare. Det finns alltså ett antal skäl som talar för att tillåta direkt- och sidoinvesteringar. Den relevanta frågan är således om dessa investeringar kan organiseras på ett kostnadseffektivt sätt och därmed bidra till att öka AP-fondernas nettoavkastning jämfört med idag.

Direkt- och sidoinvesteringar i illikvida tillgångar kräver förvisso mer resurser och kompetens än fondinvesteringar, till exempel på grund av risken för *adverse selection* vid sidoinvesteringar (alltså risken att fonder är mer benägna att erbjuda sidoinvesteringar i portföljbolag som de bedömer är av sämre kvalitet). Sidoinvesteringar måste dessutom kunna genomföras under tidspress, vilket ställer krav på betydande processkompetens. Ett utökat investeringsmandat kräver därför organisationsmässiga förändringar som skulle öka AP-fondernas kostnader jämfört med idag. Vår bedömning är dock att de förbättrade avkastningsmöjligheterna väger upp dessa kostnader givet att det hela organiseras på ett kostnadseffektivt sätt. För att lyckas med detta är det mycket viktigt att de olika AP-fonderna inte bygger upp fyra parallella investeringsorganisationer för illikvida tillgångar, utan istället samarbetar om kompetens och resurser på något sätt. En kostnadseffektiv lösning skulle till exempel kunna vara att Sjätte AP-fonden, som redan har en etablerad organisation för illikvida investeringar, fungerar som tjänsteleverantör åt Första-Fjärde AP-fonderna i samband med direkt- och sidoinvesteringar, men det är lämpligt att överväga även andra potentiella lösningar. Frågan om hur AP-fonderna kan samarbeta om kompetens och resurser för att kunna utnyttja investeringsmandatet för illikvida tillgångar på bästa sätt bör därför snarast utredas vidare.

En möjlig invändning mot resonemanget ovan är att det föreslagna regelverket trots allt tillåter en form av direkt- och sidoinvesteringar – nämligen sådana som görs genom riskkapitalföretag som samägs med andra investerare – och att detta räcker för att AP-fonderna ska kunna utnyttja mandatet för illikvida investeringar på ett bra sätt redan idag. Denna investeringsmodell är dock så omständlig att den i praktiken riskerar att vara till liten nytta för AP-fonderna.

Sidoinvesteringar kan tjäna som exempel för att illustrera problematiken. För att en AP-fond ska kunna göra en sidoinvestering behöver de först skapa en så kallad *special purpose vehicle* i form av ett riskkapitalföretag, som därefter gör en direktinvestering i det onoterade företags aktier vid sidan av en private equity-fond. Innan investeringen kan göras måste AP-fonden dock hitta dels ett flertal andra investerare som tillsammans står för minst 70 procent av andelarna i riskkapitalföretaget, dels någon som kan axla det operativa företagsledningsansvaret. Problemet är att dessa processer tar tid, samtidigt som sidoinvesteringar vanligtvis kräver mycket snabba investeringsbeslut. Det föreslagna regelverket innebär därför att AP-fonderna inte kommer att kunna agera inom de tidsramar som normalt gäller för sidoinvesteringar, vilket riskerar att leda till att private equity-fonder kommer att betrakta dem som oattraktiva investeringspartners.¹

Sammantaget är vår bedömning att AP-fondernas mandat för illikvida investeringar bör utökas till att omfatta direkt- och sidoinvesteringar, däribland i krediter och infrastrukturföretag, men att detta måste åtföljas av utökade resurser och organisationsmässiga förändringar som gör att dessa verksamheter kan bedrivas på ett kostnadseffektivt och kompetent sätt.

3. Synpunkter på föreslagna förändringar av avvecklingsregler vid börsnoteringar

Vi instämmer i förslaget att AP-fonderna ska få behålla ägarandelar som överstiger 10 procent av röstetalet vid börsintroduktion av onoterade fastighetsbolag och andra företag i vilka man tidigare gjort riskkapitalinvesteringar. Det nuvarande regelverket riskerar att tvinga AP-fonderna till stora avyttringar vid olämpliga tillfällen och därmed att ge upphov till stora kostnader. Som promemorian noterar kan regelverket i vissa fall rentav göra det omöjligt för fonderna att alls notera sina innehav. Dessutom kan avyttringskravet i sin nuvarande form försvåra för AP-fonderna att göra sido- och direktinvesteringar i illikvida tillgångar, eftersom investerarkonsortier ofta har restriktioner som begränsar deltagande investerares avyttringsmöjligheter på sätt som är oförenliga med detta krav.

Vidare är det rimligt att AP-fonderna över tid ska avyttra innehav i nynoterade företag som överstiger 10 procent av röstetalet, men vi är kritiska till att det ska fastslås i lag exakt hur avyttringen av överskjutande ägarandelar ska genomföras och särskilt mot formuleringen att

¹ Tidspresen är visserligen något mindre vid sidoinvesteringar som erbjuds ”pre-signing”, alltså innan private equity-fonden har säkrat investeringen, men dessa brukar å andra sidan vara förenade med större investeringsrisker och kräver därför större organisatoriska resurser hos AP-fonderna, vilket promemorian utesluter.

det ska ske ”senast när det kan göras utan förlust för fonden”. Denna formulering är till att börja med otydlig: innebär den att fonderna måste sälja om priset de får är minst lika högt som priset de förvärvade tillgångarna för eller att de måste sälja så snart de bedömer att de inte därigenom går miste om nära förestående vinster? I det förra fallet riskerar regeln att ge upphov till stora kostnader för AP-fonderna genom att de kan tvingas till avyttringar vid olämpliga tillfällen, medan den i det senare fallet kommer an på en svår bedömningsfråga och därmed lär bli tandlös. En bättre regel skulle till exempel kunna vara att AP-fonderna inte får öka sina innehav i noterade dessa företag så länge ägarandelen är större än 10 procent, samtidigt som det slås fast att överskjutande ägarandelar ska avyttras på ett lämpligt sätt över tid och att det ytterst är styrelsens ansvar att bedöma vad det innebär i det enskilda fallet.

4. Övriga kommentarer

Vad gäller promemorians övriga förslag är våra synpunkter som följer:

- Vi anser, i enlighet med argumentationen i promemorian, att dagens regelverk gällande ägarlån till fastighetsbolag och riskkapitalföretag är onödigt restriktivt och att den föreslagna förändringen därför är bra.
- Vad gäller förslaget att AP-fonderna även fortsättningsvis inte ska få göra direktinvesteringar i onoterade infrastrukturföretag så anser vi att det är önskvärt att i mesta möjliga mån ha samma regelverk för alla typer av onoterade aktiebolag och att förslaget i det avseendet är välmotiverat. Som nämnts ovan bör AP-fonderna dock kunna göra direktinvesteringar i infrastrukturföretag, likaväl som i andra onoterade aktiebolag, givet att investeringsmandatet för illikvida investeringar utökas och de organisationsmässiga förändringar som detta kräver genomförs.

Stockholm den 20 juni 2019

Niklas Amberg (sekr.)

Bo Becker

Alexander Ljungqvist

Per Strömberg

Pehr Wissén

Swedish House of Finance (SHoF) är ett opartiskt, icke-vinstdrivande nationellt center för finansforskning vid Handelshögskolan i Stockholm. Centret finansieras av Handelshögskolan i Stockholm, den svenska finanssektorn och svenska staten (genom Vinnova). För innehållet i detta remissyttrande svarar de undertecknande forskarna – inte SHoF som institution. SHoF tillämpar en disclosure policy för anknutna forskare gällande redovisning av potentiella intressekonflikter (se <https://www.hhs.se/en/houseoffinance/research/disclosure-policy/>).

Referenser

Dyck, A. och L. Pomorski (2015). "Investor Scale and Performance in Private Equity Investments". *Review of Finance*, 20(3), 1081-1106.

Fang, L., V. Ivashina och J. Lerner. (2015). "The Disintermediation of Financial Markets: Direct Investing in Private Equity". *Journal of Financial Economics*, 116(1), 160-178.