

Finansdepartementet  
103 33 Stockholm

Er ref. Fi2019/01595/FPM  
Yttrande Första AP-fonden  
Dnr. är SPV 2019/25

## Första AP-fondens remissvar på promemorian ”Vissa ytterligare ändringar av placeringsreglerna för Första–Fjärde AP-fonderna”

Första AP-fonden (”Fonden”) har getts tillfälle att svara på remiss om ovanstående promemoria (”Promemorian” eller ”Förslaget”) och lämnar härmed sitt svar.

### Sammanfattning

Första AP-fonden instämmer i Promemorians syfte att AP-fonderna bör ges bättre förutsättningar för att öka kostnadseffektiviteten, avkastningsmöjligheterna och långsiktigheten gällande fondernas placeringar i illikvida tillgångar. Bättre förutsättningar för investeringar i illikvida tillgångar ökar AP-fondernas möjligheter att skapa långsiktigt god avkastning efter kostnader och gagnar därför pensionssystemet. Fonden välkomnar bland annat förslagen på att tydliggöra AP-fondernas möjligheter att saminvestera i onoterade företag genom riskkapitalföretag och att AP-fonderna ges möjlighet att behålla rösträtter överstigande tio procent av rösterna vid en börsintroduktion av ett företag som AP-fonderna har ett tidigare ägande i. Det är också positivt att det förtydligas att AP-fonderna kan investera i illikvida krediter genom fonder och att AP-fonderna ges möjlighet att finansiera företag som de har ett ägande i enligt företagsekonomiska principer. *Sammantaget anser Första AP-fonden därför att förslagen i Promemorian är positiva och bör genomföras.*

Första AP-fonden anser dock att AP-fonderna bör ges flexiblare placeringsregler för att uppnå Promemorians syfte. *Fonden lämnar därför några synpunkter och förslag på ytterligare ändringar som skulle ge AP-fonderna bättre förutsättningar för investeringar i illikvida tillgångar och därmed ökar möjligheterna för AP-fonderna att uppfylla sitt uppdrag i*

*pensionssystemet.* Vissa detaljer i de föreslagna placeringsreglerna leder till att AP-fonderna går miste om investeringar med attraktiv avkastningspotential, såsom till exempel direktinvesteringar i onoterade företag i slutskede inför en börsnotering eller i onoterade infrastrukturföretag. Andra regler leder till högre kostnader för AP-fonderna. Att AP-fonderna till exempel är tvungna att alltid använda sig av fonder för att få tillgång till den illikvida kreditmarknaden innebär merkostnader för pensionssystemet i form av fondförvaltarnas avgifter. Dessa avgifter motsvaras inte alltid av en högre förväntad avkastning efter kostnader. Vissa regler riskerar också snabbt bli otidsenliga i dagens föränderliga finansmarknader. I och med den snabba teknikutvecklingen är det svårt att förutse vilka typer av tillgångsslag och investeringsformer som kommer finnas bara om några år. Det vore olyckligt om AP-fonderna då vore förhindrade att investera i de bäst lämpade tillgångsslagen eller investeringsformerna på grund av detaljer i placeringsreglerna.

Första AP-fondens svar på förslagen följer Promemorians rubriksättning och numrering av rubrikerna.

## 5 Allmänna utgångspunkter

Fonden är positiv till att ytterligare ändringar av AP-fondernas placeringsregler föreslås. Fonden instämmer också att dylika ändringar bör syfta till att ge AP-fonderna förutsättningar för ökad kostnadseffektivitet, avkastningsmöjligheter och långsiktighet inom illikvida tillgångar samt ge AP-fonderna liknande förutsättningar som andra jämförbara institutionella investerare. Detta bör uppnås genom en hög grad av flexibilitet gällande tillåtna tillgångsslag och investeringsformer.

## 6 Ändring av vissa placeringsregler

### 6.1 Saminvesteringar i onoterade företag

#### *Saminvestering genom riskkapitalföretag*

Första AP-fonden välkomnar att Promemorian förtydligar hur saminvesteringar i onoterade företag kan genomföras genom riskkapitalföretag. Fonden välkomnar också förtydligandet att AP-fonderna tillåts bygga upp egna riskkapitalföretag tillsammans med andra likasinnade investerare och att även fyra AP-fonder kan sätta upp ett sådant företag. Den nuvarande otydligheten av regleringen har lett till att AP-fonderna inte har kunnat använda sig av sådana kostnadseffektiva samarbetsformer för investeringar i onoterade företag. Att Förslaget öppnar upp för dessa samarbetsformer förbättrar AP-fondernas möjligheter att genomföra sitt uppdrag i pensionssystemet.

Fonden anser dock att AP-fondernas placeringsregler bör vara flexiblare för att verkligen kunna få den effekt i form av ökade kostnadseffektivitet, avkastningsmöjligheter och långsiktighet som åsyftas. I första hand bör därför direktinvesteringar i alla typer av onoterade företag tillåtas. I andra hand bör i vart fall möjligheten till saminvesteringar i onoterade företag ges bredare förutsättningar genom en anpassning av styrningsmodellen till marknadspraxis och en höjning av röstandelsbegränsningen från trettio procent av rösterna i riskkapitalföretag till minst trettiofem.

#### *AP-fonderna bör kunna investera direkt i onoterade företag*

I såväl nuvarande som föreslagna placeringsregler saknas möjlighet för AP-fonderna att kunna investera direkt i onoterade aktier och andelar. Som Fonden påpekade i sitt tidigare remissvar (sid. 4 f. i [bilaga 1](#)), anser Första AP-fonden dock att sådana direktinvesteringar bör tillåtas.

Detta skulle till exempel öppna upp för AP-fonderna att göra kompletterande aktieinvesteringar till den noterade internt förvaltade aktieportföljen. Enligt nuvarande reglering får AP-fonderna

bara investera i sådana aktier eller andelar om de noteras inom ett år, se 4 kap. 5 § 1 st. 1 p. lagen om allmänna pensionsfonder. Utvecklingen under de senaste åren har dock varit att många företag först börsintroduceras när de redan är relativt stora och mogna. Detta gäller särskilt inom teknologisektorn. När mogna företag börsintroduceras sker detta dock ofta till höga värderingar och aktiepriser. AP-fonderna går därför miste om den avkastning som andra institutionella investerare kan erhålla när de investerar som ankarinvesterare i ett tidigare skede innan börsnoteringen. Institutionella investerare är i sådana skeden ofta attraktiva kapitalgivare och erbjuds förmånliga villkor. Möjligheten att komma in som ankarinvesterare har ökat de senaste åren, bland annat erbjuder riskkapitalfonder allt oftare institutionella investerare att bli ankarinvesterare. Noteringsprocesser tar i praktiken också ofta längre tid än ett år och, även om en börsintroduktion är planerad inom ett år, kan marknadsutvecklingen eller ekonomin innebära att den planerade noteringen försenas. Första AP-fondens investering i Volvo Cars är ett bra exempel i detta avseende. Fonden var tvungen att sälja sina aktier i Volvo Cars eftersom börsnoteringen inte skedde i tid trots att Fonden fortsatt bedömde investeringen som attraktiv.

Huvudargumentet mot att tillåta direktinvesteringar i onoterade företag är att det för pensionssystemet i sin helhet inte är motiverat från en kostnadssynpunkt att alla AP-fonder bygger upp organisationer inom direktplaceringsverksamhet inom onoterade aktier. Fonden vill återigen understryka att det som är viktigt utifrån pensionssystemet i sin helhet är avkastning efter kostnader. Oftast är dock indirekta investeringsformer såsom till exempel genom riskkapitalföretag eller fonder förenade med betydligt större kostnader än en intern hantering inom AP-fonderna. Dessa högre kostnader motsvaras inte alltid av en högre avkastning. Det är därför i vissa fall betydligt dyrare för pensionssystemet att AP-fonderna är tvungna att göra dessa investeringar genom externa riskkapitalföretag istället för att hantera dessa internt. Från en kostnadssynpunkt är det alltså tvärtom motiverat att AP-fonderna ges möjlighet att göra direktinvesteringar i onoterade företag. Det kan tilläggas att AP-fondernas möjligheter att bygga upp stora interna organisationer endast för placeringar i onoterade aktier även är begränsade på annat sätt. AP-fonderna måste bland annat enligt lagen om allmänna pensionsfonder och dess förarbeten kunna säkerställa betalningsberedskap mot pensionssystemet samt vara generationsneutrala, se bland annat 4 kap. 1 § lagen om allmänna pensionsfonder. AP-fonderna ska även ha adekvat risk i placeringsverksamheten. Dessa krav leder i praktiken till att AP-fonderna måste ha diversifierade portföljer. AP-fonderna kan därför inte ha en majoritet av sina tillgångar eller resurser tillägnade onoterade företag. AP-fonderna får dessutom också totalt bara investera fyrtio procent av sina tillgångar i illikvida tillgångar. Många olika tillgångsslag omfattas dock av definitionen av illikvida tillgångar. Med de krav på diversifiering som finns har AP-fonderna därför i praktiken svårt att investera hela det utrymme på fyrtio procent i onoterade företag. Fonden vill också understryka att AP-fonderna har hanterat sina onoterade fastighetsbolag sedan starten av pensionssystemet utan att bygga upp stora interna organisationer.

Det är också viktigt att ha i åtanke att de finansiella marknaderna är snabbt föränderliga. Det är svårt att förutse vilka investeringsformer i aktier som kommer uppstå under de närmaste åren, särskilt med tanke på att tillgångspriserna på börserna i dag är historiskt höga och avkastningsförväntningarna under de närmaste åren relativt låga. En reglering av investeringsform riskerar därför att snabbt bli otidsenlig och missgynna pensionssystemet.

Fonden anser därför fortfarande att AP-fonderna i första hand bör tillåtas att investera direkt i alla typer av onoterade företag.

*Indirekta investeringar i onoterade företag genom riskkapitalföretag är positiva men även i denna del bör AP-fonderna ges bredare förutsättningar*

Som beskrivit ovan, välkomnar Första AP-fonden att det tydliggörs i Promemorian att AP-fonderna får göra saminvesteringar i onoterade företag genom riskkapitalföretag. Det är också



positivt att det förtydligas att AP-fonderna tillåts bygga upp egna riskkapitalföretag tillsammans med andra likasinnade investerare och att även fyra AP-fonder kan sätta upp ett sådant företag. Dessa förtydliganden öppnar upp för nya och mer kostnadseffektiva saminvesteringsmöjligheter för AP-fonderna. Första AP-fonden anser också att gränsdragningen att AP-fonderna inte ska ha det operativa företagsledningsansvaret för ett sådant samägt riskkapitalföretag utan bara det strategiska ansvaret framstår som rimligt. Det innebär bland annat att AP-fonderna bör besluta om investeringsinriktning, hållbarhetskrav, ersättningsprogram för anställda, m.m. I motsats till Promemorian anser Första AP-fonden dock att AP-fonderna som del av det strategiska ansvaret också bör kunna besluta om vilka enskilda investeringar ett samägt riskkapitalföretag ska investera i. Med tanke på den delvis långa investeringshorisonten av de underliggande investeringarna bör beslut om dessa investeringar anses vara av strategisk vikt för riskkapitalföretaget. AP-fonderna kan annars inte på ett adekvat sätt säkerställa sina långsiktiga ägarintressen i samägda riskkapitalföretag. I enlighet med förslagen i Promemorian ska dock AP-fonderna aldrig vara operativt ansvariga för riskkapitalföretagen. Det innebär i praktiken att riskkapitalföretagen tar det operativa ansvaret för analys och genomförande av investeringar (till exempel marknadsgenomlysning, företagsbesiktning (så kallad due diligence), förhandlingar av avtal, etc.) samt förvaltningen av alla genomförda investeringar. AP-fonderna beslutar främst om de av riskkapitalföretagen framlagda investeringsrekommendationerna ska följas eller ej. Detta är en gängse styrningsmodell för denna typ av företag och stämmer väl överens med de förväntningar som andra likasinnade investerare har på gemensamma saminvesteringar. Om AP-fonderna inte har samma förutsättningar för styrning av samägda riskkapitalföretag som andra institutionella investerare kommer det bli svårt för AP-fonderna att hitta samarbetspartners. Fonden anser därför att innehållet i begreppet "strategiskt ansvar" bör motsvara marknadspraxis och de förutsättningar som andra institutionella investerare har.

Första AP-fonden anser också att den kvarvarande röstandelsbegränsningen i 4 kap. 9 § lagen om allmänna pensionsfonder bör höjas. Den nuvarande röstandelsbegränsningen på trettio procent innebär i praktiken att en AP-fond måste hitta ytterligare minst tre likasinnade investerare som kan enas om grunderna i ett sådant företag. Utifrån fondens erfarenhet blir detta en utmaning. Det brukar underlätta uppstarten av företag avsevärt om bara några få ägare med ungefär lika stor ägarandel behöver komma överens i ett första skede. Även i existerande riskkapitalföretag kan det vara av stort värde att inte behöva komma överens med många andra investerare om hur olika situationer ska hanteras. Detta kan till exempel gälla hållbarhetsfrågor där inte alla investerare har samma eller liknande intressen som AP-fonderna. Första AP-fonden anser därför att röstandelsbegränsningen bör höjas till helst femtio men minst trettiofem procent, så att en AP-fond bara behöver komma överens med några få andra investerare.

#### *Sidoinvesteringar i onoterade företag bör tillåtas*

Enligt förslagen i Promemorian bör AP-fonderna bara kunna göra sidoinvesteringar vid sidan av en riskkapitalfond om detta görs antingen genom en fond eller ett riskkapitalföretag.

Som nämnt ovan anser Fonden i första hand att AP-fonderna bör kunna direktinvestera i onoterade företag. Om detta inte tillåts, anser Fonden dock att AP-fonderna i vart fall bör kunna investera direkt i ett onoterat företag om denna möjlighet erbjuds i samband med en fondinvestering i ett riskkapitalföretag. Såsom Promemorian påpekar är detta i praktiken ett sätt för riskkapitalföretagen att rabattera sina största investerare. Sådana investeringar leder därför till betydliga kostnadsbesparingar. Förslaget förbjuder inte i sak sådana sidoinvesteringar utan föreskriver bara att det måste finnas en struktur i form av en fond eller ett riskkapitalföretag emellan. I praktiken innebär detta dock återigen en merkostnad för AP-fonderna och pensionssystemet i sin helhet eftersom extrakostnaderna för dessa strukturer kommer behöva bäras av fonderna. Första AP-fonden anser att sådana sidoinvesteringar bör kunna göras oavsett den valda strukturen så länge det är riskkapitalföretaget som bär det operativa företagsledningsansvaret.

Även den kvarvarande röstandelsbegränsningen på trettio procent är problematiskt i detta avseende. De flesta andra institutionella investerare har inte en sådan begränsning och kommer därför inte nödvändigtvis vilja sätta upp en fond – eller riskkapitalföretagsstruktur. Det kan därför vara svårt att ens kunna sätta upp sådana strukturer på ett sådant sätt att AP-fonderna högst har trettio procent av rösterna. Detta innebär i praktiken att många sådana sidoinvesteringar inte kommer kunna fullföljas av AP-fonderna. AP-fonderna kommer därför gå miste om attraktiva avkastningsmöjligheter.

#### *Direktinvesteringar i alla typer av onoterade infrastrukturföretag bör tillåtas*

Enligt Promemorian ska AP-fonderna inte kunna direkt investera i onoterade infrastrukturföretag om dessa inte faller in under fastighetsbegreppet enligt lagen om allmänna pensionsfonder.

Som nämnt ovan anser Fonden i första hand att AP-fonderna bör kunna direktinvestera i alla onoterade företag. I andra hand och i enlighet med Fondens tidigare remissvar (sid. 6) anser Fonden att AP-fonderna bör kunna investera direkt i alla typer av onoterade infrastrukturföretag på samma sätt som AP-fonderna kan investera i fastighetsbolag. Tillgångsklasserna infrastruktur och fastigheter delar många viktiga egenskaper. Båda tillgångsslagen har över tid visat sig ha en stabil avkastning och låg korrelation med andra tillgångsslag. Båda tillgångsslagen är relativt illikvida och har ofta en lång investeringshorisont som AP-fonderna på ett bra sätt kan bära. Båda tillgångsslag är dessutom förknippade med olika regleringsrisker. Fastighetsinvesteringar kan till exempel vara beroende av ändringar i beskattnings- eller belåningsreglering. Infrastrukturinvesteringar är oftast förknippade med en monopolställning och är därmed särreglerade i specifik lagstiftning. Även om Fonden instämmer i att infrastrukturinvesteringar många gånger har en hög exponering mot politisk-, regelverks- och ryktesrisk kan detta lika väl vara sant för vissa fastighetsbolag. Bostadsbolag har till exempel också en hög exponering mot dessa risker. AP-fonderna anses dock kunna hantera dessa risker i samband med infrastrukturinvesteringar med fastighetskoppling. De bör därför också kunna hantera dem på ett bra sätt i samband med infrastrukturinvesteringar utan denna koppling. Att tillåta direktinvesteringar i alla onoterade infrastrukturbolag kommer inte heller leda till att AP-fonderna bygger upp stora organisationer inom infrastruktur. AP-fonderna har hanterat onoterade fastighetsbolag sedan starten av pensionssystemet utan att bygga upp stora interna organisationer. Fonden anser därför att det inte finns skäl att behandla de två tillgångsslagen olika. Även om AP-fonderna kan investera i icke-fastighetskopplad infrastruktur via riskkapitalföretag är detta alltid begränsat genom kravet på saminvestering och den medföljande röstandelsbegränsningen. Detta är dock inte alltid ändamålsenligt. Som exempel kan nämnas att bara tre AP-fonder är ägare av det nystartade bolaget Polhem som har som mål att investera i infrastruktur tillgångar i Sverige. I och med röstandelsbegränsningen kommer Polhem även fortsättningsvis vara begränsad till infrastruktur som har en koppling till fastighet.

Sammanfattningsvis anser Första AP-fonden i första hand att direktinvesteringar i alla onoterade företag bör tillåtas. I andra hand anser Fonden att den föreslagna styrningsmodellen och röstandelsbegränsningen för riskkapitalföretag bör anpassas och att sidoinvesteringar direkt i onoterade företag samt direktinvesteringar i onoterade infrastrukturbolag bör tillåtas.

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

Första AP-fonden välkomnar Promemorians förslag att AP-fonderna vid en börsintroduktion av ett onoterat företag får behålla rösträtter överstigande 10 procent av samtliga röster i

företaget. Den nuvarande regleringen försvårar för AP-fonderna att børsintroducera onoterade företag eftersom det är vanligt att tidigare ägare kvarstår med en relativt stor ägarandel efter introduktionen i syfte att öka förtroendet för företaget. Det är därför positivt att denna möjlighet öppnas upp.

Första AP-fonden anser att den föreslagna regleringen för fastighetsbolag att innehav inte får utökas efter børsintroduktion är en bra modell. Samma reglering bör gälla för riskkapitalföretag. Promemorian föreslår istället att röstandelen i riskkapitalföretag bör säljas ned till tio procent av röstantalet senast när det kan göras utan förluster för AP-fonden. Fonden anser att detta i praktiken återigen försvårar en børsintroduktion av sådana företag. En børsintroduktion av ett företag genomförs bara om denna från början kan anses leda till en positiv avkastning för berörd AP-fond. En AP-fond skulle därför sannolikt behöva sälja sina röster direkt vid børsintroduktion eftersom försäljningen av aktierna vid børsintroduktion inte längre skulle leda till en förlust för fonden.

### **6.3 Investeringar i illikvida krediter genom fonder**

Första AP-fonden välkomnar att det förtydligas att AP-fonderna får investera i fonder vars huvudsakliga strategi är att investera i illikvida krediter. Fonden instämmer att illikvida krediter är intressanta för institutionella investerare ur ett portföljperspektiv eftersom tillgångsslaget ger en attraktiv förväntad avkastning samtidigt som exponeringen mot ränterisk oftast är låg.

Första AP-fonden anser dock att de föreslagna ändringarna inte är tillräckligt långtgående. Illikvida krediter är ett tillgångsslag som i dagens lågräntemiljö kan erbjuda ett bra alternativ till obligationer samt en attraktiv förväntad avkastning. Kreditmarknaden är också en av de finansiella marknaderna som har förändrats mest under de senaste åren och kan även i framtiden förväntas utvecklas i liknande takt. Promemorian föreslår att öppna upp denna marknad för AP-fonderna, dock bara genom indirekta investeringar i fonder. De skäl som anförs är att det från en kostnadssynpunkt inte kan anses vara motiverat att AP-fonderna bygger upp stora interna kreditprövningsorganisationer. Det är dock viktigt att understryka att det som är viktigt för pensionssystemet i sin helhet är avkastning efter kostnader. Investeringar genom fonder innebär alltid att AP-fonderna måste betala avgifter till fondförvaltarna. Dessa kostnader är oftast betydligt större än AP-fondernas kostnader för interna resurser. Dessa kostnader för externa förvaltare kan i många fall vara motiverade eftersom förvaltarna har en kompetens som AP-fonderna inte kan återskapa och därmed skapar en överavkastning. Det finns dock områden där AP-fonderna skulle kunna hantera illikvida krediter internt med lika god avkastning som externa förvaltare men då till en betydligt lägre kostnad. Detta skulle innebära betydande besparingar för pensionssystemet. Det är inte heller givet att AP-fonderna skulle behöva bygga upp stora interna organisationer för att kunna hantera en del illikvida krediter internt. Även krediter som är allmänt omsättningsbara kräver att AP-fonderna bedömer emittentens kreditvärdighet. AP-fonderna har alltså denna kompetens redan i dag. De ovan under 6.1 angivna begränsningar för AP-fondernas möjligheter att bygga upp stora interna organisationer för illikvida tillgångar är lika relevant här. I och med att AP-fonderna har begränsade möjligheter att bygga ut sina organisationer alltför mycket, är det sannolikt att AP-fonderna skulle investera tillsammans med andra investerare som har större resurser. En saminvesteringsmodell skulle alltså även fungera väl i detta avseende.

Fonden vill också understryka att det idag är svårt att förutse vilka investeringsformer under de närmaste åren kommer uppstå på den snabbt föränderliga kreditmarknaden, särskilt med tanke på att tillgångspriserna på börserna i dag är historiskt höga och avkastningsförväntningarna under de närmaste åren relativt låga. En reglering av investeringsform riskerar därför att snabbt bli otidsenlig och missgynna pensionssystemet.

I enlighet med Fondens tidigare remissvar (sid. 7f.), anser Första AP-fonden därför att 4 kap. 7 § lagen om allmänna pensionsfonder bör utgå.

#### 6.4 Lån till fastighetsbolag och riskkapitalföretag

Första AP-fonden välkomnar Promemorians förslag att nuvarande begränsning gällande direktlån till företag som AP-fonderna har ett direktägarande i tas bort. Ändringen är positiv för pensionssystemet eftersom AP-fonderna ges större flexibilitet i finansieringen och kan därmed uppnå högre kostnadseffektivitet. Det underlättar också samarbeten med andra institutionella investerare som vanligtvis förväntar sig att företagen kan finansieras enligt företagsekonomiska principer.

## 8 Förslagets konsekvenser

*Första AP-fonden instämmer i Promemorians analys.*

För Första AP-fonden 2019-06-20



Johan Magnusson

å styrelsens vägnar