

AP3 Tredje AP-fonden

Finansdepartementet
Finansmarknadsavdelningen
103 33 Stockholm
fi.registrator@regeringskansliet.se

VISSA YTTERLIGARE ÄNDRINGAR AV PLACERINGSREGLERNA FÖR FÖRSTA–FJÄRDE AP-FONDERNA

(Fi2019/01595/FPM)

TREDJE AP-FONDENS REMISSVAR

Tredje AP-fonden
Postadress: Box 1176, 111 91 Stockholm
Besöksadress: Vasagatan 16, Stockholm
Telefon: 08-555 17 100
Telefax: 08-555 17 120
E-post: info@ap3.se

SAMMANFATTNING

Tredje AP-fonden välkomnar förslagen till förändrade placeringsregler i promemorian ”Vissa ytterligare ändringar av placeringsreglerna för Första–Fjärde AP-fonderna”. Syftet med förslagen i promemorian är att öka kostnadseffektiviteten, 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. Tredje AP-fonden instämmer i dessa utgångspunkter och att förändringarna är ägande att ge bättre förutsättningar för Första–Fjärde AP-fonderna att på ett effektivt sätt kunna uppnå målet för förvaltningen, till nytta för nutida och framtida pensionärer. Tredje AP-fonden anser dock att flera av förslagen är för begränsade för att på bästa sätt skapa förutsättningar för att uppnå dessa syften.

Tredje AP-fonden tillstyrker således samtliga förslag i promemorians. Tredje AP-fonden lämnar i yttrandet ett antal förslag och förtydliganden som fonden menar är ägnade att bidra till att uppnå syftena med förslagen i promemorian. De enligt Tredje AP-fonden viktigaste frågorna är att det för riskkapitalföretag klargörs att i strategiska frågor, till skillnad mot operativa frågor, ingår sådant som beslut om investeringar i och försäljningar av portföljbolag och andra kapitalfrågor såsom beläningsgrad, men också sådant som inriktning av verksamheten mot olika sektorer. Vidare bör röstandelbegränsningen för ägandet i onoterade riskkapitalföretag höjas till 50 procent. Dessa förändringar är centrala för att riskkapitalföretag ska bli ett attraktivt alternativ för saminvesteringar i onoterade företag.. Tredje AP-fonden föreslår också att Första–Fjärde AP-fonderna får möjlighet att investera i infrastrukturbolag på motsvarande sätt som de idag kan investera i fastighetsbolag. En icke uttalad utgångspunkt för promemorian är att samtliga tillkommande möjligheter till investeringar i onoterade tillgångar enbart ska få göras genom indirekta investeringar. Tredje AP-fonden anser att lagstiftningen så långt som möjligt ska vara neutral mellan olika indirekta investeringsstrukturer. Om det finns särskilda begränsningar såsom att Första–Fjärde AP-fonderna inte kan utöva ett operativt företagsledningsansvar och inte ha ett inflytande som överstiger fastställd röstandelsbegränsning ska detta inte kunna kringgåas med en viss struktur. Om å andra sidan en investeringsstruktur inte kan anses innebära ett kringgående av placeringsreglerna ska lagstiftaren inte ställa upp begränsningar för strukturen. Exempelvis bör investeringar i s.k. direktlån kunna göras både genom fonder och riskkapitalföretag.

Tredje AP-fondens övriga förslag presenteras löpande i yttrandet.

PROMEMORIANS KAPITEL 5 ALLMÄNNA UTGÅNGPUNKTER

Syftet med förslagen i promemorian är att öka kostnadseffektiviteten, 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. Tredje AP-fonden instämmer i dessa utgångspunkter. Tredje AP-fonden anser dock att flera av förslagen är för begränsade för att på bästa sätt skapa förutsättningar för att uppnå dessa syften. Inledningsvis noterar Tredje AP-fonden att många med Första–Fjärde AP-fonderna jämförbara institutionella investerare har större möjligheter att göra direkta investeringar i illikvida tillgångar jämfört med de Första–Fjärde AP-fonderna idag har och de som föreslås i promemorian. Vidare är det Tredje AP-fondens bestämda uppfattning att intern förvaltning regelmässigt är mer kostnadseffektiv än extern förvaltning. Erfarenheten från de kostnadsjämförelser som Tredje AP-fonden deltar i genom Cost Efficient Measurement (CEM) pekar också entydigt i samma riktning.

Promemorians utgångspunkter är bl.a. att Första–Fjärde AP-fonderna i sin kapitalförvaltning främst ska ha finansiella mål och inte ta näringspolitiska eller ekonomisk-politiska hänsyn. AP-fondernas uppgift ska vidare även i fortsättningen vara att göra finansiella placeringar. Fonderna ska därför enligt promemorian inte ta på sig ett operativt företagsledningsansvar i de riskkapitalföretag som de investerar i. Enligt Tredje AP-fonden är det av central betydelse för möjligheterna att utnyttja riskkapitalföretag för saminvesteringar på det sätt som föreslås i promemorian, att det inte råder någon tvekan om att Första–Fjärde AP-fonderna har rätt att utöva det strategiska ägaransvaret och att innebörden därav är i linje med vad som är allmänt vedertaget vid sådana investeringar och i allt väsentligt i linje med den styrningsmodell som AP-fonderna utvecklat för sina fastighetsbolag.

En annan utgångspunkt är att Första–Fjärde AP-fonderna även fortsättningsvis ska ha en begränsad ägarandel i andra företag än fastighetsbolag. Enligt Tredje AP-fonden är dock en röstandelsbegränsning som är högre än den som idag gäller för riskkapitalföretag väl förenlig med den styrningsmodell som föreslås i promemorian. Om det operativt företagsledningsansvar utövas och utförs av tredje man, exempelvis en extern förvaltare, skulle även ett 100 procentigt ägande vara förenligt med att AP-fonderna inte har det operativt företagsledningsansvaret utan enbart utövar det strategiska ägaransvaret. Tredje AP-fonden återkommer till röstandelsbegränsningen nedan.

En icke uttalad utgångspunkt för promemorian är att samtliga tillkommande möjligheter till investeringar i onoterade tillgångar enbart ska få göras genom indirekta investeringar genom antingen fonder eller riskkapitalföretag. Tredje AP-fonden anser att lagstiftningen ska vara neutral mellan olika strukturer för indirekta investeringar så länge AP-fonden inte kan utöva ett operativt företagsledningsansvar och om strukturen medger att investeraren utövar ett ägarinflytande att detta inte överstiger den röstandelsbegränsning som gäller. Exempelvis bör lagstiftningen vara neutral beträffande om AP-fonderna investerar i s.k. direktlån genom fonder eller riskkapitalföretag.

PROMEMORIAN KAPITEL 6.1 SAMINVESTERINGAR I ONOTERADE FÖRETAG

Saminvestering genom riskkapitalföretag

Tredje AP-fonden välkomnar att det tydliggörs att Första–Fjärde AP-fonderna får göra saminvesteringar i aktier och andra andelar i onoterade företag genom onoterade riskkapitalföretag. **Tredje AP-fonden föreslår** att röstandelsbegränsning för ägandet i onoterade riskkapitalföretag höjs till 50 procent alternativt 35 procent av röstetalet för samtliga aktier eller andelar i företaget.

Tredje AP-fonden anser att det är mycket positivt att det förtydligas att Första–Fjärde AP-fonderna får göra saminvesteringar i onoterade företag genom riskkapitalföretag och att fonderna också tillsammans med andra investerare, AP-fonder och andra likasinnade investerare, kan starta och bygga upp sådana företag. Den nuvarande otydligheten av regleringen har medfört att AP-fonderna avstått ifrån att använda sig av riskkapitalföretag som en kostnadseffektiv samarbetsform för investeringar i onoterade företag. Riskkapitalföretag är en mer flexibel investeringsform jämfört med traditionella riskkapitalfonder och erbjuder därför andra möjligheter än dessa t.ex. beträffande samarbetspartners och livslängd. Detta bör kunna bidra till ökad kostnadseffektivitet, bättre avkastningsmöjligheter och långsiktighet i förvaltningen.

En begränsning när det gäller riskkapitalföretag är att AP-fonderna inte får ha det operativa företagsledningsansvaret. Däremot ska AP-fonderna enligt promemorian kunna delta i verksamheten i riskkapitalföretag och delta i det strategiska beslutsfattandet. Enligt Tredje AP-fonden är det något oklart vad som i promemorian avses med operativt företagsledningsansvar respektive att delta i verksamheten och fatta strategiska beslut. Riskkapitalföretag kommer sannolikt främst att användas för jämförelsevis större investeringar i ett mindre antal portföljbolag. Enskilda investeringar kan därför ha beaktansvärd påverkan på risken i en AP-fonds portfölj särskilt vad gäller onoterade företag utanför fastighetssektorn. Enligt Tredje AP-fonden måste därför, för att riskkapitalföretag ska utgöra ett reellt alternativ, strategiska frågor inbegripa sådant som beslut om investeringar i och försäljningar av portföljbolag och andra kapitalfrågor såsom belåningsgrad. Tredje AP-fonden förstår det som anges i Författningskommentaren till 4 kap. 8 a §, s. 25 ”att AP-fonderna ska därför inte åta sig att göra bedömningar som gäller t.ex. vilka enskilda företag som riskkapitalföretaget ska investera i” till att avse verksamheten som består i att söka efter och utvärdera möjliga investeringar. Medan beslut om enskilda större investeringar är en del av det strategiska ägaransvaret. Inriktning av verksamheten mot vissa sektorer eller branscher såsom exempelvis medicinteknik eller ny miljövänlig teknik måste också tillåtas ingå bland strategiska frågor. Andra viktiga strategiska frågor rör, såsom framhålls i promemorian, principer för hållbarhet, ägarstyrning och ersättning. Detta motsvarar också i stora drag den styrningsmodell som Tredje AP-fonden redan idag tillämpar för fondens fastighetsbolag, se nedan. Om AP-fonderna inte kan påverka dessa frågor blir skillnaden mot traditionella riskkapitalfonder där förvaltaren ensam ansvarar för dessa frågor och investeringarna ställer ett kapital till förfogande mycket begränsad.

Det finns såsom konstateras i promemorian en röstandelsbegränsning för riskkapitalföretag. Ingen av Första–Fjärde AP-fonderna får inneha mer än 30 procent av röstetalet för samtliga aktier eller andelar i ett sådant företag. Det föreslås i promemorian inte någon förändring av röstandelsbegränsning. Som skäl anförs att AP-fonderna i huvudsak ska styras av finansiella mål och inte ta på sig det operativa företagsledningsansvaret i företagen. Det anses därför inte lämpligt att AP-fonderna tillåts inneha ett högre röstetal i riskkapitalföretag. Det bedöms vidare finnas goda möjligheter för AP-fonderna att hitta samarbetspartners. Tredje AP-fonden delar inte denna bedömning. En styrningsmodell där AP-fonderna enbart utövar det strategiska ägaransvaret medan det operativa företagsledningsansvaret utförs av annan går mycket väl att förena med ett större ägande, inklusive ett 100 procentigt ägande. Den styrningsmodell som beskrivs ovan och i promemorian liknar i stora delar den som Tredje AP-fonden tillämpar i sina fastighetsbolag. Eftersom Första–Fjärde AP-fonderna enbart får investera i fastigheter indirekt genom fastighetsbolag tillämpar Tredje AP-fonden en förvaltningsmodell som innebär att det operativa företagsledningsansvaret sköts av en intern organisation i fastighetsbolaget, en medinvestor eller genom anlåtande av en extern förvaltare. Tredje AP-fonden har med denna styrningsmodell byggt upp en portfölj med onoterade fastighetsbolag som värdemässigt uppgår till ca 13 % av fondens kapital utan att bygga upp en stor intern förvaltningsorganisation. Tredje AP-fondens onoterade fastighetsbolag förvaltas av ca en årsarbetskraft. Om regeringen ändå anser att det bör finnas en röstandelsbegränsning är de centrala nivåerna 50 % respektive 33 1/3 % av rösterna, vilka möjliggör riskkapitalföretag med två respektive tre jämbördiga ägare. Det är vidare inte ovanligt i investeringsstrukturer med en extern part som ansvarar för det operativa företagsledningsansvaret att denne också går in som en minoritetsägare tillsammans med de finansiella ägarna. För att exempelvis möjliggöra en ett riskkapitalföretag med två röstmässigt lika starka finansiella huvudägare (t.ex. 45 % vardera) och en förvaltare som ansvarar för det operativa företagsledningsansvaret som ingår som minoritetsägare (10 %), skulle också röstandelsbegränsningen behöva sättas vid 50 %. Tredje AP-fonden förordar att röstandelsgränsen sätts vid 50 %.

Sidoinvesteringar

<p>Tredje AP-fonden föreslår att Första–Fjärde AP-fonderna får möjlighet till sidoinvesteringar även genom s.k. direktinvesteringar tillsammans med fonder och riskkapitalbolag i vilka fonden är investerad.</p>
--

Promemorians inställning är att AP-fonderna inte ska tillåtas göra direktinvesteringar i onoterade företag genom så kallade sidoinvesteringar tillsammans med fonder och riskkapitalbolag i vilka fonden är investerad. Så som framgår av promemorian är det vid sidoinvesteringar förvaltaren av riskkapitalfonden som ansvarar för den löpande förvaltningen och ägarstyrningen av det bolag där sidoinvesteringen görs. Vid sidoinvesteringar deltar normalt investeringen inte i något avseende i förvaltningen av bolaget. Vid sidoinvesteringar behövs inte några omfattande avdelningar för direktinvesteringar i onoterade företag.

Identifiering av investeringar, due diligence, förhandling av villkor m.m. utförs av förvaltaren av riskkapitalfonden eller genom dennes försorg. Det som tillkommer är en sekundär granskning. Omfattningen av denna avgörs av omständigheterna i det enskilda fallet. I den mån detta arbete inte kan utföras av idag anställd personal med erforderlig kompetens och erfarenhet bedömer Tredje AP-fonden att anställningsbehovet är mycket begränsat. Tredje AP-fondens uppfattning är att andra, med AP-fonderna jämförbara institutionella investerare normalt har möjlighet att göra sidoinvesteringar som s.k. direktinvesteringar. Detta sker också i en sådan utsträckning att i stort sett alla riskkapitalfonder när tillfälle uppkommer erbjuder denna möjlighet. Möjligheten att delta i sidoinvesteringar påverkar investerarens avgiftsstruktur. Genom att delta i sidoinvesteringar sänks investerarens genomsnittliga förvaltningskostnad för investeringen. Sammantaget har Tredje AP-fonden svårt att se skälen till att promemorians inställning att AP-fonderna inte ska tillåtas göra sidoinvesteringar i form av direktinvesteringar.

Som ett möjligt alternativ framhålls i promemorian att inget hindrar att AP-fonderna genom ett onoterat riskkapitalföretag gör sidoinvesteringar vid sidan av en riskkapitalfond. Om riskkapitalföretaget ska ägas av investerare i riskkapitalfonden krävs dock minst tre andra investerare som är beredda att investera så mycket att AP-fondens andel understiger 30 % av rösterna i riskkapitalföretaget. Vidare fordras att förvaltaren av riskkapitalfonden också är villig att förvalta riskkapitalföretaget eller att denne accepterar en extern förvaltare av riskkapitalföretaget. Det är långt ifrån givet att förvaltaren av riskkapitalfonden accepterar något av dessa alternativ. Det är också långt ifrån givet att förvaltaren skulle acceptera ett fristående riskkapitalföretag eftersom förvaltaren då skulle behöva acceptera både nya indirekta investerare och en extern förvaltare av riskkapitalföretaget. Det som däremot skulle kunna vara ett alternativ är ett riskkapital med endast en investerare, AP-fonden, och förvaltaren av riskkapitalfonden som förvaltare också av riskkapitalföretaget. I ett kommanditbolag har kommanditdelägaren, om inte något annat har avtalats, inte rätt att ta del i förvaltningen av bolagets angelägenheter, 3 kap. 4 § lagen (1980:1102) om handelsbolag och enkla bolag. Till skillnad mot riskkapitalföretag i allmänhet där möjligheten att utöva det strategiska ägandet i många fall är en förutsättning rör det sig vid sidoinvesteringar om situationer då investeraren inte ska utöva något ägaransvar. Som Tredje AP-fonden anført ovan bör lagstiftningen vara neutral mellan olika strukturer för indirekta investeringar förutsatt att AP-fonderna inte utövar det operativa företagsledningsansvaret och, om strukturen medger att investeraren utövar ett ägarinflytande, detta inte överstiger den rösandelsbegränsning som gäller. Det bör därför enligt Tredje AP-fonden vara möjligt att göra sidoinvesteringar genom en systerfond till den aktuella riskkapitalfonden oavsett antalet investerare i systerfonden.

Infrastrukturinvestering genom fond, fastighetsbolag eller riskkapitalföretag

Tredje AP-fonden föreslår att Första-Fjärde AP-fonderna får möjlighet att investera i infrastrukturbolag på motsvarande sätt som de idag kan investera i fastighetsbolag.

Tredje AP-fonden anser att, för att riskkapitalföretag ska bli ett kraftfullt och kostnadseffektivt alternativ för infrastrukturinvesteringar, de förtydliganden och förslag som fonden framfört ovan genomförs.

Enligt promemorian bör AP-fonderna inte få möjlighet att investera direkt i onoterade infrastrukturföretag om dessa inte kan klassificeras som fastighetsbolag enligt AP-fondslagen. Tredje AP-fonden beklagar detta. Tredje AP-fonden har under lång tid argumenterat för varför direktinvesteringar i infrastruktur är en viktig och intressant tillgång för institutionella långsiktiga investerare som AP-fonderna samt varför AP-fonderna bör få möjlighet att investera i infrastrukturbolag på samma sätt som i fastighetsbolag, se Tredje AP-fondens remissyttrande över promemorian Ändrade regler för Första-Fjärde AP-fonderna, https://www.ap3.se/wp-content/uploads/2017/10/AP3-remissvar-Fi2017_02972_FPM-%c3%84ndrade-regler-f%c3%b6r-F%c3%b6rsta-Fj%c3%a4rde-AP-fonderna-Final.pdf.

Infrastruktur har utvecklats till en betydande tillgångsklass för institutionella investerare med långsiktiga åtaganden. Investeringarnas långsiktiga avkastning och förhållandevis begränsade risk gör dem väl lämpade för pensionskapital. Nya infrastrukturinvesteringar utgör också ett väsentligt inslag i omställningen till ett hållbart samhälle. Första-Fjärde AP-fondernas möjlighet att idag äga onoterade aktier i form av fastighetsbolag inklusive infrastrukturfastigheter utgör exempel på investeringar där en hög kostnadseffektivitet uppnås som ett resultat av direktägandet. Detta ägande har kunnat byggas upp, utvecklas och förvaltas utan att någon av Första-Fjärde AP-fonderna byggt upp stora interna enheter som arbetar med dessa frågor. Enligt Tredje AP-fonden saknas det med hänsyn till den erfarenhet som finns

från Första-Fjärde AP-fondernas fastighetsinvesteringar grund för en oro för att fonderna skulle bygga stora interna enheter för infrastrukturinvesteringar. Den relevanta jämförelsen är hur Första-Fjärde AP-fonderna historiskt har agerat inom liknande investeringsområden och inte hur andra investerare, inklusive Sjätte AP-fonden gör. Den styrmodell som AP-fonderna utvecklat kring fastighetsinvesteringar, som i stora delar motsvarar den uppdelning mellan strategiskt ägaransvar respektive operativt företagsledningsansvar som diskuterats ovan och i promemorian, lämpar sig väl även för infrastrukturinvesteringar. Det är givetvis så att den investeringsmodell som AP-fonderna utvecklat för analysera fastighetsinvesteringar inte alltid lämpar sig för att analysera infrastrukturinvesteringar, men Tredje AP-fondens bedömning är att den normalt lämpar sig för att också utvärdera infrastrukturinvesteringar, särskilt sådana som ligger nära fastighetsinvesteringar. AP-fonderna som långsiktiga offentliga pensionsförvaltare borde rimligen ha bättre förutsättningar än många andra investerare att förstå och förhålla sig till de politiska risker som finns vid investeringar i viss infrastruktur. Även om flertalet fastighetsinvesteringar som AP-fonderna har gjort har skett tillsammans med andra investerare kan det inte tas till intäkt för att riskkapitalföretag är ett jämförbart alternativ till fastighetsbolag. Den röstandelsbegränsning som gäller för ägandet i riskkapitalföretag sätter uppenbara gränser för vad som är möjligt. Det är få av AP-fondernas saminvesteringar inom fastigheter som hade kunnat göras genom riskkapitalföretag. Som exempel kan nämnas Hemsö Fastighets AB som är verksam inom social infrastruktur (sambandsfastigheter) där Sagax AB är en minoritetsägare inte hade kunnat genomföras i ett riskkapitalföretag.

Tredje AP-fonden har svårt att ta till sig den jämförelse som görs i promemorian med utvärdering av fondförvaltare. Såväl Tredje AP-fondens som promemorians utgångspunkt, så som fonden uppfattar den, är att infrastrukturinvesteringar vanligtvis ligger fastighetsinvesteringar nära och bör ses som en utvidgning jämfört med dagens definition av fastighetsinvesteringar. Det saknas också relevanta hänvisningar till stöd för påståendet att det är sällsynt att pensionsfonder framgångsrikt gör direktinvesteringar i infrastruktur i större skala över tid varför påståendet inte kan bemötas.

Sammanfattningsvis anser Tredje AP-fonden i likhet med tidigare remissyttranden att Första-Fjärde AP-fonderna bör få möjlighet att investera i infrastrukturbolag på motsvarande sätt som de idag kan investera i fastighetsbolag. Även ett mer begränsat mandat för investeringar i infrastruktur som står fastigheter nära och således inte inkluderar alla typer av investeringar som skulle kunna klassificeras som infrastruktur, skulle på ett positivt sätt bidra till fondernas förutsättningar att uppnå avkastningsmålet, och målet om föredömlig förvaltning.

Den lösning för investeringar i infrastrukturföretag som presenteras i promemorian är att investera genom riskkapitalföretag. Infrastrukturinvesteringar har ofta en mycket lång investeringshorisont. Många gånger över 20 år. Investeringarna är också ofta kapitalmässigt stora. En investering i ett infrastrukturföretag genom ett riskkapitalföretag innebär alltså oftast en stor investering med lång horisont. För att riskkapitalföretag ska som fungera som investeringsform för infrastrukturinvesteringar är det enligt Tredje AP-fonden en förutsättning att AP-fonderna har möjlighet att fatta investeringsbeslutet och besluta i andra frågor som rör riskerna i investeringen. Den långa horisonten medför också särskilt behov av att också kunna påverka sådant som hållbarhets- och ersättningsfrågor. Den långa investeringshorisonten begränsar också universum av institutionella investerare som kan utgöra medinvesterar i sådana riskkapitalföretag. Det är därför också viktigt att röstandelsbegränsningen höjs på det sätt Tredje AP-fonden föreslår ovan.

PROMEMORIANENS KAPITEL 6.2 INNEHAV I FASTIGHETS BOLAG OCH RISKKAPITALFÖRETAG NÄR AKTIERNA ELLER DE ANDRA ANDELARNA I BOLAGET ELLER FÖRETAGET TAS UPP TILL HANDEL

Tredje AP-fonden tillstyrker att Första-Fjärde AP-fonderna vid notering av ett av ett onoterat fastighetsbolag eller riskkapitalföretag ska få behålla ett innehav som överstiger 10 procent av röstetalet för samtliga aktier eller andra andelar i bolaget eller företaget.

Tredje AP-fonden föreslår att Första-Fjärde AP-fonderna efter en notering ska få behålla innehav i riskkapitalföretag under samma förutsättningar som de som föreslås för innehav i fastighetsbolag.

Tredje AP-fonden anser att den reglering som föreslås för innehav i fastighetsbolag vid börsintroduktioner, dvs att innehav får behållas men inte utökas efter börsintroduktion, i grunden är en bra modell som värnar värdet i fondernas placeringar och underlättar notering av fastighetsbolag. Tredje AP-fonden anser att samma reglering bör gälla för riskkapitalföretag. Promemorians förslag att överskjutande innehav (dvs. överstigande tio procent av röstantalet) bör avyttras senast när det kan göras utan förluster för AP-fonden är en olämplig lösning som försvårar en börsintroduktion av sådana företag. Regeln innebär att AP-fonden när marknadspriset är sådant att försäljning kan göras utan förlust måste avveckla innehavet och då blir en s.k. ”forced seller” vilket är känt för alla aktörer. Detta är inte bara till skada för AP-fonden utan i de flesta fall också för riskkapitalföretaget. Om prisjämförelsen ska göras mot AP-fondens förvärvspris som kan ligga många år tillbaka i tiden torde skyldigheten att sälja inträda momentant vid börsintroduktionen. Det är vidare vanligt att större ägare vid börsintroduktionen måste göra åtaganden om att, helt eller delvis, inte avyttra sina innehav under en viss tid, s.k. ”lock up”. Tiden för dessa varierar mellan olika marknader och sektorer men torde vanligtvis uppgå till mellan 12-24 månader. Sådana avtalsvillkor är inte förenliga med den föreslagna avyttringsregeln som därför ytterligare försvårar börsintroduktioner av riskkapitalföretag. Slutligen finns det också marknadsförväntningar om att huvudägarna före börsintroduktionen även därefter kvarstår som strategiska huvudägare. Många viktiga aktiebolagsrättsliga skyddsregler förutsätter också ett ägande som överstiger 10 % av rösterna.

Tredje AP-fonden vill också uppmärksamma att promemorian inte behandlar hur man ska se på olika bolagshändelser som passivt kan medföra att röstandelen i bolaget ökar. Exempel på sådana bolagshändelser är att bolaget sätter ner aktiekapitalet motsvarande återköpta aktier eller att en AP-fond vid en nyemission med företrädesrätt tecknar för sitt fulla innehav samtidigt som alla utgivna teckningsrätter inte utnyttjas.

PROMEMORIANENS KAPITEL 6.3 INVESTERINGAR I ILLIKVIDA KREDITER GENOM FONDER

Tredje AP-fonden tillstyrker att Första-Fjärde AP-fonderna ska få investera i fordringsrätter som inte är utgivna för allmän omsättning genom fonder.

Tredje AP-fonden föreslår att Första-Fjärde AP-fonderna ska få investera i obligationer och andra fordringsrätter som inte är utgivna för allmän omsättning genom riskkapitalföretag.

Tredje AP-fonden är således positiv till att det klargörs att Första-Fjärde AP-fonderna får investera i fordringsrätter som inte är utgivna för allmän omsättning genom fonder. Tredje AP-fonden anser emellertid att regleringen är för begränsad. Som Tredje AP-fonden anför ovan bör lagstiftningen vara neutral mellan olika strukturer för indirekta investeringar förutsatt att AP-fonderna inte utövar det operativa företagsledningsansvaret och, om strukturen medger att investeraren utövar ett ägarinflytande, får detta inte överstiga den rörsandelsbegränsning som gäller. Definitionen av riskkapitalföretag bör i linje härmed utvidgas till att också omfatta förvaltning av krediter. Detta kan exempelvis göras genom att ”*eller fordringsrätter*” läggs till efter ”*förvalta aktier eller andra andelar*” i definitionen av riskkapitalföretag.

Tredje AP-fonden anser att det också bör övervägas att Första-Fjärde AP-fonderna får rätt att direktinvestera i fordringsrätter som inte är utgivna för allmän omsättning. Det enda skäl som anförs i promemorian mot att Första-Fjärde AP-fonderna ska få göra direktinvesteringar i sådana fordringsrätter är att det ”inte lämpligt att Första-Fjärde AP-fonderna ägnar sig åt direktlåneverksamhet, bl.a. eftersom det skulle innebära en uppbyggnad av stora interna kreditprövningsorganisationer”. Enligt Tredje AP-fonden är oron för uppbyggnad av stora interna kreditprövningsorganisationer obefogad. Som institutionella offentliga pensionsförvaltare är det inte aktuellt för Första-Fjärde AP-fonderna att hantera olika former av volymkrediter, t.ex. konsumentkrediter, krediter till småföretag och liknande. Det finns dock områden där Första-Fjärde AP-fonderna skulle kunna investera i illikvida krediter internt med god avkastning utan att behöva bygga upp stora interna organisationer. Vanligtvis är direkta investeringar betydligt kostnadseffektivare än indirekta investeringar där förvaltningsavgifterna är betydande. Direktinvesteringar i krediter av detta slag är också något som andra med AP-fonderna jämförbara institutionella investerare vanligtvis har möjlighet att göra.

I promemorian förklaras att med utgiven för allmän omsättning avses att fordringsrätten är konstruerad på ett sådant sätt att den enkelt och smidigt kan överlätas på värdepappersmarknaden. Tredje AP-fonden anser att denna beskrivning är ändamålsenlig och går att tillämpa praktiskt. Samtidigt görs i promemorian en hänvisning till prop. 1999/2000:46 s. 166 som har en beskrivning av ”utgiven för allmän omsättning” som inte helt överensstämmande med den i promemorian. I propositionen hänvisas till en ännu äldre proposition vilken redan då var överspelad av nyare lagstiftning och som idag är närmare 30 år gammal. Under denna tid har betydande förändringar skett i lagstiftningen på kapitalmarknaden, bl.a. klassificeringen av olika skuldinstrument. Tredje AP-fonden anser att utgiven för allmän omsättning därför lämpligen i förarbetena kan beskrivas som att fordringsrätterna ”enkelt och smidigt kan överlätas på värdepappersmarknaden” och att hänvisningen till prop. 1999/2000:46 s. 166 lämpligen utgår.

PROMEMORIANS KAPITEL 6.4 LÅN TILL FASTIGHETSBOLAG OCH RISKKAPITALFÖRETAG

<p>Tredje AP-fonden tillstyrker att nuvarande begränsning gällande möjligheterna att ge lån till fastighetsbolag tas bort och att Första-Fjärde AP-fonderna får en motsvarande rätt att ge lån till riskkapitalföretag.</p>
--

Tredje AP-fonden välkomnar att nuvarande begränsning gällande möjligheterna att ge lån till fastighetsbolag tas bort och att Första-Fjärde AP-fonderna får en motsvarande rätt att ge lån till onoterade riskkapitalföretag som de är investerade i. Förslagen innebär att AP-fonderna ges större flexibilitet vid finansiering av fastighetsbolag och riskkapitalföretag vilket bör bidra till större kostnadseffektivitet. Förslagen underlättar också samarbeten med andra institutionella investerare som oftast inte har de begränsningar som AP-fonderna idag har för att ge lån till onoterade fastighetsbolag och riskkapitalföretag.

ÖVRIGT

Tredje AP-fonden föreslår att förslaget om ett något utökat sekretesskydd för kommersiellt känsliga uppgifter hos enskilda som ingår affärsförbindelser med Första-Fjärde AP-fonderna från Ds 2015:34 Nya regler för AP-fonderna avsnitt 10.7 genomförs.

Tredje AP-fonden anser att det är mycket angeläget att förslaget om förstärkt sekretesskydd för enskildas affärs- eller driftförhållanden i avsnitt 10.7 i Ds 2015:34 Nya regler för AP-fonderna genomförs. Första-Fjärde AP-fonderna har i samband med tidigare remissyttranden framfört att det är 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. Med utökade möjligheter till investeringar utanför den likvida marknaden där behovet av sekretess normalt är betydligt större är denna anpassning av sekretessreglerna än mer angelägen. Ändringen är också viktig för att ge AP-fonderna liknande förutsättningar som andra jämförbara institutionella investerare.

Stockholm 24 juni 2019

Kerstin Hessius
Verkställande direktör

Mikael Sedolin
Chefsjurist