[redacted]
Till: [redacted]
info@ap2.se; jesper.neuhaus@arbetsgivaralliansen.se; registrator; kontakta@far.se; finansinspektionen; info@ap4.se; info@fondbolagen.se; info@foretagarna.se; info@ap1.se; info@houseoffinance.se; info@iffs.se; registrator; registratur; kammarrattenistockholm; registrator; konkurrensverket; info@lo.se; info@lrf.se; fredrik.ekstrom@nasdaq.com; Markus.Mild@nasdaq.com; registrator; info@pro.se; Regelrådet; justitieombudsmannen@jo.se; riksgalden; registrator@riksrevisionen.se; info@ap7.se; info@apfond6.se; info@spfseniorerna.se; anna.eriksson@spfseniorerna.se; registrator; remisser@svensktnaringsliv.se; info@advokatsamfundet.se; remiss@advokatsamfundet.se; kansli@saco.se; registrator@skr.se; registratorn@riksbank.se; info@svca.se; info@tu.se; info; info@ap3.se; bao@bao.se; info@fremia.se; kansliet@sjf.se; info@skao.se

Kopia: Yvonne Neese; Anna Widenfalk; Lotta Hardvik Cederstierna; FI Registrator; Catharina Nyström; Nina Rico; Jonas Sunding

Ärende: REMITTERING PROMEMORIA Översyn av buffertfonderna

Datum: den 4 juli 2024 12:48:07

Bilagor: Remisslista PM Översyn av buffertfonderna.pdf

Du får inte e-post ofta från alva.hall@regeringskansliet.se. Se varför det här är viktigt.

OBS! Bortse från tidigare mejl gällande remittering av promemorian En effektivare samlad förvaltning av buffertfonderna som innehöll fel rubrik och länknamn. Detta utskick har korrekt rubrik och länknamn.

Härmed remitteras promemorian

Översyn av buffertfonderna

Promemorian remitteras endast på detta sätt.

Remissvaren ska ha kommit in till Finansdepartementet **senast den 31 oktober 2024**. Svaren bör lämnas per e-post till fi.remissvar@regeringskansliet.se och med kopia till yvonne.neese@regeringskansliet.se och fi.fma.fpm@regeringskansliet.se Ange diarienummer Fi2024/01410 och remissinstansens namn i ämnesraden på e-postmeddelandet.

Svaret bör lämnas i två versioner: den ena i ett bearbetningsbart format (t.ex. Word), den andra i ett format (t.ex. pdf) som följer tillgänglighetskraven enligt lagen (2018:1937) om tillgänglighet till digital offentlig service. Remissinstansens namn ska anges i namnet på respektive dokument.

Remissvaren kommer att publiceras på regeringens webbplats.

Hälsningar

Alva Hall
Assistent
Finansdepartementet
Finansmarknadsavdelningen
Stabsenheten
103 33 Stockholm
Mobil 076-578 50 16
alva.hall@regeringskansliet.se
www.regeringen.se

[redacted]

Till: [redacted]
info@ap2.se; jesper.neuhaus@arbetsgivaralliansen.se; registrator; kontakta@far.se; finansinspektionen; info@ap4.se; info@fondbolagen.se; info@foretagarna.se; info@ap1.se; info@houseoffinance.se; info@iffs.se; registrator; registratur; kammarrattenistockholm; registrator; konkurrensverket; info@lo.se; info@lrf.se; fredrik.ekstrom@nasdaq.com; Markus.Mild@nasdaq.com; registrator; info@pro.se; Regelrådet; justitieombudsmannen@jo.se; riksgalden; registrator@riksrevisionen.se; info@ap7.se; info@apfond6.se; info@spfseniorerna.se; anna.eriksson@spfseniorerna.se; registrator; remisser@svensktnaringsliv.se; info@advokatsamfundet.se; remiss@advokatsamfundet.se; kansli@saco.se; registrator@skr.se; registratorn@riksbank.se; info@svca.se; info@tu.se; info; info@ap3.se; bao@bao.se; info@fremia.se; kansliet@sjf.se; info@skao.se

Kopia: Yvonne Neese; Anna Widenfalk; Lotta Hardvik Cederstierna; FI Registrator; FI Redaktionen; Catharina Nyström; Nina Rico; Jonas Sunding

Ärende: REMITTERING PROMEMORIA En effektivare samlad förvaltning av buffertfonderna

Datum: den 4 juli 2024 12:11:08

Bilagor: image001.png
Remisslista PM Översyn av buffertfonderna.pdf

Du får inte e-post ofta från alva.hall@regeringskansliet.se. Se varför det här är viktigt.

Härmed remitteras promemorian

En effektivare samlad förvaltning av buffertfonderna

Promemorian remitteras endast på detta sätt.

Remissvaren ska ha kommit in till Finansdepartementet **senast den 31 oktober 2024**. Svaren bör lämnas per e-post till fi.remissvar@regeringskansliet.se och med kopia till yvonne.neese@regeringskansliet.se och fi.fma.fpm@regeringskansliet.se Ange diarienummer Fi2024/01410 och remissinstansens namn i ämnesraden på e-postmeddelandet.

Svaret bör lämnas i två versioner: den ena i ett bearbetningsbart format (t.ex. Word), den andra i ett format (t.ex. pdf) som följer tillgänglighetskraven enligt lagen (2018:1937) om tillgänglighet till digital offentlig service. Remissinstansens namn ska anges i namnet på respektive dokument.

Remissvaren kommer att publiceras på regeringens webbplats.

Hälsningar

Alva Hall
Assistent
Finansdepartementet
Finansmarknadsavdelningen
Stabsenheten
103 33 Stockholm
Mobil 076-578 50 16
alva.hall@regeringskansliet.se
www.regeringen.se

Regeringskansliet

Regeringskansliet

Remiss

2024-07-04
Fi2024/01410

Finansdepartementet

Promemorian Översyn av buffertfonderna

Remissinstanser

1. Andra AP-fonden
2. Arbetsgivaralliansen
3. Arbetsgivarverket
4. Bankinstitutens Arbetsgivareorganisation
5. FAR
6. Finansinspektionen
7. Fjärde AP-fonden
8. Fondbolagens förening
9. Fremia
10. Företagarna
11. Första AP-fonden
12. Institutet för finansforskning (SIFR)
13. Institutet för framtidsstudier (IFFS)
14. Journalistförbundet
15. Justitiekanslern
16. Kammarkollegiet
17. Kammarrätten i Stockholm
18. Konjukturinstitutet
19. Konkurrensverket
20. Landsorganisationen i Sverige (LO)

Telefonväxel: 08-405 10 00

Webb: www.regeringen.se

Postadress: 103 33 Stockholm
Besöksadress: Jakobsgatan 24
E-post: fi.registrator@regeringskansliet.se

21. Lantbrukarnas Riksförbund
22. Nasdaq Stockholm AB
23. Pensionsmyndigheten
24. Pensionärernas Riksorganisation
25. Regelrådet
26. Riksdagens ombudsmän (JO)
27. Riksgäldskontoret
28. Riksrevisionen
29. Sjunde AP-fonden
30. Sjätte AP-fonden
31. SPF Seniorerna
32. Statskontoret
33. Svenska kyrkans arbetsgivarorganisation
34. Svenskt Näringsliv
35. Sveriges advokatsamfund
36. Sveriges Akademikers Centralorganisation (SACO)
37. Sveriges Kommuner och Regioner (SKR)
38. Sveriges riksbank
39. Swedish Private Equity & Venture Capital Association (SVCA)
40. Tidningsutgivarna
41. Tjänstemännens Centralorganisation (TCO)
42. Tredje AP-fonden

Remissvaren ska ha kommit in till Finansdepartementet **senast den 31 oktober 2024**. Svaren bör lämnas per e-post till fi.remissvar@regeringskansliet.se och med kopia till yvonne.neese@regeringskansliet.se. Ange diarienummer Fi2024/01410 och remissinstansens namn i ämnesraden på e-postmeddelandet.

Svaret bör lämnas i två versioner: den ena i ett bearbetningsbart format (t.ex. Word), den andra i ett format (t.ex. pdf) som följer tillgänglighetskraven

enligt lagen (2018:1937) om tillgänglighet till digital offentlig service. Remissinstansens namn ska anges i namnet på respektive dokument.

Remissvaren kommer att publiceras på regeringens webbplats.

I remissen ligger att regeringen vill ha synpunkter på förslagen eller materialet i promemorian. Om remissen är begränsad till en viss del av promemorian, anges detta inom parentes efter remissinstansens namn i remisslistan. En sådan begränsning hindrar givetvis inte att remissinstansen lämnar synpunkter också på övriga delar.

Myndigheter under regeringen är skyldiga att svara på remissen. En myndighet avgör dock på eget ansvar om den har några synpunkter att redovisa i ett svar. Om myndigheten inte har några synpunkter, räcker det att svaret ger besked om detta.

För **andra remissinstanser** innebär remissen en inbjudan att lämna synpunkter.

Promemorian kan laddas ned från Regeringskansliets webbplats www.regeringen.se.

Råd om hur remissyttranden utformas finns i Statsrådsberedningens promemoria Svara på remiss (SB PM 2021:1). Den kan laddas ned från Regeringskansliets webbplats www.regeringen.se.

Lotta Hardvik Cederstierna
Rättschef

Promemoria

Finansdepartementet
Finansmarknadsavdelningen

Översyn av buffertfonderna

Juni 2024

Innehållsförteckning

1 Författningsförslag 16
1.1 Gemensamt författningsförslag 16
1.1.1 Förslag till lag om ändring i lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder) 16
1.1.2 Lag om ändring i offentlighets- och sekretesslagen (2009:400) 19
1.2 Kompletterande författningsförslag 1 – Sjätte AP-fondens verksamhet och kapital förs över till Andra AP-fonden 20
1.2.1 Förslag till lag om upphävande av lagen (2000:193) om Sjätte AP-fonden 20
1.2.2 Förslag till lag om ändring i lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder) 20
1.3 Kompletterande författningsförslag 2 – Sjätte AP-fonden integreras utan organisationsförändringar 22
1.3.1 Förslag till lag om ändring i lagen (2000:193) om Sjätte AP-fonden 22
1.4 Kompletterande författningsförslag 3 – En viss konsolidering av de stockholmsbaserade buffertfonderna 25
1.4.1 Förslag till lag om ändring i lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder) 25
1.5 Kompletterande författningsförslag 4 – Ökad samverkan inom befintlig organisationsstruktur (stockholmsbaserade fonder) 27
1.5.1 Förslag till lag om ändring i lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder) 27

2 Bakgrund 28
2.1 Historik 28
2.2 Det allmänna pensionssystemet 29
2.3 Buffertfonderna och inkomstpensionssystemet 30
2.4 Premiepensionssystemet 32
2.5 AP-fondernas självständighet 33
2.6 Regelverk och uppgifter för AP-fonderna 35
2.7 Allmänt om modeller för investeringar i onoterade företag 38

3 Tidigare överväganden 41
3.1 Sjätte AP-fonden i det reformerade pensionssystemet (Ds 2004:25) 41
3.2 Buffertkapitalutredningen: AP-fonderna i pensionssystemet – effektivare förvaltning av pensionsreserven (SOU 2012:53) 42
3.3 Nya regler för AP-fonderna (Ds 2015:34) 44

4 Uppdraget ... 46
4.1 Sammanfattning av uppdraget ... 46
4.2 Utredningsarbetet ... 47
5 Överväganden och förslag ... 48
5.1 Förenklad administration ... 48
5.1.1 Elektronisk underskrift ... 48
5.1.2 Sekretess vid anställning av verkställande direktör i AP-fonderna ... 51
5.2 Ändamålsenlig kompetens i styrelserna ... 53
5.2.1 Styrelsens roll för en effektiv kapitalförvaltning ... 54
5.2.2 En precisering av det lagstadgade kompetenskravet för styrelseledamöter ... 56
5.2.3 Antalet ledamöter i AP-fondernas styrelser ... 57
5.2.4 Nomineringsrätt för arbetsmarknadens parter ... 59
5.2.5 Övriga styrelsefrågor ... 61
5.3 Ett införlivande av Sjätte AP-fonden i buffertfondssystemet ... 64
5.3.1 Sjätte AP-fondens historik ... 64
5.3.2 Hur kan Sjätte AP-fondens verksamhet och kapital föras över till Andra AP-fonden? ... 66
5.3.3 Hur kan Sjätte AP-fonden på ett lämpligt sätt integreras i buffertfondsystemet utan att organisationsstrukturen ändras? ... 84
5.4 Stordriftsfördelar i de stockholmsbaserade buffertfonderna ... 92
5.4.1 En viss konsolidering av de stockholmsbaserade buffertfonderna ... 92
5.4.2 Ökad samverkan inom befintlig organisationsstruktur ... 101
5.5 Ändrade placeringsregler ... 108
5.5.1 Valutasäkring ... 108
5.5.2 En ändamålsenlig reglering av buffertfondernas investeringar i onoterade bolag ... 112
5.6 Rapportering av illikvida tillgångar ... 120
5.6.1 AP-fondernas redovisning och rapportering av illikvida tillgångar ... 120
5.6.2 Utvecklade krav på redovisningen och rapporteringen av AP-fondernas illikvida tillgångar ... 127
6 Övergångsfrågor och ikraftträdande ... 131
6.1 Genomförandefrågor beträffande konsolideringsförslagen ... 131
6.2 Ikraftträdande och övergångsbestämmelser ... 135
7 Konsekvenser av förslagen ... 136

7.1 Ett införlivande av Sjätte AP-fonden i buffertfondssystemet 137
7.1.1 Inledning 137
7.1.2 Konsekvenserna av att Sjätte AP-fondens verksamhet och kapital överförs till Andra AP-fonden 137
7.1.3 Konsekvenserna av en integrering av Sjätte AP-fonden i buffertfondssystemet utan att organisationsstrukturen ändras – men med slopade krav på valutaexponering och med tillgång till upplåning i Riksgäldskontoret 143
7.2 Stordriftsfördelar i de stockholmsbaserade buffertfonderna 146
7.2.1 Inledning 146
7.2.2 Konsekvenserna av en viss konsolidering av de stockholmsbaserade buffertfonderna 146
7.2.3 Konsekvenserna av ökad samverkan och samlokalisering inom befintlig organisationsstruktur 151
7.3 Övriga förslag 154
7.3.1 Elektronisk underskrift 155
7.3.2 Sekretess vid anställning av verkställande direktör i AP-fonderna 155
7.3.3 Ändamålsenlig kompetens i styrelserna 156
7.3.4 Övriga styrelsefrågor 157
8 Författningskommentar 159
8.1 Gemensamt författningsförslag och kommentarer 159
8.1.1 Förslaget till lag om ändring i lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder) 159
8.1.2 Förslaget till lag om ändring i offentlighets- och sekretesslagen (2009:400) 161
8.2 Kompletterande författningsförslag 1 – Sjätte AP-fondens verksamhet och kapital förs över till Andra AP-fonden 162
8.2.1 Förslaget till lag om upphävande av lagen (2000:193) om Sjätte AP-fonden 162
8.2.2 Förslaget till ändring i lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder) 163
8.3 Kompletterande författningsförslag 2 – Sjätte AP-fonden integreras utan organisationsförändringar 164
8.3.1 Förslaget till lag om ändring i lagen (2000:193) om Sjätte AP-fonden 164
8.4 Kompletterande författningsförslag 3 – En viss konsolidering av de stockholmsbaserade buffertfonderna 166

8.4.1 Förslaget till lag om ändring i lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder)..... 166
8.5 Kompletterande författningsförslag 4 – Ökad samverkan inom befintlig organisationsstruktur (stockholmsbaserade fonder)..... 168
8.5.1 Förslaget till lag om ändring i lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder)..... 168

Förord

Regeringskansliet beslutade den 23 oktober 2023 att ge departementsrådet Tord Gransbo i uppdrag att, såsom sakkunnig, göra en översyn av buffertfonderna. Den 9 januari 2024 beslutades ett tilläggsuppdrag. Eva Cassel, senior rådgivare på Riksgäldskontoret, anställdes den 1 december 2023 för att arbeta som sekreterare inom ramen för uppdraget.

Härmed överlämnas promemorian *Översyn av buffertfonderna*. Med detta är uppdraget slutfört.

Stockholm i juni 2024

Tord Gransbo

Eva Cassel

Sammanfattning

Uppdraget omfattar att utreda och lämna förslag på åtgärder för att modernisera och effektivisera den samlade förvaltningen av Första–Fjärde och Sjätte AP-fondernas (buffertfondernas) fondkapital. Detta mot bakgrund av en förändrad investeringsmiljö och ändrade placeringsregler för Första–Fjärde AP-fonderna. Uppdraget presenteras i sin helhet i avsnitt 4.1.

I uppdraget ingår att utreda i *huvudsak* följande.

- Hur Sjätte AP-fonden på lämpligt sätt kan integreras i buffertfondssystemet och särskilt analysera alternativet att, och föreslå hur Sjätte AP-fonden kan slås ihop med Andra AP-fonden till en buffertfond med säte i Göteborg.
- Hur de stockholmsbaserade buffertfonderna kan realisera större stordriftsfördelar, inklusive en analys av möjliga för- och nackdelar av en konsolidering av Första, Tredje och Fjärde AP-fonderna till två fonder med säte i Stockholm.
- Hur kraven på buffertfondernas styrelser kan preciseras för att säkerställa ändamålsenlig kompetens.

I promemorian lämnas fyra förslag i kärnfrågan om en eventuell konsolidering av buffertfonderna. I enlighet med uppdragsbeskrivningen är förslagen geografiskt uppdelade och geografiskt alternativa; Sjätte AP-fonden ska avvecklas och dess verksamhet och kapital ska föras över till Andra AP-fonden, alternativt ska Sjätte AP-fonden på ett lämpligt sätt integreras i buffertfondssystemet utan att organisationsstrukturen ändras (Göteborg), respektive en viss konsolidering av de stockholmsbaserade buffertfonderna, alternativt ökad obligatorisk samverkan inom befintlig organisationsstruktur (Stockholm).

Ett införlivande av Sjätte AP-fonden i buffertfondssystemet

Hur kan Sjätte AP-fondens verksamhet och kapital föras över till Andra AP-fonden?

Andra AP-fonden och Sjätte AP-fonden bedriver sinsemellan väldigt olika verksamheter. Sjätte AP-fonden har ett unikt mandat, och mål att skapa långsiktigt hög avkastning med tillfredsställande riskspridning – att jämföra med Andra AP-fonden och övriga buffertfonder vars totala risknivå ska vara låg och vid vald risknivå ska en långsiktigt hög avkastning uppnås. Sjätte AP-fonden har en internationell portfölj bestående av fond- och sidoinvesteringar inom området onoterade aktier. Andra AP-fonden har däremot en totalportfölj med noterade aktier, räntebärande tillgångar och alternativa tillgångar; sistnämnd kategori i huvudsak bestående av illikvida tillgångar. De illikvida tillgångarna består av fastigheter, riskkapital, infrastruktur, skog och onoterade krediter.

Andra AP-fonden och Sjätte AP-fonden har gott internationellt renommé och har betecknats som kostnadseffektiva i internationella jämförelser. Eftersom Andra AP-fonden och Sjätte AP-fonden bedriver så olika verksamheter, ser de potentiella kostnadssynergierna helt annorlunda

ut än i fallet med de stockholmsbaserade buffertfonderna, vilkas verksamheter är betydligt mer homogena.

Det bör dock uppmärksammas att det finns skalfördelar i Andra AP-fonden som kan utnyttjas. Det framhålls från fondens sida att den skulle ha möjlighet att förvalta ett betydligt större kapital än idag utan motsvarande procentuell ökning av kostnadsmassan. En konsolidering skulle, om det i den processen tillvaratas de styrkor som byggts upp i respektive fond, kunna addera mervärde.

En konsolidering av detta slag är dock ett komplext integrationsprojekt som tar flera år att genomföra. Just verksamhet med onoterade aktier med sina långa åtaganden och juridiskt komplexa upplägg tillför dessutom särskilda utmaningar. Den innebär stora risker – framför allt under en övergångsperiod – för en negativ påverkan på avkastningen. Även en liten minskning i avkastningen får stora effekter. Det finns också betydande direkta och indirekta kostnader förknippade med genomförandet av en konsolidering

Synen på risk – i termer av operationella risker och potentiellt förlorad avkastning – i relation till möjligheten att utnyttja skalfördelar och att uppnå en mer effektiv och rationell förvaltning av buffertkapitalet är således avgörande faktorer vid en bedömning av detta konsolideringsförslags lämplighet. Värt att särskilt nämna i det sammanhanget är att det finns en betydande kostnadsfördel att vara en stor investerare inom tillgångsslaget onoterade aktier. Ett samlat, betydligt högre kapital i den fond som väljs ut, ger en större förhandlingsförmåga, som kan ge lägre förvaltningsavgifter och bättre tillgång till attraktiva sidoinvesteringar.

Det är dock viktigt att även beakta den mer buffertsystemövergripande frågan om synen på riskkapital och tillgångsslagets optimala storlek i systemet. Sjätte AP-fondens verksamhet är helt inriktad på onoterade aktier – ett tillgångsslag som är förenat med relativt hög risk, som kräver mer specialiserad kunskap och är mer kostnadsintensivt än förvaltningen av andra tillgångsslag, men som i gengäld har genererat god avkastning under en rad år. De två förslagen – konsolidering respektive oförändrad organisationsstruktur – kommer, med nuvarande regler, att leda till olika stor andel av detta tillgångsslag i det totala buffertfondssystemet. För systemet som helhet har Sjätte AP-fondens fokus på – och stora innehav av – onoterade aktier ansetts ge en önskvärd riskspridning.

I det sammanhanget kan konstateras att Andra AP-fonden, med oförändrat uppdrag och strategi, efter en konsolidering, kommer att få en alltför hög allokering av riskkapital. Även med en regel som ökar möjligheterna att investera i illikvida tillgångar under en övergångstid, kommer Andra AP-fonden att vilja minska andelen onoterade aktier till dess att den passar uppdraget. Resultatet kommer på sikt att bli en minskad andel onoterade aktier i det totala buffertsystemet, i jämförelse med idag. Det finns anledning att permanent ändra begränsningsregeln för Första–Fjärde AP-fondernas investeringar i illikvida tillgångar, så att fonderna får investera i illikvida tillgångar som vid investeringstillfället uppgår till högst 45 procent av fondkapitalet (jämfört med 40 procent enligt nuvarande regler). Ett sådant förslag ger en möjlighet för en konsoliderad Andra AP-fond att på sikt kunna långsiktigt öka andelen onoterade aktier i portföljen, i jämförelse med idag. Förslaget ger även de andra

buffertfonderna samma möjlighet. Sammantaget kan en sådan ändring av placeringsreglerna leda till en större riskspridning i buffertfondssystemet, samtidigt som buffertfonderna även fortsatt har nödvändig beredskap att överföra medel till systemet.

Förslaget att avveckla Sjätte AP-fonden och föra över dess verksamhet och kapital till Andra AP-fonden syftar ytterst till att förbättra förutsättningarna för en ändamålsenlig och kostnadseffektiv förvaltning av buffertkapitalet och på så sätt på sikt uppnå en högre nettoavkastning – i förhållande till risk – som bidrar till finansieringen av, och stabiliteten i, pensionssystemet. Som har beskrivits ovan finns dock även en rad nackdelar med konsolideringsförslaget. Förslaget är dock möjligt att genomföra och förväntas ge förutsättningar på sikt för en mer ändamålsenlig och kostnadseffektiv förvaltning av buffertkapitalet.

Hur kan Sjätte AP-fonden på ett lämpligt sätt integreras i buffertfondssystemet utan att organisationsstrukturen ändras?

Fördelen med att integrera Sjätte AP-fonden i buffertfondssystemet utan att ändra organisationsstrukturen är att det fokus på den riskkapitalverksamhet som Sjätte AP-fonden bedriver skulle kunna bibehållas fullt ut. Fonden har, sedan strategin ändrades till fond- och sidoinvesteringar i onoterade aktier, varit betydligt mer framgångsrik i sin investeringsverksamhet än under tiden dessförinnan. Det kan vidare konstaterats att Sjätte AP-fondens verksamhet är till nytta för inkomstpensionssystemet på ett annat sätt än Första–Fjärde AP-fonderna, närmast som en extra buffert i systemet.

En ytterligare fördel med att bevara den existerande organisationsstrukturen är att Andra AP-fondens mål för placeringsverksamheten, vid en konsolidering, skulle begränsa möjligheten för fonden att öka andelen riskkapital i portföljen. Andra AP-fonden skulle efter en konsolidering helt enkelt inte långsiktigt kunna bedriva riktigt samma omfattande riskkapitalverksamhet som Sjätte AP-fonden nu bedriver. Inom ramen för gällande placeringsrestriktioner – även med den justering av dessa som föreslås – och med hänsyn till målet för verksamheten, är det nämligen rimligt för Andra AP-fonden att ha en större diversifiering inom hela tillgångsslaget illikvida tillgångar.

Det bör i det sammanhanget beaktas att syftet med Sjätte AP-fondens placeringar är att långsiktigt bidra genom ytterligare riskspridning i förhållande till Första–Fjärde AP-fondernas stora innehav av börsnoterade och omsättningsbara tillgångar, och på så sätt medverka till en god avkastning i förhållande till risk för buffertfonden som helhet. En fördel som dock något minskat i betydelse på senare år när andelen noterade aktier har sjunkit i den samlade buffertfonden. Andelen onoterade aktier i Första–Fjärde AP-fondernas portföljer är dock fortsatt liten.

På grund av deras väsentligt olika verksamhetsområden är det däremot inte helt lätt att identifiera områden där fördjupad samverkan mellan Andra AP-fonden och Sjätte AP-fonden skulle resultera i några större synergier eller kostnadsbesparingar. Sjätte AP-fonden är därtill en slimmad organisation, där till exempel IT redan är outsourcat.

Vad som nu sagts talar med viss styrka för att Sjätte AP-fonden ska integreras i buffertkapitalsystemet utan att organisationsstrukturen ändras.

För att Sjätte AP-fonden ska kunna bedriva en ännu effektivare verksamhet än idag, krävs emellertid en viss modernisering av gällande lagstiftning, särskilt när det gäller bestämmelsen om valutaexponering, som bör slopas. Frågan om den komplexa och kostsamma likviditetshanteringen bör dessutom hanteras ytterligare. Sjätte AP-fonden bör därför – i likhet med Första–Fjärde AP-fonderna – ha möjlighet till kortfristig upplåning i Riksgäldskontoret. Mot bakgrund av Sjätte AP-fondens höga kompetensnivå när det gäller fond- och sidoinvesteringar i onoterade aktier, ska nämnd fond kunna bistå de andra AP-fonderna vid förvaltningen av detta tillgångsslag. Sjätte AP-fonden har betonat att den har en skalbar förvaltningsmodell inom denna nisch.

Sjätte AP-fonden ska, enligt detta alternativa förslag, även fortsättningsvis vara en extra buffert till den buffert i pensionssystemet som finns i Första–Fjärde AP-fonderna. Eftersom fondens medel är illikvida, bör det praktiskt gå till så att medel ur Sjätte AP-fonden ska tas i anspråk först när medel i de övriga buffertfonderna i huvudsak är förbrukade. Med den utgångspunkten ska medel som förvaltas av Sjätte AP-fonden överföras, med lika delar, till Första–Fjärde AP-fonderna när Sjätte AP-fonden, i samråd med Pensionsmyndigheten, bedömer att medlen blir till största möjliga nytta för inkomstpensionssystemet.

Slutsats

Sjätte AP-fonden har inte integrerats i buffertfondssystemet. Det är hög tid att så sker. Båda de alternativa förslagen är möjliga att genomföra och förväntas ge förutsättningar för en mer ändamålsenlig och kostnadseffektiv förvaltning av buffertkapitalet, för att på så sätt, på sikt uppnå en högre nettoavkastning. Alternativet som innebär att organisationsstrukturen inte ändras är dock att föredra. Förslaget har god potential; det bidrar till önskvärd riskspridning i systemet, eftersom onoterade aktier är ett tillgångsslag med hög potentiell avkastning, och kan snabbt genomföras.

Stordriftsfördelar i de stockholmsbaserade buffertfonderna

En viss konsolidering av de stockholmsbaserade buffertfonderna

De stockholmsbaserade AP-fonderna är välskötta med gott internationellt renommé. Under en rad år har fonderna bedrivit ett effektiviseringsarbete, och har betecknats som kostnadseffektiva i internationella jämförelser.

Dessa AP-fonder har lyft fram att de har mycket skalbara förvaltningsmodeller som gör det möjligt att förvalta ett betydligt större kapital än idag, utan motsvarande procentuell ökning av kostnadsmassan. Genom en konsolidering av tre stockholmsfonder till två skulle dessa skalfördelar kunna realiseras. Vid en konsolidering kommer det att vara centralt att tillvarata de styrkor som byggts upp i respektive fond och utifrån dessa, hitta kompetenssynergier på kapitalförvaltningssidan som adderar mervärde (en kritisk massa av nyckelkompetenser). De större, kvarvarande fonderna, skulle över tid kunna erbjuda möjlighet till ökad specialisering och diversifiering, med förbättrade rekryteringsmöjligheter.

Konsolideringar av det här slaget är dock mycket komplexa integrationsprojekt som tar flera år att genomföra. Det råder ingen tvekan om att detta konsolideringsalternativ innebär risker – framför allt under en övergångsperiod – för en negativ påverkan på avkastningen. Även en liten minskning i avkastningen får stora effekter. Det finns också betydande direkta och indirekta kostnader förknippade med genomförandet av en konsolidering.

Det finns således en rad för- och nackdelar kopplade till förslaget. Det kan konstateras att även om de positiva och negativa effekterna låter sig identifieras och beskrivas på ett relativt tydligt sätt, är det betydligt svårare att kvantifiera dem. Detta gäller såväl besparingar och kostnader, som riskerna för förlorad avkastning på kort sikt och möjlighet till ökad avkastning på längre sikt.

Synen på risk – i termer av operationella risker och potentiellt förlorad avkastning – i relation till möjligheten att utnyttja skalfördelar och att uppnå en mer effektiv och rationell förvaltning av buffertkapitalet är avgörande faktorer vid bedömningen av även detta konsolideringsförslags lämplighet. Förslaget att avveckla en av Första, Tredje eller Fjärde AP-fonderna och föra över dess verksamhet och kapital till en eller två av de kvarvarande stockholmsbaserade fonderna syftar ytterst till att förbättra förutsättningarna för en ändamålsenlig och kostnadseffektiv förvaltning av buffertkapitalet och därmed på sikt uppnå en högre nettoavkastning som ytterligare bidrar till finansieringen av – och stabiliteten i – pensionssystemet. Som har beskrivits ovan finns dock även när det gäller detta konsolideringsförslag en rad nackdelar. Sammantaget görs dock bedömningen att fördelarna överväger och det därför finns starka skäl för att genomföra detta konsolideringsförslag.

Som en följd av förslaget och för att uppnå avsedd effekt, ska begränsningsreglerna för buffertfondernas investeringar i onoterade bolag ändras så att fonderna inte får inneha så många aktier eller andra andelar i ett företag att röstetalet för dem överstiger 15 procent eller beträffande onoterade riskkapitalföretag, 50 procent (jämfört med 10 respektive 35 procent enligt nuvarande regler).

Ökad obligatorisk samverkan inom befintlig organisationsstruktur

Inledningsvis kan konstateras att risken för att indirekt börja begränsa oberoendet i kapitalförvaltningsverksamheten sätter gränser för hur långt samarbetet och resursdelningen mellan fonderna kan tas, enligt detta alternativa förslag. Vad som kommer i fråga är stödfunktioner av administrativ art.

Det kan också konstateras att åsikterna bland de stockholmsbaserade fonderna går vitt isär, även vad gäller samverkansaktiviteter relativt långt bort från fondernas investeringsverksamhet. De som är mest positiva ser stor potential för ett utvecklat samarbete, med positiva effekter för verksamheterna, kostnadsbesparingar, hanterbara engångskostnader med långt färre och lägre risker än i konsolideringsalternativet. En AP-fond har en diametralt annorlunda uppfattning och ser stora risker, höga engångskostnader och marginella möjligheter till kostnadsbesparingar.

Då uppfattningarna hos AP-fonderna kring vad som är lämpligt att samarbeta om går så vitt isär är det föga förvånande att också uppskattningarna om möjliga kostnadsbesparingar skiljer sig åt väsentligt.

De mest positiva uppskattar att potentialen för kostnadsbesparingar, genom fördjupat samarbeten inom nuvarande organisationsstruktur ligger kring 50–100 miljoner kronor per år. Den mest negativa AP-fonden uppskattar besparingspotentialen till högst 10–20 miljoner kronor per år. De uppskattade beloppen avser medellång sikt och efter avdrag för betydande engångskostnader.

Om vi lyfter blicken – och ser frågan i ett mer dynamiskt perspektiv – kan de invändningar som idag finns mot en fördjupad samverkan möjligen minska med tiden. En samlokalisering skulle kunna bli första steget på en gemensam kulturresa där fler områden för samarbeten naturligen kommer att uppmärksammas och realiseras. Snarare än en *"big-bang"* kan detta alternativ erbjuda första steget mot större gemensam effektivitet till mindre risk än en konsolidering.

På ett likartat sätt skulle många av de områden som identifierats för ökad samverkan kunna vara aktuella också i ett senare skede efter en konsolidering. Konsolideringsalternativet skulle alltså lämpligen kunna byggas ut över tid med fördjupad samverkan mellan de två kvarvarande stockholmsfonderna.

Vad som nu sagts talar med viss styrka för att de stockholmsbaserade AP-fonderna genom obligatorisk samverkan ska kunna realisera vissa stordriftsfördelar. Detta främst genom att samordna och dela resurser vid sidan av investeringsverksamheten och därmed uppnå en större kostnadseffektivitet. På sikt kan denna samverkan inom befintlig organisationsstruktur leda till en högre nettoavkastning som ytterligare bidrar till finansieringen av pensionssystemet.

Slutsats

De tre stockholmsbaserade fonderna har stora likheter. De har rört sig mot en mer likartad tillgångsallokering av förvaltat kapital – som är i samma storleksordning – och har ökat sina samägda investeringar. De har ungefär lika många anställda inom samma befattningskategorier och konkurrerar om eftertraktad personal med samma branschaktörer. Genom sitt gemensamma samverkansråd, där även de andra AP-fonderna deltar, har de fördjupat sitt samarbete. De samarbetar dessutom inom AP-fondernas Etikråd, som nyligen har reformerats. De stora likheterna innebär goda möjligheter att uppnå stordriftsfördelar inom kapitalförvaltningen vid en konsolidering eller genom obligatorisk samverkan av administrativ art.

Båda förslagen skulle kunna leda till en större kostnadseffektivitet på sikt. Konsolideringsförslaget har dock en betydligt större potential att kunna förbättra förutsättningarna för en effektiv, rationell och ändamålsenlig förvaltning av buffertkapitalet och därmed på sikt kunna bidra till en högre nettoavkastning. Det förslaget är att föredra.

Ändamålsenlig kompetens i AP-fondernas styrelser

En precisering av det lagstadgade kompetenskravet för styrelseledamöter

En styrelse för en AP-fond bör, med hänsyn till fondens verksamhet, utvecklingsskede och förhållanden i övrigt ha en sammansättning som är ändamålsenlig och präglad av mångsidighet och bredd avseende ledamöternas kompetens, erfarenhet och bakgrund. Utifrån AP-fondernas tydliga inriktning och uppgift bör tyngdpunkten i styrelsens sammansättning dock ligga på erfarenhet och kompetens rörande kapitalförvaltning i vid bemärkelse. I det sammanhanget bör särskilt noteras att den investeringsmiljö som AP-fonderna är verksamma i har förändrats över tid. Mest markant är Första–Fjärde AP-fondernas växande innehav i illikvida tillgångar. Förvaltningen av sådana tillgångar skiljer sig på många sätt åt från förvaltningen av likvida tillgångar.

En styrelse vars arbete präglas av professionalism och kompetens när det gäller kapitalförvaltning kan göra stor skillnad för förvaltningsresultatet. I kapitalförvaltningskompetens ingår kunskap om finansiell ekonomi, makroekonomi och illikvida tillgångar, men även om ansvarsfulla investeringar och ansvarsfullt ägande. Eftersom styrelsen utgör ledningen för respektive AP-fond är det också nödvändigt att det bland styrelseledamöterna finns erfarenhet från och kunskap om offentlig förvaltning, såsom styrning och ledning samt organisationsutveckling. Viktigt är även kunskap om pensionssystemet.

Styrelseledamöter i myndigheter ska alltid utses på grundval av sin kompetens att främja den verksamhet som myndigheten i fråga bedriver. Detta faktum har fått sitt uttryck i lagen om allmänna pensionsfonder där det stadgas att ledamöterna ska utses på grundval av sin kompetens att främja fondförvaltningen. Styrelserna i AP-fonderna har en central roll och har att förhålla sig till den nya investeringsmiljön. Ledamöterna behöver ha erfarenhet med tydlig relevans för att kunna nagelfara och ta ställning till fondens verksamhet. Därför bör en prioritering och därmed en precisering av det lagstadgade kompetenskravet införas. Styrelsen i sin helhet ska således innehålla kompetens inom kapitalförvaltning, finansiell ekonomi, makroekonomi, illikvida tillgångar, hållbarhet, ledarskap, ägarstyrning, pensionssystem och offentlig förvaltning.

Ett maximalt antal ledamöter i AP-fondernas styrelser

Enligt nuvarande regler ska styrelserna i Första–Fjärde och Sjunde AP-fonderna bestå av nio ledamöter för vardera fonden. För Sjätte AP-fonden ska styrelsen bestå av fem ledamöter.

Enligt statens ägarpolicy och principer för bolag med statligt ägande anges att effektiva styrelser utgörs av sex till åtta personer. En mindre styrelse blir ofta mer effektiv, samtidigt som den då kan vara känslig för bortfall. En större styrelse ger utrymme för en bredare sammansättning av kompetens.

I sammanhanget bör även nämnas att det nu lämnas förslag på en precisering av kompetenskravet för styrelseledamöter i AP-fonderna. Preciseringen innebär i huvudsak att kunskap om och erfarenhet av kapitalförvaltning i vid bemärkelse prioriteras. Detta för att höja

kompetensnivån i styrelserna när det gäller fondernas kärnverksamhet, något som dagens investeringsmiljö kräver. Ett genomförande av det förslaget kommer sannolikt även att leda till en bättre balans mellan styrelse och ledning.

Det optimala antalet styrelseledamöter i statliga bolag och myndigheter är svårt att fastställa. När det gäller styrelserna i AP-fonderna finns det dock anledning att rikta in sig på relativt små och ytterst kompetenta styrelser. Önskad kompetens får anses framgå generellt i det ovan nämnda, preciserade kompetenskravet, som ytterst gäller för styrelsen i sin helhet. Detta krav bör i praktiken hanteras flexibelt vid tillsättande av styrelseledamöter i respektive fond.

Mot denna bakgrund bör kravet på styrelseledamöter i AP-fonderna ändras till ett maximalt antal. Varje styrelse i Första–Fjärde, Sjätte och Sjunde AP-fonderna ska lämpligen bestå av högst sju ledamöter.

Fortsatt nomineringsrätt för arbetsmarknadens parter, men bantad

Av styrelseledamöterna i Första–Fjärde AP-fonderna utses, enligt gällande regler, fyra ledamöter efter förslag från vardera arbetstagar- och arbetsgivarorganisationer.

Rätten att föreslå ledamöter har motiverats med att arbetsmarknadens parter har ett starkt intresse i AP-fondernas förvaltning eftersom pensionsavgifterna och pensionsutbetalningarna till stor del kan ses som lönekostnader respektive uppskjuten ersättning för arbete. AP-fondernas organisation har därför historiskt utformats så att fonderna haft en anknytning till arbetsmarknaden. I samband med pensionsreformen 2000/2001 bedömde regeringen att rätten för arbetsmarknadens parter att nominera ledamöter skulle vara kvar eftersom denna ordning har en stark förankring i samhället och bidrar till att stärka allmänhetens förtroende för AP-fonderna.

Vad som nu har sagts om arbetsmarknadens parter har fortsatt relevans. Nomineringsrätten för dessa parter får därför fortfarande anses ha en stark förankring i samhället och bidrar till att stärka allmänhetens förtroende för AP-fonderna. Eftersom det nu föreslås att styrelserna minskas till högst sju ledamöter i varje styrelse, är det emellertid naturligt att även antalet som nomineras till Första–Fjärde AP-fonderna minskas till en för varje fond från arbetstagarsidan och en för varje fond från arbetsgivarsidan. I sammanhanget är det viktigt att påpeka att även dessa nominerade ledamöter behöver ha erfarenhet med tydlig relevans för att kunna analysera och ta ställning till fondens verksamhet, dvs. det nya preciserade kompetenskravet gäller även för dem.

Övriga förslag och bedömningar

Förenklad administration (förslag)

- Protokoll från styrelsesammanträden i Första–Fjärde och Sjunde AP-fonderna får undertecknas med elektronisk underskrift.
- Sekretess ska gälla i ärende om anställning av verkställande direktör i AP-fonderna.

Ändrade placeringsregler (bedömningar)

- Den nuvarande regleringen av Första–Fjärde AP-fondernas valutaexponering bör inte ändras.
- Om inte organisationsstrukturen ändras är regleringen av buffertfondernas investeringar i onoterade bolag ändamålsenlig för AP-fondernas uppdrag.

Utvecklade krav på redovisning och rapportering av AP-fondernas illikvida tillgångar (bedömningar)

- Första–Fjärde AP-fonderna bör i respektive fonds årsredovisning presentera periodiserade kostnader avseende förvaltningsavgifter hänförliga till extern fondförvaltning av investeringar i illikvida tillgångar och i samband med detta redovisa hur denna kostnad förhåller sig till det totalt förvaltade fondkapitalet (substansvärde och kvarstående utfästelser).
- När det gäller kostnader hänförliga till förvaltningsavgift till externa fondförvaltare, bör även sådana kostnader till underliggande externa fondförvaltare i partnerskapsstrukturer redovisas i en not till årsredovisningen.
- AP-fonderna bör verka för ökad transparens vad gäller fondförvaltares rapportering av prestationsbaserad ersättning hänförlig till investeringar i fondstrukturer som investerar i illikvida innehav och i förlängningen ge information om omfattningen av denna ersättning i årsredovisningen.
- Det är inte ändamålsenligt att, i någon väsentlig utsträckning, förändra den process som AP-fonderna använder för att marknadsvärdera illikvida tillgångar.
- Första–Fjärde AP-fonderna bör upprätta en separat ägarstyrningspolicy för illikvida tillgångar, med särskilt fokus på de större onoterade fastighetstillgångarna.

Ikraftträdande- och övergångsbestämmelser

- De förslag som utgår från en oförändrad organisationsstruktur för fonderna träder i kraft den 1 juli 2025.
- Även de förslag som inte har någon beröringspunkt med något organisatoriskt förslag ska träda i kraft den 1 juli 2025.
- De förslag som har beröringspunkter med en konsolidering träder i kraft den 1 juli 2026.
- Kostnaderna för omorganisationerna ska belasta buffertkapitalet.

1 Författningsförslag

I promemorian lämnas fyra förslag i kärnfrågan om en eventuell konsolidering av buffertfonderna. I enlighet med uppdragsbeskrivningen är förslagen geografiskt uppdelade: Sjätte AP-fonden ska avvecklas och dess verksamhet och kapital ska föras över till Andra AP-fonden, alternativt ska Sjätte AP-fonden på ett lämpligt sätt integreras i buffertfondssystemet utan att organisationsstrukturen ändras (Göteborg), respektive en viss konsolidering av de stockholmsbaserade buffertfonderna, alternativt ökad samverkan inom befintlig organisationsstruktur (Stockholm). Förslagen är ”geografiskt alternativa”. Dessutom lämnas en rad förslag som svar på andra delar av utredningsuppdraget, delar som oavsett val av väg i kärnfrågan bör genomföras.

Sistnämnd del behandlas först i detta författningsförslag. Därefter följer fyra olika kompletterande författningsförslag, ett för varje separat förslag i kärnfrågan.

1.1 Gemensamt författningsförslag

1.1.1 Förslag till lag om ändring i lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder)

Härigenom föreskrivs att 3 kap. 1–3, 7, 9 och 10 §§ lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder) ska ha följande lydelse.

Nuvarande lydelse	*Föreslagen lydelse*
3 kap.	
1 §	
För var och en av Första-Fjärde AP-fonderna *skall* det finnas en styrelse. Varje styrelse skall bestå av *nio* ledamöter.	För var och en av Första-Fjärde AP-fonderna *ska* det finnas en styrelse. Varje styrelse skall bestå av *högst sju* ledamöter.
Styrelsen ansvarar för fondens organisation och förvaltningen av fondens medel.	
Styrelsen företräder fonden. Detta gäller också inför domstol.	
2 §[1]	
Styrelsens ledamöter utses av regeringen.	
Ledamöterna ska utses på grundval av sin kompetens att främja fondförvaltningen.	Ledamöterna ska utses på grundval av sin kompetens att främja fondförvaltningen. *Styrelsen i sin helhet ska innehålla kompetens inom områdena kapitalförvaltning, finansiell*

[1] Senaste lydelse 2014:847.

ekonomi, makroekonomi, illikvida tillgångar, hållbarhet, ledarskap, ägarstyrning, pensionssystem och offentlig förvaltning.

Ledamöterna ska vara svenska medborgare. Den som är underårig eller som har förvaltare enligt 11 kap. 7 § föräldrabalken får inte vara ledamot. Detsamma gäller den som är i konkurs eller har näringsförbud enligt lagen (2014:836) om näringsförbud.

3 §

Av styrelseledamöterna föreslås *två* av organisationer som företräder arbetstagarintressen och *två* av organisationer som företräder arbetsgivarintressen. Om sådant förslag inte lämnas, får regeringen ändå utse ledamot. Dessförinnan skall organisationen ha getts tillfälle att lämna ett förslag. Motsvarande gäller om en organisation föreslår någon som inte uppfyller kraven i 2 § andra och tredje styckena.

Av styrelseledamöterna föreslås *en* av organisationer som företräder arbetstagarintressen och *en* av organisationer som företräder arbetsgivarintressen. Om sådant förslag inte lämnas, får regeringen ändå utse ledamot. Dessförinnan skall organisationen ha getts tillfälle att lämna ett förslag. Motsvarande gäller om en organisation föreslår någon som inte uppfyller kraven i 2 § andra och tredje styckena.

Regeringen utser bland de ledamöter som inte har föreslagits av organisationer en till ordförande och en till vice ordförande.

7 §

En styrelse är beslutför om fler än hälften av antalet ledamöter är närvarande. Vid bedömningen av om styrelsen är beslutför skall styrelseledamöter som är jäviga enligt 8 § anses som inte närvarande. Beslut får inte fattas i ett ärende, om inte såvitt möjligt samtliga ledamöter dels har fått tillfälle att delta i ärendets behandling, dels har fått ett tillfredsställande underlag för att avgöra ärendet.

Som styrelsens beslut gäller den mening som fler än hälften av de närvarande röstar för vid sammanträdet eller, vid lika röstetal, den mening som ordföranden ansluter sig till. Är styrelsen inte fulltalig, skall de som röstar för beslutet dock utgöra fler än en tredjedel av hela antalet styrelseledamöter.

Vid styrelsens sammanträden *skall* protokoll föras. Protokollet undertecknas av ordföranden och den ledamot som styrelsen utser. Om någon ledamot i samband med beslut anmäler skiljaktig mening, *skall* denna antecknas i protokollet.

Vid styrelsens sammanträden *ska* protokoll föras. Protokollet undertecknas av ordföranden och den ledamot som styrelsen utser. Om någon ledamot i samband med beslut anmäler skiljaktig mening, *ska* denna antecknas i protokollet. *Protokollet får undertecknas med en sådan avancerad underskrift som avses i artikel 3 i EU:s förordning om elektronisk identifiering*.

9 §

Styrelsen *skall* utse en person som *skall* ha hand om den löpande förvaltningen enligt styrelsens riktlinjer och anvisningar. Denne *skall* utses på grundval av sin kompetens att främja fondförvaltningen.	Styrelsen *ska* utse en person som *ska* ha hand om den löpande förvaltningen enligt styrelsens riktlinjer och anvisningar *(verkställande direktör)*. Denne *ska* utses på grundval av sin kompetens att främja fondförvaltningen.

10 §

Styrelsen får uppdra åt en enskild ledamot, åt den *som enligt 9 § skall ha hand om den löpande förvaltningen* eller åt någon annan att avgöra ärenden. Styrelsen *skall* ange vilken behörighet som ett sådant uppdrag medför. Beträffande den som inte är styrelseledamot gäller vad som sägs i 2 § tredje stycket andra och tredje meningarna samt 8 §.	Styrelsen får uppdra åt en enskild ledamot, åt den *verkställande direktören* eller åt någon annan att avgöra ärenden. Styrelsen *ska* ange vilken behörighet som ett sådant uppdrag medför. Beträffande den som inte är styrelseledamot gäller vad som sägs i 2 § tredje stycket andra och tredje meningarna samt 8 §.

Denna lag träder i kraft den 1 juli 2025.

1.1.2 Lag om ändring i offentlighets- och sekretesslagen (2009:400)

Härigenom föreskrivs att 39 kap. 5 b § offentlighets- och sekretesslagen ska ha följande lydelse.

Nuvarande lydelse	*Föreslagen lydelse*
39 kap.	
5 b §[2]	
Sekretess gäller i ärende om anställning av myndighetschef vid en förvaltningsmyndighet som lyder omedelbart under regeringen, riksbankschef *eller* vice riksbankschef för uppgift som lämnar eller kan bidra till upplysning om en enskild kandidats identitet, om det inte står klart att uppgiften kan röjas utan att den enskilde lider men.	Sekretess gäller i ärende om anställning av myndighetschef vid en förvaltningsmyndighet som lyder omedelbart under regeringen, riksbankschef*,* vice riksbankschef *eller verkställande direktör i AP-fonderna* för uppgift som lämnar eller kan bidra till upplysning om en enskild kandidats identitet, om det inte står klart att uppgiften kan röjas utan att den enskilde lider men.

Sekretessen gäller inte i sådana ärenden som avses i första stycket i den utsträckning regeringen meddelar föreskrifter om det.

Sekretess gäller inte heller beslut i ärende eller uppgift om den som har fått anställningen. För uppgift i en allmän handling gäller sekretessen i högst tio år.

Denna lag träder i kraft den 1 juli 2025.

[2] Senaste lydelse 2022:1579.

1.2 Kompletterande författningsförslag 1 – Sjätte AP-fondens verksamhet och kapital förs över till Andra AP-fonden

1.2.1 Förslag till lag om upphävande av lagen (2000:193) om Sjätte AP-fonden

Härigenom föreskrivs att lagen (2000:193) om Sjätte AP-fonden ska upphöra att gälla.

---

1. Denna lag träder i kraft den 1 juli 2026.
2. Sjätte AP-fonden ska upphöra med sin verksamhet den 1 juli 2026. Tillgångar och förpliktelser ska det datumet överföras till Andra AP-fonden. Regeringen kan bestämma att vissa tillgångar ska förvaltas avskilt från övriga tillgångar och avvecklas av mottagande myndighet.
3. Kostnader för upphörande av Sjätte AP-fondens verksamhet ska betalas med medel ur AP-fonderna, enligt vad regeringen beslutar.

1.2.2 Förslag till lag om ändring i lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder)

Härigenom föreskrivs att 1 kap. 1 §, 4 kap. 2 och 8 §§ samt 5 kap. 2 b § lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder) ska ha följande lydelse.

Nuvarande lydelse	*Föreslagen lydelse*
1 kap.	
1 §	
I denna lag finns bestämmelser om fem från varandra oberoende statliga myndigheter som förvaltar medel inom försäkringen för inkomstgrundad ålderspension. Dessa är Första AP-fonden, Andra AP-fonden, Tredje AP-fonden, Fjärde AP-fonden och Sjunde AP-fonden.	
Dessutom finns Sjätte AP-fonden som förvaltar medel inom försäkringen för inkomstgrundad ålderspension. Den fondens verksamhet regleras i lagen (2000:193) om Sjätte AP-fonden.	
4 kap.	
2 b §[1]	
Första–Fjärde AP-fonderna ska samverka med varandra och med	Första-Fjärde AP-fonderna ska samverka med varandra och med

[1] Senaste lydelse 2022:1547.

Sjätte och Sjunde AP-fonderna när det gäller redovisning av hur målet i 1 a § har uppnåtts. Samverkan ska omfatta åtminstone att fonderna tar fram gemensamma riktlinjer för redovisningen.	Sjunde AP-fonderna när det gäller redovisning av hur målet i 1 a § har uppnåtts. Samverkan ska omfatta åtminstone att fonderna tar fram gemensamma riktlinjer för redovisningen.

8 §[2]

Var och en av Första–Fjärde AP-fonderna får investera i illikvida tillgångar endast om fondens innehav av illikvida tillgångar vid investeringstillfället uppgår till högst *40* procent av det verkliga värdet av fondens samtliga tillgångar, inbegripet värdet av den aktuella investeringen.	Var och en av Första–Fjärde AP-fonderna får investera i illikvida tillgångar endast om fondens innehav av illikvida tillgångar vid investeringstillfället uppgår till högst *45* procent av det verkliga värdet av fondens samtliga tillgångar, inbegripet värdet av den aktuella investeringen.

5 kap.

2 b §[3]

Sjunde AP-fonden ska samverka med Första–Fjärde AP-fonderna när det gäller målet i 1 § tredje stycket. Samverkan ska omfatta åtminstone de områden som anges i 4 kap. 2 a §.

Sjunde AP-fonden ska samverka med Första–Fjärde *och Sjätte* AP-fonderna när det gäller redovisning av hur målet i 1 § tredje stycket har uppnåtts. Samverkan ska omfatta åtminstone att fonderna tar fram gemensamma riktlinjer för redovisningen.	Sjunde AP-fonden ska samverka med Första–Fjärde AP-fonderna när det gäller redovisning av hur målet i 1 § tredje stycket har uppnåtts. Samverkan ska omfatta åtminstone att fonderna tar fram gemensamma riktlinjer för redovisningen.

Denna lag träder i kraft den 1 juli 2026.

[2] Senaste lydelse 2018:2013.
[3] Senaste lydelse 2022:1547.

1.3 Kompletterande författningsförslag 2 – Sjätte AP-fonden integreras utan organisationsförändringar

1.3.1 Förslag till lag om ändring i lagen (2000:193) om Sjätte AP-fonden

Härigenom föreskrivs i fråga om lagen (2000:193) om Sjätte AP-fonden
dels att 2 kap. 1 och 5 §§ samt 3 kap. 2 § ska ha följande lydelse,
dels att det ska införas tre nya paragrafer, 1 kap. 3 §, 3 kap. 10 och 11§§ och närmast före 1 kap. 3 § och 3 kap. 11 § nya rubriker av följande lydelse.

Nuvarande lydelse	*Föreslagen lydelse*
	1 kap.
	Lånerätt
	3 §
	Om de medel som Sjätte AP-fonden förvaltar inte räcker till för att fonden ska kunna fullgöra sina skyldigheter enligt denna lag, får fonden låna medel i Riksgäldskontoret.
2 kap.	
1 §	
För Sjätte AP-fonden *skall* det finnas en styrelse. Styrelsen *skall* bestå av *fem* ledamöter, som förordnas av regeringen. Av ledamöterna utses en till ordförande och en till vice ordförande.	För Sjätte AP-fonden *ska* det finnas en styrelse. Styrelsen *ska* bestå av *högst sju* ledamöter, som förordnas av regeringen. Av ledamöterna utses en till ordförande och en till vice ordförande.
Ledamöterna *skall* vara *bosatta i Sverige* och får inte vara underåriga, i konkurs ha näringsförbud eller ha förvaltare enligt 11 kap. 7 § föräldrabalken.	Ledamöterna *ska* vara *svenska medborgare* och får inte vara underåriga, i konkurs ha näringsförbud eller ha förvaltare enligt 11 kap. 7 § föräldrabalken.
5 §	
Fondens styrelse får uppdra åt enskilda ledamöter eller *tjänstemän hos fonden att var för sig eller två eller flera i förening* avgöra	Fondens styrelse får uppdra åt enskilda ledamöter eller *åt den person som styrelsen har utsett att ta hand om den löpande*

ärenden som annars ankommer på styrelsens egen prövning. Styrelsen *skall* meddela föreskrifter om den befogenhet som ett sådant uppdrag medför. Om uppdraget avser beviljande av lån, *skall* grunderna för långivningen fastställas.

Uppdrag enligt första stycket får när som helst återkallas eller inskränkas. Utan hinder av sådant uppdrag får styrelsen själv avgöra ärenden av varje slag.

förvaltningen (verkställande direktör) att avgöra ärenden som annars ankommer på styrelsens egen prövning. Styrelsen *ska* meddela föreskrifter om den befogenhet som ett sådant uppdrag medför. Om uppdraget avser beviljande av lån, *ska* grunderna för långivningen fastställas.

Uppdrag enligt första stycket får när som helst återkallas eller inskränkas. Utan hinder av sådant uppdrag får styrelsen själv avgöra ärenden av varje slag.

3 kap.

2 §[1]

Sjätte AP-fonden får placera de medel som styrelsen förvaltar

1. i aktier i svenska och utländska aktiebolag,
2. i sådana konvertibler eller teckningsoptioner som har utfärdats av svenska och utländska aktiebolag,
3. som riskkapital i svenska och utländska ekonomiska föreningar samt
4. i andelar i svenska och utländska kommanditbolag.

Fonden får inte förvärva så många aktier som är upptagna till handel på en reglerad marknad eller en motsvarande marknad utanför Europeiska ekonomiska samarbetsområdet att dessa uppgår till 30 procent eller mer av samtliga aktier i ett aktiebolag eller, om aktierna har olika röstvärde, att röstetalet för aktierna uppgår till 30 procent eller mer av röstetalet för samtliga aktier i bolaget. Detta gäller inte förvärv av aktier i ett svenskt eller utländskt riskkapitalbolag.

Av fondens tillgångar, värderade till marknadsvärdet, får högst tio procent vara utsatt för valutakursrisk.

Fonden får inte vara komplementär i ett kommanditbolag.

10 §

Sjätte AP-fonden ska bistå Första–Fjärde AP-fonderna och Sjunde AP-fonden vid förvaltning av aktier som inte är upptagna till handel på en reglerad marknad eller en motsvarande marknad utanför Europeiska ekonomiska samarbetsområdet, enligt det som

[1] Senaste lydelse 2007:709.

myndigheterna i enskilda fall kommer överens om.

Överföring av medel till Första–Fjärde AP-fonderna

11 §

Medel som förvaltas av Sjätte AP-fonden ska överföras till Första–Fjärde AP-fonderna när Sjätte AP-fonden, i samråd med Pensionsmyndigheten, bedömer att medlen blir till största möjliga nytta för försäkringen för inkomstgrundad ålderspension.

Överföringen ska göras med en fjärdedel till var och en av Första–Fjärde AP-fonderna.

Denna lag träder i kraft den 1 juli 2025.

1.4 Kompletterande författningsförslag 3 – En viss konsolidering av de stockholmsbaserade buffertfonderna

1.4.1 Förslag till lag om ändring i lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder)

I avvaktan på regeringens beslut om vilken av Första, Tredje eller Fjärde AP-fonden som ska avvecklas används begreppet ”de tre buffertfonderna”. En sådan eller liknande justering bör göras – utan att paragraferna ändras materiellt på något sätt – i 1 kap. 1 och 2 §§, 2 kap. 1–4 §§ (och rubriken under Andra Avdelningen), 3 kap. 1 §, 4 kap. 1–1 b, 2–13 och 16–18 samt 5 kap. 2 b och 6 §§ (rubriken före sistnämnd paragraf).

Härigenom föreskrivs att 4 kap. 9 § lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder) ska ha följande lydelse.

Nuvarande lydelse	*Föreslagen lydelse*
4 kap.	
9 §[1]	
Ingen av *Första-Fjärde AP-fonderna* får inneha så många aktier eller andra andelar i ett företag att röstetalet för dem överstiger *10* procent eller, beträffande sådana aktier eller andra andelar i riskkapitalföretag som inte är upptagna till handel på en handelsplats eller en motsvarande marknadsplats utanför EES, *35* procent av röstetalet för samtliga aktier eller andra andelar i företaget.	Ingen av *de tre buffertfonderna* får inneha så många aktier eller andra andelar i ett företag att röstetalet för dem överstiger *15* procent eller, beträffande sådana aktier eller andra andelar i riskkapitalföretag som inte är upptagna till handel på en handelsplats eller en motsvarande marknadsplats utanför EES, *50* procent av röstetalet för samtliga aktier eller andra andelar i företaget.

Begränsningen i första stycket gäller inte

1. sådana aktier eller andra andelar i fastighetsbolag som inte är upptagna till handel på en handelsplats eller en motsvarande marknadsplats utanför EES,
2. sådana aktier eller andra andelar i fastighetsbolag som är upptagna till handel på en handelsplats eller en motsvarande marknadsplats utanför EES och i vilka bolag fonden innehade aktier eller andra andelar i bolaget när aktierna eller de andra andelarna togs upp till handel,
3. sådana aktier eller andra andelar i riskkapitalföretag som är upptagna till handel på en handelsplats eller en motsvarande marknadsplats utanför EES och i vilka företag fonden innehade aktier eller andra andelar i företaget när aktierna eller de andra andelarna togs upp till handel, och

[1] Senaste lydelse 2020:144.

4. andelar i svenska och utländska fonder som inte medför rätt att utöva rösträtt för de aktier eller andra andelar i företag som ingår i dessa fonder.

Ingen av *Första-Fjärde AP-fonderna* får öka sitt innehav i ett sådant fastighetsbolag som avses i andra stycket 2 så länge fondens innehav överstiger begränsningen i första stycket.

Ingen av *de tre buffertfonderna* får öka sitt innehav i ett sådant fastighetsbolag som avses i andra stycket 2 så länge fondens innehav överstiger begränsningen i första stycket.

När aktierna eller de andra andelarna i ett sådant riskkapitalföretag som avses i andra stycket 3 har tagits upp till handel ska fonden avveckla den del av innehavet som överstiger begränsningen i första stycket så snart det är lämpligt med hänsyn till marknadsförhållandena.

---

1. Denna lag träder i kraft den 1 juli 2026.
2. En av Första, Tredje eller Fjärde AP-fonderna ska upphöra med sin verksamhet den 1 juli 2026. Regeringen beslutar om vilken av myndigheterna som ska avvecklas och hur den avvecklade fondens tillgångar och förpliktelser ska fördelas mellan en eller två av de, andra, kvarvarande myndigheterna. Regeringen kan bestämma att vissa av dessa tillgångar ska förvaltas avskilt från övriga tillgångar och avvecklas av mottagande myndighet.
3. Kostnaderna för omorganisationen av Först, Tredje och Fjärde AP-fonderna ska betalas med medel ur AP-fonderna, enligt vad regeringen beslutar.

1.5 Kompletterande författningsförslag 4 – Ökad samverkan inom befintlig organisationsstruktur (stockholmsbaserade fonder)

1.5.1 Förslag till lag om ändring i lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder)

Härigenom föreskrivs att det i lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder ska införas en ny paragraf, 4 kap. 2 c §.

Nuvarande lydelse	*Föreslagen lydelse*
	4 kap.
	2 c §
	Första, Tredje och Fjärde AP-fonderna ska samverka med varandra när det gäller stödfunktioner av administrativ art, Samverkan ska omfatta åtminstone samlokalisering, kansli för personalfrågor, ekonomifunktion, upphandlingar, juristfunktion, IT-plattform, säkerhet och informationssäkerhet, kommunikationsfunktion, ESG-kansli, systemförvaltning och affärsverksamhet.

Denna lag träder i kraft den 1 juli 2025.

2 Bakgrund

2.1 Historik

Den ursprungliga allmänna pensionsfonden inrättades i samband med införandet av allmän tilläggspension (ATP) 1960 (prop. 1959:100). Fonden byggdes upp genom att nivån på tilläggspensionsavgiften inledningsvis sattes högre än pensionsutbetalningarna. Två motiv angavs för inrättandet av en fond vid sidan av fördelningssystemet. Det första var att säkerställa pensionärernas standard genom att upprätthålla sparandet, och därmed investeringarna, i ekonomin. Motivet var en följd av att inrättandet av ATP-systemet förutsågs minska det privata sparandet. Det andra motivet var att bygga upp en buffert för att tidsmässigt jämna ut finansieringen av de snabbt växande ATP-pensionerna och för att täcka tillfälliga underskott.

Från början förvaltades AP-fondens medel av tre fondstyrelser. Fördelningen av medlen baserades på vilken arbetsgivare som betalat in tilläggspensionsavgiften. Första fondstyrelsen förvaltade medel från staten, kommuner och därmed jämförliga samfälligheter samt bolag i vilka dessa hade ett bestämmande inflytande. Andra fondstyrelsen förvaltade avgifter från privata arbetsgivare med fler än 20 anställda och tredje fondstyrelsen förvaltade avgifter från privata arbetsgivare med färre än 20 anställda och enskilda näringsidkare. Första–tredje fondstyrelserna fick investera i räntebärande värdepapper med låg kreditrisk och hade ett gemensamt kansli.

En fjärde fondstyrelse, med eget kansli, inrättades 1974 för att investera i aktier (prop. 1973:97). Syftet med detta var att AP-fonden genom investeringar i aktier skulle bidra med riskkapital till svenska industriföretag. Fjärde fondstyrelsen hade rätt att rekvirera medel som första–tredje fondstyrelserna förvaltade enligt särskilda regler och skulle årligen återföra en given avkastning till dessa fondstyrelser.

Tio år senare (1984) bildades ytterligare fem fondstyrelser som fick investera i aktier, de s.k. löntagarfondstyrelserna (prop. 1983/84:50). Löntagarfonderna fick sina inkomster dels från en del av ATP-avgiften, dels från en ny vinstdelningsskatt.

Första–tredje fondstyrelsernas placeringsmöjligheter utökades 1988 till fastigheter (prop. 1987/88:11). Samma år inrättades en femte fondstyrelse med samma uppdrag som fjärde fondstyrelsen, dvs. att investera i aktier (prop. 1987/88:167).

År 1992 avvecklades löntagarfondstyrelserna (prop. 1991/92:36) och tillgångar och skulder fördes över till en nyinrättad avvecklingsstyrelse (Fond 92–94) utanför AP-fonden. Under åren 1992–1994 skiftades nästan samtliga fondmedel (28 miljarder kronor) i avvecklingsstyrelsen ut. Därefter (1996) ombildades avvecklingsstyrelsen till sjätte fondstyrelsen, som i likhet med fjärde och femte fondstyrelserna fick i uppdrag att placera i aktier och andra värdepapper på riskkapitalmarknaden (prop. 1995/96:171). Skillnaden var att sjätte fondstyrelsens placeringsregler gav ökad möjlighet till investeringar i små och medelstora företag. Till sjätte fondstyrelsen överfördes 10 miljarder kronor från första–tredje

fondstyrelserna och återstående 370 miljoner kronor i avvecklingsstyrelsen. Sjätte fondstyrelsen ålades inte något krav att fortlöpande bidra till ATP-systemet.

Inom ATP-systemet översteg avgiftsintäkterna pensionsutbetalningarna t.o.m. 1982. Därefter fortsatte AP-fonden ändå att växa till följd av en högre direktavkastning än avgiftsunderskottet. Dessutom påverkades fondens behållning av värdeförändringar på fondens tillgångar. Vid utgången av 1999 var AP-fondens storlek 744 miljarder kronor.

För att möta förväntade påfrestningar på pensionssystemet till följd av den demografiska utvecklingen fattade riksdagen 1998 beslut om en reformering av det allmänna pensionssystemet. Till grund för beslutet fanns en överenskommelse mellan fem av riksdagens partier (den s.k. pensionsöverenskommelsen). Syftet med reformen var att gå från ett förmånsbaserat system till ett självfinansierat, avgiftsbestämt system där pensionerna anpassades till den demografiska och ekonomiska utvecklingen. En del av pensionsreformen var inrättandet av ett fonderat premiepensionssystem, vid sidan av fördelningssystemet, med möjlighet till individuella val av fond. Inom premiepensionssystemet bildades 1998 en sjunde fondstyrelse med uppdraget att förvalta medlen för de pensionssparare som inte utnyttjade möjligheten att välja fond.

Det nuvarande regelverket för AP-fonderna tillkom i samband med genomförandet av pensionsreformen och trädde i kraft 2000 och 2001 (prop. 1999/2000:46). Det inrättades fyra AP-fonder med identiska uppdrag. Första, andra och fjärde fondstyrelserna namnändrades till Första, Andra och Fjärde AP-fonderna. Tredje fondstyrelsen avvecklades och den femte fondstyrelsen bytte namn till Tredje AP-fonden. Första–Fjärde AP-fonderna gavs identiska uppdrag. Sjätte fondstyrelsen stod utanför pensionsöverenskommelsen men bytte namn till Sjätte AP-fonden. Sjunde fondstyrelsen bytte i sin tur namn till Sjunde AP-fonden.

2.2 Det allmänna pensionssystemet

Det svenska pensionssystemet består av tre delar: den statliga allmänna ålderspensionen, tjänstepensionssystemet och privat pensionssparande. Den allmänna ålderspensionen består i sin tur av flera delar: garantipension, inkomstpension och premiepension. Därtill finns det sedan 2021 ett inkomstpensionstillägg. Det är ett tillägg till inkomstpensionen som finansieras via statens budget.

Utformningen av det allmänna pensionssystemet har, som nämnts, sin bakgrund i den pensionsreform som trädde i kraft i januari 1999 efter en bred partiuppgörelse mellan Socialdemokraterna, Moderaterna, Centerpartiet, Folkpartiet (numera Liberalerna) och Kristdemokraterna.[8] Reformen innebar att pensionssystemet gjordes självfinansierande (via

[8] Dessa partier bildade Pensionsgruppen, en arbetsgrupp för vårdande av pensionsöverenskommelsen. Reformen innebar att den tidigare förmånsbestämda allmän tilläggspension (ATP) och folkpension ersattes. För dem som tjänat in pension tidigare inrättades övergångsregler (s.k. tilläggspension) och för dem som haft låg eller ingen inkomst infördes garantipension, ett grundskydd som finansieras via statsbudgeten.

avgifter) och att det infördes en funktion så att pensionerna automatiskt anpassas till den ekonomiska tillväxten, genom indexering och den s.k. automatiska balanseringen

Avgiften till det allmänna pensionssystemet uppgår till 18,5 procent av pensionsgrundande inkomster, varav 16 procentenheter sätts av till inkomstpensionen och resterande 2,5 procentenheter till premiepensionen.[9] Utöver lön räknas ersättning från social- och arbetslöshetsförsäkringar som pensionsgrundande inkomster. Även sjuk- och aktivitetsersättning tillgodoräknas liksom år med små barn (barnår), studier och plikttjänst.[10] De individuella belopp som sätts av kallas pensionsrätt och bokas på ett personligt konto hos Pensionsmyndigheten. På så sätt tillgodoräknas varje individ intjänade pensionsrätter över hela livet. Pensionsrätterna för inkomstpensionen räknas årligen upp med en avkastning som beräknas med utgångspunkt i inkomstindex. Inkomstindex speglar den genomsnittliga inkomstutvecklingen i Sverige, vilken även påverkas av hur stor del av den arbetsföra befolkningen som arbetar. Uppräkningen av pensionen kan även påverkas av buffertkapitalets värdeutveckling och av demografiska och ekonomiska faktorer genom det s.k. balanstalet.[11]

I inkomstpensionssystemet används inbetalda pensionsavgifter för att finansiera samma års pensionsutbetalningar, vilket brukar kallas för att systemet är ofonderat. För att hantera skillnaderna mellan de löpande pensionsavgifterna och pensionsutbetalningarna finns ett buffertkapital som förvaltas av Första–Fjärde AP-fonderna. Sjätte AP-fonden förvaltar också en del av buffertkapitalet. Till skillnad från Första–Fjärde AP-fonderna är Sjätte AP-fonden sluten, vilket innebär att den saknar betalningsflöden gentemot pensionssystemet. Sjunde AP-fonden har en särskild roll som förvaltare av det statliga förvalsalternativet AP7 Såfa inom premiepensionen.

2.3 Buffertfonderna och inkomstpensionssystemet

Buffertkapitalet förvaltas, som nämnts, av Första–Fjärde och Sjätte AP-fonderna som är buffertfonder i inkomstpensionssystemet. När det nuvarande pensionssystemet infördes 2001, fördelades drygt 130 miljarder kronor till vardera av *Första–Fjärde AP-fonderna*. För dessa fyra fonder infördes samtidigt ett gemensamt regelverk, lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder), vilken även reglerar Sjunde AP-fonden.

Enligt lagen om allmänna pensionsfonder är Första–Fjärde AP-fondernas uppdrag att förvalta fondmedlen så att de blir till största möjliga nytta för inkomstpensionssystemet. Förvaltningen ska ta sin utgångspunkt

[9] Det finns en gräns på 7,5 inkomstbasbelopp per år för hur stor del av inkomsten som tillgodoräknas som pensionsgrundande.
[10] Fram till 2010 tillgodoräknades pensionsgrundande belopp även vid plikttjänst. Från 2018 är det åter möjligt att få det tillgodoräknat då värnplikten har återinförts.
[11] Balanstalet beräknas som kvoten mellan systemets tillgångar och pensionsskulden två år före det år balanstalet avser. Tillgångarna ska motsvara summan av avgiftstillgången och buffertfondens värde.

i pensionssystemets åtagande. Målet är att uppnå långsiktigt hög avkastning i förhållande till risken i placeringarna. Den totala risknivån i förvaltningen ska vara låg, vilket inte ska tolkas som ett mål att minimera risken. Av det följer däremot ett krav på god riskspridning. Risk och avkastning ska tolkas i termer av utgående pensioner. Fondmedlen ska även förvaltas på ett föredömligt sätt genom ansvarsfulla investeringar och ansvarsfullt ägande. Vid förvaltningen ska särskild vikt fästas vid hur en hållbar utveckling kan främjas utan att det görs avkall på det övergripande målet om avkastning och risk. Målet om föredömlig förvaltning innebär att Första–Fjärde AP-fonderna ska integrera miljöaspekter, sociala aspekter och bolagsstyrningsaspekter (ESG) i sin förvaltning. Det ankommer på fonderna att närmare precisera innebörden av målet. AP-fonderna ska samverka när det gäller målet om föredömlig förvaltning.

AP-fonderna ska, med förvaltade medel, svara för kostnaderna för sin verksamhet, för revision och för uppföljning av fondförvaltningen. Regeringen utser styrelserna i fonderna och ska årligen utvärdera förvaltningen. Fonderna ska inte ha näringspolitiska eller ekonomiskpolitiska mål. Rollen som förvaltare av allmänna pensionsmedel ställer krav på att fonderna uppbär allmänhetens förtroende.

Sjätte AP-fonden är också en buffertfond, men regleras i en egen lag, lagen (2000:193) om Sjätte AP-fonden. Till skillnad från de andra buffertfonderna är Sjätte AP-fonden sluten, vilket innebär att den inte har några betalningsflöden gentemot pensionssystemet. Fondens uppdrag skiljer sig också från de andra buffertfonderna. Sjätte AP-fonden ska, inom ramen för vad som är till nytta för försäkringen för inkomstgrundad ålderspension, förvalta medlen genom placeringar på riskkapitalmarknaden. Sjätte AP-fonden har, som nämnts ovan, sitt ursprung i sjätte fondstyrelsen, som inrättades 1996. Namnbytet gjordes i samband med 1990-talets pensionsreform. Sjätte AP-fonden ingick dock inte i den pensionsöverenskommelse som slöts, utan de tidigare gällande reglerna avseende sjätte fondstyrelsen överfördes i princip oförändrade till den nu gällande lagen om Sjätte AP-fonden. År 2007 fick Sjätte AP-fonden möjlighet att göra investeringar utomlands. Fondens medel har i sin helhet genererats från de 10,4 miljarder kronor som tillsköts i samband med att den dåvarande sjätte fondstyrelsen bildades 1996. Sedan den 1 juli 2022 omfattas Sjätte AP-fonden av motsvarande regler som Första–Fjärde AP-fonderna om att fondmedlen ska förvaltas på ett föredömligt sätt.

Buffertfonderna har *två olika roller* inom inkomstpensionssystemet. Den ena rollen är att hantera de över- och underskott som uppstår när inbetalda pensionsavgifter skiljer sig från utbetalda pensioner. När inbetalningarna till systemet är större än utbetalningarna sparas överskottet i Första–Fjärde AP-fonderna och när utbetalningarna är större än inbetalningarna tas medel från fonderna. Buffertfondernas andra roll är att generera avkastning till inkomstpensionssystemets långsiktiga finansiering. Fonderna ska generera en avkastning som minimerar risken för att den s.k. automatiska balanseringen aktiveras, vilket har samband med hur demografiska och ekonomiska faktorer påverkar utvecklingen av avgiftstillgångar och skulder i inkomstpensionssystemet.

Inkomstpensionssystemets konstruktion gör att det finns en stark koppling mellan hur systemets tillgångar och skulder utvecklas. Om

systemets tillgångar (avgiftstillgången, dvs. framtida avgiftsinkomster och buffertkapitalet) är större än skulderna, räknas värdet på pensionsrätterna och de utgående pensionerna (pensionsskulden) upp med utgångspunkt i inkomstindex. Pensionsrätterna följer då den genomsnittliga inkomstutvecklingen i Sverige. Om skulderna däremot är större än tillgångarna, aktiveras balanseringen i systemet. Balanseringen innebär att pensionerna och pensionsrätterna räknas upp i en långsammare takt, vilket gör att systemets finansiella ställning stärks. Inkomstpensionssystemets tillgångar och skulder sammanställs i slutet av varje år. I samband med detta beräknas det s.k. balanstalet genom att systemets tillgångar divideras med dess skulder. Om balanstalet understiger 1,0000 räknas pensionsrätter och utgående pensioner upp i en långsammare takt till dess att systemet är i balans. Vid slutet av 2023 uppgick tillgångarna i inkomstpensionssystemet till 12 193 miljarder kronor, varav avgiftstillgången stod för 10 242 miljarder kronor och buffertfonderna för 1 950,1 miljarder kronor. Pensionsskulden uppgick vid samma tillfälle till 10 880 miljarder kronor.

Från 2008 till 2014 beräknades buffertfondernas sammanlagda värde i balanstalet som medelvärdet av fondernas marknadsvärde vid utgången av de tre senaste åren. Sedan 2015 används inte längre något medelvärde utan det är fondernas marknadsvärde per den 31 december som ingår i beräkningen av balanstalet. Balanstalet för 2024, som baseras på 2022 års tillgångar och skulder, beräknas till 1,1295, vilket är det högsta balanstalet någonsin. Balanstalet för 2025, som baseras på 2023 års tillgångar och skulder, är fastställt till 1,1206. Att balanstalet överstiger 1,0000 beror på att både avgiftstillgången och fondvärdet har ökat. De nya beräkningsreglerna minskar pensionernas volatilitet genom införandet av ett dämpat balanstal och ett mer aktuellt inkomstindex. Det dämpade balanstalet begränsar balanstalets effekt på indexeringen under en balanseringsperiod, vilket medför mindre svängningar av pensionsbeloppen.

Som nämns ovan påverkas inkomstpensionssystemets resultat (balanstalet) av ett antal samhällsekonomiska och demografiska faktorer. På kort sikt har sysselsättningens utveckling störst inverkan. Buffertfondernas värdeutveckling har också betydelse, vilket i sin tur är kopplat till utvecklingen på kapitalmarknaderna. På lång sikt är demografiska faktorer – såsom andel av befolkningen i arbetsför ålder – viktigast för utvecklingen av balanstalet.

2.4 Premiepensionssystemet

Premiepensionssystemet är fonderat. Eftersom tillgångarna i systemet är fullt fonderade, påverkas behållningarna fullt ut av upp- och nedgångar i fondandelarnas värden. Inom systemet kan var och en själv välja hur de intjänade premiepensionsrätterna ska placeras. Vid slutet av 2023 fanns det omkring 450 fonder att välja mellan på Pensionsmyndighetens fondtorg. Under 2022 infördes ett nytt regelverk för upphandling av fonder till premiepensionens fondtorg. Det inrättades en ny myndighet, Fondtorgsnämnden, som ska upphandla, förvalta och granska de valbara

fonderna på fondtorget. De första upphandlingarna av fonder har skett under 2023. Upphandlingarna utgår från kategorier inom den befintliga premiepensionen och varierar i storlek. Omläggningen pågår fram till maj 2025, då allt kapital ska ligga i upphandlade fonder.

Sjunde AP-fonden är det statliga alternativet inom premiepensionssystemet och fonden förvaltar pensionsmedel åt de individer som inte själva aktivt har valt fonder på fondtorget för premiepensionen eller åt individer som aktivt önskar ett långsiktigt pensionssparande i statlig regi. Sjunde AP-fonden har som främsta uppgift att förvalta premiepensionsmedel i det statliga förvalsalternativet, AP7 Såfa (Statens årskullsförvaltningsalternativ), där risken förändras med spararnas ålder. Sjunde AP-fonden utgår från två s.k. byggstensfonder, AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond, och erbjuder sex fondportföljer, varav AP7 Såfa är förvalsalternativet. Sjunde AP-fonden regleras, liksom Första–Fjärde AP-fonderna, i lagen om allmänna pensionsfonder. Målet för fondens uppdrag är att uppnå långsiktigt hög avkastning i förhållande till risken i placeringarna. Sjunde AP-fonden regleras även av vissa bestämmelser i lagen (2004:46) om värdepappersfonder.

I november 2022 beslutade riksdagen om lagändringar för Sjunde AP-fonden (prop. 2021/22:280). Ändringarna innebär i huvudsak att det klargörs att målet för Sjunde AP-fondens förvaltning av fonder är detsamma som målet för premiepensionssystemet i stort. Målet är alltså att förvalsalternativet inom premiepensionen ska utgöra ett pensionssparande av hög kvalitet som ger en trygg pension. Ändringarna innebär också att det införs ett mål om föredömlig förvaltning och att Sjunde AP-fondens placeringsregler justeras, bland annat på så sätt att möjligheterna att placera medel i illikvida tillgångar utökas. Lagändringarna trädde i kraft den 1 januari 2023.

Premiepension kan tas ut som antingen traditionell försäkring eller fondförsäkring. Traditionell försäkring innebär att pensionen beräknas som ett livsvarigt garanterat nominellt belopp och om förvaltningen går bra erhålls ett tilläggsbelopp. Den försäkrades fondandelar säljs och Pensionsmyndigheten tar över investeringsansvaret. Fondförsäkring innebär att den försäkrade behåller sitt sparande i de valfria premiepensionsfonderna eller i förvalsalternativet. I fondförsäkringen räknas pensionsutbetalningarnas storlek årligen om med utgångspunkt från fondandelarnas värde i december. Följande år säljs det antal fondandelar som krävs för att finansiera den beräknade premiepensionen. Om fondandelarnas värde ökar säljs färre andelar och om fondandelarnas värde minskar säljs fler andelar.

2.5 AP-fondernas självständighet

Det regelverk som avgränsar AP-fondernas självständighet innebär att fonderna är statliga myndigheter vars verksamhet styrs genom lagen om allmänna pensionsfonder eller lagen om Sjätte AP-fonden. AP-fonderna är myndigheter under regeringen. En statlig förvaltningsmyndighet lyder under regeringen om den inte enligt regeringsformen eller annan lag är en myndighet under riksdagen (12 kap. 1 § regeringsformen). Regeringen har

dock inte möjlighet att genom instruktioner, regleringsbrev eller resurstilldelning styra över AP-fonderna (prop. 1999/2000:46 s. 123). AP-fonderna styr därför själva även över sina kostnader. Regeringens styrning över AP-fonderna är begränsad till rätten att utse styrelse. Bestämmelser i förordningar som gäller för myndigheter under regeringen som avser sådana frågor som regleras i lagen om allmänna pensionsfonder eller lagen om Sjätte AP-fonden ska inte tillämpas på AP-fonderna.

I förarbetena till nuvarande reglering uttalas att förhållandet bör förstås så att regeringen, genom att föreslå riksdagen lagstiftning som reglerar hela verksamheten, frivilligt har avstått från sin beslutanderätt över AP-fonderna i den omfattning som följer av lagregleringen. Bestämmelserna omfattas därmed av den formella lagkraftens princip, vilket innebär att beslutanderätten inte kan tas tillbaka utan beslut av riksdagen i lag (8 kap. 18 § regeringsformen). Det innebär till exempel att bestämmelserna om redovisning och revision är uttömmande reglerade i lagen om allmänna pensionsfonder och lagen om Sjätte AP-fonden. I samband med den omfattande översynen av buffertfondernas regelverk uttalades även att den dåvarande verksförordningen (1995:1322) inte avsågs bli tillämplig på de nya AP-fonderna (samma prop. s. 132, 134 och 136).

Det poängterades dock att delar av den statliga arbetsrätten, såsom anställningsförordningen (1994:373) och tjänstledighetsförordningen (1984:111) är tillämpliga på fonderna (samma prop. s. 144).

Skälet till att AP-fondernas verksamhet regleras i lag och till att regeringens styrningsmöjligheter därför är begränsade, är en önskan att markera att pensionssystemet är autonomt och ska ha en hög grad av självständighet gentemot regeringen. I förarbetena anges även att ett förtroende på så sätt kan upprätthållas för att AP-fondernas medel endast används till nytta för pensionssystemet och de försäkrade och inte utnyttjas för andra syften. Vidare ska fonderna vara inbördes oberoende och konkurrera med varandra när det gäller placeringsverksamheten, inklusive strategisk och taktisk tillgångsallokering. Detta bör dock enligt förarbetena inte hindra fonderna från att samarbeta när det gäller administrativa tjänster och när det gäller analys av pensionssystemets åtagandesida (samma prop. s. 123 och 124).

Inom ramen för nuvarande reglering kan regering och riksdag påverka AP-fonderna endast genom att framföra önskemål av olika slag, främst i samband med den årliga utvärderingen av AP-fondernas verksamhet. Regeringen har t.ex. möjlighet att vid utvärderingstillfällena förtydliga sin syn på pensionssystemets åtagandesida och förvaltningsuppdraget i övrigt (samma prop. s. 113), men AP-fonderna är inte bundna av regeringens uttalanden (jfr bet. 2009/10:KU20 s. 92). Viss kontroll sker även genom revisionen, som genomförs av revisorer utsedda av regeringen. Den utomstående kontrollen kan sägas vara mindre än den som finns i affärsmässig verksamhet. Eftersom AP-fonderna förvaltar statliga medel som avsatts till särskild förvaltning finns ingen beställare eller kund utöver staten och endast riksdagen kan, genom ändring i lag, flytta de medel som avsatts. I affärsmässig verksamhet som är konkurrensutsatt kan den påverkan som kunder kan utöva genom att välja en annan förvaltare ha en effektiviserande effekt. Sjunde AP-fonden är dock, till skillnad från buffertfonderna, konkurrensutsatt genom att pensionsspararna kan välja en annan förvaltare av sin premiepension.

2.6 Regelverk och uppgifter för AP-fonderna

Första–Fjärde AP-fonderna förvaltning regleras i lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder). Nedan presenteras *huvuddragen* i den lagstiftningen och i lagen (2000:193) om Sjätte AP-fonden. Dessutom presenteras Sjunde AP-fondens uppgifter mer i detalj.

Första–Fjärde AP-fonderna leds i dag av styrelser med vardera nio ledamöter som utses av regeringen (3 kap. 1 § lagen om allmänna pensionsfonder). Ledamöterna ska utses på grundval av sin kompetens att främja fondförvaltningen. De ska vara svenska medborgare. Den som är underårig eller som har förvaltare enligt 11 kap. 7 § föräldrabalken får inte vara ledamot. Detsamma gäller den som är i konkurs eller har näringsförbud (3 kap. 2 §). Fyra av ledamöterna i varje styrelse utses efter förslag från arbetsmarknadens parter, två från arbetstagarsidan och två från arbetsgivarsidan. Regeringen utser ordförande och vice ordförande bland de ledamöter som inte är föreslagna av arbetsmarknadens parter (3 kap. 3 §).

Enligt lagen om allmänna pensionsfonder är fondernas uppdrag att förvalta fondmedlen så att de blir till största möjliga nytta för inkomstpensionssystemet (4 kap. 1 § första stycket). Förvaltningen ska ta sin utgångspunkt i pensionssystemets åtagande. Fondmedlen ska, vid vald risknivå, placeras så att långsiktig hög avkastning uppnås (4 kap. 1 § andra stycket). Den totala risknivån i förvaltningen ska vara låg. Av det följer ett krav på god riskspridning. Fondmedlen ska, vid vald risknivå, placeras så att långsiktigt hög avkastning uppnås. Risk och avkastning ska tolkas i termer av utgående pensioner.

Sedan den 1 januari 2019 har ett nytt mål för placeringsverksamheten införts som innebär att fondmedlen ska förvaltas på ett föredömligt sätt genom ansvarsfulla investeringar och ansvarsfullt ägande (4 kap. 1 a §). Vid förvaltningen ska särskild vikt fästas vid hur en hållbar utveckling kan främjas utan att det görs avkall på det övergripande målet för placeringsverksamheten. Första–Fjärde AP-fonderna ska även ta fram strategier för hur målen för placeringsverksamheten ska uppnås (4 kap. 2 § andra stycket). AP-fonderna ska samverka när det gäller det nya målet för placeringsverksamheten att fondmedlen ska förvaltas på ett föredömligt sätt (4 kap. 2 a §).

Var och en av Första–Fjärde AP-fonderna ska, med de medel AP-fonden förvaltar, svara för kostnaderna för sin verksamhet samt för revision och utvärdering av fondförvaltningen (2 kap. 3 §). Var och en av Första–Fjärde AP-fonderna ska utforma en strategisk placeringsinriktning efter en analys av pensionssystemets åtagande. En central punkt i den strategi som styrelsen beslutar om är valet av referensportfölj (eller normalportfölj). För att fastställa vilken referensportfölj som ska användas utnyttjas s.k. ALM-analyser (tillgångs- och skuldanalys), där sambandet mellan AP-fondens åtagande och olika investeringsval studeras.

Styrelsen ska också besluta om de riktlinjer som ska gälla för att verkställa strategin. Var och en av Första–Fjärde AP-fonderna ska årligen fastställa en verksamhetsplan (4 kap. 2 §). Denna ska innehålla riktlinjer för placeringsverksamheten och för utövande av rösträtt i enskilda företag, men även en riskhanteringsplan. Riktlinjerna för placeringsverksamheten ska innehålla strategier för hur målen för placeringsverksamheten ska

uppnås. Riskhanteringsplanen ska beskriva de huvudsakliga risker som är förenade med placeringsverksamheten och hur dessa risker hanteras. Det ska även finnas interna instruktioner för hantering av dessa risker.

Första–Fjärde AP-fonderna ska förvalta portföljer som till stor del består av likvida tillgångar. Med likvida tillgångar avses penningmarknadsinstrument eller överlåtbara värdepapper som är, eller inom ett år från emissionen av dem avses bli, föremål för handel på en handelsplats eller en motsvarande marknadsplats utanför EES, fondandelar som kan lösas in med kort varsel, kontoplaceringar i kreditinstitut eller andra liknande kortfristiga likviditetsplaceringar och derivatinstrument (4 kap. 5 §).

Första–Fjärde AP-fonderna får förvärva eller inneha illikvida tillgångar som vid investeringstillfället uppgår till högst 40 procent av det verkliga värdet av AP-fondens samtliga tillgångar (4 kap. 8 §). Med illikvida tillgångar avses tillgångar som inte är likvida (4 kap. 5 §). Investeringar i aktier eller andra andelar som inte handlas på en handelsplats eller en motsvarande marknadsplats utanför EES får endast ske genom fonder, fastighetsbolag (dvs. bolag som har till huvudsakligt ändamål att äga eller förvalta fast egendom eller tomträtt) eller riskkapitalföretag (dvs. företag som har till huvudsakligt ändamål att äga och förvalta sådana aktier eller andra andelar [4 kap. 8 a §]). Första–Fjärde AP-fonderna får dock förvärva eller inneha aktier eller andelar i ett onoterat företag om en fond som AP-fonden förvärvar eller innehar aktier eller andelar i också förvärvar eller innehar aktier eller andra andelar i företaget (sidoinvestering [4 kap. 8 a § andra stycket]).

Beträffande obligationer och andra fordringsrätter är huvudregeln att AP-fonderna endast får förvärva sådana som är utgivna för allmän omsättning (4 kap. 7 §).

Minst 20 procent av marknadsvärdet av de tillgångar som var och en av Första-Fjärde AP-fonderna innehar ska vara placerade i räntebärande värdepapper med låg kredit- och likviditetsrisk (4 kap. 4 §).

I relation till den inhemska aktiemarknaden får var och en av Första–Fjärde AP-fonderna inneha aktier i svenska bolag som är upptagna till handel på en reglerad marknad i Sverige till ett marknadsvärde som uppgår till högst två procent av det totala marknadsvärdet av sådana aktier (4 kap. 6 §). En AP-fond får inte heller inneha så många aktier i ett företag att röstetalet för dem överstiger 10 procent av röstetalet för samtliga aktier i företaget och inte mer än 35 procent av röstetalet i riskkapitalföretag (4 kap. 9 §). Första-Fjärde AP-fondernas aktieplaceringar i fastighetsbolag är undantagna från begränsningarna avseende marknadsvärde och röstetal. Sådana placeringar begränsas i stället av en generell princip om riskspridning.

Högst 40 procent av Första–Fjärde AP-fondernas marknadsvärderade tillgångar får vara utsatta för valutakursrisk (4 kap. 10 §).

Enligt lagen om allmänna pensionsfonder är regeringen ålagd vissa uppgifter, utöver att utse styrelse. För varje AP-fond ska regeringen utse två revisorer som ska granska förvaltningen av fondmedlen. En av revisorerna ska vara gemensam för fonderna och samordna revisionen (6 kap. 5 §). Regeringen fastställer arvode och andra ersättningar till revisorerna (6 kap. 7 §). Vidare ska regeringen fastställa AP-fondernas resultaträkningar och balansräkningar (6 kap. 9 §). Regeringen ska också

årligen, till riksdagen, överlämna en sammanställning av AP-fondernas årsredovisningar och en utvärdering av förvaltningen av fondmedlen. För sin utvärdering får regeringen anlita extern expertis. Kostnaden för det ska i så fall fördelas mellan berörda fonder, enligt vad regeringen bedömer skäligt (7 kap. 1 §). Regeringen använder sig normalt av möjligheten att anlita extern expertis.

Antalet anställda i Första–Fjärde AP-fonderna uppgick vid utgången av 2023 till mellan 66 och 70 personer i respektive fond. Första, Tredje och Fjärde AP-fonderna är lokaliserade i Stockholm och Andra AP-fonden i Göteborg.

Sjätte AP-fonden stod utanför pensionsöverenskommelsen och har arbetat med väsentligen oförändrade förutsättningar sedan fonden bildades 1996. De tidigare gällande reglerna avseende sjätte fondstyrelsen överfördes i princip oförändrade till lagen (2000:193) om Sjätte AP-fonden. Det övergripande målet för Sjätte AP-fondens placeringsverksamhet är att fonden, inom ramen för vad som är till nytta för försäkringen för inkomstgrundad ålderspension, ska förvalta anförtrodda medel genom placeringar på riskkapitalmarknaden. Fondmedlen ska placeras så att kraven på långsiktigt hög avkastning och tillfredsställande riskspridning tillgodoses (3 kap. 1 § lagen om Sjätte AP-fonden).

Sjätte AP-fonden har obegränsade möjligheter att investera i onoterade bolag och noterade riskkapitalbolag. Sjätte AP-fonden får dock äga maximalt 30 procent av röstetalet i svenska eller utländska bolag vars aktier är upptagna till handel på en reglerad marknad eller en motsvarande marknad utanför EES. När det gäller andra svenska bolag eller riskkapitalbolag som i sin tur investerar i aktier som inte har tagits upp till handel på en reglerad marknad eller en motsvarande marknad (onoterade aktier) finns ingen sådan begränsning (3 kap. 2 §).

Sjätte AP-fondens tidigare ensidiga inriktning mot svenska bolag ersattes 2007 av en möjlighet att placera en andel av fondkapitalet utomlands. Detta kommer till uttryck genom att Sjätte-AP fonden får utsätta högst tio procent av fondkapitalet för valutarisk (3 kap. 2 § tredje stycket, prop. 2006/07:100 s. 188 och 189).

Från den 1 juli 2022 gäller ytterligare ett mål för placeringsverksamheten (prop. 2021/22:146). Det nya målet innebär att fondmedlen ska förvaltas på ett föredömligt sätt genom ansvarsfulla investeringar och ansvarsfullt ägande. Vid förvaltningen ska särskild vikt fästas vid hur en hållbar utveckling kan främjas utan att det görs avkall på det övergripande målet för placeringsverksamheten (3 kap. 1 a §). Det nya målet motsvarar det mål om föredömlig förvaltning som gäller för Första–Fjärde AP-fonderna sedan den 1 januari 2019. De nya reglerna innebär även att Sjätte AP-fonden ska samverka med Första–Fjärde AP-fonderna när det gäller redovisningen av hur målen om föredömlig förvaltning har uppnåtts.

Sjätte AP-fondens styrelse består av fem ledamöter som utses av regeringen. Till skillnad från Första–Fjärde AP-fonderna har arbetsmarknadens parter inte rätt att föreslå ledamöter till Sjätte AP-fondens styrelse. Regeringen ska, på motsvarande sätt som för Första–Fjärde AP-fonderna, utse revisorer för Sjätte AP-fonden, fastställa fondens resultaträkning och balansräkning samt i efterhand utvärdera fondens

verksamhet och överlämna utvärderingen, inklusive en sammanställning av fondens årsredovisning, i en skrivelse till riksdagen.

Sjätte AP-fonden är lokaliserad i Göteborg. Vid utgången av 2023 hade fonden 32 anställda.

Sjunde AP-fondens uppgifter är att dels förvalta premiepensionen åt de individer som inte själva valt fonder för sin premiepension (förvalsalternativet), dels erbjuda fondportföljer med skilda riskprofiler. För dessa ändamål förvaltar Sjunde AP-fonden fonderna AP7 Aktiefond, som är en global aktiefond, och AP7 Räntefond, som är en svensk räntefond. I dessa båda fonder förvaltas premiepensionsmedel åt pensionssparare. För de sparare som inte gör något aktivt val placeras medlen i förvalsalternativet AP7 Såfa, en fondportfölj som är sammansatt av AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond.

En pensionssparare som vill anpassa risknivån inom ramen för Sjunde AP-fondens förvaltning har dessutom möjlighet att välja mellan tre fondportföljer som också förvaltas av Sjunde AP-fonden, nämligen AP7 Offensiv, AP7 Balanserad och AP7 Försiktig. Dessa fondportföljer, de s.k. riskprofilerna, innehåller andra kombinationer av fonderna AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond än förvalsalternativet och ger därmed en annan risknivå:

- AP7 Offensiv består av 75 procent AP7 Aktiefond och 25 procent AP7 räntefond.
- AP7 Balanserad består av 50 procent AP7 Aktiefond och 50 procent AP7 räntefond.
- AP7 försiktig består av 33 procent AP7 Aktiefond och 67 procent AP7 räntefond.

Fonderna AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond kan i dag också väljas enskilt om spararen endast vill spara i en av fonderna eller vill sätta samman en annan kombination av de två fonderna än förvalsalternativet eller de tre riskprofilerna.

Sjunde AP-fondens styrelse består av nio ledamöter som utses av regeringen. Arbetsmarknadens parter har inte rätt att föreslå ledamöter till styrelsen. Regeringen ska, på motsvarande sätt som för Första–Fjärde AP-fonderna och Sjätte AP-fonden, utse revisorer för Sjunde AP-fonden, fastställa fondens resultaträkning och balansräkning samt i efterhand utvärdera fondens verksamhet och överlämna utvärderingen, inklusive en sammanställning av fondens årsredovisning, i en skrivelse till riksdagen.

Sjunde AP-fonden är lokaliserad i Stockholm. Vid utgången av 2023 hade fonden 46 anställda.

2.7 Allmänt om modeller för investeringar i onoterade företag

En institutionell investerare kan i dag välja mellan flera olika investeringsmodeller för att få exponering mot aktier och andra andelar i onoterade företag. Investeringar kan göras genom fondstrukturer; fond-i-fondinvestering, fondinvestering, sidoinvestering tillsammans med fonder, partnerskapsmodeller och alternativa investeringsstrukturer. Dessutom kan bolagsstrukturer användas; investeringar i onoterade

fastighetsbolag, saminvesteringsstrukturer med andra investerare eller förvaltare i gemensamt ägda onoterade företag eller genom direktinvestering.

Nedan beskrivs först översiktligt nämnda *fondstrukturer*.

En *fond-i-fondinvestering* innebär att investeraren allokerar kapital till en fondförvaltare som väljer ut och investerar kapitalet i ett antal andra fonder. De underliggande fonderna köper i sin tur ett antal onoterade företag som de utvecklar och sedan säljer för att realisera avkastning när fonden ska avvecklas. Både fond-i-fonden och de underliggande fonderna är vanligen slutna fonder med en livslängd på 10–15 år. Det är oftast investerare med mindre kapital som investerar i fond-i-fonder eftersom de, trots att de har ett begränsat kapital, får tillgång till ett antal olika fonder. För investerare med ett betydande kapital kan fond-i-fondinvesteringar däremot bidra till en överdiversifiering, dvs. att investeraren äger aktier eller andra andelar i ett alltför stort antal underliggande fonder, och att avkastningen på så sätt blir genomsnittlig. Att investera i fond-i-fond innebär dessutom ett extra lager av kostnader jämfört med att investera direkt i de underliggande fonderna, eftersom det tas ut förvaltningsavgift både av de underliggande fonderna och av fond-i-fondförvaltaren.

En *fondinvestering* är den vanligaste investeringsformen för att investera i onoterade företag. Vid en fondinvestering väljer investeraren vilka fonder den ska investera i, med eller utan hjälp av externa rådgivare. Fonderna förvärvar i sin tur ett antal onoterade företag som de utvecklar och säljer för att generera avkastning till fondandelsägarna. Vid en fondinvestering behöver investeraren ha kompetens internt för att kunna analysera och utvärdera fondförvaltare.

Förvaltare av fonder som investerar i onoterade aktier kan erbjuda vissa investerare att, förutom att förvärva fondandelar, även få köpa aktier i ett företag som kommer att ingå i fonden, s.k. *sidoinvestering*, men utan att investeraren tar på sig det strategiska eller operativa ägaransvaret. Orsaken till att en sidoinvestering erbjuds kan vara att företaget är för stort för fonden att äga ensamt och då erbjuder fonden vissa investerare att vara medinvesterare i den specifika transaktionen. Detta sker ofta till låga eller inga förvaltningsavgifter och är ett sätt för förvaltaren att ge rabatt till viktiga kunder och för investeraren att uppnå kostnadseffektivitet. Det är fondförvaltaren som ansvarar för den löpande förvaltningen och ägarstyrningen av företaget. Investeraren behöver dock ha kompetens, internt eller via rådgivare, för att kunna utföra en s.k. sekundär due diligence, dvs. att kunna bedöma kvaliteten på förvaltarens primära due diligence (genomgång av kommersiella, legala, finansiella och hållbarhetsmässiga förutsättningar) för att kunna besluta om sidoinvesteringen är lämplig. Omfattningen av denna avgörs av flera faktorer, såsom kvaliteten på den primära utvärderingen, förutsättningarna att genomföra denna gemensamt med andra investerare och investeringens storlek.

En *partnerskapsmodell* (eng. separately managed account) innebär att investeraren har en separat kontostruktur hos en fondförvaltare som förvaltar kapitalet enligt en mer specialanpassad överenskommelse. Därmed kan investeringarna anpassas till den specifika investeraren och dennes preferenser i högre grad än vid deltagande i en fondinvestering. Portföljen kan exempelvis bestå av direktinvesteringar i onoterade bolag,

sidoinvesteringar eller andra innehavsmodeller och investeraren kan till stor del välja omfattningen av mandatet. Kostnadsnivåer för denna investeringsform kan variera kraftigt, bland annat beroende på storleken på det kapitalet som investeras. Generellt sett är den totala kostnaden dock lägre än fond-i-fondinvesteringar, men högre än fond- och sidoinvesteringar.

Till nu nämnda fondstrukturer kan läggas *alternativa investeringsstrukturer* som i regel inkluderar specialanpassade upplägg (investeringsplattformar) avseende exempelvis sidoinvesteringsmöjligheter, fondstrukturer och avgifter. De sätts normalt upp parallellt till fondförvaltarens huvudsakliga fond.

Dessutom kan nämnda *bolagsstrukturer* användas.

Genom direkta *investeringar i onoterade fastighetsbolag* kan investeraren utöva kontroll och inflytande över bolaget och dess utveckling. Det kan vara fråga om majoritets- eller minoritetsinvesteringar. Dessa investeringar ställer större krav på förmåga i den egna interna organisationen och dessutom löpande kompetensförsörjning jämfört med andra tillvägagångssätt. Anledningen är att ansvaret ofta innefattar hela processen från att identifiera affärsmöjligheten till kontinuerligt värdeskapande, säkerhetsställande av lämplig kompetens, optimering av kapitalstruktur och eventuell avyttring.

En *saminvestering* innebär att ett antal investerare gör investeringar genom ett *gemensamt ägt onoterat företag* för att möjliggöra långsiktiga och kostnadseffektiva investeringar. Det gemensamt ägda onoterade företagets ändamål är att äga och förvalta andra onoterade företag. Av avtalet mellan investerarna framgår den överenskomna strategin för företaget, investeringsinriktningen, ett regelverk för väsentliga företagsstyrningsfrågor och hur det operativa företagsledningsansvaret i företaget ska utövas. Om ingen av investerarna har de operationella resurser som krävs kan detta säkerställas genom att relevant personal anställs i företaget. Ett annat sätt är att det gemensamt ägda företaget, genom avtal med en annan part, ger denne i uppdrag att ha det operativa företagsledningsansvaret. Det är vanligt att den som tar på sig det operativa företagsledningsansvaret själv investerar eget kapital tillsammans med de institutionella ägarna i företaget. På det sättet säkerställs att alla parter har samma långsiktiga intresse.

Vid en *direktinvestering* görs en investering genom köp av ett onoterat företag. Vanligtvis har investeraren en betydande ägarandel i företaget. Investeraren behöver ha djupa kunskaper om företagets operativa verksamhet, inklusive marknaden som företaget verkar inom och hela affärscykeln för företaget. Investeraren bör således ha samma kompetens som en fondförvaltare som gör liknande investeringar. Direktägande kräver därför normalt större organisationer.

3 Tidigare överväganden

Regelverket för AP-fonderna har utretts vid flera tillfällen. Tidigare utredningar har bland annat övervägt Sjätte AP-fondens roll i det reformerade pensionssystemet samt AP-fondernas uppdrag, placeringsregler struktur och styrning utifrån behovet av ökad effektivisering och omvärldsförändringar. Utredningarnas förslag har bidragit till ändringar i fråga om placerings- och hållbarhetsregler, men har i övrigt inte lett till några förändringar. Nedan presenteras utredningarnas förslag i korthet.

3.1 Sjätte AP-fonden i det reformerade pensionssystemet (Ds 2004:25)

I promemorian från 2004 konstateras att Sjätte AP-fonden är en viktig aktör på den svenska riskkapitalmarknaden. Fonden investerade (2004) huvudsakligen i riskkapitalfonder med svenskt eller nordiskt fokus inom sektorerna bioteknik, informationsteknologi och mogna industriföretag. Fonden hade även en liten andel av portföljen investerad i direktägda onoterade företag.

Där konstateras vidare att Sjätte AP-fonden inte ingick i den fempartiuppgörelse som lade grunden för införandet av det reformerade pensionssystemet 1999, men att den likväl är en av buffertfonderna i pensionssystemet. Sjätte AP-fondens mål och placeringsbestämmelser skiljer sig från övriga buffertfonders och det finns inte heller några mekanismer för att överföra medel till eller från fonden, vilket det gör för Första–Fjärde AP-fonderna.

Syftet med förslagen i promemorian är dels att fullt ut infoga Sjätte AP-fonden i det reformerade pensionssystemet, dels att modernisera det regelverk som gäller för fonden med tanke på den utveckling som skett på marknaden för onoterade aktier sedan fonden inrättades. Förslagen innehåller en uppdatering av fondens mål, en översyn av placeringsbestämmelserna, förslag till regler för medelstilldelning och pensionsutbetalningar samt förslag till ett enhetligt regelverk som, med vissa specifika undantag, ligger i linje med det som redan gäller för Första–Fjärde AP-fonderna.

Sjätte AP-fondens nuvarande mål är att placera medlen på riskkapitalmarknaden, inom ramen för vad som är till nytta för pensionssystemet. Förslaget i promemorian innebär att målet att vara till nytta för pensionssystemet överordnas målet att placera medlen i onoterade svenska tillgångar. Vidare föreslås att fonden ges en möjlighet att placera i utländska tillgångar. Enligt förslaget ska högst 40 procent av Sjätte AP-fondens kapital få vara exponerat för valutarisk, i enlighet med vad som gäller för övriga buffertfonder. Dock bör huvuddelen av kapitalet alltjämt placeras i Sverige och i Norden.

Promemorian innehåller vidare förslag på en mekanism som beskriver på vilket sätt betalningar kan ske mellan Sjätte AP-fonden och Första–Fjärde AP-fonderna. Enligt förslaget ska fondens styrelse själv göra

bedömningen när det är dags att leverera in kapital till pensionssystemet, mot bakgrund av pensionssystemets behov av god riskspridning och betalningsberedskap. Detta ska ske med hänsyn till den samlade buffertfondens storlek, sammansättning och förväntade fortsatta utveckling. Styrelsen ska då beakta behovet av tillräcklig framförhållning som följer av att fonden främst placerar i onoterade aktier som inte kan avyttras med kort varsel.

Slutligen föreslås i promemorian att Sjätte AP-fondens regelverk så långt som möjligt anpassas till regelverket för Första–Fjärde AP-fonderna, med undantag för vissa bestämmelser som redan finns i Sjätte AP-fondens regelverk, och som bedöms nödvändiga på grund av placeringsverksamhetens speciella karaktär.

Ändrad lagstiftning m.a.a. förslagen

Förslagen i promemorian har hittills endast lett till att Sjätte AP-fondens tidigare ensidiga inriktning mot svenska bolag 2007 ersattes av en möjlighet att placera en andel av fondkapitalet utomlands. Detta kommer till uttryck genom att Sjätte AP-fonden får utsätta högst tio procent av fondkapitalet för valutarisk (se 3 kap. 2 § tredje stycket lagen om Sjätte AP-fonden, prop. 2006/07:100 s. 188 och 189).

3.2 Buffertkapitalutredningen: AP-fonderna i pensionssystemet – effektivare förvaltning av pensionsreserven (SOU 2012:53)

Buffertkapitalsutredningen, som lämnade sitt betänkande i augusti 2012, har haft i uppdrag att lämna förslag på åtgärder som syftar till att förbättra förutsättningarna för en långsiktig och mer kostnadseffektiv förvaltning av det allmänna pensionssystemets buffertkapital.

Utredningens förslag i korthet

Det skapas en särskild myndighet som ska ansvara för förvaltningen av pensionsreserven, *Pensionsreservstyrelsen*. Utifrån ett i lag angivet uppdraget ska Pensionsreservstyrelsen fastställa ett mål som är kvantitativt, transparent och relaterat till en specifik tidshorisont för investeringsverksamheten.

Målet ska beslutas efter en genomgripande analys av pensionssystemets finansiella ställning och vilka förutsättningar som finns att uppnå avkastning på innestående kapital. Målet ska omprövas vid behov, dvs. vid förändringar av pensionssystemets finansiella ställning, marknadsförutsättningar eller andra påverkande omvärldsfaktorer. Normalt förutsätts att det genomförs en större översyn av målet vart tredje år. Målet ska utgöra riktmärket för utvärdering av investeringsverksamheten.

Pensionsreservstyrelsen ska vidare även ha ett övergripande ansvar för administrationen av den samlade pensionsreserven. Detta inkluderar ett

övergripande ansvar för upprättandet och driften av nödvändig infrastruktur, stödfunktioner och portföljadministration.

Ansvaret för förvaltningen av fondernas kapital ska däremot ligga på tre oberoende och *självständiga fondstyrelser* inom myndigheten. Myndighetens styrelse fastställer mål för förvaltningen, vilket innebär att fondstyrelserna förvaltar och utvärderas mot samma mål och delegeras identiska förvaltningsmandat. Inom givna mandat är det fondstyrelsernas uppgift att på ett aktsamt sätt förvalta medlen för att uppnå högsta möjliga avkastning. Fondstyrelserna får även uppdra åt ett värdepappersinstitut eller någon annan kapitalförvaltare att förvalta hela eller delar av fondens tillgångar.

Myndighetens styrelse ska bestå av elva ledamöter som utses av regeringen. Mandattiden ska vara tre eller fyra år. Regeringen ska utse en ordförande och en vice ordförande bland ledamöterna. Kravet på svenskt medborgarskap för styrelseledamöter ska tas bort. Den formella rätten för organisationer som företräder arbetstagarintressen respektive arbetsgivarintressen att nominera styrelseledamöter tas bort. Regeringen utvärderar Pensionsreservsstyrelsen, inklusive de mål som styrelsen fastställt.

Styrelsen ska, innan beslutet om mål för förvaltningen av pensionsreserven, samråda med fondstyrelserna och Pensionsmyndigheten. Pensionsreservsstyrelsen ger förvaltningsmandat till fondstyrelserna som syftar till att uppnå målet.

Myndighetens styrelse ska utse fondstyrelserna, inklusive ordförande och vice ordförande. Processen för tillsättningen ska utgå från väl definierade transparenta processer baserade på en i förväg specificerad kravprofil på kandidaterna som är relevant för fonden.

Pensionsreservsstyrelsen ska löpande och regelbundet utvärdera hur väl fonderna uppfyller sina förvaltningsmandat. Utvärderingen ska avse såväl extern som intern effektivitet. Pensionsreservsstyrelsen rapporterar till regeringen.

Myndighetens styrelse fastställer riktlinjer för ägarstyrning, samt riktlinjer för miljö och etikhänsyn i investeringsverksamheten. Styrelsen får fastställa andra övergripande riktlinjer för investeringsverksamheten som den bedömer som nödvändiga.

Fondstyrelserna är, som nämnts, en del av myndigheten och tillsätts av myndighetens styrelse. De ska präglas av professionalism och effektivitet. Utredningen föreslår därför att antalet ledamöter ska bestämmas till fem. Ledamöterna ska bidra med akademisk och praktisk erfarenhet av kapitalförvaltning. Fondstyrelsernas arbete utvärderas av myndigheten. Deras primära uppgift är att uppfylla kapitalförvaltningsmandatet genom att fastställa en lämplig investeringsstrategi och portfölj. Fondstyrelserna ska även fastställa ägarpolicy för finansiella tillgångar och policy för genomförande av etisk och miljömässig hänsyn i investeringsverksamheten. De ska tillsätta en person för att organisera och sköta den löpande förvaltningen.

Nuvarande kvantitativa placeringsregler ersätts med en aktsamhetsprincip vilket betyder att det blir fondstyrelsernas uppgift att utifrån riskmandat och avkastningskrav besluta om vilka tillgångar och gränsvärden för dessa baserat på vald klassificering.

Att säkerställa en politiskt oberoende förvaltning är central för att upprätthålla allmänhetens förtroende och förvaltningens legitimitet. Det föreslås därför att bestämmelsen om att varje fonds investeringar får utgöra högst 2 procent av det totala börsvärdet på en reglerad marknad i Sverige behålls. Därtill föreslår utredningen att röstandelsbegränsningen om högst 10 procents ägarandel i noterade innehav behålls.

Nuvarande tillgångar i Sjätte AP-fonden kommer tillsammans med tillgångarna i nuvarande Första–Fjärde AP-fonderna att utgöra kapitalet i pensionsreservsfonden som förvaltas av Pensionsreservsstyrelsen. Investeringsverksamheten övertas som nämnts av tre fondstyrelser med identiska mandat och Sjätte AP-fondens tillgångar kommer att utgöra en del i en eller flera av dessa tre fonder. Pensionsreservstyrelsens ledning ska, efter samråd med fondstyrelserna, besluta hur den faktiska uppdelningen av tillgångarna ska ske.

Alternativt förslag

Inom ramen för huvudförslaget bifogas även ett alternativt förslag, som inte ryms inom utredningens tolkning av utredningsdirektivets ramar, men som utredningen anser har bäst förutsättningar att uppfylla kraven och rollen som pensionsreserv inom ramen för det allmänna pensionssystemet. Förslaget innebär i huvudsak att endast en oberoende fondstyrelse ska ansvara för förvaltningen av kapitalet i pensionsreservfonden.

Ändrad lagstiftning m.a.a. förslagen

Efter remittering har förslagen beretts vidare. En överenskommelse om förändringar av AP-fondernas organisation och placeringsregler träffades den 12 mars 2014 i Pensionsgruppen. Den överenskommelsen har legat till grund för utformningen av promemorian Nya regler för AP-fonderna (Ds 2015:34), se nedan.

3.3 Nya regler för AP-fonderna (Ds 2015:34)

I denna promemoria från 2015 föreslås en ny organisation för de myndigheter som förvaltar buffertkapitalet i inkomstpensionssystemet samt nya regler för förvaltningen av buffertkapitalet. I promemorian lämnas även förslag till nya regler för Sjunde AP-fonden som förvaltar det statliga förvalsalternativet inom premiepensionssystemet.

I promemorian behandlas inte bara de förslag som har lämnats av Buffertkapitalutredningen, utan även delar av förslagen från Etik- och miljöutredningens betänkande, Etiken, miljön och pensionerna (SOU 2008:107).

Promemorians förslag i korthet

I stället för att, som i dag, förvaltas av Första–Fjärde och Sjätte AP-fonderna, ska buffertkapitalet delas upp i *tre AP-fonder* som var och en

förvaltas av en *AP-fondsmyndighet*: Första, Andra respektive Tredje AP-fondsmyndigheten. En ny huvudman för förvaltningen av buffertkapitalet ska inrättas. Huvudmannen ska vara en nämndmyndighet, *AP-fondsnämnden*, med Pensionsmyndigheten som värdmyndighet.

AP-fondsnämnden ska fastställa ett avkastningsmål och en referensportfölj för förvaltningen av AP-fonderna. Referensportföljen ska vara möjlig att efterlikna till låg kostnad, dvs. bestå av aktier och obligationer representerade av index. En AP-fondsmyndighet ska förvalta medlen i AP-fonden i enlighet med den s.k. aktsamhetsprincipen, och med utgångspunkt i referensportföljen. Medlen i AP-fonden ska även förvaltas föredömligt genom ansvarsfulla investeringar och ansvarsfullt ägande och särskild vikt ska fästas vid hur en hållbar utveckling kan främjas, utan att det görs avkall på aktsamhetsprincipen. Under förutsättning att aktsamhetsprincipen iakttas, får en AP-fondsmyndighet avvika från referensportföljen för att långsiktigt kunna överträffa referensportföljens avkastning eller för att uppfylla kravet på föredömlig förvaltning genom ansvarsfulla investeringar och ansvarsfullt ägande.

Referensportföljen ska vara utgångspunkt för en utvärdering av AP-fondsmyndigheternas förvaltning som görs av AP-fondsnämnden varje år. Regeringen ska utvärdera förvaltningen och AP-fondsnämndens verksamhet vart fjärde år. Regeringen ska även besluta om ett tak för AP-fondsmyndigheternas kostnader. AP-fondsnämnden ska lämna förslag till ett sådant kostnadstak.

AP-fondsmyndigheternas administration ska samordnas. Detta ska ske genom att en av myndigheterna ges uppdraget att ansvara för ett *gemensamt servicecenter*.

AP-fondsmyndigheterna ska även vara skyldiga att samverka när det gäller förvaltning av onoterade tillgångar i syfte att ta tillvara stordriftsfördelar. Inom Andra AP-fondsmyndigheten, till vilken Sjätte AP-fondens verksamhet föreslås föras, ska det finnas ett *kompetenscentrum för förvaltning av onoterade tillgångar*.

Sjunde AP-fonden föreslås byta namn till *Statens premiepensionsförvaltare*. Placeringsreglerna ska, på samma sätt som när det gäller AP-fondsmyndigheterna, kompletteras av ett krav på att fondmedlen ska förvaltas föredömligt genom ansvarsfulla investeringar och ansvarsfullt ägande. Vidare ska det nuvarande förbudet för Sjunde AP-fonden att rösta på bolagsstämma för aktier i svenska aktiebolag tas bort.

I promemorian föreslås även redovisningsregler för AP-fondsmyndigheterna och för Statens premiepensionsförvaltare. Riksrevisionen ska få ansvar för revision av verksamheterna. Ett bemyndigande för AP-fonderna att teckna egna kollektivavtal ska tas bort, vilket innebär att myndigheterna blir bundna av de statliga kollektivavtalen.

AP-fondsnämndens, AP-fondsmyndigheternas och Statens premiepensionsförvaltares verksamhet ska regleras i lag. Övergången till den nya organisationen ska ske genom att nuvarande Sjätte AP-fonden avvecklas och kapital och uppgifter överförs till Andra AP-fonden, som byter namn till Andra AP-fondsmyndigheten. Vidare ska en av Första, Tredje och Fjärde AP-fonderna läggas ned och kapitalet överförs till de tre kvarvarande AP-fonderna. Regeringen ska fatta beslut om vilken av nämnda tre myndigheter som ska avvecklas.

Ändrad lagstiftning m.a.a. förslagen

Inledningsvis kan nämnas att förslagen i promemorian till stor del avviker från de förslag som har lämnats av Buffertkapitalutredningen (SOU 2012:53) och Etik- och miljöutredningen (SOU 2008:107). Anledningen till denna stora förändring är kritiska synpunkter framförda i remissbehandlingen av förslagen i betänkandena, men även att diskussioner kring förslagen har förts i Pensionsgruppen.

Promemorians förslag har bidragit till ändringar i fråga om placerings- och hållbarhetsregler för buffertfonderna, men har i övrigt inte lett till några förändringar. I detta sammanhang finns anledning att särskilt nämna Ändrade regler för Första–Fjärde AP-fonderna (prop. 2017:18:271), Vissa ytterligare ändringar av placeringsreglerna för Första–Fjärde AP-fonderna (prop. 2019/20:57) och ett nytt mål för Sjätte AP-fondens placeringsverksamhet (prop. 2021/22:146).

4 Uppdraget

4.1 Sammanfattning av uppdraget

En sakkunnig person (i det följande utredaren) ges i uppdrag att utreda och lämna förslag på åtgärder för att modernisera och effektivisera den samlade förvaltningen av Första–Fjärde och Sjätte AP-fondernas (buffertfondernas) fondkapital. Detta är viktigt för att värna de gemensamma resurser som buffertfondernas fondkapital utgör. Investeringsmiljön som AP-fonderna är verksamma i har förändrats över tid och 2019 gjordes stora förändringar av placeringsreglerna. Det motiverar att andra delar av regelverket för buffertfonderna nu ses över.

Utredaren ska därför:

Utreda hur AP-fondernas administration kan förenklas och moderniseras, genom att

– överväga och vid behov föreslå bestämmelser som möjliggör för AP-fonderna att använda sig av elektronisk underskrift, motsvarande vad som redan gäller för aktiebolag, och
– överväga att införa sekretess i ärenden om anställning av VD i AP-fonderna och belysa konsekvenserna av att genomföra en sådan förändring.

Utreda hur kraven för buffertfondernas styrelser kan preciseras för att säkerställa ändamålsenlig kompetens, genom att

– analysera och föreslå hur det lagstadgade kompetenskravet kan preciseras för styrelseledamöter i AP-fonderna,
– överväga om antalet styrelseledamöter i AP-fondernas styrelser bör ändras till ett maxantal och
– överväga om arbetsmarknadens parters nomineringsrätt till styrelseledamöter i buffertfonderna bör ändras.

Utreda hur Sjätte AP-fonden på lämpligt sätt kan integreras i buffertfondsystemet och särskilt 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, samt dessutom

- analysera och föreslå övergångsregler för ett eventuellt verkställande av en konsolidering och
- analysera konsekvenserna av en konsolidering för placeringsreglerna och vid behov föreslå förändringar.

Utreda hur de stockholmsbaserade buffertfonderna kan realisera större stordriftsfördelar, inklusive en analys av möjliga för- och nackdelar samt specifikt belysa för- och nackdelar av en konsolidering av Första, Tredje och Fjärde AP-fonderna till två fonder med säte i Stockholm och analysera konsekvenserna av en eventuell omorganisation av fonderna för placeringsreglerna och vid behov föreslå ändringar.

Utreda vissa ändringar av placeringsreglerna, genom att

- analysera och ta ställning till huruvida buffertfondernas valutaexponering bör regleras inom ramarna för fondernas egna förvaltningsstrategier,
- föreslå hur kraven på buffertfondernas rapportering kan utvecklas i ljuset av ökade investeringar i illikvida tillgångar, och
- utreda huruvida bestämmelsen som reglerar buffertfondernas investeringar i onoterade bolag är ändamålsenlig för AP-fondernas uppdrag och vid behov lämna förslag på förändring.
- Lämna nödvändiga författningsförslag.
- De administrativa och styrelserelaterade aspekterna innefattar även Sjunde AP-fonden, som inte är en buffertfond.

4.2 Utredningsarbetet

Utredningsarbetet inleddes den 23 oktober 2023 i samband med att det grundläggande uppdraget beslutades. Ett tilläggsuppdrag beslutades den 9 januari 2024. De båda uppdragen sammanfattas ovan i avsnitt 4.1. Eva Cassel, senior rådgivare på Riksgäldskontoret, har sedan den 1 december 2023 arbetat som sekreterare i utredningen.

Vid genomförandet har utredaren haft en omfattande dialog och inhämtat upplysningar av stor detaljeringsgrad från alla AP-fonder. Särskilt ingående diskussioner har förts med respektive verkställande direktör och styrelseordförande i Första–Fjärde och Sjätte AP-fonderna. Flera möten har hållits med Pensionsmyndigheten. Den 13 juni har Pensionsgruppen informerats om utredningsarbetet samt utredningens förslag och bedömningar.

5 Överväganden och förslag

5.1 Förenklad administration

5.1.1 Elektronisk underskrift

Promemorians förslag: En handling som enligt lagen om allmänna pensionsfonder ska vara undertecknad, får undertecknas med en sådan avancerad elektronisk underskrift som avses i artikel 3 i EU:s förordning om elektronisk identifiering.

Skälen för promemorians förslag

Elektronisk underskrift – en bakgrund

Europaparlamentet och rådet har antagit förordningen (EU) nr 910/2014 av den 23 juli 2014 om elektronisk identifiering och betrodda tjänster för elektroniska transaktioner på den inre marknaden och om upphävande av direktiv 1999/93/EG (EU:s förordning om elektronisk identifiering). Förordningen började tillämpas den 1 juli 2016. Genom förordningen upphävdes Europaparlamentets och rådets direktiv 1999/93/EG av den 13 december 1999 om ett gemenskapsramverk för elektroniska signaturer (signaturdirektivet).

Det kan konstateras att namnteckningar ofta är nödvändiga för att genomföra olika transaktioner i affärslivet, i förhållande till myndigheter och i privatlivet. I takt med att fler och fler transaktioner utförs elektroniskt ökar behovet av elektroniska ersättare för namnteckningar. Det ställer krav på säkra metoder för att identifiera privatpersoner och företag, men även för att underteckna elektroniska handlingar. Elektronisk identifiering och elektronisk underskrift är därför viktiga förutsättningar för att privatpersoner och företag ska kunna använda digitala tjänster.

En elektronisk underskrift är uppgifter i elektronisk form som används för att kontrollera att innehållet i en elektronisk handling kommer från den som har undertecknat handlingen. En avancerad elektronisk underskrift är en elektronisk underskrift på vilken det ställs höga krav på säkerhet och kryptering.

För det som numera, såsom i EU:s förordning om elektronisk identifiering, benämns elektronisk underskrift användes tidigare termen elektronisk signatur, bl.a. i den numera upphävda lagen (2000:82) om kvalificerade elektroniska signaturer (signaturlagen), som hade sin grund i signaturdirektivet. I det allmänna språkbruket har den termen med tiden kommit att ersättas med termen elektronisk underskrift. Båda termerna har dock samma innebörd.

Signaturlagen och EU:s förordning om elektronisk identifiering

Med en elektronisk signatur avsågs, enligt den numera upphävda *signaturlagen*, data i elektronisk form som var fogade till eller logiskt knutna till andra elektroniska data och som användes för att kontrollera

att innehållet härrörde från den som framstod som utställare och att innehållet inte hade förvanskats.

En avancerad elektronisk signatur var, enligt lagen, knuten uteslutande till en undertecknare, gjorde det möjligt att identifiera undertecknaren, var skapad med hjälpmedel som endast undertecknaren kontrollerar och var knuten till andra elektroniska data på ett sådant sätt att förvanskningar av dessa data kunde upptäckas.

Lagbestämmelser som innebar att handlingar som ska vara undertecknade får undertecknas med avancerade elektroniska signaturer enligt signaturlagen fanns i

– 11 § lagen (1978:599) om avbetalningsköp mellan näringsidkare m.fl.,
– 1 kap. 4 § sparbankslagen (1987:619),
– 1 kap. 7 § lagen (1987:667) om ekonomiska föreningar,
– 1 kap. 9 § stiftelselagen (1994:1220),
– 2 kap. 7 § årsredovisningslagen (1995:1554),
– 1 kap. 7 § lagen (1995:1570) om medlemsbanker,
– 2 a § revisionslagen (1999:1079),
– 1 kap. 13 § aktiebolagslagen (2005:551),
– 9 kap. 3 § lagen (2007:1091) om offentlig upphandling,
– 9 kap. 3 § lagen (2007:1092) om upphandling inom områdena vatten, energi, transporter och posttjänster,
– 43 § konsumentkreditlagen (2010:1846), och
– 10 kap. 3 § lagen (2011:1029) om upphandling på försvars- och säkerhetsområdet.

Sedan den 1 juli 2016 gäller att dessa hänvisningar i lag till avancerade elektroniska signaturer enligt signaturlagen har ersatts av hänvisningar till avancerade elektroniska underskrifter enligt artikel 3 i *EU:s förordning om elektronisk identifiering*. Där sägs att en elektronisk underskrift är uppgifter i elektronisk form som är fogade till eller logiskt knutna till andra uppgifter i elektronisk form och som används av undertecknare för att skriva under. En avancerad elektronisk underskrift ska uppfylla följande krav (se artikel 26 i EU-förordningen):

a) Den ska vara unikt knuten till undertecknaren.
b) Undertecknaren ska kunna identifieras genom den.
c) Den ska vara skapad på grundval av uppgifter för skapande av elektroniska underskrifter som undertecknaren med hög grad av tillförlitlighet kan använda uteslutande under sin egen kontroll.
d) Den ska vara kopplad till de uppgifter som den används för att underteckna på ett sådant sätt att alla efterföljande ändringar av uppgifterna kan upptäckas.

I propositionen om kompletterande bestämmelser till EU:s förordning om elektronisk identifiering (prop. 2015/16:72) sägs att sakliga skillnaden mellan termen avancerad elektronisk signatur i signaturlagen och termen avancerad elektronisk underskrift i EU-förordningen är mycket liten. I och med upphävandet av signaturlagen bör därför hänvisningar i lag till avancerade elektroniska signaturer enligt signaturlagen ersättas med hänvisningar till avancerade elektroniska underskrifter enligt EU-förordningen. Där noteras även att de e-legitimationer som för närvarande allmänt används i Sverige anses uppfylla kraven på en avancerad elektronisk underskrift.

Det kan avslutningsvis konstateras att dessa bestämmelser om elektronisk underskrift har ett brett tillämpningsområde.

Närmare om elektronisk underskrift i aktiebolagslagen

Som utgångspunkt har en elektronisk underskrift samma rättsliga status som en handskriven signatur och kan därmed ersätta en handskriven underskrift. Elektroniska underskrifter kan generellt sett användas för alla avtal som inte kräver specifika formkrav eller regleringar, såsom exempelvis ett testamente.

I 1 kap. 13 § aktiebolagslagen (2005:551) sägs att en handling som enligt denna lag ska vara undertecknad får, om något annat inte anges, undertecknas med en sådan avancerad elektronisk underskrift som avses i artikel 3 i EU:s förordning om elektronisk identifiering.

I praktiken innebär det att alla handlingar som enligt aktiebolagslagen har ett uttryckligt eller ett underförstått krav på undertecknande, får undertecknas med avancerad elektronisk underskrift. Det följer dock av lagen att undantag från huvudregel ska göras för de fall det särskilt anges. Exempel på sådana undantag i aktiebolagslagen där avancerad elektronisk underskrift inte är tillåten är undertecknande av aktiebrev (6 kap. 3 §) och undertecknande av emissionsbevis, teckningsoptionsbevis samt konvertibler som har getts ut i form av skuldebrev (11 kap. 6 §).

Att undertecknandet ska ske med en sådan avancerad elektronisk underskrift som avses i artikel 3 i EU:s förordning om elektronisk identifiering, betyder att det ställs höga krav på säkerhet och kryptering. Bland annat ska personen som signerar ha identifierat sig på ett unikt sätt. En elektronisk signatur med identifiering genom exempelvis BankID håller denna nivå. Det ska även gå att säkerställa att det inte har skett några förändringar i det elektroniska dokumentet efter underskriften.

Sammanfattningsvis finns idag långtgående möjligheter för bolag att byta ut de handskrivna underskrifterna och i stället använda sig av elektroniska underskrifter. Aktiebolagslagen öppnar upp för att exempelvis låta bolagsstämmoprotokoll och styrelseprotokoll (7 kap. 48 § respektive 8 kap. 24 §) undertecknas genom de nya tjänsterna som tillhandahåller avancerade elektroniska underskrifter.

Underskrift i lagen om allmänna pensionsfonder

Enligt 3 kap. 7 § tredje stycket lagen om allmänna pensionsfonder ska protokoll föras vid styrelsens sammanträden. Protokollet undertecknas av ordföranden och den ledamot som styrelsen utser. Om någon ledamot i samband med beslut anmäler skiljaktig mening, skall denna antecknas i protokollet. Denna bestämmelse avser Första–Fjärde AP-fonderna. Av 5 kap. 6 § lagen om allmänna pensionsfonder framgår att 3 kap. 7 § även gäller för styrelsen i Sjunde AP-fonden.

I sammanhanget kan nämnas att det i motsvarande bestämmelse i lagen om Sjätte AP-fonden (2 kap. 3 §) saknas krav på undertecknande av protokoll från styrelsesammanträden.

Ett införande av en möjlighet för AP-fonderna att underteckna protokoll från styrelsernas sammanträden med avancerad elektronisk underskrift har efterfrågats av fonderna. Möjligheten för fonderna att använda avancerad elektronisk underskrift innebär förenklad administration och hanterar

problem som uppstår när undertecknande parter befinner sig på olika håll. En sådan möjlighet bör därför införas i lagen om allmänna pensionsfonder.

5.1.2 Sekretess vid anställning av verkställande direktör i AP-fonderna

Promemorians förslag: Sekretess ska gälla i ärende om anställning av verkställande direktör i AP-fonderna. En definition av befattningen verkställande direktör införs i lagstiftningen för AP-fonderna.

Skälen för promemorians förslag

Sekretess i vissa anställningsärenden

I juni 2008 tillsatte regeringen en utredning med uppdrag att utreda om det fanns behov av regler om sekretess för uppgifter i ärenden om anställning av myndighetschef. I uppdraget ingick att kartlägga i vilken omfattning som viljan att anmäla intresse för en anställning som myndighetschef påverkas av om uppgifterna, om att den enskilde har anmält intresse för anställningen, blir offentliga (Utredningen om sekretess i ärenden om anställning som myndighetschef). Utredningen redovisade året därpå sina överväganden och förslag i betänkandet Sekretess vid anställning av myndighetschefer (SOU 2009:4).

Utredningen konstaterade i sitt betänkande att det 2008 fanns 206 myndighetschefer vid förvaltningsmyndigheter som lyder omedelbart under regeringen. En kartläggning av utredningen visade att det i en tredjedel av de ärenden då regeringen hade annonserat en anställning som myndighetschef, inte funnits tillräckligt kvalificerade personer bland dem som anmält intresse för anställningen. Vidare framgick där att 24 procent fler av de som skulle kunna vara väl kvalificerade för anställning som myndighetschef, skulle anmäla sitt intresse för en sådan anställning om deras identitet inte röjdes i rekryteringsförfarandet. Mot bakgrund av denna kartläggning föreslog utredningen att det skulle införas en sekretessbestämmelse i ärenden om anställning av myndighetschefer som skulle skydda uppgifter om sökandenas identitet.

En sådan bestämmelse har också införts. Sedan den 1 april 2010 gäller nämligen att sekretess ska gälla i ärende om anställning av myndighetschef vid en förvaltningsmyndighet som lyder omedelbart under regeringen för uppgift som lämnar eller kan bidra till upplysning om en enskild kandidats identitet, om det inte står klart att uppgiften kan röjas utan att den enskilde lider men. Sekretess gäller inte beslut i ärende eller uppgift om den som har fått anställningen. För uppgift i en allmän handling gäller sekretessen i högst tio år (39 kap. 5 b § offentlighets- och sekretesslagen [2009:400]). Dessutom gäller att den tystnadsplikt som följer av den föreslagna sekretessbestämmelsen ska ha företräde framför rätten att meddela och offentliggöra uppgifter.

I förarbetena till denna bestämmelse (prop. 2009/10:56) sägs att det inte är lämpligt att fortsätta att tillämpa ett öppet förfarande i dessa anställningsärenden. I det sammanhanget konstateras även att ett helt slutet

förfarande – som hade förekommit tidigare – inte heller var lämpligt. Det ansågs inte rimligt att tillämpa en ordning som inte ger samtliga tänkbara kandidater möjlighet att anmäla sitt intresse. I de flesta fall är det en mycket svår uppgift att på förhand, utan någon annonsering, identifiera den mest lämpade personen som är intresserad av anställningen. Med ett slutet förfarande riskerar därför en stor grupp av kvalificerade personer att aldrig komma i fråga för anställning. Eftersom det har kunnat konstateras att offentligheten i det nuvarande öppna rekryteringsförfarandet medför att inte tillräckligt många kvalificerade personer anmäler sitt intresse, ansåg regeringen att ett införande av en sekretessbestämmelse för vissa anställningsärenden är väl motiverat.

Vidare konstateras i förarbetena att det är angeläget att vid utformandet av en sekretessbestämmelse säkerställa att så mycket som möjligt av förfarandet förblir öppet och transparent. Offentlighetsprincipen är av mycket stor betydelse för allmänhetens insyn i statsförvaltningen och allmänheten ska i så stor utsträckning som möjligt ha förutsättningar att bedöma att endast sakliga grunder såsom förtjänst och skicklighet beaktats vid en anställning. Varje inskränkning av offentligheten måste mot denna bakgrund alltid övervägas noga. Beslut om anställning av chefer för myndigheter som lyder omedelbart under regeringen är dock av stor strategisk betydelse för regeringens styrning av förvaltningen. Dessa myndigheter ansvarar för verksamhet av nationell karaktär och är av stort intresse för medborgarna. Cheferna för dessa myndigheter har först på senare år rekryterats i ett öppet anställningsförfarande. Regeringen ansåg därför att huvudregeln bör vara att uppgifter om de som har anmält intresse för dessa anställningar bör omfattas av sekretess.

Det anförs vidare i förarbetena att om sekretess även skulle införas i ärenden som avser anställning av chefer för andra myndigheter än de som lyder omedelbart under regeringen, skulle det innebära att den öppenhet som sedan lång tid i de allra flesta fall har gällt i dessa rekryteringsprocesser skulle inskränkas. Regeringen anförde att det dock inte kan uteslutas att behov av sekretess också föreligger vid andra rekryteringar av högre chefer hos såväl statliga som kommunala myndigheter. Med hänsyn till de noggranna överväganden som bör göras vid inskränkningar av öppna rekryteringsförfaranden, ansåg dock regeringen att det vid den tidpunkten saknades tillräckligt underlag för att ta ställning till om en vidare krets av chefer borde omfattas av den föreslagna sekretessbestämmelsen.

Sekretess i ärende om anställning av riksbankschef och vice riksbankschef

Sedan den 1 januari 2023 gäller enligt 39 kap. 5 b § offentlighets- och sekretesslagen att sekretess ska gälla även i ärende om anställning av riksbankschef och vice riksbankschef (prop. 2021/22:41 s. 188 och 189).

Sekretess i ärende om anställning av verkställande direktör i AP-fonderna

Offentlighetsprincipen är av stor betydelse för allmänhetens insyn i statsförvaltningen, bland annat i fråga om anställningsärenden. Allmänheten ska i så stor utsträckning som möjligt ha förutsättningar att

bedöma att endast sakliga grunder såsom förtjänst och skicklighet beaktats vid en anställning. Varje inskränkning av offentligheten måste mot denna bakgrund alltid övervägas noga.

Enligt 3 kap. 9 § lagen om allmänna pensionsfonder ska styrelsen utse en person som ska ha hand om den löpande förvaltningen enligt styrelsens riktlinjer och anvisningar. Denna person ska utses på grundval av sin kompetens att främja fondförvaltningen. Enligt 5 kap. 6 § samma lag ska nyss nämnd bestämmelse även gälla Sjunde AP-fonden. När det gäller Sjätte AP-fonden saknas en motsvarande tydlig bestämmelse. I 2 kap. 5 § lagen om Sjätte AP-fonden finns dock en allmän bestämmelse om att fondens styrelse får uppdra åt enskilda ledamöter eller tjänstemän hos fonden att var för sig eller två eller flera i förening avgöra ärenden som annars ankommer på styrelsens prövning. Vidare att styrelsen ska meddela föreskrifter om den befogenhet som ett sådant uppdrag medför.

I den tidigare reglering som gällde för de dåvarande fondstyrelserna fanns en motsvarande bestämmelse som den sistnämnda. I förarbetena till nu gällande lagstiftning sägs att det i en organisation av AP-fondernas slag är självklart att det måste finnas en person som ansvarar för skötseln av den löpande verksamheten och där konstateras även att samtliga fondstyrelser har utnämnt en verkställande direktör som ansvarar för den löpande verksamheten. Där sägs även att denna ordning bör komma till uttryck i lagen (prop. 1999/2000:46 s. 124). För tydlighetens skull bör nu en definition av befattningen verkställande direktör införas i ovan nämnda bestämmelser.

AP-fonderna har mycket viktiga funktioner i det allmänna pensionssystemet. De är statliga förvaltningsmyndigheter under regeringen som styrs direkt genom lag (se avsnitt 2.5). Samtliga AP-fonder har sedan länge en verkställande direktör anställd – en person att jämställa med en myndighetschef. Denna person – som bör rekryteras ur en grupp av ytterst kvalificerade personer – har rekryterats av styrelsen i ett öppet anställningsförfarande. Under de senaste åren har nya verkställande direktörer rekryterats till Första, Tredje, Sjätte och Sjunde AP-fonderna. Det kan konstateras att offentligheten för dessa anställningsförfaranden har medfört att inte tillräckligt många kvalificerade personer har anmält sitt intresse. Mot den bakgrunden är det av stor betydelse att motsvarande sekretess som gäller vid anställning av myndighetschefer som lyder omedelbart under regeringen ska gälla vid anställning av verkställande direktör i AP-fonderna, dvs. att huvudregeln bör vara att uppgifter om de som har anmält intresse för dessa anställningar bör omfattas av sekretess. Genom förslaget ökas rekryteringsbasen sannolikt avsevärt vid anställning av verkställande direktör och därmed förutsättningarna för att kunna anställa de lämpligaste personerna.

5.2 Ändamålsenlig kompetens i styrelserna

Kapitalförvaltning är en kunskapsintensiv verksamhet och en avgörande faktor för framgång är att kunna attrahera relevant kompetens till såväl styrelse som ledning. Även balansen mellan styrelse och ledning är viktig för att säkerställa en effektiv styrning och informationsutbyte. En

kompetent styrelse och väl definierade och transparenta processer för nominering och tillsättning av ledamöter är således av stor betydelse. Dessa processer ska ha sin grund i specificerade kravprofiler på kandidaterna som är relevanta för AP-fonderna. Över huvud taget är det av väsentlig betydelse att ha kvalificerade och respekterade ledande befattningshavare i organisationen, dvs. ordförande, vice ordförande och verkställande direktör.

5.2.1 Styrelsens roll för en effektiv kapitalförvaltning

AP-fonderna är i någon mening sina egna huvudmän. Styrelserna i buffertfonderna ska därför utforma en strategisk placeringsinriktning efter en analys av pensionssystemets åtagande. En central punkt i den strategi som styrelsen beslutar om är valet av referensportfölj (eller normalportfölj). För att fastställa vilken referensportfölj som ska användas utnyttjas s.k. ALM-analyser (tillgångs- och skuldanalys), där sambandet mellan AP-fondens åtagande och olika investeringsval studeras.

AP-fonderna är även utförare. Styrelsen ska därför också besluta om de riktlinjer som ska gälla för att verkställa strategin. En verksamhetsplan ska fastställas årligen. Denna ska innehålla riktlinjer för placeringsverksamheten och för utövande av rösträtt i enskilda företag, men även en riskhanteringsplan. Riktlinjerna för placeringsverksamheten ska innehålla strategier för hur målen för placeringsverksamheten ska uppnås. Riskhanteringsplanen ska beskriva de huvudsakliga risker som är förenade med placeringsverksamheten och hur dessa risker hanteras. Det ska även finnas interna instruktioner för hantering av dessa risker.

En betydelsefull uppgift för styrelsen är således att uppfylla förvaltningsmandatet genom att fastställa en lämplig investeringsportfölj. En strategisk fråga avser just portföljens risktagande, begränsningar och eventuella förändringar av detta. Beslut om förvaltningsmodell och huruvida kapitalet ska förvaltas internt eller externt, aktivt eller passivt är också frågor för styrelsen att ta ställning till.

Styrelsen är vidare ytterst ansvarig för fonden, vilket innebär att anställa verkställande ledning, säkerställa att god intern styrning finns på plats samt följa upp och kontrollera risker och resultat. Dessutom ska styrelsen fortlöpande arbeta med att ompröva och effektivisera verksamheten. Styrelsen fattar också beslut om ersättningen till ledningen och om den ersättningsmodell som används i organisationen i övrigt.

Det kan helt enkelt konstateras att styrelsens kompetens är en central faktor på vägen mot en effektiv kapitalförvaltning.

Tillsättning av styrelse i AP-fonderna

Enligt nu gällande lagstiftning ska styrelseledamöterna utses av regeringen, varav fyra av nio ledamöter per styrelse i Första–Fjärde AP-fonderna utses efter förslag från arbetsmarknadens parter. I praktiken hanteras styrelserekryteringen av Finansdepartementet eftersom det är finansmarknadsministern som är ansvarig för AP-fonderna och AP-fondslagstiftningen.

Urvalet av styrelseledamöter utgår från en analys av nuvarande styrelses kompetensprofil, kompletterat med en bedömning av framtida utmaningar

och kompetensbehov. Därefter fastställs eventuella rekryteringsbehov. Det finns interna kravprofiler och processer för rekrytering till styrelserna. Kravprofilen ska närmare specificera vilken typ av kompetens som anses vara av betydelse för styrelsen som helhet, för att ge tydliga signaler till redan tillsatta ledamöter och tillfrågade potentiella ledamöter om vilken kompetens de förväntas bidra med.

I lagen om allmänna pensionsfonder anges en möjlig mandattid om tre år medan regeringen, med motivet att det är praxis i andra sammanhang, tillsätter ledamöterna på ett år i taget. I statliga myndigheter är uppdragets sammanlagda längd i regel begränsad till nio år, vilket är något längre än praxis som utvecklats i statligt ägda bolag. För AP-fonderna är bedömningen att en begränsning om cirka åtta år är rimlig (Skr. 2023/24:130 bilaga 1 s. 97).

Risken med ettåriga förordnanden är att oberoendet mot huvudmannen kan ifrågasättas. En fördel med kortare förordnanden är dock att det underlättar omsättning och flexibilitet då det är enklare att inte förnya ett uppdrag än att avsluta uppdraget i förtid. Vid en längre mandattid skulle kriterier för uppsägning av uppdraget behöva tydliggöras.

Styrelsens sammansättning och kompetens

Enligt statens ägarpolicy och principer för bolag med statligt ägande ansvarar styrelsen för bolagets organisation och förvaltningen av bolagets angelägenheter. Vidare följer att styrelsen ska ha hög kompetens som är väl anpassad till bolagets verksamhet, situation och framtida utmaningar. Därtill betonas en stark integritet och att varje enskild ledamot ska kunna göra självständiga bedömningar av bolagets verksamhet. Det är svårt att fastställa det optimala antalet ledamöter. I riktlinjerna anges dock att effektiva styrelser utgörs av sex till åtta personer. AP-fonderna själva betonar i sina policydokument för ägarstyrning att styrelsen inte bör vara för stor.

En styrelse med för få ledamöter riskerar att inte ha nödvändig kompetens medan för många ledamöter leder till svårigheter att fatta beslut.

Lika omtvistat är om styrelsen ska utgöras av en grupp med liknande kunskaper och inriktning, en homogen styrelse eller en styrelse med olika bakgrund och kompetenser, en heterogen styrelse. Förespråkare för en mer homogen styrelse menar att det underlättar beslutsfattandet, medan andra anser att det riskerar likriktning och poängterar i stället att en heterogen styrelse ger fler perspektiv och balans i besluten.

Fondernas styrelser består i dag av nio ledamöter som utsetts på grundval av sin kompetens att främja fondförvaltningen, dvs. kunskap inom områden som är betydelse för fondernas uppgifter (prop. 1999/2000:46 s 126).

Kompetensen i AP-fondernas styrelser kan i viss mån ifrågasätts eftersom dagens investeringsmiljö kräver mer av en kapital-förvaltningsstyrelse än en styrelse med bred samhällsekonomisk kompetens. Det råder i någon mening en obalans i dag mellan styrelse och ledning där styrelsen i vissa fall är i ett resurs- och kompetensmässigt underläge.

Obalans mellan styrelse och ledning kan yttra sig i att styrelsen saknar kompetens och kraft att ifrågasätta ledningen, vilket kan påverka risktagandet för förvaltningen. I någon mån kan en sådan obalans även hämma förändringsbenägenheten, om ledningen saknar en kvalificerad motpart för att utveckla förvaltningen, men också det motsatta; styrelsen får inte gehör för sina idéer hos ledningen.

En önskan om bättre kapitalförvaltningskunskaper i styrelsen får också i huvudsak stöd av fonderna själva. En del av problemet med kompetensförsörjning är dock det stora antalet ledamöter som krävs i systemet. Att hitta 41 kvalificerade ledamöter till buffertfonderna som samtidigt inte får vara i en jävssituation är inte helt enkelt i en, trots allt, liten marknad som den svenska. Dessutom tillkommer problemet med den, i jämförelse med andra liknande uppdrag, relativt låga ersättningen till styrelseledamöterna.

Ledamöterna i nuvarande styrelser får 100 000 kronor årligen i grundersättning, med i vissa fall tillkommande extra inkomster för kommitté och utskottsarbeten. Ordförande och vice ordförande får motsvarande 200 000 kronor respektive 150 000 kronor. Statens riktlinjer för statliga bolag och AP-fonderna förespråkar att arvodena ska vara konkurrenskraftiga men inte ledande. Relativt jämförbara statliga bolag är styrelsearvodet i AP-fonderna lägre. Arvodet i banker och försäkringsbolag ligger dessutom ännu mycket högre.

Risken med ett arvode som uppfattas vara för lågt är att arbetet i den styrelsen prioriteras ned, exempelvis om en ledamot har flera styrelseuppdrag i liknande organisationer med betydligt högre arvode. Flertalet ledamöter vittnar dock om att de inte tagit på sig uppdraget för ersättningens skull utan mer av idealistiska skäl; de vill helt enkelt dela med sig av sina erfarenheter till nytta för pensionssystemet.

I sammanhanget kan också uppmärksammas problemet att ersättningen till styrelsen kan påverka balansen mellan styrelse och ledning. Skillnaden mellan lön till den verkställande direktören och arvodet till styrelsen är större i AP-fonderna än i liknande organisationer, både i statlig och privat regi. En alltför stor skillnad i ersättning mellan styrelse och ledning kan upplevas som ett signalvärde av graden av betydelse för styrelsen och därmed påverka dess förmåga till styrning.

5.2.2 En precisering av det lagstadgade kompetenskravet för styrelseledamöter

Promemorians förslag: Bestämmelsen i lagen om allmänna pensionsfonder om att styrelseledamöter ska utses på grundval av sin kompetens att främja fondförvaltningen, ska preciseras genom att kompletteras med de prioriterade kompetensområdena kapitalförvaltning, finansiell ekonomi, makroekonomi, illikvida tillgångar, hållbarhet, ledarskap, ägarstyrning, pensionssystem och offentlig förvaltning.

Skälen för promemorians förslag: En styrelse för en AP-fond bör, med hänsyn till fondens verksamhet, utvecklingsskede och förhållanden i

övrigt ha en sammansättning som är ändamålsenlig och präglad av mångsidighet och bredd avseende ledamöternas kompetens, erfarenhet och bakgrund. Utifrån AP-fondernas tydliga inriktning och uppgift bör tyngdpunkten i styrelsens sammansättning dock ligga på erfarenhet och kompetens rörande kapitalförvaltning i vid bemärkelse. I det sammanhanget bör särskilt noteras att den investeringsmiljö som AP-fonderna är verksamma i har förändrats över tid. Mest markant är Första–Fjärde AP-fondernas växande innehav i illikvida tillgångar; ett tillgångsslag som idag utgör 25 procent av dessa fonders kapital. I absoluta tal rör det sig om 470 miljarder kronor. Innehavet består främst av investeringar i fastigheter, riskkapital och infrastruktur. Förvaltningen av sådana tillgångar skiljer sig på många sätt åt från förvaltningen av likvida tillgångar.

En styrelse vars arbete präglas av professionalism och kompetens när det gäller kapitalförvaltning kan göra stor skillnad för förvaltningsresultatet. I kapitalförvaltningskompetens ingår kunskap om finansiell ekonomi, makroekonomi och illikvida tillgångar, men även om ansvarsfulla investeringar och ansvarsfullt ägande. Eftersom styrelsen utgör ledningen för respektive AP-fond är det också nödvändigt att det bland styrelseledamöterna finns erfarenhet från och kunskap om offentlig förvaltning, såsom styrning och ledning samt organisationsutveckling. Viktigt är även kunskap om pensionssystemet.

Styrelseledamöter i myndigheter ska alltid utses på grundval av sin kompetens att främja den verksamhet som myndigheten i fråga bedriver. Detta faktum har fått sitt uttryck i lagen om allmänna pensionsfonder där det stadgas att ledamöterna ska utses på grundval av sin kompetens att främja fondförvaltningen (3 kap. 2 § andra stycket lagen allmänna pensionsfonder). Styrelserna i AP-fonderna har en central roll och har att förhålla sig till den nya investeringsmiljön med ett stort inslag av illikvida tillgångar. Ledamöterna behöver ha erfarenhet med tydlig relevans för att kunna nagelfara och ta ställning till fondens verksamhet. Det finns därför anledning att föreslå en prioritering och därmed en precisering av det lagstadgade kompetenskravet. Prioriterade kompetensområden bör enligt vad som anges ovan vara kapitalförvaltning, finansiell ekonomi, makroekonomi, illikvida tillgångar, hållbarhet, ledarskap, ägarstyrning, pensionssystem och offentlig förvaltning. Det bör tydliggöras att det preciserade kompetenskravet rör styrelsen i sin helhet.

5.2.3 Antalet ledamöter i AP-fondernas styrelser

Promemorians förslag: Varje styrelse i Första–Fjärde, Sjätte och Sjunde AP-fonderna ska bestå av högst sju ledamöter.

Skälen för promemorians förslag

Gällande regler om antalet styrelseledamöter

Enligt bestämmelser som gällde före pensionsreformens genomförande 2000/2001, hade första–tredje fondstyrelserna var och en nio ledamöter.

Fjärde och femte fondstyrelserna hade vardera fjorton ledamöter. För varje ledamot i nu nämnda fondstyrelser utsågs en suppleant. Antalet personer i första–femte fondstyrelserna uppgick således till inte mindre än 110, inklusive suppleanter. Sjätte fondstyrelsen bestod däremot av endast fem ledamöter och sjunde fondstyrelsen av sju ledamöter, i båda fallen utan suppleanter.

Vid genomförande av nu gällande regler fördes i huvudsak följande resonemang beträffande styrelsernas sammansättning och utseende av ledamöter (prop. 1999/2000:46 s. 128 och 129).

Där sägs att det höga antalet styrelseledamöter i sig talar för att det finns skäl att överväga om inte en reducering av antalet ledamöter kan bidra till att förbättra effektiviteten i fondstyrelsernas arbete. Det konstateras att det nuvarande systemet har, om man bortser från sjätte och sjunde fondstyrelserna, även visat sig vara tungrott. Förutom ledamöterna är i stor utsträckning också suppleanterna närvarande vid styrelsesammanträdena. Förklaringen till detta finns i den beslutförhetsregel som säger att ett ärende inte får tas upp till behandling om inte såvitt möjligt samtliga ledamöter, eller vid förfall för någon av dem, en suppleant för denne har fått tillfälle att delta i ärendets behandling. För fjärde och femte fondstyrelserna har detta kommit att innebära att så många som 28 ledamöter och suppleanter kan vara närvarande vid styrelsesammanträdena.

Vidare sägs att en styrelse bör, för att utgöra ett effektivt ledningsorgan, inte bestå av alltför många ledamöter. Detta gäller också styrelser inom den statliga förvaltningen, särskilt om det är styrelsen som ensam är ansvarig för verksamheten. En vanlig åsikt är att en från effektivitetssynpunkt optimal styrelse bör bestå av 5–9 personer inklusive eventuella suppleanter. Mot denna bakgrund framstår de befintliga reglerna om fondstyrelsernas storlek som mindre ändamålsenliga. Regeringen ansåg därför att antalet ledamöter och suppleanter i varje fondstyrelse borde begränsas.

Det konstateras vidare i förarbetena att det i den remitterade promemorian görs bedömningen att en lämplig storlek får anses vara att varje styrelse i fortsättningen består av nio ledamöter. Med nio ledamöter möjliggörs en bred förankring hos arbetsmarknadens parter, samtidigt som det ges möjlighet att tillföra styrelserna en bred kompetens inom områden som är av betydelse för verksamheten, utan att antalet kan anses vara så stort att det hämmar effektiviteten. Regeringens ståndpunkt var därför att varje styrelse i fortsättningen skulle bestå av nio ledamöter och att behov av suppleanter saknas. Vidare att av ledamöterna bör två utses efter förslag från organisationer som företräder arbetstagarintressen och två från organisationer som företräder arbetsgivarintressen.

Ett maximalt antal ledamöter i AP-fondernas styrelser?

Styrelserna i Första–Fjärde och Sjunde AP-fonderna ska bestå av nio ledamöter för vardera fonden (3 kap. 1 § första stycket och 5 kap. 6 § lagen om allmänna pensionsfonder). För Sjätte AP-fonden ska styrelsen bestå av fem ledamöter (2 kap. 1 § lagen om Sjätte AP-fonden).

I förarbetena till AP-fondsregleringen anges, som nämnts, att en från effektivitetssynpunkt optimal styrelse bör bestå av fem till nio ledamöter, inklusive eventuella suppleanter. Enligt regeringen skulle nio ledamöter möjliggöra en bred förankring hos arbetsmarknadens parter, samtidigt som det ges möjlighet att tillföra styrelserna en bred kompetens inom områden som är av betydelse för verksamheten utan att antalet kan anses vara så stort att det hämmar effektiviteten.

Enligt statens ägarpolicy och principer för bolag med statligt ägande anges att effektiva styrelser utgörs av sex till åtta personer. En mindre styrelse blir ofta mer effektiv, samtidigt som den då kan vara känslig för bortfall. En större styrelse ger utrymme för en bredare sammansättning av kompetens.

I sammanhanget bör även nämnas att det i föregående avsnitt lämnas förslag på en precisering av kompetenskravet för styrelseledamöter i AP-fonderna. Preciseringen innebär i huvudsak att kunskap om och erfarenhet av kapitalförvaltning i vid bemärkelse prioriteras. Detta för att höja kompetensnivån i styrelserna när det gäller fondernas kärnverksamhet, något som dagens investeringsmiljö kräver. Ett genomförande av det förslaget kommer sannolikt även att leda till en bättre balans mellan styrelse och ledning (se avsnitt 5.2.1).

Det optimala antalet styrelseledamöter i statliga bolag och myndigheter är svårt att fastställa. När det gäller styrelserna i AP-fonderna finns det dock anledning att rikta in sig på relativt små och ytterst kompetenta styrelser. Önskad kompetens får anses framgå generellt i det ovan nämnda, preciserade kompetenskravet, som ytterst gäller för styrelsen i sin helhet. Detta krav bör i praktiken hanteras flexibelt vid tillsättande av styrelseledamöter i respektive fond.

Med beaktande av vad som nu har sagts, bör kravet på styrelseledamöter i AP-fonderna ändras till ett maximalt antal. Varje styrelse i Första–Fjärde, Sjätte och Sjunde AP-fonderna bör lämpligen bestå av högst sju ledamöter.

5.2.4 Nomineringsrätt för arbetsmarknadens parter

Promemorians förslag: Av styrelseledamöterna i Första–Fjärde AP-fonderna nomineras en för varje fond av organisationer som företräder arbetstagarintressen och en för varje fond av organisationer som företräder arbetsgivarintressen.

Skälen för promemorians förslag

Gällande regler om arbetsmarknadens parters nomineringsrätt till styrelseledamöter

Enligt bestämmelser som gällde före pensionsreformens genomförande 2000/2001, utsågs ledamöterna och suppleanterna i samtliga fondstyrelser av regeringen. Flertalet ledamöter i första–femte fondstyrelserna utsågs emellertid efter förslag från arbetsgivar- och arbetstagarorganisationer och andra intressenter på arbetsmarknaden. Tanken med nomineringssystemet var att fondstyrelserna skulle innehålla representanter för de försäkrade

och avgiftsbetalarna, vilka kunde sägas vara intressenter i förhållande till de av styrelserna förvaltade tillgångarna (se prop. 1959:100 s.176). En annan princip var att försäkringstagarna och avgiftsbetalarna vardera skulle ha lika många företrädare bland de ledamöter som utsågs efter förslag. I förordning angavs närmare vilka organisationer som hade rätt att lämna förslag till ledamöter och suppleanter i första–femte fondstyrelserna. För sjätte och sjunde fondstyrelserna gällde inte nomineringssystemet. Där utsåg regeringen samtliga ledamöter utan föregående nominering.

Vid genomförande av nu gällande regler fördes i huvudsak följande resonemang beträffande styrelsernas sammansättning och utseende av ledamöter (prop. 1999/2000:46 s. 126 och 127).

Där sägs inledningsvis att innebörden av de föreslagna placeringsbestämmelserna är att det liksom i dag i allt väsentligt har överlåtits på fondernas styrelser att besluta om sådant som placeringsinriktning, portföljsammansättning, riskprofil och risklimiter. Ansvaret för dessa frågor och fondens verksamhet i övrigt ställer stora krav på styrelsernas kompetens, särskilt i fråga om samhällsekonomi och kapitalförvaltning. Det konstaterades att det mot den bakgrunden finns skäl att försäkra sig om att fondstyrelserna innehar erforderlig kompetens rörande samhällsekonomi, kapitalförvaltning och andra frågor som är av betydelse för medelsförvaltningen och verksamheten i övrigt.

Där nämns även att flera remissinstanser framhåller vikten av att ledamöterna i fondernas styrelser utses på grundval av sin personliga kompetens i fråga om fondförvaltning. Ledamöterna bör därför utses på grundval av sin kunskap inom områden som är av betydelse för fondernas uppgifter. Detta innebär inte att en person måste vara yrkesverksam på kapitalmarknaden för att komma i fråga som styrelseledamot. Det innebär endast att en tilltänkt ledamot bör besitta kunskaper som är till nytta för fondförvaltningen i stort.

Vidare sägs i förarbetena att pensionsavgifterna och pensionsutbetalningarna till stor del kan ses som lönekostnader respektive uppskjuten ersättning för arbete. Arbetsmarknadens parter måste därför anses ha ett stort intresse i fondens förvaltning. AP-fondens organisation har historiskt utformats så att fonden haft en stark anknytning till arbetsmarknaden. Detta har skett genom att organisationerna på arbetsmarknaden har rätt att föreslå ledamöter till fondstyrelserna. Denna ordning får anses ha en stark förankring i samhället och bidrar till att stärka allmänhetens förtroende för AP-fonden. I den remitterade promemorian som föregick propositionen föreslås därför att arbetsmarknadens parter även i framtiden bör ha ett inte oväsentligt inflytande i AP-fonderna. Flera remissinstanser hade från olika utgångspunkter synpunkter på promemorians förslag. Fackliga organisationer ansåg å ena sidan att arbetstagarnas intressen i fondstyrelserna bör stärkas jämfört med promemorians förslag. Arbetsgivarorganisationer och bransch-organisationer inom näringsliv och finansmarknad ansåg å andra sidan att ledamöterna bör utses utan föregående förslag från organisationer som företräder arbetstagar- respektive arbetsgivarintressen.

Regeringen ansåg att det inte fanns skäl att ta bort den sedan tidigare gällande nomineringsrätten. Det konstaterades vidare att för de ledamöter

som föreslås av arbetsmarknadens parter ska gälla samma kompetenskrav som för övriga ledamöter.

En fortsatt nomineringsrätt för arbetsmarknadens parter?

Av styrelseledamöterna i Första–Fjärde AP-fonderna utses fyra ledamöter efter förslag från vardera arbetstagar- och arbetsgivarorganisationer (3 kap. 3 § första stycket lagen om allmänna pensionsfonder). Bland arbetstagarorganisationerna får LO utse fyra ledamöter, TCO tre ledamöter och SACO en ledamot. Bland arbetsgivarorganisationerna får Svenskt Näringsliv utse fyra ledamöter, organisationer som inte är anslutna till Svenskt Näringsliv en ledamot och SKR tre ledamöter (förordningen [2000:209] om ledamöter i styrelserna för Första–Fjärde AP-fonderna).

Rätten att föreslå ledamöter har, som nämnts, motiverats med att arbetsmarknadens parter har ett starkt intresse i AP-fondernas förvaltning eftersom pensionsavgifterna och pensionsutbetalningarna till stor del kan ses som lönekostnader respektive uppskjuten ersättning för arbete. AP-fondernas organisation har därför historiskt utformats så att fonderna haft en anknytning till arbetsmarknaden. I samband med reformen 2000/2001 bedömde regeringen att rätten för arbetsmarknadens parter att nominera ledamöter skulle vara kvar eftersom denna ordning har en stark förankring i samhället och bidrar till att stärka allmänhetens förtroende för AP-fonderna.

I avsnitt 5.2.2 lämnas förslag på en precisering av kompetenskravet för styrelseledamöter i AP-fonderna. Preciseringen innebär i huvudsak att kunskap om och erfarenhet av kapitalförvaltning i vid bemärkelse prioriteras. Detta för att höja kompetensnivån i styrelserna när det gäller fondernas kärnverksamhet, något som dagens investeringsmiljö kräver. I föregående avsnitt sägs, när det gäller styrelserna i AP-fonderna, att det finns anledning att rikta in sig på relativt små och ytterst kompetenta styrelser samt att önskad kompetens får anses framgå generellt av det preciserade kompetenskravet.

Vad som tidigare har sagts om arbetsmarknadens parter har fortsatt relevans. Nomineringsrätten för dessa parter får därför fortfarande anses ha en stark förankring i samhället och bidrar till att stärka allmänhetens förtroende för AP-fonderna. Eftersom det nu föreslås att styrelserna minskas till högst sju ledamöter i varje styrelse, är det emellertid naturligt att även antalet som nomineras till Första–Fjärde AP-fonderna minskas till en för varje fond från arbetstagarsidan och en för varje fond från arbetsgivarsidan. I sammanhanget är det viktigt att påpeka att även dessa nominerade ledamöter behöver ha erfarenhet med tydlig relevans för att kunna analysera och ta ställning till fondens verksamhet, dvs. det nya preciserade kompetenskravet gäller även för dem.

5.2.5 Övriga styrelsefrågor

Promemorians förslag: Om organisationsstrukturen för de göteborgsbaserade buffertfonderna inte ändras, ska kravet på att en

styrelseledamot i Sjätte AP-fonden ska vara bosatta i Sverige tas bort och ersätts av ett krav på svenskt medborgarskap.

Promemorians bedömning: Bestämmelser om att styrelseledamöter i Första–Fjärde och Sjunde AP-fonderna ska vara svenska medborgare, inte får vara underårig eller ha förvaltare, vara i konkurs eller underkastad näringsförbud bör behållas. Även de särskilda jävsbestämmelserna som gäller för dessa AP-fonder bör kvarstå.

Skälen för promemorians förslag och bedömning: I lagen om allmänna pensionsfonder finns, såvitt avser Första–Fjärde AP-fonderna, ett krav på att styrelseledamöterna är svenska medborgare (3 kap. 2 § tredje stycket). Denna bestämmelse och alla övriga bestämmelser i 3 kap. kap. utom den som gäller nomineringsrätten i 3 § första stycket, gäller även Sjunde AP-fonden (se 5 kap. 6 §). Skälet för förstnämnd regels införande är en tidigare bestämmelse i regeringsformen som krävde svenskt medborgarskap för styrelseledamöter i myndigheter under riksdag och regering (dåvarande 11 kap. 9 § tredje stycket). Detta krav gäller dock inte längre (se prop. 2009/10:80). Enligt regeringsformen får dock krav på svenskt medborgarskap uppställas i lag eller enligt förutsättningar som anges i lag (12 kap. 6 §). Ett borttagande av kravet på svenskt medborgarskap för styrelseledamöter även i regelverket för AP-fonderna skulle visserligen kunna ge ett större urval av kandidater och därmed kunna tillföra ett visst bredare perspektiv inom kapitalförvaltningsområdet till styrelserna. En sådan reform har dock inte efterfrågats av AP-fonderna. Det huvudsakliga skälet för detta ställningstagande är att samtliga styrelseledamöter bör ha åtminstone grundläggande kunskaper om det svenska pensionssystemet och om svensk statlig förvaltning. Kravet på svenskt medborgarskap för styrelseledamöterna i Första–Fjärde AP-fonderna bör således kvarstå.

I lagen om Sjätte AP-fonden finns ett krav på att ledamöterna i styrelserna för AP-fonderna ska vara bosatta i Sverige (2 kap. 1 § andra stycket). Ett motsvarande krav saknas i lagen om allmänna pensionsfonder. Detta har rent praktiskt inneburit ett större urval kandidater och i vissa fall har styrelseledamöter förordnats i Första–Fjärde och Sjunde AP-fonderna som inte är bosatta här i landet. Det saknas därför skäl att behålla det nuvarande kravet på att styrelseledamöter i Sjätte AP-fonden ska vara bosatta i Sverige. Av skäl som angetts ovan bör det ersättas av ett krav på svenskt medborgarskap.

I lagen om allmänna pensionsfonder anges att en styrelseledamot inte får vara underårig eller ha förvaltare, vara i konkurs eller underkastad näringsförbud (3 kap. 2 § tredje stycket). Den nuvarande bestämmelsen har sin förebild i aktiebolagsrättsliga bestämmelser. AP-fondsmyndigheterna bedriver inte näringsverksamhet på det sätt som aktiebolag gör. Det är dock även när det gäller myndigheter självklart att en person som är underårig, har förvaltare, är i konkurs eller har näringsförbud inte bör ha ansvar för en myndighets verksamhet genom att sitta i dess styrelse. Bestämmelsen bör ändå, för tydlighetens skull, kvarstå.

AP-fondsmyndigheternas roll som förvaltare av allmänna pensionsmedel ställer stora krav på att de uppbär allmänhetens förtroende. Det är

mot den bakgrunden angeläget att styrelserna är och allmänt uppfattas som oberoende och oförhindrade att fatta beslut i enlighet med pensionssystemets intressen.

Regeringsformen innehåller en allmän regel som slår fast kravet på myndigheternas objektivitet (1 kap. 9 §). Den innebär att domstolar samt förvaltningsmyndigheter och andra som fullgör uppgifter inom den offentliga förvaltningen i sin verksamhet ska beakta allas likhet inför lagen samt iaktta saklighet och opartiskhet.

Jävsregler för statliga myndigheter finns i förvaltningslagen (2017:900). Det etiska motivet för jävsregler är att skapa förtroende för att myndigheten i fråga sköter sina uppgifter på ett objektivt och opartiskt sätt. Reglerna är långtgående genom att omfatta, förutom omständigheter som innebär att den som handlägger ett ärende är direkt eller indirekt berörd, varje särskild omständighet som gör att hans eller hennes opartiskhet i ärendet kan ifrågasättas (16 §).

Förvaltningslagens jävsregler gäller vid handläggningen av ärenden och är inte särskilt anpassad efter de många avtalsfrågor som AP-fonderna har att hantera. I nuvarande lag om allmänna pensionsfonder finns därför särskilda jävsbestämmelser enligt vilka en styrelseledamot inte får handlägga frågor om avtal mellan styrelseledamoten och fonden, mellan fonden och tredje man – om styrelseledamoten i frågan har ett väsentligt intresse som kan strida mot fondens – eller mellan fonden och en juridisk person där ledamoten är firmatecknare (3 kap. 8 §). Dessa särskilda jävsbestämmelser bör kvarstå.

Allmänt sett torde ledamöter med stor erfarenhet av styrelsearbete tillgodose höga krav på kompetens och oberoende. För att säkerställa att det inte föreligger någon risk för lojalitetskonflikter mellan uppdraget och andra intressen är det dock viktigt att regeringen överväger detta noga redan under urvalsprocessen.

Det är en svår balansgång att hitta kandidater som har tillräcklig erfarenhet av kapitalförvaltning och samtidigt inte är verksamma i en annan organisation på sådant sätt att lojalitetskonflikter kan föreligga eller skulle kunna uppstå. Regeringskansliets praxis när det gäller att ta fram kandidater till AP-fondernas styrelser innebär att regeringen undviker att utse personer som är operativt verksamma i en annan kapitalförvaltningsorganisation. Det är framför allt i sådana situationer som det kan finnas risk att förtroendet för ledamotens opartiskhet rubbas. Andra uppdrag av icke-operativ natur torde vara mindre riskfyllda ur förtroendeperspektiv. Regeringen bör alltjämt undvika att utnämna någon till styrelseledamot om det från allmänhetens perspektiv kan uppstå misstanke om att personen skulle ta ovidkommande hänsyn genom att ha ett uppenbart intresse av att AP-fondsmyndigheten agerar på visst sätt, till exempel på grund av engagemang i närliggande och konkurrerande verksamhet. Ledamöterna måste i övrigt förutsättas ha förmågan och omdömet att identifiera jäv när situationen uppstår och agera genom att inte delta i beslut där jäv föreligger.

Riksdagsledamöter eller anställda i Regeringskansliet bör inte ingå i en AP-fondsmyndighets styrelse. Risk för lojalitetskonflikter kan uppstå när frågor som rör aktuell verksamhet ska behandlas eller granskas i riksdagen eller av regeringen. Anställda i Regeringskansliet kan dessutom lätt uppfattas som företrädare för regeringen. En styrelseledamot bör inte

heller ha styrelseuppdrag för flera AP-fonder. Det är dock inte nödvändigt att reglera detta i lag.

5.3 Ett införlivande av Sjätte AP-fonden i buffertfondssystemet

5.3.1 Sjätte AP-fondens historik

År 1984 bildades fem fondstyrelser som fick investera i aktier, de s.k. löntagarfondstyrelserna (prop. 1983/84:50). Löntagarfonderna fick sina inkomster dels från en del av ATP-avgiften, dels från en ny vinstdelningsskatt.

År 1992 avvecklades löntagarfondstyrelserna (prop. 1991/92:36) och tillgångar och skulder fördes över till en nyinrättad avvecklingsstyrelse (Fond 92–94) utanför AP-fonden. Under åren 1992–1994 skiftades nästan samtliga fondmedel (28 miljarder kronor) i avvecklingsstyrelsen ut. Därefter (1996) ombildades avvecklingsstyrelsen till sjätte fondstyrelsen, som i likhet med fjärde och femte fondstyrelserna fick i uppdrag att placera i aktier och andra värdepapper på riskkapitalmarknaden (prop. 1995/96:171). Skillnaden var att sjätte fondstyrelsens placeringsregler gav ökad möjlighet till investeringar i små och medelstora företag. Bakgrunden var att regeringen ville öka det svenska näringslivets tillgång till riskvilligt kapital i syfte att främja tillväxt och sysselsättning. I förarbetena betonades att bristande tillgång till riskkapital kan utgöra en begränsning för expansion inte minst för små och medelstora företag. Det framgick dock inte uttryckligen av lagstiftningen att sjätte fondstyrelsens riskkapital uteslutande skulle riktas till små och medelstora företag.

Till sjätte fondstyrelsen överfördes 10 miljarder kronor från första–tredje fondstyrelserna och återstående 370 miljoner kronor kom från avvecklingsstyrelsen. Sjätte fondstyrelsen ålades inte något krav att fortlöpande bidra till ATP-systemet.

Sjätte AP-fonden kom sedan att lämnas utanför pensionsuppgörelsen och dess mandat slogs fast i lagen (2000:193) om Sjätte AP-fonden. De tidigare reglerna för sjätte fondstyrelsen överfördes i princip oförändrade till denna nya lag. Enligt lagen ska Sjätte AP-fonden, inom ramen för vad som är till nytta för försäkringen för inkomstgrundande ålderspension, förvalta tilldelade medel genom placeringar på riskkapitalmarknaden. Fondmedlen ska placeras så att kraven på långsiktigt hög avkastning och tillfredsställande riskspridning tillgodoses (3 kap. 1 § lagen om Sjätte AP-fonden).

Från den 1 juli 2022 gäller ytterligare ett mål för placeringsverksamheten (prop. 2021/22:146). Det nya målet innebär att fondmedlen ska förvaltas på ett föredömligt sätt genom ansvarsfulla investeringar och ansvarsfullt ägande. Vid förvaltningen ska särskild vikt fästas vid hur en hållbar utveckling kan främjas utan att det görs avkall på det övergripande målet för placeringsverksamheten (3 kap. 1 a §). Det nya målet motsvarar det mål om föredömlig förvaltning som gäller för Första–Fjärde AP-fonderna sedan den 1 januari 2019.

Sjätte AP-fonden ska vidare fastställa närmare mål för sin placeringsverksamhet (3 kap. 1 b §), ha en värdegrund för förvaltningen och riktlinjer för vilka tillgångar som fondmedlen inte bör placeras i (3 kap. 1 c §) samt samverka med Första–Fjärde AP-fonderna när det gäller redovisningen av hur målen om föredömlig förvaltning har uppnåtts (3 kap. 1 d §).

Sjätte AP-fonden har obegränsade möjligheter att investera i onoterade bolag och noterade riskkapitalbolag. Fonden får dock äga maximalt 30 procent av röstetalet i svenska eller utländska bolag vars aktier är upptagna till handel på en reglerad marknad eller en motsvarande marknad utanför EES. När det gäller andra svenska bolag eller riskkapitalbolag som i sin tur investerar i aktier som inte har tagits upp till handel på en reglerad marknad eller en motsvarande marknad (onoterade aktier) finns ingen sådan begränsning (3 kap. 2 §).

Sjätte AP-fondens tidigare ensidiga inriktning mot svenska bolag ersattes 2007 av en möjlighet att placera en andel av fondkapitalet utomlands. Detta kommer till uttryck genom att Sjätte AP-fonden får utsätta högst tio procent av fondkapitalet för valutakursrisk (3 kap. 2 § tredje stycket). I förarbetena sägs att den lägre gränsen, än de 40 procent som gäller för Första–Fjärde AP-fonderna, är motiverad av Sjätte AP-fondens särskilda uppdrag att inrikta verksamheten mot placeringar i Sverige (prop. 2006/07:100 s. 188 och 189).

Fonden har under sin existens genomgått ett antal ledningsbyten i styrelsen och byte av strategi som i huvudsak har berört var tyngdpunkten i verksamheten ska ligga. De första åren lades tyngdpunkten på investeringar i den publika marknaden och exponeringen mot noterade aktier uppgick vid tiden för den kraftiga börsnedgången 2000 till cirka 80 procent av fondkapitalet. Fondens placeringsportfölj utvecklades därefter gradvis till att till övervägande del bestå av investeringar i onoterade bolag, den marknad med vilken termen riskkapitalmarknad numera är entydigt associerad.

Det bör noteras att det i lagtexten inte läggs fast något ansvar för Sjätte AP-fonden att främja svenskt näringsliv. Som framgått ovan pekar dock olika förarbetsuttalanden mot att fonden hade ett särskilt uppdrag att inrikta verksamheten mot placeringar i Sverige. Detta har inneburit att fondens målsättning fram till 2010 har formulerats av styrelsen som att fonden genom sin verksamhet även ska bidra till utvecklingen av det svenska näringslivet. Detta har även påverkat fondens strategi- och investeringsbeslut. Med hänvisning till att lagstöd saknades för en sådan tolkning, renodlades dock fondens formulerade, övergripande målsättning av styrelsen 2011 till att enbart vara att skapa hög avkastning och hålla en tillfredsställande riskspridning genom placering på riskkapitalmarknaden. På så sätt eliminerades även den uppenbara målkonflikten mellan detta mål och det icke-finansiella målet att främja svenskt näringsliv.

Dessutom fattade styrelsen 2011 beslut om en ny strategi som innebar att investeringarna skulle fokuseras mot mogna bolag. Investeringar i tidig fas skulle endast göras indirekt via fonder och i mer restriktiv omfattning än tidigare. Denna strategi har sedan förändrats genom att tidigare direktinvesteringar successivt har ersatts av fond- och saminvesteringar i mer mogna, onoterade bolag.

Sjätte AP-fonden genomför nu i huvudsak två typer av investeringar; fondinvesteringar, där kapitalet investeras i en extern fond som sedan agerar på onoterade marknader, och sidoinvesteringar där AP-fonden oftast, parallellt gör investeringar i den externa fondens portföljbolag. Båda typer av investeringar är således oftast indirekta. Fondinvesteringarna via riskkapitalfonder kategoriseras i sin tur i Buyout, Venture Capital/Growth och Secondaries.[12] Av investeringsverksamhetens förvaltade kapital 2023 omfattade Buyout-segmentet 79 procent (även sidoinvesteringar ingår inom denna kategori), Venture Capital/Growth 13 procent och Secondary 4 procent. Fonden investerar globalt med 12 procent exponering mot Sverige, 11 procent mot övriga Norden, 44 procent mot Europa, 31 procent mot USA och 2 procent mot övriga världen.

Sjätte AP-fondens kapital hade vid årsskiftet 2023/2024 vuxit från 10,4 miljarder vid starten 1996 till 70,7 miljarder kronor.

Som jämförelse kan nämnas att Andra AP-fondens portfölj är en totalportfölj med noterade aktier, räntebärande tillgångar och alternativa tillgångar; sistnämnd kategori i huvudsak bestående av illikvida tillgångar. De illikvida tillgångarna består av fastigheter, riskkapitalföretag, infrastruktur, skog och onoterade krediter. Fondkapitalet hade vid årsskiftet 2023/2024 vuxit från 130 miljarder vid pensionsreformen 2000/2001 till 426 miljarder kronor.

5.3.2 Hur kan Sjätte AP-fondens verksamhet och kapital föras över till Andra AP-fonden?

Promemorians förslag: Sjätte AP-fonden ska avvecklas och dess verksamhet och kapital ska föras över till Andra AP-fonden. Begränsningsregeln för Första–Fjärde AP-fondernas investeringar i illikvida tillgångar ska ändras så att fonderna får investera i illikvida tillgångar som vid investeringstillfället uppgår till högst 45 procent av fondkapitalet.

Promemorians bedömning: En av regeringen utsedd kommitté ska tillsättas som ges i uppdrag att genomföra den nya organisationen.

Skälen för promemorians förslag och bedömning

Inledning

Av uppdragsbeskrivningen framgår att utredaren ska utreda hur Sjätte AP-fonden på lämpligt sätt kan integreras i buffertfondssystemet, 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 i Göteborg, analysera och föreslå

[12] *Buyout* avser investeringar i mogna bolag. *Venture Capital/Growth* avser investeringar i bolag i tidig utvecklings- och tillväxtfas som har en relativt högre risknivå. *Secondary* avser andrahandshandel med av andra investerare redan ingångna investeringsavtal.

övergångsregler för ett eventuellt verkställande av en konsolidering och analysera konsekvenserna av en konsolidering för placeringsreglerna och vid behov föreslå förändringar.

I detta avsnitt analyseras och föreslås hur Sjätte AP-fondens verksamhet och kapital kan överföras till Andra AP-fonden och därmed integreras i buffertfondsystemet.

I avsnitt 5.3.3 lämnas ett alternativt förslag på hur Sjätte AP-fonden på ett annat lämpligt sätt kan integreras i buffertfondssystemet. Förslaget bygger på förutsättningen att den nuvarande organisationsstrukturen inte ändras.

Tidigare överväganden beträffande en sammanslagning av Sjätte AP-fonden och Andra AP-fonden

Som framgått ovan ingick inte Sjätte AP-fonden i pensionsöverenskommelsen. Sjätte fondstyrelsen kvarstod i princip oförändrad när det nuvarande regelverket för AP-fonderna tillkom i samband med genomförandet av pensionsreformen som trädde i kraft 2000 och 2001. Fondstyrelsen bytte namn till Sjätte AP-fonden, men reglerades i stort sett på samma sätt som tidigare, men nu i lagen (2000:193) om Sjätte AP-fonden. Detta innebär att Sjätte AP-fonden inte fullt ut har inordnats i pensionssystemet.

I ett remissyttrande över den promemoria[13] som låg till grund för reformen föreslog sjätte fondstyrelsen att den skulle bygga upp den nya fjärde buffertfonden inom ramen för sin organisation. I propositionen sägs dock att de nya föreslagna buffertfonderna (Första–Fjärde AP-fonderna) är konstruerade som blandfonder och att den specialistfunktion inriktad mot onoterade aktieinnehav som sjätte fondstyrelsen innehar bör kvarstå. En sammanvävning av två olika mandat som sjätte fondstyrelsen respektive buffertfonderna representerar bedömde regeringen därför inte som lämplig. Dels skulle de nuvarande verksamheternas fokus riskera att tappas, dels skulle utvärderingen gentemot övriga buffertfonder försvåras (prop. 1999/2000:46 s. 120 och 121).

I Buffertkapitalutredningens betänkande, som lämnades i augusti 2012, ingår förslag om att inrätta en ny myndighet, Premiereservstyrelsen, som skulle administrera och förvalta pensionsreservfonden. Ansvaret för förvaltningen av fondens kapital skulle ligga inom Premiereservstyrelsen, men på tre oberoende och självständiga fondstyrelser med identiska mandat. Tillgångarna i Första–Fjärde AP-fonderna och Sjätte AP-fonden skulle utgöra kapitalet i pensionsreservfonden. I en föreslagen övergångsregel stadgas att de medel som vid ett fastlagt datum förvaltas av Sjätte AP-fonden ska föras över till Premiereservstyrelsen, för att sedan värdemässigt fördelas lika mellan de tre fondstyrelserna.

Den utredningen föreslår vidare att gällande kvantitativa riktlinjer för förvaltningen av AP-fonderna ska ersättas med en aktsamhetsprincip. Det är därför upp till var och en av fondstyrelserna att välja investeringsinriktning inom ramen för Pensionsreservstyrelsens mandat. Fondstyrelserna får därmed möjlighet att själva ta ställning till om olika

[13] AP-fondernas organisation och placeringsregler i det reformerade pensionssystemet (Ds 1999:38).

typer av riskkapital ska vara en del av portföljen. Sjätte AP-fonden bedöms därför som överflödig (se SOU 2012:53 s. 404).

I promemorian Nya regler för AP-fonderna (Ds 2015:34) föreslås att buffertkapitalet delas upp i tre AP-fonder som var och en förvaltas av en AP-fondsmyndighet: Första, Andra respektive Tredje AP-fondsmyndigheten. Det föreslås att en ny huvudman för förvaltningen av buffertkapitalet inrättas. Huvudmannen ska vara en nämndmyndighet, AP-fondsnämnden, med Pensionsmyndigheten som värdmyndighet. AP-fondsmyndigheterna ska även vara skyldiga att samverka när det gäller förvaltning av onoterade tillgångar i syfte att ta tillvara stordriftsfördelar. Inom Andra AP-fondsmyndigheten, till vilken Sjätte AP-fondens tillgångar och förpliktelser föreslås föras, ska AP-fondsmyndigheterna samverka när det gäller förvaltning av onoterade tillgångar. Samverkan ska ske med utgångspunkt i ett kompetenscenter.

Finns det behov av en specialistfond inriktad på riskkapitalinvesteringar?

Vid pensionsreformen 2000/2001 gjordes bedömningen att det då och även fortsättningsvis fanns behov av en AP-fond med en specialistfunktion inriktad mot investeringar på riskkapitalmarknaden. Som framgått ovan befarades att verksamhetens fokus för denna specialistfunktion riskerade att tappas om verksamheten överfördes till en av de i reformen skapade blandfonderna (Första–Fjärde AP-fonderna). Ett annat skäl var att utvärderingen av dessa tillskapade blandfonder skulle försvåras vid en konsolidering.

Detta ställningstagande fick som konsekvens att för Sjätte AP-fonden fastställdes ett mål för placeringsverksamheten som skiljer sig från motsvarande mål för Första–Fjärde AP-fonderna. Sjätte AP-fonden ska, inom ramen för vad som är till nytta för försäkringen för inkomstgrundad ålderspension, förvalta anförtrodda medel genom placeringar på riskkapitalmarknaden. Fondmedlen ska placeras så att kraven på långsiktig hög avkastning och tillfredsställande riskspridning tillgodoses. Målet motsvarar i huvudsak det som gällde för sjätte fondstyrelsen.

Även för Första–Fjärde AP-fonderna gäller att medlen ska förvaltas på sådant sätt att de blir till största möjliga nytta för försäkringen för inkomstgrundad ålderspension. För dessa AP-fonder gäller däremot att den totala risknivån i fondernas placeringar ska vara låg och att fondmedlen, vid vald risknivå, ska placeras så att långsiktigt hög avkastning uppnås. I motsats till Sjätte AP-fonden som är sluten, ska Första–Fjärde AP-fonderna i sin placeringsverksamhet dessutom ha nödvändig beredskap för att kunna överföra medel till Pensionsmyndigheten.

För såväl Sjätte AP-fonden som Första–Fjärde AP-fonderna gäller vidare att de ska förvalta fondmedlen på ett föredömligt sätt genom ansvarsfulla investeringar och ansvarsfullt ägande, utan att det görs avkall på övriga mål för placeringsverksamheten.

När nu frågan om behovet av en specialistfond inriktad på riskkapitalinvesteringar analyseras på nytt, 24 år senare, har mycket hänt. Investeringsmiljön som AP-fonderna är verksamma i har förändrats över tid och 2019 gjordes stora förändringar av placeringsreglerna för Första–

Fjärde AP-fonderna. Den största förändringen av dessa regler var att Första–Fjärde AP-fondernas innehav i illikvida tillgångar får uppgå till högst 40 procent av fondens värde (4 kap. 8 § lagen om allmänna pensionsfonder). Från den tidigare begränsningen av innehavet av onoterade värdepapper om högst 5 procent samt placeringar i onoterade fastighetsaktier och andra andelar i företag som hade till huvudsakligt syfte att äga och förvalta fast egendom eller tomträtt (fastighetsbolag).

I övrigt finns följande begränsningar för denna allokering i lagen om allmänna pensionsfonder. Investeringar i onoterade aktier eller andra andelar får endast ske genom fonder, fastighetsbolag (dvs. bolag som har till huvudsakligt ändamål att äga eller förvalta fast egendom eller tomträtt) eller riskkapitalföretag (dvs. företag som har till huvudsakligt ändamål att äga och förvalta sådana aktier eller andra andelar), 4 kap. 8 a §, första stycket. Första–Fjärde AP-fonderna får dock förvärva eller inneha aktier eller andelar i ett onoterat företag om en fond som AP-fonden förvärvar eller innehar aktier eller andelar i också förvärvar eller innehar aktier eller andra andelar i företaget (sidoinvestering), 4 kap. 8 a §, andra stycket.

Första–Fjärde AP-fonderna får inte inneha så många aktier eller andra andelar i ett företag att röstetalet för dem överstiger 10 procent eller beträffande onoterade riskkapitalföretag, 35 procent av röstetalet för samtliga aktier eller andra andelar i företaget (4 kap. 9 § första stycket). Undantag från denna begränsningsregel gäller i huvudsak för aktier eller andra andelar i onoterade fastighetsbolag (4 kap. 9 § andra stycket 1).

En annan aspekt som har förändrat förutsättningarna för AP-fondernas verksamhet är deras samarbeten. På eget initiativ samarbetar fonderna i både kostnads- och investeringsfrågor. Här bör särskilt nämnas Första–Fjärde AP-fondernas gemensamägda dotterbolag (saminvesteringar). Första–Fjärde AP-fonderna äger med lika delar fastighetsbolaget Vasakronan. De äger också sedan 2021 med lika delar investeringsbolaget 4 to 1 Investments. Målet för sistnämnt bolag är att genomföra storskaliga investeringar i onoterade svenska eller nordiska bolag med påvisbar positiv samhällspåverkan. Bolaget har 2021 genomfört en investering i batteritillverkaren Northvolt på 3,4 miljarder kronor och därefter gjort mindre tilläggsinvesteringar i samma bolag. Noterbart är att detta är bolagets enda investering. Första, Tredje och Fjärde AP-fonderna samäger dessutom sedan 2019 med lika delar Polhem infra; ett bolag med målsättning att genomföra investeringar och långsiktigt förvalta onoterade infrastrukturtillgångar i Norden. Investeringar har gjorts i tre bolag inom områdena fjärrvärme, vindkraft och datainfrastruktur.

Dessa förändringar har inneburit att andelen illikvida tillgångar har ökat från ca 15 procent (2012) till ca 25 procent av Första–Fjärde AP-fondernas samlade buffertkapital. I absoluta tal motsvarar det en ökning från ca 150 miljarder till 470 miljarder kronor.

Nedan följer en kort sammanställning över Första–Fjärde AP-fondernas investeringar i illikvida tillgångar 2023, separat för varje fond.

Första AP-fonden: Andelen illikvida tillgångar var 23 procent. Investeringarna omfattade 105 miljarder kronor, varav 64,5 miljarder kronor i fastigheter, 31,5 miljarder i riskkapital och 9,0 miljarder kronor i infrastruktur.

Andra AP-fonden: Andelen illikvida tillgångar var 32 procent. Investeringarna omfattade 135 miljarder kronor, varav 46,3 miljarder

kronor i fastigheter, 52,6 miljarder kronor i riskkapital, 9,2 miljarder kronor i infrastruktur, 21,6 miljarder kronor i skog och 4,8 miljarder i onoterade krediter.

Tredje AP-fonden: Andelen illikvida tillgångar var 31 procent. Investeringarna omfattade 154 miljarder kronor, varav 81,1 i fastigheter, 36,1 miljarder kronor i riskkapital, 21,5 miljarder kronor i infrastruktur, 13,9 miljarder kronor i skog och 1,4 miljarder kronor i onoterade krediter.

Fjärde AP-fonden: Andelen illikvida tillgångar var 19 procent. Investeringarna omfattade 93 miljarder kronor, varav 45,6 miljarder i fastigheter, 11,2 miljarder kronor i riskkapital, 12,2 miljarder kronor i onoterade krediter och 24 miljarder kronor i infrastruktur.

I avsnitt 5.3.1 beskrivs Sjätte AP-fondens historik. Från en tyngdpunkt under sjätte fondstyrelsens tid mot noterade aktier, utvecklades placeringsportföljen gradvis till att huvudsakligen bestå av investeringar i onoterade bolag. Från 2011 fokuseras investeringarna mot mogna bolag. Investeringar i tidig fas skulle endast göras indirekt via fonder och i mer restriktiv omfattning än tidigare. Strategin har senare utvecklats genom att tidigare direktinvesteringar successivt har ersatts av fond- och sidoinvesteringar i mer mogna, onoterade bolag.

Värt att särskilt notera i sammanhanget är att av investeringsverksamhetens förvaltade kapital 2023 omfattade Buyout-segmentet, dvs. investeringar i mogna bolag, 79 procent, varav fondinvesteringar 43 procentenheter och sidoinvesteringar 36 procentenheter. Uppmärksammas bör även att Sjätte AP-fonden, i motsats till Första-Fjärde AP-fonderna, har obegränsade möjligheter att investera i onoterade bolag och noterade riskkapitalbolag (3 kap. 2 § lagen om Sjätte AP-fonden).

Sammanfattningsvis kan sägas att Sjätte AP-fonden investerar i onoterade aktier (onoterade bolag) genom fondinvesteringar, där kapitalet investeras i en extern fond som agerar på onoterade marknader och sidoinvesteringar, där AP-fonden oftast, parallellt gör investeringar i den externa fondens portföljbolag. Första–Fjärde AP-fonderna investerar, som tydligt framgått, betydligt bredare i illikvida tillgångar och med en delvis annan inriktning än Sjätte AP-fonden. Investeringar i onoterade aktier utgör fortsatt en liten del av den totala investeringen i illikvida tillgångar för Första–Fjärde AP-fonderna. Det kan dock konstateras att de placeringsregler som gäller för Första–Fjärde AP-fonderna inte skulle hindra dessa fonder från att bedriva en i huvudsak, motsvarande investeringsverksamhet som Sjätte AP-fonden nu bedriver.

Värt att notera är dock att det mål som gäller för Första–Fjärde AP-fondernas placeringsverksamhet innebär att dessa fonder ska skapa en tillgångsportfölj som har en tillräckligt hög risk så att den resulterande förväntade avkastningen på fondkapitalet bidrar till att balanstalet i inkomstpensionssystemet överstiger 1, samtidigt som risken inte är så hög att den i stället ökar sannolikheten för automatisk balansering. Förväntad avkastning ska således vägas mot risk, med utgångspunkt i utgående pensioner. Risken vid en given nivå av förväntad avkastning bör sedan minskas genom diversifiering mellan olika tillgångsslag.

Utgångspunkten för Sjätte AP-fondens mål för placeringsverksamheten är däremot att det inte föreligger något krav på att den fonden ska ha nödvändig beredskap för att överföra medel till Pensionsmyndigheten. Kopplingen till inkomstpensionssystemet är även mindre direkt genom att

det endast stadgas att fonden ska investera på riskkapitalmarknaden, inom ramen för vad som är till nytta för det systemet. Dessutom krävs en långsiktigt hög avkastning och tillfredsställande riskspridning för de medel som Sjätte AP-fonden disponerar över.

Sjätte AP-fonden har, sedan strategin ändrades 2011, varit betydligt mer framgångsrik i sin investeringsverksamhet än under tiden dessförinnan. Som framgått har å andra sidan investeringsmiljön för Första–Fjärde AP-fonderna genomgått betydande förändringar. Frågan om det även fortsättningsvis finns behov av en AP-fond med en specialistfunktion inriktad mot riskkapitalinvesteringar får därför nu anses betydligt mer mångfasetterad.

Mot bakgrund av vad som ovan har redovisats, kan det återigen konstateras att möjligheten att bedriva den verksamhet som Sjätte AP-fonden gör även skulle kunna bedrivas som en del av Andra AP-fonden. Frågan är nu snarare om det fokus på riskkapitalverksamhet som Sjätte AP-fonden har skulle riskera att förloras vid en konsolidering. Sistnämnd fonds verksamhet är ju till nytta för inkomstpensionssystemet på ett annat sätt, närmast som en extra buffert i systemet. Uppmärksammas bör även i sammanhanget att målet för placeringsverksamheten för Andra AP-fonden begränsar möjligheten för den fonden att kraftigt öka andelen riskkapital i portföljen. Andra AP-fonden skulle helt enkelt inte långsiktigt kunna bedriva riktigt samma omfattande riskkapitalverksamhet som Sjätte AP-fonden nu bedriver. Inom ramen för gällande placeringsrestriktioner och med hänsyn till målet för verksamheten, är det nämligen lämpligt för Andra AP-fonden att ha en större diversifiering inom hela tillgångsslaget illikvida tillgångar än den mycket stora koncentration av riskkapital som skulle bli följden av en konsolidering med Sjätte AP-fonden. Andra AP-fonden hade vid utgången av 2023 ca 52,6 miljarder kronor investerat via fonder i riskkapital. Sjätte AP-fonden hade vi samma tid 67.7 miljarder kronor investerat i portföljen. Frågan om en eventuell förändring av det generella förvaltningsmandatet för Första–Fjärde AP-fonderna – dvs. i detta fall behovet av ändrade placeringsregler till följd av konsolideringen – behandlas nedan.

Avslutningsvis kan noteras att syftet med att behålla en specialistfond för riskkapitalinvesteringar vid tiden för pensionsreformen var att Sjätte AP-fonden långsiktigt skulle bidra genom ytterligare riskspridning i förhållande till Första–Fjärde AP-fondernas stora innehav av börsnoterade och omsättningsbara tillgångar och på så sätt medverka till en god avkastning i förhållande till risk för det samlade buffertkapitalet, dvs. systemet som helhet. Denna roll har påtagligt minskats genom att den totala andelen noterade aktier i Första–Fjärde AP-fondernas portföljer har sjunkit kraftigt över tid och uppgår, per december 2023, till mellan 37,5 och 52,7 procent (i genomsnitt ca 46 procent). När det gäller illikvida tillgångar har utvecklingen gått i motsatt riktning. Andelen var 2023 25,9 procent i genomsnitt av fondkapitalet i Första–Fjärde AP-fonderna. I sammanhanget bör dock särskilt noteras att andelen onoterade aktier var vid denna tid endast 7 procent i genomsnitt av fondkapitalet i dessa fonder.

För att frågan om det är lämpligt att bevara Sjätte AP-fonden som en specialistfond för riskkapitalinvesteringar eller om en konsolidering med Andra AP-fonden är att föredra ska kunna besvaras på ett adekvat sätt, krävs dock även en analys av positiva kvalitativa effekter, besparings-

potential, omställnings- och transaktionskostnader, risker och alternativkostnader vid en sådan konsolidering. En sådan analys görs nedan.

Effekterna av att Sjätte AP-fondens verksamhet och kapital förs över till Andra AP-fonden

Positiva kvalitativa effekter – stärkt förvaltningsverksamhet

En uppenbar fördel med att placera Sjätte AP-fondens riskkapitalverksamhet i en större kontext är att den löpande likviditeten som krävs kan vara placerade i avkastande tillgångar på ett annat sätt än vad som är möjligt för Sjätte AP-fonden som en egen, stängd fond. För att på ett effektivt sätt kunna investera i onoterade aktier, särskilt genom riskkapitalfonder, krävs nämligen att investeraren både har tillgång till likviditet för att löpande göra investeringar och samtidigt ha förutsättningar att investera det kapital som fonden erhåller från avkastningen på sina investeringar. Valutasäkring av investeringarna i onoterade aktier underlättas på motsvarande sätt och blir mindre kostsam (se närmare i konsekvensanalysen, avsnitt 7.1.2).

Vad gäller riskkapitalverksamheten kan det också finnas en betydande kostnadsfördel att vara en stor investerare. Ett samlat, betydligt högre kapital i de fonder som väljs ut, ger en större förhandlingsförmåga som kan ge lägre förvaltningsavgifter och bättre tillgång till attraktiva sidoinvesteringar.

En konsolidering skulle dessutom kunna ge utrymme för ökade resurser inom vissa, centrala enheter inom investeringsverksamheten. Även andra områden skulle kunna stärkas. Sjätte AP-fonden har en liten och slimmad organisation och det skulle vara positivt att ha tillgång till interna resurser på områdena för regelefterlevnad, riskkontroll, IT-säkerhet, etcetera. Detta skulle i förlängningen stärka förvaltningsverksamheten.

En större organisation med en bredare verksamhet skulle också skapa attraktiva roller och leda till förbättrade möjligheter att rekrytera personal med rätt kompetens och driv.

Hur den, på detta sätt stärkta verksamheten, skulle påverka avkastningen är dock mycket svårt att kvantifiera.

Besparingspotential

AP-fonderna kan redan idag sägas vara kostnadseffektiva var för sig, och det framhålls ofta att de har en låg kostnad jämfört med jämförbara internationella pensionsfonder. I fallet med Andra- och Sjätte AP-fonderna – med sinsemellan väldigt olika verksamheter – är kostnadssynergierna vid en konsolidering däremot inte alltid uppenbara.

Det finns dock viss besparingspotential i lägre samlade kostnader för direkta informationstjänster, IT-relaterade produkter eller tjänster och övrig administration. Mer uppenbara besparingar är den dubbla kostnaden för verkställande direktör och styrelse. Resurser skulle också kunna frigöras då det endast behövs en hållbarhetschef, en kommunikationsansvarig och i förlängningen en HR-funktion.

Hur stora de långsiktiga kostnadsbesparingarna skulle kunna bli är inte helt lätt att fastställa. Uppskattningar av dessa besparingar görs i konsekvensanalysen (avsnitt 7.1.2).

Det är viktigt att understryka att det kan ta tid innan samtliga kostnadsbesparingar kan realiseras. Tidsutdräkten beror på längden och komplexiteten i de olika avtal som behöver hanteras. En hel del avtal kan sägas upp, medan många andra behöver omförhandlas. Full effekt av en konsolidering uppnås först då samtliga avtal löpt ut.

En konsolidering är dock även förknippad med en rad *kostnader*. Dessa kan delas in i engångs-, övergångs- och avvecklingskostnader samt i transaktionskostnader.

Engångs-, övergångs- och avvecklingskostnader

Det finns som nämnts besparingspotential när det gäller överlappande personella resurser. På motsvarande vis är engångskostnader för övertalig personal en av de största kostnadsposterna.

En annan engångspost är omställningskostnader för lokaler, i förväg uppsagda avtal, flytt mm. Sjätte AP-fonden har sedan många år ett litet kontor i Stockholm, vilket betraktas som avgörande för verksamheten. Det är främst fråga om rekryteringsskäl och närhet till internationella motparter på resa.

Utöver omställningskostnader för personal och lokaler, finns engångskostnader för i förväg uppsagda avtal, dvs. licenser, system och andra kontraktsförbindelser. Många av dessa löper med avtalstider om högst ett år. Även om listan över de typer av omställningskostnader som kommer att uppstå i samband med en konsolidering är förhållandevis okontroversiell, är det svårt att göra de kvantitativa kostnadsuppskattningarna. Uppskattningar av dessa kostnader görs i konsekvensanalysen (avsnitt 7.1.2).

Transaktionskostnader

Under en konsolidering kommer omfattande portföljtransformationer att behöva genomföras, vilket kan leda till betydande transaktionskostnader. Hur stora dessa blir beror på en mängd faktorer: hur flytt av tillgångarna sker, hur tillgångarna som flyttas skiljer sig från önskad allokering hos den mottagande fonden, hur snabbt omallokeringen sker och hur stora avvikelser i allokeringen till onoterade tillgångar som accepteras.

Sjätte AP-fondens investeringar består – utöver likviditetsförvaltningen – enbart av onoterade innehav i bolag och riskkapitalfonder. Bolagsform och jurisdiktion varierar. Det är svårt att avyttra onoterade investeringar i förtid utan att förstöra värden. I det följande fokuseras därför på överföring av tillgångar, vilket kan vara väl så komplext.

Varje överföring kommer att behöva hanteras individuellt i samarbete med övriga delägare/förvaltare. Varje enskild transferering kommer att innebära juridiska överväganden och omfattande arbete – internt och externt – av juridiska resurser samt administrativt arbete av Backoffice. Normalt krävs godkännande från förvaltare/motparter för att flytta varje tillgång. En uppskattning av de externa kostnaderna görs i konsekvensavsnittet (avsnitt 7.1.2).

Till dessa externa kostnader ska läggas interna resurser som krävs hos ägaransvariga, jurister och Backoffice. Härtill kommer sannolikt relativt stora kostnader för mer generella skattemässiga överväganden kring hur ägandet bäst ska struktureras för framtiden där extern internationell skatteexpertis i ett antal jurisdiktioner – inte minst USA –behöver anlitas. För att begränsa de totala kostnaderna kan man överväga att avstå från att överföra tillgångar där avtalet kommer att upphöra i närtid, men även när en fond närmar sig likviditetstidpunkten.

Det bör noteras att vissa tillgångar kan visa sig omöjliga att transferera till någon annan enhet, beroende på att erforderliga godkännanden inte inkommer eller på grund av skatteskäl, där en transferering kan resultera i mycket stora skattekostnader. Att samtliga innehav inte kan överföras kommer att leda till en administrativt tung ”legacy-portfölj” som kommer att behöva hanteras.

Sammantaget visar ovanstående att det kommer att vara mycket komplicerat, resurskrävande och kostsamt att överföra Sjätte AP-fondens specifika portfölj. Det kan vidare konstateras att de direkta kostnaderna kopplade till en konsolidering skulle kunna uppgå till flera gånger den årliga besparingspotentialen. Genom att avstå från att överföra tillgångar där avtalet kommer att upphöra i närtid kan transaktionskostnaderna begränsas betydligt och de direkta kostnaderna förknippade med en konsolidering skulle närma sig den årliga besparingspotentialen, med de mest positiva antagandena. Denna möjlighet kan öppnas genom att regeringen kan bestämma att vissa tillgångar ska förvaltas avskilt från övriga tillgångar och avvecklas av mottagande myndighet. En uppskattning av kostnader och besparingspotential görs i avsnitt 7.1.2.

Det finns dessutom en rad *risker* förknippade med konsolideringsprocessen. Det handlar om följande.

Personalrisker

En lång och tidvis osäker process riskerar att leda till kompetensflykt och svårigheter att attrahera ny och nödvändig kompetens. Sjätte AP-fonden har redan förlorat personal, och har svårt – eller har avstått från – att rekrytera ersättare. Detta kan leda till operationella risker för såväl den pågående verksamheten som för själva konsolideringen. För att minska dessa risker kan det vara påkallat att formulera riktade insatser för att säkra viktiga nyckelpersoners medverkan under omställningsprocessen. Nyckelpersoner återfinns bland dem med kärnkompetens inom kapitalförvaltningen, Backoffice, IT och juridik.

Kompensationspaket för att behålla nyckelkompetenser kan bestå av befattningstillägg under transitionsperioden eller en ”stay-on” i form av en engångsersättning vid transitionsperiodens slut.

I sammanhanget kan även nämnas att i 6 b § lagen (1982:80) om anställningsskydd (LAS) finns bestämmelser om övergång av verksamhet. Innebörden av dessa bestämmelser är att om det är identitet i den verksamhet som går över från en arbetsgivare till en annan, går också anställningsavtalen i dess lydelse vid övertagandetidpunkten för de arbetstagare som hör till den överlåtna verksamheten över på den nya arbetsgivaren. För att de bestämmelserna ska vara tillämpliga krävs att det

har skett ett arbetsgivarbyte. På det statliga området sker ett arbetsgivarbyte om verksamhet går över från en myndighet till en annan.

I den här aktuella situationen innebär det anförda att Sjätte AP-fondens verksamhet övergår till Andra AP-fonden. En överföring av tillgångar från Sjätte AP-fonden till Andra AP-fonden bör ske först i samband med att Sjätte AP-fonden upphör med sin verksamhet. Då sker även ett arbetsgivarbyte (se i övrigt i Övergångsfrågor och ikraftträdande, avsnitt 6).

Marknadspåverkan

Det kan finnas risk för marknadspåverkan när portföljer avvecklas och integreras. Dessa risker är mindre för Sjätte AP-fondens internationella riskkapitalportfölj. En tillräcklig implementeringshorisont och gradvis integrering begränsar den risk för negativ marknadspåverkan som möjligen finns och minskar också värdeförlusten.

Särskild uppmärksamhet kommer dock att krävas vid avveckling av en eventuell valutabok för prispåverkan på den svenska kronan. Det kan finns skäl att informera Riksbanken om implementering i god tid före avvecklingen. Under genomförandet kan också löpande information behöva ges.

Avslutningsvis bör pekas på att de största riskerna med en konsolidering är en förlust av mjuka värden och de betydande operationella riskerna som kan påverka avkastningen.

Alternativkostnader

Det är av naturliga skäl mycket svårt att kvantifiera alternativkostnaden i form av förlorad avkastning, men man kan konstatera att endast en liten påverkan på förvaltningsresultatet innebära mycket stora belopp (se exempel i konsekvensanalysen, avsnitt 7.1.2).

En brist på fokus under övergångsperioden och ett tapp av nyckelpersoner kan leda till minskad avkastning. Påtvingade avbrott i investeringsverksamheten och ett icke-konsekvent agerande kan vidare få negativ påverkan på möjligheter att få investera i attraktiva sidoinvesteringar, och därmed hämma portföljens framtida utveckling, etcetera.

En ännu större alternativkostnadsfråga är dock, som tidigare nämnts, den framtida andelen av onoterade aktier i den totala buffertfondsportföljen. Sjätte AP-fonden har ett unikt mandat med en verksamhet som är helt inriktad på onoterade aktier – ett tillgångsslag som är förenat med relativt hög risk, men som i gengäld har genererat mycket god avkastning under en rad år. Andra AP-fondens totala risknivå ska å andra sidan vara låg och vid vald risknivå ska en långsiktigt hög avkastning uppnås. Andra AP-fonden kommer, med oförändrat uppdrag och strategi, vid en konsolidering, få en alltför hög allokering av illikvida tillgångar. Även med en övergångsregel för dessa tillgångar kommer Andra AP-fonden att vilja minska andelen onoterade aktier till dess att den passar uppdraget. Resultatet kommer på sikt att bli en minskad andel onoterade aktier i det totala buffertsystemet, i jämförelse med idag. Hur stort avkastningstapp det skulle betyda, beror naturligtvis på bedömningen av den framtida

utvecklingen på marknaderna för onoterade aktier, men om utvecklingen skulle ligga i ungefär samma härad som snittet under de senaste åren skulle denna alternativkostnad vara betydande. En uppskattning görs i konsekvensanalysen, avsnitt 7.1.2.

Sammanfattande slutsatser

Andra AP-fonden och Sjätte AP-fonden bedriver sinsemellan väldigt olika verksamheter. Sjätte AP-fonden har ett unikt mandat, och mål att skapa långsiktigt hög avkastning med tillfredsställande riskspridning – att jämföra med Andra AP-fonden och övriga buffertfonder vars totala risknivå ska vara låg och vid vald risknivå ska en långsiktigt hög avkastning uppnås. Sjätte AP-fonden har en internationell portfölj bestående av fond- och sidoinvesteringar inom området onoterade aktier. Andra AP-fonden har däremot en totalportfölj med noterade aktier, räntebärande tillgångar och alternativa tillgångar; sistnämnd kategori i huvudsak bestående av illikvida tillgångar. De illikvida tillgångarna består av fastigheter, riskkapital, infrastruktur, skog och onoterade krediter.

Andra AP-fonden och Sjätte AP-fonden har gott internationellt renommé och har betecknats som kostnadseffektiva i internationella jämförelser. Dock har Andra AP-fonden, under en rad år, haft en kostnadsbild som legat högre än de andra jämförbara buffertfonderna. Under senare år har ett kostnadseffektiviseringsarbete bedrivits, och gapet till de andra fonderna har minskat. Vid utgången av 2023 hade Andra AP-fondens förvaltningskostnadsandel gått ned till 0,09, att jämföra med 0,11 i december 2022. Sjätte AP-fonden bedriver en annan typ av verksamhet – investeringar i riskkapital – vilken har en annan kostnadsstruktur.

Eftersom Andra AP-fonden och Sjätte AP-fonden bedriver så olika verksamheter, ser de potentiella kostnadssynergierna helt annorlunda ut än i fallet med de stockholmsbaserade buffertfonderna, vilkas verksamheter är mer homogena (se avsnitt 5.4).

Det bör dock uppmärksammas att det finns skalfördelar i Andra AP-fonden som kan utnyttjas. Det framhålls från fondens sida att den skulle ha möjlighet att förvalta ett betydligt större kapital än idag utan motsvarande procentuell ökning av kostnadsmassan. En konsolidering skulle, om det i den processen tillvaratas de styrkor som byggts upp i respektive fond, kunna addera mervärde.

En konsolidering av detta slag är dock ett komplext integrationsprojekt som tar flera år att genomföra. Just verksamhet med onoterade aktier med sina långa åtaganden och juridiskt komplexa upplägg tillför dessutom särskilda utmaningar. Den innebär stora risker – framför allt under en övergångsperiod – för en negativ påverkan på avkastningen. Även en liten minskning i avkastningen får stora effekter. Det finns också betydande direkta och indirekta kostnader förknippade med genomförandet av en konsolidering

Synen på risk – i termer av operationella risker och potentiellt förlorad avkastning – i relation till möjligheten att utnyttja skalfördelar och att uppnå en mer effektiv och rationell förvaltning av buffertkapitalet är således avgörande faktorer vid en bedömning av detta konsolideringsförslags lämplighet.

Därtill kommer den mer buffertsystemövergripande frågan om synen på riskkapital och tillgångsslagets optimala storlek i systemet. Sjätte AP-fondens verksamhet är helt inriktad på onoterade aktier – ett tillgångsslag som är förenat med relativt hög risk, som kräver mer specialiserad kunskap och är mer kostnadsintensivt än förvaltningen av andra tillgångsslag, men som i gengäld har genererat god avkastning under en rad år. De två förslagen – konsolidering respektive oförändrad organisationsstruktur – kommer, med nuvarande regler, att leda till olika stor andel av detta tillgångsslag i det totala buffertfondssystemet. För systemet som helhet har Sjätte AP-fondens fokus på – och stora innehav av – onoterade aktier ansetts ge en önskvärd riskspridning.

I det sammanhanget kan konstateras att Andra AP-fonden, med oförändrat uppdrag och strategi, efter en konsolidering, kommer att få en alltför hög allokering av riskkapital. Även med en regel som ökar möjligheterna att investera i illikvida tillgångar under en övergångstid, kommer Andra AP-fonden att vilja minska andelen onoterade aktier till dess att den passar uppdraget. Resultatet kommer på sikt att bli en minskad andel onoterade aktier i det totala buffertsystemet, i jämförelse med idag. Det finns anledning att permanent ändra begränsningsregeln för Första–Fjärde AP-fondernas investeringar i illikvida tillgångar, så att fonderna får investera i illikvida tillgångar som vid investeringstillfället uppgår till högst 45 procent av fondkapitalet (jämfört med 40 procent enligt nuvarande regler). Ett sådant förslag ger en möjlighet för en konsoliderad Andra AP-fond att på sikt kunna långsiktigt öka andelen onoterade aktier i portföljen, i jämförelse med idag. Förslaget ger även de andra buffertfonderna samma möjlighet. Sammantaget kan en sådan ändring av placeringsreglerna leda till en större riskspridning i buffertfondssystemet, samtidigt som buffertfonderna även fortsatt har nödvändig beredskap att överföra medel till systemet (se mer om konsekvenserna av detta förslag i avsnitt 7.1.2).

Förslaget att avveckla Sjätte AP-fonden och föra över dess verksamhet och kapital till Andra AP-fonden syftar ytterst till att förbättra förutsättningarna för en ändamålsenlig och kostnadseffektiv förvaltning av buffertkapitalet och på så sätt på sikt uppnå en högre nettoavkastning – givet risk – som bidrar till finansieringen av, och stabiliteten i, pensionssystemet. Som har beskrivits ovan finns dock även en rad nackdelar med konsolideringsförslaget. Förslaget är dock möjligt att genomföra och förväntas ge förutsättningar för en mer ändamålsenlig och kostnadseffektiv förvaltning av buffertkapitalet.

En sådan konsolidering innebär övergångsregler. Även en rad andra överväganden måste göras, bland annat om buffertfonderna blir svårare att utvärdera efter en konsolidering. Inledningsvis bör inriktningen emellertid vara på frågorna om lämpligast metod för att skapa en fond baserad i Göteborg samt bevarande av den specialistkompetens när det gäller riskkapitalinvesteringar som finns inom Sjätte AP-fonden och hur den kan tas tillvara inom Andra AP-fonden, när förstnämnd fonds verksamheten och kapital överförs.

Metoder för samgående

Bolagsrättsligt gäller beträffande fusion att två eller flera aktiebolag kan gå samman genom att samtliga tillgångar och skulder i ett eller flera av bolagen övertas av ett annat aktiebolag mot vederlag till aktieägarna i det eller de överlåtande bolagen. Vid fusion upplöses det eller de överlåtande bolagen utan likvidation. Fusion kan ske mellan det övertagande bolaget på ena sidan och ett eller flera överlåtande bolag på den andra (absorption) eller mellan två eller flera överlåtande bolag, genom att de bildar ett nytt, övertagande bolag (kombination) (23 kap. 1 § aktiebolagslagen [2005:551]). Efter att ha följt en stor mängd förfaranderegler i lagen, ska styrelsen för det övertagande bolaget anmäla fusionen för registrering (23 kap. 25 §). När registrering har skett inträder en rad rättsverkningar; främst att överlåtande bolags tillgångar och skulder, med ett visst undantag, övergår till det övertagande bolaget och att överlåtande bolag upplöses (se närmare i 23 kap. 26 §). Motsvarande regler gäller beträffande ekonomiska föreningar (se 16 kap. lagen [2018:672] om ekonomiska föreningar).

När det gäller ett samgående mellan Sjätte AP-fonden och Andra AP-fonden kan vi inledningsvis konstatera det uppenbara, att det är fråga om samgående mellan myndigheter och inte bolag eller föreningar. Regler för samgående inom dessa associationsformer kan dock tjäna som utgångspunkt.

Vid pensionsreformen 2001 byggdes Först–Fjärde AP-fonderna upp runt de existerande myndigheterna. Tredje fondstyrelsens verksamhet upphörde och dess tillgångar och skulder fördes över till första fondstyrelsen. Första, andra, fjärde och femte fondstyrelserna skulle utgöra de nya buffertfonderna. Första, andra och fjärde fondstyrelserna bytte namn till Första, Andra respektive Fjärde AP-fonderna, medan femte fondstyrelsen bildade Tredje AP-fonden. I 4 § lagen (2000:194) om införande av ny lagstiftning för allmänna pensionsfonder stadgas att tredje fondstyrelsen ska upphöra med sin verksamhet vid ett visst datum och att tillgångar och förpliktelser i verksamheten då ska överföras till Första AP-fonden; en form av absorption.

I Buffertkapitalutredningens betänkande (SOU 2012:53) görs bedömningen att där föreslagen ny organisation och nya placeringsregler medför så genomgripande förändringar i förhållande till den gällande strukturen att hela förvaltningsorganisationen ska avvecklas och nya myndigheter byggas från grunden.

I promemorian Nya regler för AP-fonderna (Ds 2015:34) föreslås att buffertkapitalet delas upp i tre AP-fonder som var och en förvaltas av en AP-fondmyndighet. Dessa myndigheter byggs upp med utgångspunkt i tre av de existerande AP-fonderna. Sjätte AP-fondens kapital förs över till Andra AP-fonden. En av Första, Tredje och Fjärde AP-fonden avvecklas och dess kapital förs över till de tre kvarvarande AP-fonderna. Regeringen fattar beslut om vilken av Första, Tredje eller Fjärde AP-fonden som ska avvecklas samt om hur den avvecklade fondens tillgångar och förpliktelser ska fördelas mellan de tre kvarvarande AP-fonderna. I en föreslagen införandelag stadgas när respektive fond ska upphöra med sin verksamhet samt när och hur respektive avvecklad fonds tillgångar och förpliktelser ska överföras. Det kan konstateras att även här är det fråga om samgående som en form av absorption. När det gäller förslaget om avveckling av en

stockholmsfond är dock upplägget för samgåendet vidare; den avvecklade AP-fondens tillgångar och förpliktelser ska fördelas till de kvarvarande buffertfonderna enligt regeringsbeslut.

Denna absorptionsmetod är klar och tydlig och bör även i huvudsak användas i detta fall. En överföring av tillgångar från Sjätte AP-fonden till Andra AP-fonden bör ske i samband med att Sjätte AP-fonden upphör med sin verksamhet. Som tidigare nämnts kan det dock visa sig omöjligt att transferera vissa tillgångar beroende på att erforderliga godkännanden inte kan nås eller på grund av skatteskäl, där en överföring kan resultera i mycket stora kostnader. I dessa fall ska regeringen kunna bestämma att sådana tillgångar ska förvaltas avskilt från övriga tillgångar och avvecklas (se i övrigt i Övergångsfrågor och ikraftträdande, avsnitt 6). En av regeringen tillsatt genomförandekommitté bör starta sitt arbete direkt efter beslut av riksdagen om lagstiftningspaketet.

Hur kan Sjätte AP-fondens upparbetade kompetens inom området riskkapitalinvesteringar tillvaratas?

Generellt sett kan sägas att investeringsprocessen för olika tillgångsslag inom kategorin onoterade tillgångar skiljer sig åt och att processen har förändrats över tid. Ett exempel är arbetsmetoden när det gäller internationella pensionsfonders investeringar i onoterade tillgångar inom riskkapitalområdet. Investeringar via fond-i-fondstrukturer har ersatts av direkta fondinvesteringar som dessutom i allt större utsträckning kompletteras av sidoinvesteringar. Att komplettera en riskkapitalportfölj av fondinvesteringar med sidoinvesteringar innebär ofta att den totala kostnaden minskar jämfört med att investera motsvarande belopp enbart i en fondstruktur. Anledningen är att den normala avgiftsstrukturen för riskkapitalinvesteringar inte tillämpas vid sidoinvesteringar. Sidoinvesteringar kräver dock en annan kompetens än fondinvesteringar och innebär att viss kompetens för direktinvestering måste finns inom förvaltarens interna organisation. Sådana investeringar leder därmed till högre interna kostnader, men dessa kan kompenseras av lägre kostnader totalt sett. Det har även utvecklats ett mer strukturerat sätt att arbeta med risk i portföljer av onoterade tillgångar. Den totala risken kan justeras genom investeringar i andelar i existerande riskkapitalfonder som säljs i andra hand av andra finansiella aktörer. Dessutom förekommer nu en rad andra investeringsmodeller för att den institutionella investeraren ska få exponering mot aktier och andelar i onoterade företag (se närmare i avsnitt 2.7).

När det gäller Första–Fjärde AP-fondernas investeringar i riskkapital har olika strategier valts.

Första AP-fondens investeringar i riskkapital utgjorde vid utgången av 2023 28 procent av de illikvida tillgångarna eller 6,5 procent av det totalt förvaltade kapitalet. Fonden investerar i onoterade aktier genom mandat som utfärdas till samarbetspartners omkring vart tredje år via en *partnerskapsmodell* (eng. separately managed account, se avsnitt 2.7*)*. Dessa partners är välkända större aktörer. De erbjuder specialanpassade investeringsupplägg, som exempelvis individuellt anpassade separata konton. Tidigare samarbetsformer för Första AP-fonden har nu ersattes av en modell där vissa arbetsmoment i investeringsprocessen outsourcas. Den

nya investeringsmodellen innebär lägre kostnader än den fond-i-fond-modell som tidigare användes. Till skillnad från tidigare är de delmoment som idag läggs ut på samarbetspartners förknippade med en fast avgift i stället för en procentsats på förvaltat kapital eller vinstdelning. Även den nya modellen är dock förknippad med två lager av avgifter; avgifter till samarbetspartners och till underliggande fonder som kapitalet investeras i. Investeringar i tillgångsklassen motiveras genom en högre avkastning, diversifieringseffekter och genom möjligheten att få tillgång till investeringar som inte är tillgängliga på den noterade marknaden. Utöver detta ger modellen en möjlighet att realisera fondens övergripande hållbarhetsstrategi.

Andra AP-fondens investeringar i riskkapital utgjorde vid utgången av 2023 32 procent av de illikvida tillgångarna eller 12 procent av det totala fondkapitalet. Fonden har sedan start genomfört över 200 investeringar i *riskkapitalfonder*, fördelat på ca 45–50 externa fondförvaltare och har i kapital mätt störst exponering mot tillgångsklassen onoterade aktier av Första–Fjärde AP-fonderna. Enligt gällande strategi ska en allokering ske med diversifiering utifrån mognadsfas, geografi och tid – dessutom med god spridning och begränsad avvikelse från marknadsportföljen inom noterade aktier. I sammanhanget kan uppmärksammas att fonden uppskattar att antalet underliggande bolag i den onoterade aktieportföljen överstiger antalet bolag som fonden investerar i inom de noterade marknaderna, vilket visar på en bred diversifiering.

För *Tredje AP-fonden* stod vid utgången av 2023 de onoterade aktieinnehaven för ca 25 procent av de illikvida tillgångarna eller 7,3 procent av det totala fondkapitalet. Fondens investeringar sker uteslutande genom *fondinvesteringar* via fondförvaltare. Den har en mogen och väldiversifierad portfölj där riskspridning eftersträvas med avseende på geografi, tid och mognadsfas samt genom att i stor utsträckning återinvestera hos välkända och väl presterande förvaltare. I det fall befintliga förvaltare växer ur sitt tidigare mandat med avseende på storlek på underliggande bolag, görs alltid en utvärdering om en återinvestering bör ske med beaktande av det ändrade investeringsfokuset.

Fjärde AP-fondens investeringar i riskkapital vid utgången av 2023 utgjorde 12 procent av de illikvida tillgångarna eller 2,2 procent av det totala fondkapitalet. Fondens investeringar i onoterade aktier sker primärt genom *fondinvesteringar* eller genom *plattformsinvesteringar* tillsammans med välkända förvaltare med fullt eller delvist diskretionärt förvaltningsmandat (se om alternativa investeringsstrukturer i avsnitt 2.7). Värt att notera i sammanhanget är att exponeringen över tid gått mot färre och större investeringar i onoterade aktier i syfte att ge fonden mer påverkanskraft i förhandlingar, men även för att ge respektive investering mer genomslag i portföljen.

Som framgått har således Första–Fjärde AP-fonderna över tid upparbetat en betydande kompetens inom riskkapitalområdet. Efter noggranna överväganden har de valt olika modeller för den investeringsverksamheten. I jämförelse med Sjätte AP-fonden har dessutom i vart fall Andra AP-fonden investerat i riskkapital till ett belopp som inte i så stor utsträckning understiger förstnämnd fonds investeringar i det tillgångsslaget. Även Första- och Tredje AP-fonderna har – genom fondstrukturer – allokerat en relativt stor del av sitt kapital till

riskkapitalmarknaden. Andra- och Tredje AP-fonderna har valt att investera i onoterade företag via fonder, dock utan att komplettera dessa investeringar med sidoinvesteringar. Detta gäller dock inte undantagslöst. Vid något enstaka tillfälle har Andra AP-fonden gjort sidoinvesteringar inom detta område.

Det kan vidare konstateras att inom riskkapitalområdet och då särskilt beträffande sidoinvesteringar, har Sjätte AP-fonden upparbetat en kompetens som – trots stora konstaterade kunskaper och färdigheter inom de andra buffertfonderna – bör tas tillvara efter en överföring av verksamheten från Sjätte AP-fonden till Andra AP-fonden.

AP-fonderna har sedan en tid tillbaka samarbetat via ett gemensamt samverkansråd. Rådet har en övergripande roll att se till att samverkan sker mellan fonderna. Samarbetet inleddes av Första–Fjärde AP-fonderna, men Sjätte och Sjunde AP-fonderna deltar på senare år i allt större utsträckning. AP-fonderna samarbetar i en rad funktionsinriktade grupper där samverkansrådet har en samordnande roll. Några exempel är upphandlingar, risk i alternativa investeringar, informationssäkerhet och skattefrågor. Operativ samverkan sker även i Etikrådet. Syftet med denna samverkan är att utveckla nya perspektiv på gemensamma utmaningar relaterade till innovation samt etik- och hållbarhetsfrågor.

I promemorian Nya regler för AP-fonderna (Ds 2015:34) föreslås att AP-fondsmyndigheterna ska samverka när det gäller förvaltning av onoterade tillgångar i syfte att tillgodogöra sig stordriftsfördelar. Samverkan ska ske med utgångspunkt i ett kompetenscenter som föreslås placeras i Andra AP-fondsmyndigheten, efter det att Sjätte AP-fondens verksamhet och kapital har överförts dit. Verksamheten ska bedrivas utifrån vad AP-fondsmyndigheterna kommer överens om eller utifrån det som anges i föreskrifter som regeringen meddelar. Det görs även bedömningen att AP-fondsmyndigheterna bör ha ansvaret för att närmare organisera samverkan när det gäller förvaltning av onoterade tillgångar och att en gemensam investeringskommitté med representanter för var och en av AP-fondsmyndigheterna bör tillsättas.

Förslaget innebär en obligatorisk samverkan mellan buffertfonderna vad gäller alla onoterade tillgångar. Var och en av buffertfonderna ska allokera medel som sedan centralt ska investeras via en gemensam investeringskommitté. Förslaget fick omfattande remisskritik för att vara inflexibelt, byråkratiskt, ineffektivt och en inskränkning i fondernas självständighet. Första–Fjärde AP-fonderna, med instämmande av i stort sett alla andra remissinstanser som yttrade sig över förslaget, förde fram fördelarna med att i stället frivilligt samarbeta genom att dela kompetens inom onoterade tillgångar.

Med anledning av vad som nu har angetts är det lämpligt att rikta in samverkan mellan de kommande, kvarvarande buffertfonderna mot riskkapitalinvesteringar – ett område där Sjätte AP-fonden besitter en särskilt bred kompetens. Med tanke på den betydande kompetens som trots allt finns hos de andra buffertfonderna, bör samverkan ha formen av ett frivilligt samarbete mellan fonderna, efter det att Sjätte AP-fondens verksamhet och kapital har övergått till Andra AP-fonden, lämpligen

genom det gemensamma samverkansrådet. På så sätt kan även Sjunde AP-fonden deltar i samarbetet.[14]

Blir buffertfonderna svåra att utvärdera efter en konsolidering?

När det nuvarande, gemensamma regelverket för buffertfonderna infördes 2001 fördelades drygt 130 miljarder kronor till vardera Första–Fjärde AP-fonderna. I förarbetena uttalades att fonderna ska vara inbördes oberoende och konkurrera med varandra när det gäller placeringsverksamheten, dvs. strategisk och taktisk tillgångsallokering. Fondernas oberoende agerande ska vara föremål för regeringens årliga utvärdering (prop. 1999/2000:46 s. 124).

Det samlade fondkapitalet i buffertfonderna var vid utgången av 2023 1 950,1 miljarder kronor, varav 454,4 miljarder kronor i Första AP-fonden, 426,0 miljarder kronor i Andra AP-fonden, 499,8 miljarder kronor i Tredje AP-fonden, 499,6 miljarder kronor i Fjärde AP-fonden och 70,7 miljarder kronor i Sjätte AP-fonden. Vid en konsolidering där Sjätte AP-fondens verksamhet och kapital överförs till Andra AP-fonden skulle sistnämnd fonds kapital uppgå till 496,7 miljarder kronor.

Ett sätt att se på frågan är att Andra AP-fonden får ett tillskott av kapital som Första, Tredje och Fjärde AP-fonderna inte får och att kommande utvärderingar av den anledningen inte kommer att vara rättvisande. Ett annat sätt att se på saken är att fonderna – ur utvärderingssynpunkt – bör vara ungefär lika stora, men att mindre skillnader kan vara godtagbara. Mindre skillnader i storlek leder inte till försämrade förutsättningar för en effektiv och rättvisande utvärdering av förvaltningen, förutsatt att fokus i utvärderingen är på den procentuella avkastningen och inte avkastningen i nominellt belopp. I detta fall uppstår endast mindre skillnader mellan fondernas kapital efter en konsolidering. AP-fondernas förutsättningar för att bedriva sin verksamhet bör dock vara helt jämförbara ur utvärderingssynpunkt och därför bör givetvis nu aktuell kapitalöverföring ändå beaktas vid kommande utvärderingar. Mot bakgrund av detta ska en effektiv utvärdering av fondernas oberoende förvaltning således kunna ske även efter en konsolidering.

Avslutningsvis bör dock nämnas att frågan kan komma att hamna i ett delvis annat ljus om även en viss konsolidering av de stockholmsbaserade fonderna genomförs (se avsnitt 5.4.1).

Behov av ändrade placeringsregler till följd av konsolideringen?

Som nämnts investerar Sjätte AP-fonden nästan uteslutande i onoterade aktier (onoterade bolag) genom fondinvesteringar, där kapitalet investeras i en extern fond som agerar på onoterade marknader och sidoinvesteringar, där AP-fonden oftast parallellt gör investeringar i den externa fondens portföljbolag. Första–Fjärde AP-fonderna investerar betydligt bredare i illikvida tillgångar och med en i huvudsak annan inriktning än Sjätte AP-fonden.

[14] Sedan den 1 januari 2023 har Sjunde AP-fonden fått utökade möjligheter att investera i illikvida tillgångar (se lagen om allmänna pensionsfonder 5 kap. 6 a §).

Vid utgången av 2023 var andelen illikvida tillgångar för Andra AP-fonden 31 procent (135,0 miljarder kronor) av fondens samtliga tillgångar (426,0 miljarder kronor). När det gäller Sjätte AP-fonden var sysselsatt fondkapital 67,7 miljarder kronor, som i sin helhet är att anse som illikvida tillgångar. Vid en konsolidering där Sjätte AP-fondens verksamhet och kapital överförs till Andra AP-fonden skulle sistnämnd fonds kapital uppgå till 493,7 miljarder kronor. Andelen illikvida tillgångar skulle då vara 202,7 miljarder kronor, dvs. obetydligt över de 40 procent av värdet av Andra AP-fondens samtliga tillgångar som är gränsen för sådana innehav (lagen om allmänna pensionsfonder 4 kap. 8 §).

I tidigare avsnitt har det dock kunnat konstateras att Andra AP-fonden, med oförändrat uppdrag och strategi, vid en konsolidering, kommer att få en alltför hög allokering av illikvida tillgångar. Även med en regel som ökar möjligheterna att investera i dessa tillgångar under en övergångstid, kommer Andra AP-fonden att vilja minska andelen onoterade aktier till dess att den passar uppdraget. Resultatet kommer på sikt att bli en minskad andel onoterade aktier i det totala buffertsystemet, i jämförelse med idag.

Förarbetena till bestämmelsen i 4 kap. 8 § kan sammanfattas på följande sätt (prop. 2017/18:271 s.17 och 18).

Där konstaterades att Första–Fjärde AP-fonderna kan vara långsiktiga i sin förvaltning, eftersom likviditetsbehovet är litet och utvärderingsperioden lång. Det innebär att AP-fonderna kan dra fördel av de likviditetspremier som finns på de finansiella marknaderna och som erhålls genom investeringar i illikvida tillgångar, en marknad som har utvecklats väsentligt sedan 1990-talet. Illikvida tillgångar kan bidra till att förbättra portföljens egenskaper i termer av risk och avkastning och är dessutom diversifierande i förhållande till traditionella tillgångar som aktier och räntebärande värdepapper. Dessutom är risken i termer av volatilitet normalt lägre för alternativa tillgångar än för aktier. God avkastning och relativt begränsad volatilitet för alternativa tillgångar innebär att illikvida tillgångar lämpar sig väl för långsiktiga placeringar. Det sägs sammanfattningsvis att andelen illikvida tillgångar i Första–Fjärde AP-fondernas portföljer bör kunna bli större.

I förarbetena konstaterades vidare att det samtidigt finns behov av att en tillräckligt stor andel av tillgångarna är lätt tillgänglig för att kunna fungera effektivt som buffert inom inkomstpensionssystemet. Att en tillräckligt stor del av tillgångarna är lätt omsättningsbar krävs också för att önskade förändringar i tillgångsportföljen snabbt ska kunna genomföras. Om en stor del av placeringarna är bundna i illikvida tillgångar begränsas flexibiliteten och möjligheterna till aktiva placeringsbeslut. Därmed minskas också möjligheterna till ansvarsutkrävande när AP-fondernas placeringar ska utvärderas i framtiden. Det är därför lämpligt med en begränsning av andelen tillgångar som inte inom skälig tid kan omsättas till ett rimligt pris. Mot bakgrund av att AP-fondernas förvaltning har lång placeringshorisont och att behovet av betalningsberedskap kan upprätthållas även med en större andel illikvida tillgångar i portföljerna, framstår en högsta tillåten andel illikvida tillgångar om 40 procent av fondkapitalet som en lämplig avvägning. En sådan nivå kan varken anses begränsa möjligheterna till aktiva placeringsbeslut eller minska möjligheterna till ansvarsutkrävande i framtiden.

Det finns, som nämnts, risk att befara att resultatet av en konsolidering på sikt kommer att bli en minskad andel onoterade aktier i det totala buffertsystemet, i jämförelse med idag. En sådan utveckling bör förhindras. För systemet som helhet har nämligen Sjätte AP-fondens fokus på – och stora innehav av – onoterade aktier ansetts ge en önskvärd riskspridning. Det finns därför anledning att permanent ändra begränsningsregeln för Första-Fjärde AP-fondernas investeringar i illikvida tillgångar, så att fonderna får investera i illikvida tillgångar som vid investeringstillfället uppgår till högst 45 procent av fondkapitalet. Även vid en sådan, något högre gräns, torde ovanstående resonemang från refererade förarbeten ha fortsatt giltighet.

Ikraftträdande, övergångsregler och genomförande

Som nämnts framgår av uppdragsbeskrivningen att utredaren ska 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 i Göteborg, analysera och föreslå övergångsregler för ett eventuellt verkställande av en konsolidering och analysera konsekvenserna av en konsolidering för placeringsreglerna och vid behov föreslå förändringar.

I detta avsnitt analyseras dessa frågor, utom närmare beträffande övergångsfrågor och ikraftträdande, se avsnitt 6 samt mer detaljerat kring konsekvenser av förslagen, se avsnitt 7.

En kommitté bör tillsättas av regeringen som ges i uppdrag att genomföra den nya organisationen. Denna genomförandekommitté bör starta sitt arbete direkt efter beslut av riksdagen om lagstiftningspaketet (se även här närmare under avsnitt 6).

Avslutande kommentar och slutsats

Sjätte AP-fonden har inte integrerats i buffertfondssystemet. Det är hög tid att så sker. Både detta förslag och det alternativa förslaget nedan i avsnitt 5.3.3 är möjliga att genomföra och förväntas ge förutsättningar för en ändamålsenlig och kostnadseffektiv förvaltning av buffertkapitalet, för att på så sätt, på sikt uppnå en högre nettoavkastning.

5.3.3 Hur kan Sjätte AP-fonden på ett lämpligt sätt integreras i buffertfondsystemet utan att organisationsstrukturen ändras?

Promemorians alternativa förslag: Sjätte AP-fonden ska även fortsättningsvis vara en extra buffert i inkomstpensionssystemet. Medel ur Sjätte AP-fonden ska således tas i anspråk först när medel i de övriga buffertfonderna i huvudsak är förbrukade. Med den utgångspunkten ska medel som förvaltas av Sjätte AP-fonden överföras, med lika delar, till Första–Fjärde AP-fonderna när Sjätte AP-fonden, i samråd med

Pensionsmyndigheten, bedömer att medlen blir till största möjliga nytta för inkomstpensionssystemet.

Sjätte AP-fonden ges lånerätt i Riksgäldskontoret. Kravet på valutasäkring slopas. Sjätte AP-fonden ska bistå Första–Fjärde AP-fonderna och Sjunde AP-fonden vid förvaltning av onoterade aktier.

Promemorians alternativa bedömning: Sjätte AP-fonden bör öka sitt samarbete med de andra AP-fonderna. Samarbetet med Andra AP-fonden bör åtminstone omfatta samlokalisering, personalfunktion, pensions- och löneadministration, ekonomifunktion, kontorsservice, upphandlingar, säkerhet och informationssäkerhet samt kommunikation.

Skälen för promemorians alternativa förslag och bedömning

Inledning

I föregående avsnitt lämnas förslag på hur Sjätte AP-fondens verksamhet och kapital kan överföras i sin helhet till Andra AP-fonden och därmed integreras i buffertfondsystemet. I detta avsnitt lämnas ett alternativt förslag på hur Sjätte AP-fonden på ett lämpligt sätt kan integreras i buffertfondssystemet. Förslaget bygger på förutsättningen att den nuvarande organisationsstrukturen inte ändras.

Oförändrad roll för Sjätte AP-fonden i buffertfondssystemet?

Sjätte AP-fonden har, sedan förvaltningsstrategin ändrades 2011, varit betydligt mer framgångsrik i sin investeringsverksamhet än under tiden dessförinnan. Som framgått har å andra sidan investeringsmiljön för Första–Fjärde AP-fonderna genomgått betydande förändringar. Frågan om det även fortsättningsvis finns behov av en AP-fond med en specialistfunktion inriktad mot riskkapitalinvesteringar bör därför analyseras även inom ramen för detta alternativa förslag.

Som nämnt i föregående avsnitt kan det konstateras att möjligheten att bedriva den verksamhet som Sjätte AP-fonden gör även skulle kunna bedrivas som en del av Andra AP-fonden. Frågan är nu snarare om det fokus på riskkapitalverksamheten som Sjätte AP-fonden bedriver skulle riskera att förloras vid en konsolidering. Sistnämnd fonds verksamhet är ju till nytta för inkomstpensionssystemet på ett annat sätt, närmast som en extra buffert i systemet. Uppmärksammas bör även i sammanhanget att målet för placeringsverksamheten för Andra AP-fonden begränsar möjligheten för den fonden att kraftigt öka andelen riskkapital i portföljen. Andra AP-fonden skulle helt enkelt inte långsiktigt kunna bedriva riktigt samma omfattande riskkapitalverksamhet som Sjätte AP-fonden nu bedriver. Inom ramen för gällande placeringsrestriktioner och med hänsyn till målet för verksamheten, är det lämpligt för Andra AP-fonden att ha en större diversifiering inom hela tillgångsslaget illikvida tillgångar än den mycket stora koncentration av riskkapital som blir följden av en konsolidering med Sjätte AP-fonden. Andra AP-fonden hade nämligen vid utgången av 2023 52,6 miljarder kronor investerat via fonder i riskkapital. Sjätte AP-fonden hade vi samma tid 67.7 miljarder kronor investerat i portföljen.

I föregående avsnitt sägs att synen på risk – i termer av operationella risker och potentiellt förlorad avkastning – i relation till möjligheten att utnyttja skalfördelar och att uppnå en mer effektiv och rationell förvaltning av buffertkapitalet är avgörande faktorer vid en bedömning av konsolideringsförslagets lämplighet. En annan viktig faktor som påverkar bedömningen är hur man värderar onoterade aktier i buffertfondssystemet. Sjätte AP-fondens verksamhet är helt inriktad på onoterade aktier – ett tillgångsslag som är förenat med relativt hög risk, som kräver mer specialiserad kunskap och är mer kostnadsintensiv än förvaltningen av andra tillgångsslag, men som i gengäld har genererat god avkastning under en rad år. För systemet som helhet har Sjätte AP-fondens fokus på – och stora innehav av – onoterade aktier ansetts ge en önskvärd riskspridning. I sammanhanget kan även nämnas att den genomsnittliga avkastningen i Sjätte AP-fonden under de senaste fem åren har varit 15,6 procent, att jämföra med Första–Fjärde AP-fondernas genomsnittliga avkastning om 3,7 procent.

De två förslagen – konsolidering respektive oförändrad organisationsstruktur – kommer, med nuvarande regler, att leda till olika stor andel av detta tillgångsslag i det totala buffertfondssystemet. För att mildra den effekten föreslås – vid en konsolidering – att begränsningsregeln för Första-Fjärde AP-fondernas investeringar i illikvida tillgångar ska ändras så att fonderna får investera i illikvida tillgångar som vid investeringstillfället uppgår till högst 45 procent av fondkapitalet. En sådan ändring löser dock inte problemet fullt ut med andelen onoterade aktier i den konsoliderade Andra AP-fonden.

Vad som nu sagts gör det angeläget att fördjupa analysen av lämpligheten av en oförändrad roll för Sjätte AP-fonden i buffertfondssystemet. För Sjätte AP-fondens del handlar det, som tidigare nämnts, i huvudsak om fondinvesteringar, där kapitalet investeras i en extern fond som agerar på onoterade marknader, men även många sidoinvesteringar förekommer. Placeringarnas syfte – att långsiktigt bidra genom ytterligare riskspridning i förhållande till Första–Fjärde AP-fondernas stora innehav av börsnoterade och omsättningsbara tillgångar och på så sätt medverka till en god avkastning i förhållande till risk för buffertfonden som helhet – får anses ha fortsatt giltighet. Det bör dock i sammanhanget uppmärksammas att den totala andelen noterade aktier i Första–Fjärde AP-fondernas portföljer har sjunkit över tid och nu uppgår till mellan 37,5 och 52,7 procent (i genomsnitt ca 46 procent). När det gäller illikvida tillgångar har utvecklingen gått i motsatt riktning. Andelen var 2023 25,9 procent i genomsnitt av fondkapitalet i Första–Fjärde AP-fonderna. Det bör dock särskilt uppmärksammas att i slutet av 2023 var den totala andelen onoterade aktier i Första–Fjärde AP-fonderna i genomsnitt endast 7 procent.

För att frågan om behovet av att bevara Sjätte AP-fonden som en specialistfond för riskkapitalinvesteringar ska kunna besvaras på ett adekvat sätt krävs dock även en analys av möjligheterna till ökad kostnadseffektivitet genom ökad samverkan och samarbete med Andra AP-fonden.

Kostnadseffektivitet genom ökad samverkan och samarbete

Samarbeten och samverkan mellan buffertfonderna har ökat under de senaste åren, och har formaliserats. Sjätte AP-fonden har, delvis pga. att verksamheten skiljer sig så mycket från de andra AP-fonderna, inte varit lika involverad i fondernas samarbeten, som ofta berört de noterade tillgångarna. Samarbetet har framför allt varit av erfarenhets- och kunskapsdelningskaraktär och mindre inriktat på att hitta kostnadssynergier och möjligheter till kostnadsbesparingar.

Mot bakgrund av de skilda verksamheterna i Andra AP-fonden och Sjätte AP-fonden är det svårt att hitta uppenbara kostnadssynergier och möjligheter till kostnadsbesparingar genom ökad samverkan, men det finns några områden som skulle kunna vara aktuella. Dessa berörs nedan.

Samlokalisering och samverkan kring stödfunktioner

Lokalkostnaderna i Göteborg är generellt sett lägre än i Stockholm och står för en lägre andel av de totala rörelsekostnaderna. Andra AP-fonden har nyligen flyttat och förhandlat fram ett hyresavtal. Sjätte AP-fonden har ett sexårigt hyresavtal för sitt kontor i Göteborg. Sistnämnd fond har också sedan många år ett litet kontor i Stockholm, vilket betraktas som avgörande för verksamheten. Kontoret underlättar rekryteringen av nischkompetens och seniora medarbetare, men är även användbart vid besök av internationella fonder, etcetera. Detta kontor skulle kunna användas av Andra AP-fonden för samma syften.

I sammanhanget bör uppmärksammas att en samlokalisering inte skulle minska den sammanlagda ytan på något dramatiskt vis. Sjätte AP-fonden har ingen reception, men Andra AP-fonden och Sjätte AP-fonden skulle kunna dela på externa konferensrum och interna gemensamhetsytor såsom pentry eller matplats. Det bör nämnas att ingen av de göteborgsbaserade fonderna är positiva till en samlokalisering och bedömer att en sådan endast skulle kunna leda till begränsade besparingar.

Samlokaliseringen skulle å andra sidan vara förknippade med relativt sett betydande engångskostnader. Till kostnaden för själva flyttprojektet ska läggas kostnader för att bryta hyreskontrakt och omställningskostnader för lokalerna**.** En positiv kostnadseffekt av en samlokalisering skulle således uppstå först på lång sikt. Se närmare om konsekvenserna i avsnitt 7.1.3.

Å andra sidan bör inte samlokaliseringen ses isolerat, den öppnar i sig för vissa skalfördelar, såsom kontorsservice, kommunikation, HR och administration. En samlokalisering skulle också kunna vara första steget, där fler områden för samarbeten över tid naturligen kommer att uppmärksammas och realiseras.

Sammanfattande slutsatser

Fördelen med det alternativa förslaget, som innebär en oförändrad organisationsstruktur, är att det fokus på den riskkapitalverksamhet som Sjätte AP-fonden bedriver skulle kunna bibehållas. Som nämnts har fonden, sedan strategin ändrades 2011, varit betydligt mer framgångsrik i sin investeringsverksamhet än under tiden dessförinnan. Det kan vidare konstaterats att Sjätte AP-fondens verksamhet är till nytta för

inkomstpensionssystemet på ett annat sätt än Första–Fjärde AP-fonderna, närmast som en extra buffert i systemet.

En ytterligare fördel med att bevara den existerande organisationsstrukturen är att Andra AP-fondens mål för placeringsverksamheten, vid en konsolidering, skulle begränsa möjligheten för fonden att öka andelen riskkapital i portföljen. Andra AP-fonden skulle efter en konsolidering helt enkelt inte långsiktigt kunna bedriva riktigt samma omfattande riskkapitalverksamhet som Sjätte AP-fonden nu bedriver. Inom ramen för gällande placeringsrestriktioner – även med den justering av dessa som föreslås ovan – och med hänsyn till målet för verksamheten, är det nämligen rimligt för Andra AP-fonden att ha en större diversifiering inom hela tillgångsslaget illikvida tillgångar.

Det bör i det sammanhanget beaktas att syftet med Sjätte AP-fondens placeringar är att långsiktigt bidra genom ytterligare riskspridning i förhållande till Första–Fjärde AP-fondernas stora innehav av börsnoterade och omsättningsbara tillgångar, och på så sätt medverka till en god avkastning i förhållande till risk för buffertfonden som helhet. En fördel som dock något minskat i betydelse på senare år när andelen noterade aktier har sjunkit i den samlade buffertfonden. Andelen onoterade aktier i Första–Fjärde AP-fonderna är dock fortsatt liten.

På grund av sina väsentligt olika verksamhetsområden är det emellertid inte helt lätt att identifiera områden där fördjupad samverkan mellan Andra AP-fonden och Sjätte AP-fonden skulle resultera i några större synergier eller kostnadsbesparingar. Sjätte AP-fonden är därtill en slimmad organisation, där till exempel IT redan är outsourcat.

En ökad samverkan mellan samtliga AP-fonder, utan geografisk skiljelinje för vissa specifika frågor, synes i sammanhanget mer intressant att utforska. Sjätte AP-fonden, med sin slimmade organisation, skulle vara behjälpt av ökat samarbete med samtliga kring frågor relaterade till säkerhet och informationssäkerhet samt regelefterlevnad och riskkontroll.

Vad som nu sagts talar med viss styrka för att Sjätte AP-fonden ska integreras i buffertkapitalsystemet utan att organisationsstrukturen ändras. För att Sjätte AP-fonden ska kunna bedriva en ännu effektivare verksamhet än idag, krävs emellertid en viss modernisering av gällande lagstiftning, särskilt när det gäller bestämmelsen om valutaexponering, se nedan i avsnitt 5.5.1. Frågan om den komplexa och kostsamma likviditetshanteringen bör dessutom hanteras ytterligare. Analys bör i det sammanhanget göras av om Sjätte AP-fonden – i likhet med Första–Fjärde AP-fonderna – bör ha möjlighet till kortfristig upplåning i Riksgäldskontoret (se nedan).

Nedan analyseras frågan hur Sjätte AP-fonden på ett lämpligt sätt integreras i buffertfondsystemet, om fonden ska fortsätta att självständigt verka med samma mål som tidigare för placeringsverksamheten.

Sjätte AP-fonden inordnas i buffertfondsystemet utan organisationsförändringar

Det faktum att Sjätte AP-fonden stod utanför pensionsöverenskommelsen har inneburit att fonden inte fullt ut har inordnats i pensionssystemet. Det har dock, som tidigare framhållits, klargjorts i samband med riksdagens beslut om den automatiska balanseringen av ålderspensionssystemet att

fondens tillgångar ska inräknas bland inkomstpensionens tillgångar (prop. 2000/01:70). Det har emellertid inte klargjorts på vilket sätt fondens tillgångar ska tas i anspråk när ett sådant behov uppstår. Eftersom Sjätte AP-fonden har ett specialiserat uppdrag att placera fondmedlen på riskkapitalmarknaden – dvs. i tillgångar som inte kan avyttras med kort varsel – är det inte okomplicerat att skapa en sådan ordning. Det kan därför konstateras att Sjätte AP-fondens tillgångar kan tas i anspråk för att finansiera pensioner endast under förutsättning att det sker med betydande framförhållning.

Första–Fjärde AP-fonderna fullgör pensionssystemets buffertfunktion genom att varje månad motta pensionsavgifter eller finansiera pensionsutbetalningar. Eftersom Sjätte AP-fonden uteslutande förvaltar onoterade tillgångar som inte omedelbart kan säljas på en marknad, är en motsvarande lösning inte lämplig för denna fond. Därför bör den nuvarande ordningen i stort bestå, dvs. att Sjätte AP-fonden förblir en sluten fond som inte fortlöpande mottar pensionsavgifter eller utbetalar pensioner. I stället bör kopplingen till pensionssystemet skapas med grund i fondens övergripande mål, att vara till största möjliga nytta för detta system. Sjätte AP-fonden bör fortsätta att vara en extra buffert till den buffert i pensionssystemet som finns i Första–Fjärde AP-fonderna. Medel ur Sjätte AP-fonden bör således tas i anspråk först när medel i de övriga buffertfonderna i huvudsak är förbrukade.

I det sammanhanget måste göras en bedömning av vid vilken tidpunkt en investering ska avvecklas för att Sjätte AP-fonden ska få så god avkastning som möjligt på investerade medel i de onoterade tillgångarna. Bedömningen är betydligt mer komplex än motsvarande beslut rörande placeringar i marknadsnoterade tillgångar, eftersom avyttringen inte kan göras omedelbart på en marknad till ett i huvudsak känt pris.

Komplexiteten i sådana bedömningar innebär att de som löpande arbetar med verksamheten är bäst lämpade att göra dem. Fondens styrelse torde ha rätt erfarenhet och kunskap om placeringsverksamheten för att kunna göra bedömningarna, så att pensionssystemets intressen bäst tillgodoses. Att lägga ansvaret på fondens styrelse även i denna fråga ligger även i linje med den grundläggande principen om pensionssystemets självständiga ställning.

När det blir aktuellt bör Sjätte AP-fonden överföra medel till Första–Fjärde AP-fonderna i lika delar. I målet att vara till nytta för inkomstpensionssystemet ingår att styrelsen även måste göra en bedömning av vid vilken tidpunkt en överföring bör ske. Det bör således vara Sjätte AP-fondens styrelse som ska göra bedömningen när det är dags att leverera in medel till inkomstpensionssystemet, mot bakgrund främst av den samlade buffertfondens storlek och förväntade fortsatta utveckling, dvs. pensionssystemets behov av betalningsberedskap. Det viktigaste argument för denna lösning är att styrelsen ansvarar för den löpande förvaltningen och därför bör ha god kännedom om med vilken framförhållning ett sådant beslut måste fattas. Det är emellertid viktigt att Sjätte AP-fondens styrelse har rätt beslutsunderlag när det gäller att bedöma behovet av betalningsberedskap i pensionssystemet. Denna kunskap finns främst hos Pensionsmyndigheten. Sjätte AP-fondens styrelse bör därför samråda med den myndigheten i frågan innan beslut fattas.

En lämplig ordning torde vara att Pensionsmyndigheten initierar processen genom att – på ett tidigt stadium – kontakta Sjätte AP-fondens styrelse att medel kommer att behövas i inkomstpensionssystemet. Sjätte AP-fonden analyserar hur detta kan göras för att pensionssystemets intressen bäst ska kunna tillgodoses. Därefter avyttras den mängd tillgångar som behövs. För att upparbeta och bibehålla kontakten mellan myndigheterna bör en årlig avstämning ske.

Om Sjätte AP-fondens styrelse trots goda skäl inte skulle påbörja en avveckling i god tid, kan regeringen genom relevanta kontrollmekanismer se till att styrelsen uppfyller det lagstadgade målet om att ta ett sådant initiativ. De kontrollmekanismer som finns enligt gällande regelverk; årlig utvärdering och utnämning av fondens styrelse, får anses tillräckliga, även för detta ändamål (se dock avsnitt 2.5 om AP-fondernas självständighet).

I sammanhanget bör uppmärksammas att riksdagen alltid kan besluta om överföring av medel mellan Sjätte AP-fonden och Första–Fjärde AP-fonderna, när detta bedöms nödvändigt. Till grund för ett sådant avgörande skulle främst ligga pensionssystemets behov av betalningsberedskap. Riksdagen kan även uppdra åt regeringen att fatta ett sådant beslut när det bedöms lämpligt. Regeringen bör i ett sådant fall givetvis ta nödvändiga hänsyn till behovet av framförhållning och därför inhämta närmare information från Sjätte AP-fonden om vilken framförhållning som är önskvärd, dvs. hur snabbt betalning kan ske.

Övervägande skäl talar dock för lösningen att Sjätte AP-fonden fattar besluten, eftersom det är fonden som har det nödvändiga beslutsunderlagen – efter att ha samrått med Pensionsmyndigheten när det gäller betalningsberedskapen i pensionssystemet – samtidigt som regeringen och riksdagen har tillräckliga kontrollmekanismer.

Sammanfattningsvis föreslås som en alternativ lösning att Sjätte AP-fonden integreras i buffertfondsystemet genom att medel som förvaltas av den fonden ska överföras till Första–Fjärde AP-fonderna, när fonden, i samråd med Pensionsmyndigheten, bedömer att medlen blir till största möjliga nytta för försäkringen för inkomstgrundad ålderspension. Sjätte AP-fonden bör emellertid fortsätta att vara en extra buffert till den buffert i pensionssystemet som finns i Första–Fjärde AP-fonderna. Medel ur Sjätte AP-fonden bör således tas i anspråk först när medel i de övriga buffertfonderna i huvudsak är förbrukade. Bedömningen ska göras mot bakgrund främst av den samlade buffertfondens storlek och förväntade fortsatta utveckling, dvs. pensionssystemets behov av betalningsberedskap. Överföringar ska göras med en fjärdedel till var och en av Första–Fjärde AP-fonderna.

Kompetensöverföring inom området riskkapitalinvesteringar

I föregående avsnitt föreslås att Sjätte AP-fondens verksamhet och kapital ska överföras till Andra AP-fonden. Efter konsolideringen ska de kvarvarande buffertfonderna samverka kring riskkapitalinvesteringar – ett område där Sjätte AP-fonden besitter en särskilt bred kompetens. Där sägs även att med tanke på den stora kompetens som trots allt finns hos de andra buffertfonderna, bör samverkan ha formen av ett frivilligt samarbete mellan fonderna, efter det att Sjätte AP-fondens verksamhet och kapital

har övergått till Andra AP-fonden, lämpligen genom det gemensamma samverkansrådet. På så sätt kan även Sjunde AP-fonden deltar i samarbetet

Även om organisationsstrukturen inte ändras är det av vikt att detta samarbete om riskkapitalinvesteringar inom ramen för det gemensamma samverkansrådet ändå kommer till stånd.

Förvaltningsuppdrag till Sjätte AP-fonden beträffande onoterade aktier

Från Sjätte AP-fondens sida har uttryckts att den skulle ha möjlighet att idag förvalta ett större kapital inom området för onoterade aktier utan motsvarande procentuell ökning av kostnadsmassan. Till nyss nämnt samarbete bör därför läggas en möjlighet för Sjätte AP-fonden att konkret kunna bistå Första–Fjärde AP-fonderna och Sjunde AP-fonden vid förvaltning av sådana tillgångar. Sistnämnda fonder ges på så sätt möjlighet att avlasta en del av sin verksamhet vad gäller onoterade aktier till Sjätte AP-fonden, enligt det som myndigheterna i det enskilda fallet kommer överens om.

Lånerätt

Första–Fjärde AP-fonderna har enligt 2 kap. 4 § lagen om allmänna pensionsfonder rätt att låna medel i Riksgäldskontoret. Detta om de medel de förvaltar inte räcker till för att fonden ska kunna fullgöra sina skyldigheter enligt nämnd lag. Lånerätten syftar i första hand till att säkerställa att fonderna ska kunna fullgöra de betalningar till inkomstpensionssystemet som åläggs dem. Enligt förarbetena får dock lånerätten dessutom utnyttjas för att kunna fullgöra avtal och andra rättshandlingar som staten svarar för, men även – om andra medel saknas – betala kostnader för den löpande verksamheten (prop. 1999/2000:46 s. 160). Sjätte AP-fonden saknar en sådan lånerätt.

Med nu aktuellt förslag ska Sjätte AP-fonden integreras i buffertfondssystemet utan att organisationsstrukturen ändras. Förslaget innebär inte att Sjätte AP-fonden ska fullgöra pensionssystemets buffertfunktion genom att varje månad motta pensionsavgifter eller finansiera pensionsutbetalningar. Som framgått är dock avsikten med bestämmelsen att den ska ha en vidare tillämpning än att säkerställa att fonderna ska kunna fullgöra sina betalningar till pensionssystemet. För att Sjätte AP-fonden ska kunna bedriva en ännu mer flexibel och effektiv verksamhet finns det därför skäl att även ge Sjätte AP-fonden en möjlighet att låna medel i Riksgäldskontoret.

Avslutande kommentar och slutsats

Sjätte AP-fonden har inte integrerats i buffertfondssystemet. Det är hög tid att så sker. Både detta förslag och förslaget ovan i avsnitt 5.3.2 är möjliga att genomföra och förväntas ge förutsättningar för en ändamålsenlig och kostnadseffektiv förvaltning av buffertkapitalet, för att på så sätt, på sikt uppnå en högre nettoavkastning. Nu beskrivet förslag, som innebär att organisationsstrukturen inte ändras, är dock att föredra. Förslaget har stor potential; det bidrar till en önskvärd riskspridning i systemet, eftersom

onoterade aktier är ett tillgångsslag med hög potentiell avkastning, och kan snabbt genomföras.

5.4 Stordriftsfördelar i de stockholmsbaserade buffertfonderna

5.4.1 En viss konsolidering av de stockholmsbaserade buffertfonderna

Promemorians förslag: En av Första, Tredje eller Fjärde AP-fonden avvecklas och dess verksamhet och kapital förs över till en eller två av de kvarvarande stockholmsbaserade buffertfonderna. Regeringen fattar beslut om vilken av Första, Tredje eller Fjärde AP-fonden som ska avvecklas samt principerna för hur den avvecklade fondens tillgångar och förpliktelser ska fördelas mellan de två kvarvarande stockholmsbaserade AP-fonderna. Begränsningsreglerna för buffertfondernas investeringar i onoterade bolag ska ändras så att fonderna inte får inneha så många aktier eller andra andelar i ett företag att röstetalet för dem överstiger 15 procent eller beträffande onoterade riskkapitalföretag, 50 procent.

Promemorians bedömning: När regeringen har tagit ställning till vilken av de stockholmsbaserade AP-fonderna som ska avvecklas och principerna för hur den avvecklade fondens tillgångarna ska fördelas, bör en kommitté tillsättas av regeringen som ges i uppdrag att genomföra den nya organisationen.

Skälen för promemorians förslag och bedömning

Inledning

Av uppdragsbeskrivningen framgår att utredaren ska utreda hur de stockholmsbaserade buffertfonderna kan realisera större stordriftsfördelar, inklusive en analys av möjliga för- och nackdelar samt specifikt belysa för- och nackdelar av en konsolidering av Första, Tredje och Fjärde AP-fonderna till två fonder med säte i Stockholm och analysera konsekvenserna av en eventuell omorganisation av fonderna för placeringsreglerna och vid behov föreslå ändringar.

I detta avsnitt analyseras specifikt för- och nackdelar av nyss nämnd konsolidering av de stockholmsbaserade buffertfonderna samt analyseras konsekvenserna för placeringsreglerna av en sådan omorganisation. Det lämnas även förslag på hur en sådan konsolidering skulle kunna genomföras.

I avsnitt 5.4.2 analyseras och föreslås hur de stockholmsbaserade buffertfonderna kan realisera större stordriftsfördelar genom en ökad samverkan inom ramen för befintlig organisationsstruktur.

Tidigare överväganden beträffande en konsolidering av de stockholmsbaserade buffertfonderna

I Buffertkapitalutredningens betänkande (SOU 2012:53) ingår förslag om att inrätta en ny myndighet, Premiereservstyrelsen, som ska administrera och förvalta pensionsreservfonden. Ansvaret för förvaltningen av fondens kapital ska ligga inom den myndigheten, men på tre oberoende och självständiga fondstyrelser med identiska mandat. Tillgångarna i Första–Fjärde AP-fonderna och Sjätte AP-fonden ska utgöra kapitalet i pensionsreservfonden.

Utredningen föreslår vidare att det beloppsmässiga värdet från början ska vara så lika som möjligt mellan de tre premiereservsfonderna för att få lika förutsättningar för framtida utvärderingar av förvaltningen. Ledningen för Pensionsreservstyrelsen ska med den utgångspunkten och i samråd med fondstyrelserna besluta hur den faktiska uppdelningen av tillgångarna ska gå till. Utredningen gör bedömningen att föreslagen ny organisation och nya placeringsregler medför så genomgripande förändringar i förhållande till den gällande strukturen att hela förvaltningsorganisationen ska avvecklas och nya myndigheter byggas från grunden.

I promemorian Nya regler för AP-fonderna (Ds 2015:34) föreslås att buffertkapitalet delas upp i tre AP-fonder som var och en förvaltas av en AP-fondmyndighet. Dessa myndigheter byggs upp med utgångspunkt i tre av de existerande AP-fonderna. Sjätte AP-fondens kapital förs över till Andra AP-fonden. En av Första, Tredje och Fjärde AP-fonden avvecklas och dess kapital förs över till de tre kvarvarande AP-fonderna. Regeringen fattar beslut om vilken av Första, Tredje eller Fjärde AP-fonden som ska avvecklas samt om hur den avvecklade fondens tillgångar och förpliktelser ska fördelas mellan de tre kvarvarande AP-fonderna.

En viss konsolidering av de stockholmsbaserade buffertfonderna

Förslaget att konsolidera tre stockholmsbaserade buffertfonder till två syftar ytterst till att förbättra förutsättningarna för en ändamålsenlig och kostnadseffektiv förvaltning av buffertkapitalet och på så sätt uppnå en högre nettoavkastning som bidrar till finansieringen av – och stabiliteten i – pensionssystemet.

Nedan analyseras och beskrivs närmare huvudfrågor knutna till en sådan konsolidering. I olika avsnitt berörs lämpligast metod för att skapa två stockholmsbaserade fonder, positiva kvalitativa effekter (stärkt förvaltningsverksamhet), besparingspotential, kostnader (omställningskostnader och transaktionskostnader), risker (mitigering) och alternativkostnader. I avslutande avsnitt ges sedan en sammanfattande bedömning, kriterier för val av kvarvarande fonder, behov av ändrade placeringsregler efter en konsolidering och något om det faktiska genomförandet.

Avveckling av en buffertfond – fördelning till en eller två befintliga, mottagande buffertfonder?

I avsnitt 5.3.2, delavsnittet Metoder för samgående, beskrivs och analyseras olika metoder för samgående. Även i detta fall bör – på samma

grunder – avvecklingsmetoden användas. Frågan är snarare hur fördelningen bör ske.

Fördelarna med angreppssättet att avveckla en stockholmsfond och överföra dess tillgångar och förpliktelser till två befintliga stockholmsfonder är att det ger större möjlighet att tillvarata kompetenser och förvaltningssynergier; tillgångar och kompetenser kan passa bra i en fond men inte i den andra. Likaså finns en potential och flexibilitet att minimera transaktionskostnaderna; tillgångar och processer kan passa bra i en fond men inte i den andra. Detta leder till en större potential till diversifiering mellan de kvarvarande fonderna, och en möjlighet att redan under konsolideringsprocessen ta till vara vissa samordningsvinster mellan dessa fonder. Det blir även lättare att jämföra de kvarvarande fonderna med varandra då de ges mer eller mindre identiska förutsättningar. Den uppenbara nackdelen är att fler investeringsorganisationer berörs, och att ett större underliggande kapital omfattas, vilket ökar risk och komplexitet.

Alternativet till detta är att en fond avvecklas och dess tillgångar och förpliktelser överförs till den ena av de fonder som ska kvarstå. Den andra kvarvarande fonden hålls således utanför konsolideringen. Fördelarna med detta angreppssätt är att en fond lämnas ostörd, vilket minskar den övergripande risken. Komplexiteten minskar också, liksom den operationella risken, då färre parter behöver involveras. Den opåverkade fonden kan också utgöra en form av jämförelsepunkt för konsolideringsprojektet.

Till nackdelarna med det alternativa förslaget hör att det potentiellt kan leda till mindre kvarvarande diversifiering i systemet, att förutsättningarna att ta vara på kompetens- och förvaltningssynergier kan minska och att transitions- och transaktionskostnader ökar då flexibiliteten att fördela tillgångarna är mindre. Det senare angreppssättet skapar också en obalans mellan fonderna då en fond blir betydligt större än de andra. Detta påverkar bland annat effektiviteten i förvaltningen, koncentrationsrisk, limiter utifrån rådande placeringsregler samt styrelseansvar. Det gör det svårare att jämföra fonderna – som ges olika förutsättningar – över tid.

Liksom vid andra vägval styrs detta av synen på risk – i detta fall operationella risker – och hur högt man värderar att fortsätta att ha förhållandevis jämnstora fonder, dvs. ge fonderna förmåga att lyckas på lika villkor och underlätta jämförelser. Vad som sägs i sistnämnd del bör inte få oproportionerlig betydelse i sammanhanget, även om det får anses vara lämpligt att utgångspunkten för konsolideringen är ungefärligen jämnstora, stockholmsbaserade fonder.

Det kan konstateras att det finns mycket som talar för alternativet att avveckla en av de stockholmsbaserade fonderna, för att överföra tillgångar och förpliktelser till de två kvarvarande stockholmsbaserade fonderna. Det finns dock även goda skäl för att välja överföring till endast en fond. Mot denna bakgrund – och eftersom det är regeringen som ska avgöra vilken fond som ska avvecklas och hur den avvecklade fondens tillgångar och förpliktelser ska fördelas – finns det anledning att lämna största möjliga utrymme för regeringens beslut i saken. Övervägande skäl talar således för alternativet med avveckling av en fond, med överföring av kapital och förpliktelser till en eller två mottagande fonder.

Positiva kvalitativa effekter – stärkt förvaltningsverksamhet

Om konsolideringsarbetet fokuseras på hur man på bästa möjliga sätt kan förvalta fondkapitalet, och strävar mot att uppnå synergier kring kompetens och förvaltningspotential, kan det över tid stärka förvaltningsverksamheten inom AP-systemet som helhet. Hur den, på detta sätt stärkta verksamheten, skulle påverka avkastningen är emellertid mycket svårt att kvantifiera. Det går dock att peka på en rad möjliga källor till positiva avkastningseffekter över tid.

En konsolidering skulle kunna tillåta ökade resurser inom vissa, centrala enheter, inom investeringsverksamheten. Specifik förvaltningskompetens skulle kunna stärkas, intern förvaltning ökas och göras mer robust, avtalsförhandlingskompetens koncentreras, etcetera. Systemplattformar för kvantitativ analys och förvaltning skulle vidare kunna vidareutvecklas och stärkas. Det finns också goda samordningsmöjligheter på hållbarhetsområdet, inklusive ägarstyrning och hållbarhetsrapportering.

Större organisationer skulle dessutom, med specialisering och diversifiering över tid, skapa attraktiva roller på kvarvarande fonder och leda till förbättrade möjligheter att rekrytera personal med rätt kompetens och driv.

Större investeringsstorlekar inom extern förvaltning och onoterade investeringar skulle också på marginalen kunna bidra till skalfördelar.

Även om det är svårt att kvantifiera den positiva effekten på avkastningen av den stärkta förvaltningsverksamheten som nu beskrivs, är det just utnyttjande av kompetenssynergier och möjlighet att uppnå en kritisk massa av nyckelkompetenser som utgör de viktigaste argumenten för en konsolidering. Värdet av en ökning av avkastningspotentialen med någon tiondels procent per år är stort.

Se även närmare i konsekvensanalysen (avsnittet 7.2.2).

Besparingspotential

AP-fonderna kan redan idag sägas vara kostnadseffektiva och det framhålls ofta att de har en låg kostnad jämfört med jämförbara pensionsfonder. Samtliga fonder framhåller dock att de har skalfördelar. Detta betyder att en konsolidering ger möjligheter till lägre samlade direkta personal- och övriga rörelsekostnader.

Kostnadssynergier och besparingspotential finns för personal, lokalhyra, konsulter eller köpta tjänster, information – index, marknad, hållbarhet, etcetera – IT-system och övrig administration.

Hur stora de långsiktiga kostnadsbesparingarna skulle kunna bli är inte helt lätt att ringa in. Uppskattningar av dessa besparingar görs i konsekvensanalysen (avsnitt 7.2.2).

Det är viktigt att understryka att det kan ta tid innan samtliga kostnadsbesparingar kan realiseras. Tidsutdräkten beror på längden och komplexiteten i de olika avtal som behöver hanteras. En hel del avtal kan sägas upp, medan många andra behöver omförhandlas. För att minimera kostnaderna i samband med detta kommer kostnadsbesparingarna förmodligen inte att kunna realiseras förrän efter mer än tre år; i många fall kan det ta betydligt längre tid än så. Full effekt av en konsolidering uppnås först då samtliga avtal löpt ut.

Kostnader – omställningskostnader och transaktionskostnader

En konsolidering är förknippad med en rad kostnader. Dessa kan delas in i engångs-, övergångs- och avvecklingskostnader samt i transaktionskostnader.

Engångs-, övergångs- och avvecklingskostnader

En av de stora besparingspotentialerna är överlappande personella resurser. På motsvarande vis är engångskostnader för övertalig personal en av de största kostnadsposterna.

En annan engångspost är omställningskostnader för lokaler, i förväg uppsagda avtal, flytt, mm.

Utöver omställningskostnader för personal och lokaler, finns engångskostnader för i förväg uppsagda avtal, dvs. licenser, system och andra kontraktsförbindelser.

Transaktionskostnader

Under en konsolidering kommer omfattande portföljtransformationer att behöva genomföras, vilket kan leda till betydande transaktionskostnader. Hur stora dessa blir beror på en mängd faktorer: hur flytt av tillgångarna sker; hur tillgångarna som flyttas skiljer sig från önskad allokering hos de mottagande fonderna, hur snabbt omallokeringen sker; och hur stora avvikelser i allokeringen till onoterade tillgångar som accepteras.

Kostnaderna kan begränsas genom att medvetet hålla transaktionerna nere, exempelvis genom: att likvida tillgångar förs över *"in-kind"*; att avvecklingen görs under en längre tid under kontrollerade former; att derivat används för att ändra durationen för statsobligationer; att större delen av de onoterade tillgångarna flyttas över och inte avyttras; etcetera.

En uppskattning av omställnings- och transaktionskostnader görs i konsekvensanalysen (avsnitt 7.2.2). Slutsatsen där är att de direkta kostnaderna kopplade till en konsolidering skulle kunna uppgå till flera gånger den årliga besparingspotentialen**.**

Risker – mitigering

Det finns en rad risker förknippade med konsolideringsprocessen. Det handlar om följande.

Personalrisker

En lång och tidvis osäker process riskerar att leda till kompetensflykt och svårigheter att attrahera ny personal med nödvändig kompetens. Detta kan leda till operationella risker för såväl den pågående verksamheten som för själva konsolideringen. För att minska dessa risker kan det vara påkallat att genomföra riktade insatser för att säkra viktiga nyckelkompetenser under omställningsprocessen. Det handlar om kärnkompetens inom kapitalförvaltningen, riskkontroll, BackOffice, IT och juridik.

Kompensationspaketen för att behålla dessa nyckelkompetenser kan se olika ut, exempelvis som ett befattningstillägg under transitionsperioden,

eller en ”*stay-on”* i form av en engångsersättning vid transitionsperiodens slut.

I sammanhanget kan även nämnas att i 6 b § lagen (1982:80) om anställningsskydd (LAS) finns bestämmelser om övergång av verksamhet. Innebörden av dessa bestämmelser är att om det är identitet i den verksamhet som går över från en arbetsgivare till en annan, går också anställningsavtalen i dess lydelse vid övertagandetidpunkten för de arbetstagare som hör till den överlåtna verksamheten över på den nya arbetsgivaren. För att de bestämmelserna ska vara tillämpliga krävs att det har skett ett arbetsgivarbyte. På det statliga området sker ett arbetsgivarbyte om verksamhet går över från en myndighet till en annan.

I den här aktuella situationen innebär det anförda att en av Första, Tredje eller Fjärde AP-fonderna avvecklas och dess verksamhet och kapital förs över till en eller två av de kvarvarande stockholmsbaserade fonderna. En överföring av tillgångarna bör ske först i samband med att den fond som ska avvecklas upphör med sin verksamhet. Då sker även ett arbetsgivarbyte (se i övrigt i Övergångsfrågor och ikraftträdande, avsnitt 6).

Marknadspåverkan

Det finns en väsentlig risk för marknadspåverkan när portföljer avvecklas och integreras. Dessa risker kan mitigeras genom tillräcklig implementeringshorisont och gradvis integrering. Stegvis överföring begränsar risk för negativ marknadspåverkan. Särskild uppmärksamhet kommer att krävas vid överföring av svenska tillgångar och omformning av motsvarande portföljer, liksom vid avveckling av derivat och valutasäkringar. Störst risk för signifikant prispåverkan finns i svenska bolagsaktier, svenska räntebärande instrument samt för den svenska kronan.

Myndigheter med ansvar för finansiell stabilitet och marknads-övervakning, dvs. Riksbanken, Riksgäldskontoret, Finansinspektionen, och Pensionsmyndigheten bör informeras om implementering i god tid före start. Konfidentialitet behöver säkerställas och eventuella synpunkter kunna inhämtas. Under genomförandet behöver löpande information ges, och vid behov korrigeringar göras.

Alternativkostnader

De största riskerna med en konsolidering är en förlust av mjuka värden och de olika operationella riskerna som kan påverka avkastningen. Det är av naturliga skäl mycket svårt att kvantifiera alternativkostnaden i form av förlorad avkastning, men man kan konstatera endast en liten påverkan på förvaltningsresultatet innebära mycket stora belopp (se exempel i konsekvensanalysen, avsnitt 7.2.2).

Sammanfattande slutsatser

De stockholmsbaserade AP-fonderna är välskötta med gott internationellt renommé. Under en rad år har fonderna bedrivit ett effektiviseringsarbete, och har betecknats som kostnadseffektiva i internationella jämförelser.

Dessa AP-fonder har lyft fram att de har mycket skalbara förvaltningsmodeller som gör det möjligt att förvalta ett betydligt större kapital än idag, utan motsvarande procentuell ökning av kostnadsmassan. Genom en konsolidering av tre stockholmsfonder till två skulle dessa skalfördelar kunna realiseras. Vid en konsolidering kommer det att vara centralt att tillvarata de styrkor som byggts upp i respektive fond och utifrån dessa, hitta kompetenssynergier på kapitalförvaltningssidan som adderar mervärde (en kritisk massa av nyckelkompetenser). De större, kvarvarande fonderna, skulle över tid kunna erbjuda möjlighet till ökad specialisering och diversifiering, med förbättrade rekryteringsmöjligheter.

Konsolideringar av det här slaget är dock mycket komplexa integrationsprojekt som tar flera år att genomföra. Det råder ingen tvekan om att detta konsolideringsalternativ innebär risker – framför allt under en övergångsperiod – för en negativ påverkan på avkastningen. Även en liten minskning i avkastningen får stora effekter. Det finns också betydande direkta och indirekta kostnader förknippade med genomförandet av en konsolidering.

Det finns således en rad för- och nackdelar kopplade till förslaget. Det kan konstateras att även om de positiva och negativa effekterna låter sig identifieras och beskrivas på ett relativt tydligt sätt enligt ovan, är det betydligt svårare att kvantifiera dem. Detta gäller såväl besparingar och kostnader, som riskerna för förlorad avkastning på kort sikt och möjlighet till ökad avkastning på längre sikt. Ett försök till kvantifiering görs i konsekvensanalysen (avsnitt 7.2.2).

Synen på risk – i termer av operationella risker och potentiellt förlorad avkastning – i relation till möjligheten att utnyttja skalfördelar och att uppnå en mer effektiv och rationell förvaltning av buffertkapitalet är avgörande faktorer vid bedömningen av även detta konsolideringsförslags lämplighet. Förslaget att avveckla en av Första, Tredje eller Fjärde AP-fonderna och föra över dess verksamhet och kapital till en eller två av de kvarvarande stockholmsbaserade fonderna syftar ytterst till att förbättra förutsättningarna för en ändamålsenlig och kostnadseffektiv förvaltning av buffertkapitalet och därmed på sikt uppnå en högre nettoavkastning som ytterligare bidrar till finansieringen av – och stabiliteten i – pensionssystemet. Som har beskrivits ovan finns dock även när det gäller detta konsolideringsförslag en rad nackdelar. Sammantaget görs dock bedömningen att fördelarna överväger och det därför finns starka skäl för att genomföra detta konsolideringsförslag.

Kriterier för val av kvarvarande fonder

I samband med att regeringen fattar beslut om lagrådsremiss baserad på förslagen i denna promemoria, bör regeringen även fatta beslut om vilken stockholmsfond som ska avvecklas, och det mot bakgrund av vilka fonder som lämpligen bör vara kvar. Ledstjärnan vid valet av fonder som ska vara kvar är de värden som kan skapas efter konsolideringen. Den övergripande målsättning bör därmed vara att de kvarvarande fonderna ska vara de

fonder som har störst potential att tillsammans skapa det största långsiktiga värdet för systemet för inkomstpension.

Följande faktorer är speciellt viktiga att uppmärksamma.

Potential till långsiktig avkastning

Kärnuppdraget för AP-fonderna är att generera avkastning till inkomstpensionssystemet. Det finns olika sätt att uppskatta den framtida potentialen, men ett enkelt och transparent sätt torde vara att utgå från historisk avkastning. För att vara robust bör avkastningsserien vara lång. AP-fonderna kan uppvisa avkastningsserier från 2001. Då startkapitalet var lika för Första–Fjärde AP-fonderna sammanfattar dagens nivå på fondkapitalet avkastningen under perioden.

Diversifierande investeringsverksamhet

En minskning av antalet buffertfonder kan potentiellt leda till en minskad diversifiering. Detta kan motverkas om de kvarvarande buffertfonderna, relativt sett, är olika varandra, framför allt vad gäller tillgångsallokering och portföljstruktur. Även skillnader i implementeringsval och typer av investeringsprocesser tillför diversifiering.

Potential till framtida samarbete

Även efter en konsolidering, och i en situation med färre buffertfonder, finns det möjlighet att erhålla stordriftsfördelar via samarbeten mellan de kvarvarande fonderna. En rad av de förslag till fördjupad samverkan som beskrivs nedan, såsom systemstöd, IT-drift och andra administrativa processer och funktioner, är aktuella även efter en konsolidering. Här kan existerande och tidigare historiska samarbeten mellan fonderna ge en ledtråd till var framtida samverkan skulle kunna vara mest framgångsrika.

Fortsatt/uthållig kostnadseffektivitet

Under en rad år har AP-fonderna bedrivit ett kostnadseffektiviseringsarbete, och fondernas förvaltningskostnadsandelar har närmat sig varandra. Genom att studera systematiken i arbetet och de underliggande principerna för kostnadsstyrningen kan man få en uppfattning om uthålligheten i den framtida kostnadseffektiviteten.

Principer för fördelning av tillgångar och resurser

En av fördelarna med att fördela den avvecklade stockholmsfondens tillgångar och resurser på två mottagande fonder är att det ökar flexibiliteten – vissa tillgångar passar bättre in i en av de mottagande fonderna än i den andra. Lämpliga principer att hålla sig till vid denna föredelning bygger på de fördelar som finns med angreppsättet att låta tre stockholmsfonder bli två genom att en avvecklade fond delas upp och skapar två jämnstora kvarvarande fonder: en ökad diversifiering och specialisering, samtidigt som omställnings- och transaktionskostnaderna minimeras.

Diversifiering och specialisering

Tillgångar och resurser bör fördelas på så sätt att de två återstående stockholmsfonderna blir så olika varandra som möjligt, både vad gäller tillgångar och portföljstruktur. Genom att fördela tillgångar och resurser så att de två kvarvarande fondernas särdrag och olikheter accentueras, kan förvaltningssynergier uppnås, befintliga kompetenser byggas ut och fördjupas och en ökad specialisering möjliggöras.

Minimering av omställnings- och transaktionskostnaderna

Kostnaderna förknippade med en konsolidering kan vara betydande. De kan minskas genom en flexibel fördelning – tillgångar och processer kan passa bättre i en fond än i en annan. Transaktionskostnaderna kan till exempel minska om mottagande fond redan har en viss tillgång i sin portfölj. Olika typer av operationella risker skulle också kunna minskas om mottagande fond tillförs tillgångar som den är väl förtrogen med.

En annan minskning av transaktionskostnaderna kan uppnås genom en flexibel och pragmatisk hantering av onoterade aktier. Vissa onoterade tillgångar kommer kanske aldrig att låta sig överföras, eller bara överföras till en mycket hög kostnad (av skattemässiga skäl, etcetera). Det kan övervägas att behålla mer komplexa tillgångar – med inte alltför avlägsna exit-datum – i en *run-off*-portfölj. Vid denna typ av beslut bör balans eftersträvas mellan en önskan att minska transaktionskostnaderna och att undvika att ha en kvarvarande *run-off*-portfölj alltför långt fram i tiden (i sig förknippat med kostnader). Denna möjlighet kan öppnas genom att regeringen kan bestämma att vissa tillgångar ska förvaltas avskilt från övriga tillgångar och avvecklas av mottagande myndighet.

Behov av ändrade placeringsregler efter en konsolidering

När det gäller röstandelsbegränsning så får ingen av Första–Fjärde AP-fonderna inneha så många aktier eller andra andelar i ett företag att röstetalet för dem överstiger 10 procent eller, beträffande sådana aktier eller andra andelar i riskkapitalföretag som inte är upptagna till handel på en handelsplats eller motsvarande marknadsplats utanför EES, 35 procent av röstetalet för samtliga aktier eller andra andelar i företaget. Begränsningen gäller i huvudsak inte onoterade fastighetsbolag (se 4 kap. 9 § lagen om allmänna pensionsfonder).

Vid en konsolidering krymper antalet buffertfonder till tre. För att uppnå syftet med nyss nämnd bestämmelse, bör begränsningsreglerna för buffertfondernas investeringar i onoterade bolag ändras så att fonderna inte får inneha så många aktier eller andra andelar i ett företag att röstetalet för dem överstiger 15 procent eller beträffande onoterade riskkapital-företag, 50 procent.

Genomförandet

När regeringen har tagit ställning till vilken av de stockholmsbaserade AP-fonderna som ska avvecklas och principerna för hur den avvecklade fondens tillgångarna ska fördelas, bör en kommitté tillsättas av regeringen som ges i uppdrag att genomföra den nya organisationen. Denna

genomförandekommitté bör starta sitt arbete direkt efter beslut av riksdagen om lagstiftningspaketet (se vidare avsnitt 6.1 Genomförandefrågor beträffande konsolideringsförslagen).

Avslutande kommentar och slutsats

De tre stockholmsbaserade fonderna har stora likheter. De har rört sig mot en mer likartad tillgångsallokering av förvaltat kapital – som är i samma storleksordning – och har ökat sina samägda investeringar. De har ungefär lika många anställda inom samma befattningskategorier och konkurrerar om eftertraktad personal med samma branschaktörer. Genom sitt gemensamma samverkansråd, där även de andra AP-fonderna deltar, har de fördjupat sitt samarbete. De samarbetar dessutom inom AP-fondernas Etikråd, som nyligen har reformerats. De stora likheterna innebär goda möjligheter att uppnå stordriftsfördelar inom kapitalförvaltningen vid en konsolidering eller genom obligatorisk samverkan av administrativ art.

Båda detta konsolideringsförslag och det alternativa förslaget nedan i avsnitt 5.4.2 skulle kunna leda till en större kostnadseffektivitet på sikt. Konsolideringsförslaget har dock en betydligt större potential att kunna förbättra förutsättningarna för en effektiv, rationell och ändamålsenlig förvaltning av buffertkapitalet och därmed på sikt kunna bidra till en högre nettoavkastning. Detta förslag är således att föredra.

5.4.2 Ökad samverkan inom befintlig organisationsstruktur

Promemorians alternativa förslag: De stockholmsbaserade buffertfonderna ska samverka med varandra när det gäller stödfunktioner av administrativ art. Obligatorisk samverkan ska omfatta åtminstone samlokalisering, kansli för personalfrågor, ekonomifunktion, upphandlingar, juristfunktion, IT-plattform, säkerhet och informationssäkerhet, kommunikationsfunktion, ESG-kansli, systemförvaltning och affärsverksamhet.

Promemorians alternativa bedömning: Utökat samarbete bör ske inom områdena risk, regelefterlevnad, rapportering, resultat och analys samt informationstjänster.

Skälen för promemorians alternativa förslag och bedömning

Inledning

I föregående avsnitt analyseras för- och nackdelar av en konsolidering av Första, Tredje och Fjärde AP-fonderna till två fonder med säte i Stockholm samt analyseras konsekvenserna för placeringsreglerna av en sådan omorganisation. Där lämnas även förslag på hur en sådan konsolidering skulle kunna genomföras.

I detta avsnitt analyseras och föreslås hur de stockholmsbaserade buffertfonderna kan realisera större stordriftsfördelar genom en ökad samverkan inom ramen för befintlig organisationsstruktur.

Tidigare förslag på samordnad administration mellan AP-fonderna

I Buffertkapitalutredningens betänkande (SOU 2012:53) föreslås att buffertkapitalet delas upp i tre fonder som förvaltas och administreras av en särskild myndighet, Pensionsreservstyrelsen.

I promemorian Nya regler för AP-fonderna (Ds 2015:34) föreslås att buffertkapitalet delas upp i tre AP-fonder som var och en förvaltas av en AP-fondsmyndighet. Dessa myndigheters administration ska samordnas. En av AP-fondsmyndigheterna ska sköta administrationen åt alla tre myndigheterna i ett gemensamt servicecenter. Verksamheten ska bedrivas utifrån vad de tre myndigheterna kommer överens om eller utifrån det som anges i föreskrifter som regeringen meddelar.

I den promemorian görs bedömningen att det i första hand ska vara AP-fondsmyndigheternas ansvar att bedöma på vilket sätt samordningen ska ske. Regeringen bör dock föreskriva vilken av myndigheterna som ska ha ansvaret för servicecentret. Samordningen bör omfatta åtminstone värdepappersadministration, juridik, upphandling, it-administration samt ekonomi- och personaltjänster. Samordning av ytterligare administrativa funktioner och system bör prövas. Myndigheterna bör i tillämpliga fall i första hand använda de tjänster som Statens servicecenter erbjuder.

Tidigare förslag på samverkan mellan AP-fonderna när det gäller förvaltning av onoterade tillgångar

I nyss nämnd departementspromemoria (Ds 2015:34) föreslås att AP-fondsmyndigheterna ska samverka när det gäller förvaltning av onoterade tillgångar. Samverkan ska ske med utgångspunkt i ett kompetenscenter som placeras i Andra AP-fondsmyndigheten (efter en konsolidering med Sjätte AP-fonden). Verksamheten ska bedrivas utifrån vad AP-fondsmyndigheterna kommer överens om eller utifrån det som anges i föreskrifter som regeringen meddelar.

I promemorian görs bedömningen att AP-fondsmyndigheterna bör ha ansvaret för att närmare organisera samverkan när det gäller förvaltning av onoterade tillgångar, inklusive kostnadsfördelning. En gemensam investeringskommitté med representanter för var och en av AP-fondsmyndigheterna bör tillsättas.

I avsnitt 5.3.2 och 5.3.3 föreslås hur de kvarvarande buffertfonderna frivilligt ska samverka när det gäller riskkapitalinvesteringar. Samverkan ska ske inom det gemensamma samverkansrådet. Om ingen organisationsförändring görs beträffande de fonder som är baserade i Göteborg, bör detta frivilliga samarbete ändå komma till stånd.

Nuvarande regler om obligatorisk samverkan mellan AP-fonderna

Obligatorisk samverkan mellan AP-fonderna föreligger i viss utsträckning enligt nuvarande regler. Första–Fjärde AP-fonderna ska förvalta fondmedlen på ett föredömligt sätt genom ansvarsfulla investeringar och ansvarsfullt ägande. Vid förvaltningen ska särskild vikt fästas vid hur en hållbar utveckling kan främjas utan att göra avkall på målet om att medlen ska förvaltas på sådant sätt att de blir till största möjliga nytta för försäkringen för inkomstgrundad ålderspension (lagen om allmänna pensionsfonder 4 kap. 1 a §). Motsvarande bestämmelser gäller sedan den 1 juli 2022 för Sjätte AP-fonden och sedan den 1 januari 2023 för Sjunde

AP-fonden (se lagen om Sjätte AP-fonden 3 kap. 1 a § respektive lagen om allmänna pensionsfonder 5 kap. 1 § tredje stycket).

Första–Fjärde AP-fonderna ska samverka med varandra och med Sjunde AP-fonden när det gäller detta hållbarhetsmål. Samverkan ska omfatta åtminstone att de tar fram en gemensam värdegrund för förvaltningen av fondmedlen och gemensamma riktlinjer för vilka tillgångar som fondmedlen inte bör placeras i (4 kap. 2 a § lagen om allmänna pensionsfonder). Dessutom gäller att Första–Fjärde AP-fonderna ska samverka med varandra och med Sjätte och Sjunde AP-fonderna när det gäller redovisning av hur hållbarhetsmålet har uppnåtts. Samverkan ska omfatta åtminstone att fonderna tar fram gemensamma riktlinjer för redovisningen (4 kap. 2 b §).

Första–Fjärde AP-fondernas samägda investeringar

Första–Fjärde AP-fonderna gör, som nämnts, investeringar inom fastighets- och infrastrukturområdet genom gemensamägda dotterbolag. Första–Fjärde AP-fonderna äger med lika delar Vasakronan, som är ett fastighetsbolag inom kontor och handel, med fastigheter i Stockholm, Göteborg, Malmö och Uppsala. De äger också med lika delar infrastrukturbolaget 4 to 1 Investments. Målet för sistnämnt bolag är att genomföra storskaliga investeringar i onoterade svenska eller nordiska bolag med påvisbar positiv samhällspåverkan. Bolaget har genomfört en investering i batteritillverkaren Northvolt på 3,4 miljarder kronor och därefter gjort mindre tilläggsinvesteringar i samma bolag. Första, Tredje och Fjärde AP-fonderna samäger dessutom med lika delar Polhem infra; ett bolag med målsättning att genomföra investeringar och långsiktigt förvalta onoterade infrastrukturtillgångar i Norden. Investeringar har gjorts i tre bolag inom områdena fjärrvärme, vindkraft och datainfrastruktur.

AP-fondernas samverkansråd och Etikråd

AP-fondernas gemensamma samverkansråd bildades för att skapa bättre och effektivare samarbeten inom områden utanför investeringsverksamheten. Arbetet bedrivs inom tio funktionsinriktade samverkansgrupper med ett övergripande fokus att identifiera områden där det finns en tydlig samverkanspotential och där ett samarbete mellan fonderna kan medföra kostnadseffektivitet. Ett ytterligare syfte med detta samarbete är att tillvarata de mervärden i form av erfarenhetsutbyten och kunskapsöverföring som kan ge fonderna en bredare och större kunskapsbas.

Samverkan sker inom följande områden:

- BackOffice/Affärsstöd
- Regelefterlevnad
- HR
- Informationssäkerhet
- It
- Juridik
- Kommunikation
- Redovisning
- Risk och performance

- Systemförvaltning

Samarbetet inleddes av Första–Fjärde AP-fonderna, men Sjätte och Sjunde AP-fonderna deltar på senare år i allt större utsträckning. Sedan 2019 har rådet etablerat en gemensam struktur och arbetsmetodik med bland annat årsplaner som följs upp två gånger per år vid halvårsvisa avrapporteringar.

Utöver dessa funktionsinriktade grupper sker samverkan även genom AP-fondernas Etikråd. Syftet med rådet är att utifrån fondernas uppdrag och gemensamma värdegrund åstadkomma förbättringar på miljö- och etikområdet.

Närmare om AP-fondernas nuvarande samarbeten

Det kan inledningsvis konstateras att dagens system med parallella fonder som förvaltar ett gemensamt kapital utifrån gemensamma placeringsregler skiljer sig från hur det ser ut i andra länder. Som framgått ovan har Första–Fjärde AP-fonderna emellertid över tid rört sig mot en mer likartad tillgångsallokering och har dessutom ökat sina samägda investeringar. Idag har de ca en tiondel av buffertkapitalet investerat i helt gemensamägda bolag inom fastighets- och infrastrukturområdet.

AP-fonderna samarbetar redan idag i frågor som gäller drift, etik och saminvesteringar. Genom sitt gemensamma samverkansråd har fonderna fördjupat sitt samarbete inom bland annat upphandlingar, mediefrågor om hållbarhet, informationssäkerhet och skattefrågor.

Första–Fjärde AP-fonderna har nyligen slutfört en gemensam översyn av Etikrådets uppdrag, strategi och organisation. Bland annat har rådets syfte tydliggjorts och långsiktiga mål för verksamheten har fastställts. Ytterligare resurser har tillförts. Ett nytt kansli har inrättats med Tredje AP-fonden som värdmyndighet.

Det kan i sammanhanget särskilt noteras att samarbeten och samverkan mellan fonderna har ökat på ett betydande sätt under det senaste decenniet. I vissa delar har det även formaliserats. Det är emellertid svårt att bedöma vad detta frivilliga samarbete har inneburit ur kostnadseffektivitetssynpunkt. När det gäller samverkansrådet och de underliggande funktionsgrupperna bör samverkan via upphandlingar dock lyftas fram; en rad gemensamma upphandlingar har lett till väsentliga kostnadsbesparingar. Detta gäller särskilt den portföljsystemupphandling som Tredje- och Fjärde AP-fonden har genomfört. I övrigt när det gäller samverkan inom ramen för samverkansrådet handlar det i stor utsträckning om synergier i form av kunskapsöverföring och erfarenhetsutbyte som på sikt skapar förutsättningar för en kostnadseffektiv utveckling för respektive fond. Värdet av detta är dock svårt att uppskatta.

När det gäller hållbarhetsmålet ska Första–Fjärde AP-fonderna samverka med varandra och med Sjunde AP-fonden. Samverkan ska omfatta åtminstone att de tar fram en gemensam värdegrund för förvaltningen av fondmedlen och gemensamma riktlinjer för vilka tillgångar som fondmedlen inte bör placeras i. Dessutom gäller att Första–Fjärde AP-fonderna ska samverka med varandra och med Sjätte och Sjunde AP-fonderna när det gäller redovisning av hur hållbarhetsmålet har uppnåtts. Samverkan ska omfatta åtminstone att fonderna tar fram

gemensamma riktlinjer för redovisningen. Denna obligatoriska samverkan sker i huvudsak inom ramen för Etikrådet.

En utökad obligatorisk samverkan för en kostnadseffektiv förvaltning

Nuvarande samarbete och samverkan mellan AP-fonderna kan anses ge en högst oklar effekt ur kostnadseffektivitetssynpunkt. För att uppnå en sådan effekt finns det anledning att i stället analysera om en ökad obligatoriska samverkan mellan buffertfonderna genom att i huvudsak *samordna och dela resurser vid sidan av investeringsverksamheten*, är rätt väg att gå.

De områden som ligger närmast till hands är samlokalisering, kansli för HR-frågor, ekonomifunktion, upphandlingar, juristresurser, IT-plattform, säkerhet och informationssäkerhet, kommunikationsavdelning, ESG-kansli, systemförvaltning och affärsverksamhet.

För att verkligen få till stånd dessa samarbeten är det viktigt med en tydlig styrning från huvudmannen, dvs. obligatorisk samverkan uttryckt i lag. Detta bör ske på ett liknande sätt som beträffande den obligatoriska samverkan som gäller för AP-fondernas hållbarhetsmål.

Närmare om samlokalisering och samverkan kring stödfunktioner av administrativ art

Som nämnts har samarbeten och samverkan mellan fonderna ökat och formaliserats under de senaste åren. Uppmärksammas bör dock att många av dessa samarbeten är av erfarenhets- och kunskapsdelningskaraktär, och handlar mindre om att hitta kostnadssynergier och möjligheter till kostnadsbesparingar. Risker förknippat med ökat samarbete, såsom förlorad självständighet, svårigheter till ansvarsutkrävande, etcetera, kan värderas olika. Det står dock klart att risken för att indirekt börja begränsa oberoendet i kapitalförvaltningsverksamheten sätter gränser för hur långt samarbete och resursdelning mellan fonderna kan tas.

Samlokalisering

De tre buffertfonderna i Stockholm har idag förhållandevis nyligen framförhandlade hyresavtal för sina lokaler i Stockholm city. Dessa avtal kan brytas – men till en kostnad.

Genom att samlokalisera kan den sammanlagda ytan minskas då AP-fonderna kommer att dela på reception, externa konferensrum och interna gemensamhetsytor såsom pentry eller matplats.

En samlokalisering skulle vara förknippad – förutom med besparingar – med relativt betydande engångskostnader. En uppskattning av storleken på besparingar och engångskostnader görs i konsekvensanalysen (avsnitt 7.2.3). Slutsatsen är att det skulle kunna ta mellan fyra och fem år innan samlokaliseringen kan ”räknas hem”. Å andra sidan bör inte samlokaliseringen ses isolerat, utan den öppnar i sig upp för nya skalfördelar, inte bara för reception, men också för kontorsservice, kommunikation, HR och administration.

Samverkan kring stödfunktioner av administrativ art

Möjliga områden av mer administrativ art som skulle kunna vara föremål för samverkan är kansli för HR-frågor, ekonomifunktion, upphandlingar, juristresurser, IT-plattform, säkerhet och informationssäkerhet, kommunikationsavdelning, ESG-kansli, systemförvaltning och affärsverksamhet.

Av dessa områden är systemförvaltningsområdet det som är mest kontroversiellt ur ett samverkansperspektiv – men också det område som skulle kunna generera mest kostnadsbesparingar vid en samverkan. Även affärsverksamhet – som skulle ge den näst-största besparingen – kan anses kontroversiellt ur ett oberoendeperspektiv. För det fall dessa områden inkluderas i listan över obligatoriska samverkansområden blir den årliga besparingspotentialen betydande (se konsekvensanalysen i avsnitt 7.2.3).

Ökad samverkan kring de administrativa stödfunktionerna är förknippade med övergångskostnader dels i form av avvecklingskostnad för personal, dels för kostnader för befintliga avtal för köpta tjänster och licenser, där det ibland är fråga om långa utestående löptider. Engångskostnaderna skiljer sig – såsom besparingspotentialen – väsentligt åt beroende på om systemförvaltning och affärsverksamhet exkluderas. En uppskattning görs i konsekvensanalysen (avsnitt 7.2.3). I båda fallen kommer dock engångskostnaderna vara mindre än den potentiella årliga besparingen.

Bland de risker som finns vad gäller ökad samverkan kring områden av mer administrativ natur kan nämnas ökad sårbarhet och cyberrisker vid gemensamma IT-plattformar, systemförvaltning och heltäckande förvaltningssystem

Utökat samarbete på områden närmare investeringsverksamheten

En ökad samverkan också på områden som ligger närmare investeringsverksamheten skulle i förlängningen och över tid kunna ge god utdelning. I det sammanhanget är det givetvis viktigt att se till att dessa samarbeten, inte ens indirekt, begränsar oberoendet i kapitalförvaltningen. Ett utökat samarbete bör kunna ske inom områdena risk, regelefterlevnad, rapportering, performance och analys samt informationstjänster.

Störst besparingspotential finns beträffande centraliserade marknadsdata. Övergångskostnaderna för ökad samverkan kring dessa funktioner närmare investeringsverksamheten avser avvecklingskostnad för personal, utestående löptid för avtal om köpta tjänster och licenser. En uppskattning av besparingspotential och övergångskostnaderna görs i konsekvensanalysen (avsnitt 7.2.3).

Det finns emellertid många förbehåll och kritiska synpunkter kring samverkan i dessa verksamheter. Påverkan på fondernas oberoende och inverkan på investeringsverksamheten är kanske det främsta argumentet emot en ökad sådan samverkan, men risken att förlora nyckelpersonal har också lyfts fram.

Skeptikerna till ökad samverkan av denna art menar också att obligatorisk samverkan skapar inlåsningseffekter samt hindrar positiv förändring och resultatutveckling över tid. Det finns risker om lösningarna signifikant avviker från regulatoriska krav eller leder till bristande

möjlighet till ansvarutkrävande. Möjligheterna för styrelser och ledningar att självständigt leda sina ansvarsområden försämras, menar skeptikerna.

För att ytterligare samarbete ska leda till reella positiva resultat krävs hur som helst ett starkt gemensamt åtagande och ägarskap från samtliga fonder. Om inte detta finns är risken stor att samarbetslösningarna upplevs som otillfredsställande och att parallella strukturer byggs upp.

Sammanfattningsvis finns en rad risker förknippade med ökat samarbete i verksamheter som ligger närmare förvaltningen. Besparingspotentialen är också förhållandevis låg, även om de sammanlagda engångskostnaderna är lägre än den potentiella årliga besparingen (se konsekvensanalysen i avsnitt 7.2.3).

Sammanfattande slutsatser

Inledningsvis kan konstateras att risken för att indirekt börja begränsa oberoendet i förvaltningsverksamheterna sätter gränser för hur långt samarbetet och resursdelningen mellan fonderna kan tas, enligt detta alternativa förslag.

Det kan också konstateras att åsikterna bland AP-fonderna går vitt isär, även vad gäller samverkansaktiviteter relativt långt bort från fondernas investeringsverksamhet. De som är mest positiva ser stor potential för ett utvecklat samarbete, med positiva effekter för verksamheterna, kostnadsbesparingar, hanterbara engångskostnader med långt färre och lägre risker än i konsolideringsalternativet. En AP-fond har en diametralt annorlunda uppfattning och ser stora risker, höga engångskostnader och marginella möjligheter till kostnadsbesparingar.

Då uppfattningarna hos AP-fonderna kring vad som är lämpligt att samarbeta om går så vitt isär är det föga förvånande att också uppskattningarna om möjliga kostnadsbesparingar skiljer sig åt väsentligt.

De mest positiva uppskattar att potentialen för kostnadsbesparingar, genom fördjupat samarbeten inom nuvarande organisationsstruktur ligger kring 50–100 miljoner kronor per år. Den mest negativa AP-fonden uppskattar besparingspotentialen till högst 10–20 miljoner kronor per år. De uppskattade beloppen avser medellång sikt och efter avdrag för betydande engångskostnader (se närmare i konsekvensavsnittet 7.2.2).

Om vi lyfter blicken – och ser frågan i ett mer dynamiskt perspektiv – kan de invändningar som idag finns mot en fördjupad samverkan möjligen minska med tiden. En samlokalisering skulle kunna bli första steget på en gemensam kulturresa där fler områden för samarbeten naturligen kommer att uppmärksammas och realiseras. Snarare än en *”big-bang”* kan detta alternativ erbjuda första steget mot större gemensam effektivitet till mindre risk än en konsolidering.

På ett likartat sätt skulle många av de områden som identifierats för ökad samverkan kunna vara aktuella också i ett senare skede efter en konsolidering. Konsolideringsalternativet skulle alltså lämpligen kunna byggas ut över tid med fördjupad samverkan mellan de två kvarvarande stockholmsfonderna.

Vad som nu sagts talar med viss styrka för att de stockholmsbaserade AP-fonderna genom obligatorisk samverkan ska kunna realisera vissa stordriftsfördelar. Detta främst genom att samordna och dela resurser vid sidan av investeringsverksamheten och därmed uppnå en större

kostnadseffektivitet. På sikt kan denna samverkan inom befintlig organisationsstruktur leda till en högre nettoavkastning som ytterligare bidrar till finansieringen av pensionssystemet.

Avslutande kommentar och slutsats

De tre stockholmsbaserade fonderna har stora likheter. De har rört sig mot en mer likartad tillgångsallokering av förvaltat kapital, i samma storleksordning och har ökat sina samägda investeringar. De har ungefär lika många anställda inom samma befattningskategorier och konkurrerar om eftertraktad personal med samma branschaktörer. Genom sitt gemensamma samverkansråd, där även de andra AP-fonderna deltar, har de fördjupat sitt samarbete. De samarbetar dessutom inom AP-fondernas Etikråd, som nyligen har reformerats.

Båda detta förslag och konsolideringsförslaget i avsnitt 5.4.2 skulle kunna leda till en större kostnadseffektivitet på sikt. Konsolideringsförslaget har dock en betydligt större potential att kunna förbättra förutsättningarna för en effektiv, rationell och ändamålsenlig förvaltning av buffertkapitalet och därmed på sikt uppnå en högre nettoavkastning. Det förslaget är således att föredra.

5.5 Ändrade placeringsregler

5.5.1 Valutasäkring

Promemorians förslag: Om Sjätte AP-fonden inte avvecklas ska den valutaexponeringsbestämmelse som gäller för den fonden tas bort.

Promemorians bedömning: Den nuvarande regleringen av Första–Fjärde AP-fondernas valutaexponering bör inte ändras.

Skälen för promemorians förslag

Exponering för valutarisk – en bakgrund

Första–Fjärde och Sjätte AP-fondernas valutaexponering (valutakursrisk) är i lag reglerad till 40 respektive 10 procent av tillgångsvärdet (lagen om allmänna pensionsfonder 4 kap. 10 § respektive lagen om Sjätte AP-fonden 3 kap. 2 § tredje stycket).

Bakgrunden till den bestämmelse som gäller för *Första–Fjärde AP-fonderna* kan sammanfattas på följande sätt (prop. 1999/2000:46 s. 100–103 och 106).

Där sägs att för AP-fonderna har utlandsplaceringar i princip samma relevans som för andra förvaltare av pensionskapital. Den större möjligheten till riskspridning och därmed minskad total risk är av stor betydelse i samband med utlandsplaceringar främst på aktiesidan. Den svenska börsens branschsammansättning är snäv i ett internationellt perspektiv. De nationella aktiemarknaderna följer konjunkturcyklerna, vilka ofta är förskjutna mellan länder och grupper av länder. En betydande andel utländska aktier medför därför att risken i portföljen kan minskas

utan att avkall behöver göras på den förväntade avkastningen. Även AP-fondens totala storlek på den svenska kapitalmarknaden gör det från marknadssynpunkt extra motiverat att medge ett inte obetydligt placeringsutrymme utomlands.

Vidare sägs att en optimal nivå för graden av valutaexponering endast kan bestämmas genom en analys av åtagandesidan. Det faktum att åtagandet i pensionssystemet är i svenska kronor samtidigt som huvuddelen av konsumtionskorgen består av inhemska varor och tjänster motiverar dock enligt regeringens uppfattning en restriktion för valutaexponeringen i syfte att begränsa denna matchningsrisk. Därutöver finns makroekonomiska skäl att övergångsvis begränsa valutautflödet som kan orsakas av buffertfondernas omplaceringar. Regeringen ansåg, av det sistnämnda skälet, att det i alla händelser bör införas en begränsningsregel som bör gälla under de närmaste åren efter reformen (som trädde i kraft 2001).

Det konstateras vidare att ovanstående faktorer sammantaget visar att utrymmet för valutaexponering bör vara generöst och omfatta åtminstone omkring en tredjedel av det förvaltade kapitalet. Här görs den avvägningen att högst 40 procent av var och en av buffertfondernas totala tillgångar får vara utsatta för valutaexponering. Det påpekas även att det faktum att begränsningen avser valutarisken innebär en obegränsad frihet för buffertfonderna att placera i utländska värdepapper om placeringarna kurssäkras.

Slutligen nämns i nu refererade förarbeten att det, med tanke på den valda regelns trubbighet, allmänt sett finns skäl att inom en inte alltför avlägsen framtid utvärdera valutaregelns lämplighet och utformning. Eftersom det i övergångsregler stadgas att andelen tillgångar som är utsatta för valutarisk ska kunna öka stegvis under en femårsperiod, bör denna utvärdering lämpligen göras när övergångsperioden har löpt ut.

Bakgrunden till den bestämmelse som gäller för *Sjätte AP-fonden* kan sammanfattas på följande sätt (se prop. 2006/07:100 s. 188 och 189).

Där sägs att i takt med riskkapitalmarknadens utveckling och internationalisering har Sjätte AP-fondens roll på marknaden förändrats. Utbudet av riskkapital är inte längre nationellt bestämt och inte heller möjligt att styra på direkt väg. Av det följer att en svensk investering i ett utländskt bolag inte bör tolkas alltför snävt, som om den enda effekten skulle bli att motsvarande belopp undandras svenska bolag. Ett öppet investeringsklimat innebär kapitalflöden i båda riktningarna. Det behöver därför inte föreligga någon motsättning mellan fondens mål och möjligheten att placera någon del av fondkapitalet utomlands. Den begränsning i Sjätte AP-fondens regelverk som förhindrar placeringar utomlands är inte ändamålsenlig mot bakgrund av fondens verksamhet och rådande marknadsförutsättningar. Regeringen ansåg därför att den bör tas bort.

I förarbetena konstateras vidare att på motsvarande sätt som för Första–Fjärde AP-fonderna bör en begränsning av fondens valutarisk införas. För att markera Sjätte AP-fondens särskilda uppdrag att inrikta verksamheten mot placeringar i Sverige är det, enligt regeringen, motiverat att sätta gränsen lägre än de 40 procent som gäller för Första-Fjärde AP-fonderna. Genom att begränsa Sjätte AP-fondens valutarisk vid 10 procent uppnås den åsyftade markeringen.

Det kan konstateras att valutasäkringar begränsar effekten av kronans utveckling mot andra valutor. Under tider då svenska kronan försvagas mot internationella valutor innebär kravet om valutasäkring att fonderna går miste om en del av avkastningen i sina internationella innehav som genereras av kronans försvagning, i förhållande till om fonden inte hade tillämpat någon valutasäkring. På motsvarande sätt innebär valutasäkringen att under tider då svenska kronan stärks mot internationella valutor, begränsar valutasäkringar den negativa effekten av kronans förstärkning på avkastningen i internationella tillgångar. Över tid kan effekterna förväntas jämnas ut, och fonderna torde fortsätta att valutasäkra, om än i varierande grad, även utan ett lagkrav. En fråga som har diskuterats är huruvida valutaexponering bäst regleras i lag eller inom ramarna för fondernas egna förvaltningsstrategier.

Särskilt stor effekt har det begränsade handlingsutrymmet haft för Sjätte AP-fonden som med sin mycket strikta exponeringsbegränsning om högst 10 procent, har behövt avsätta en avsevärd likviditetsbuffert för att hantera den lagstadgade valutasäkringsnivån. Det kan i sammanhanget särskilt noteras att Sjätte AP-fondens nuvarande valutaexponeringsgräns motiverades för att markera Sjätte AP-fondens särskilda uppdrag att inrikta verksamheten mot placeringar i Sverige. Idag sker huvuddelen av fondens investeringar utanför Sverige.

Nuvarande tillämpning av reglerna

Förutom Sjätte AP-fonden, anser inte någon av buffertfonderna att dagens reglering av högsta valutaexponering har varit begränsande, även om vissa inte vill utesluta att det kan komma perioder framöver då en exponering över 40 procent kan vara önskvärd. Fondernas nuvarande interna valutaexponeringsstrategier, fastställda av deras styrelser, formulerar ett spann om 10–35 och upp till 40 procent i öppna valutaexponeringar, med målnivåer/normallägen om 20–25 procent.

Valutamarknaden är stor och effektiv, med mycket låga transaktionskostnader. För att begränsa motpartsrisken utbyts säkerheter mellan parterna. Första–Fjärde AP-fondernas breda totalportföljer gör att den likviditetshantering som följer av derivatkontrakten inte utgör ett problem. Laglimeten kan inte sägas ha utgjort någon egentlig kostnad, och nyttan av valutasäkringarna upplevs överstiga eventuella kostnader och likviditetsaspekter. Det bör i sammanhanget påpekas att för Första–Fjärde AP-fonderna ligger andelen svenska tillgångar i totalportföljerna runt 20–40 procent, där Andra AP-fonden har högst andel internationella tillgångar.

Situationen för de breda totalportföljsfonderna Första–Fjärde AP-fonderna, står i skarp kontrast till Sjätte AP-fondens internationella riskkapitalportfölj. Endast 12 procent av portföljen härrör från svenska företag och investeringshorisonten är lång. För Sjätte AP-fonden har det varit dyrt och likviditetskrävande att löpande *”hedga”* tillgångsportföljen. Den ianspråktagna likviditeten för att omsätta valutasäkringarna har gjorts på bekostnad av uteblivna investeringar inom ramen för Sjätte AP-fondens förvaltning. Det kan konstateras att en konsolidering med Andra AP-fonden, med dess totalportfölj, skulle kraftigt reducera de likviditetsproblemen (se avsnitt 5.3.2).

Till skillnad från de andra AP-fonderna har Sjunde AP-fonden inga restriktioner vad gäller valutarisk, och den fonden har historiskt sett inte valutasäkrat de utländska investeringarna. Eftersom en stor majoritet av AP7 Aktiefonds tillgångar är placerade utanför Sverige, och inga tillgångar valutasäkras, är fonden utsatt för en avsevärd valutarisk.

Avslutningsvis visar en internationell utblick att olika pensionsfonder har olika syn på och olika krav på valutasäkringar. Som exempel tillämpar norska pensionsfonden NBIM inga valutasäkringsmetoder alls, med motiveringen att investeringshorisonten är så pass långsiktig att det inte finns något behov av att parera kortsiktiga fluktuationer i valutakurser. Eftersom realiseringen av tillgångarna inte kommer ske någon gång i närtid är en eventuell förstärkning eller försvagning av norska kronan på kort sikt tämligen ointressant för pensionssystemets långsiktiga utveckling och stabilitet, anser fonden.

Effekter av ett borttagande av dagens valutaexponeringsrestriktioner

Inledningsvis kan konstateras att även utan lagkrav skulle Första–Fjärde AP-fonderna fortsätta att valutasäkra utländska investeringar och det är mindre sannolikt att buffertfonderna skulle vilja överträda gränsen 40 procent valutarisk väsentligt. Vid kontakter med Första–Fjärde AP-fonderna understryker de att ett borttagande av dagens lagkrav inte skulle innebära några direkta förändringar i deras valutasäkringsprogram. Å andra sidan ses en större flexibilitet som något positivt, eftersom det skulle tillåta fonderna att valutasäkra mer gradvis och flexibelt, vilket både skulle kunna förbättra likviditetssituationen och avkastningsmöjligheterna. Utan begränsningsregeln skulle de helt enkelt kunna agera effektivare och bättre vid stora och snabba förändringar på marknaden.

Om fonderna trots allt skulle avveckla existerande s.k. valutahedgar i snabb takt – vilket skulle kunna göras på 2–3 månader – skulle det få tydliga effekter på kronan. En av AP-fonderna har gjort uppskattningen att en snabb och total avveckling skulle kunna resultera i en kronförsvagning om 5–10 procent (allt annat lika). Om avvecklingsperioden förlängdes till 6 månader, skulle kronförsvagningen begränsas till 3–5 procent.

Ett annat hypotetiskt exempel är om Första–Fjärde AP-fonderna sammantaget skulle höja andelen öppen valutaexponering med 5 procent av tillgångsmassan under ett första år. Detta uppskattas leda till 100 miljarder kronor i flöden där valutaterminer ”återköps”.

För Sjätte AP-fonden är frågan långt mindre hypotetisk. Om den fonden får möjlighet att själva bestämma över sin valutaexponering, kommer de sannolikt att avveckla ”hedgeportföljen” om ungefär 50 miljarder kronor under ca 12 månader, vilket eventuellt skulle kunna påverka kronan i någon grad, åtminstone på kort sikt.

Sammanfattande bedömning

Lagkrav om högst 40 procent i valutaexponering uppfattas av Första–Fjärde AP-fonderna som en onödig begränsning som minskar deras frihetsgrader i förvaltningen. För Sjätte AP-fonden, med en långsiktig riskkapitalportfölj, är frågan än mer fundamental, eftersom fondens nuvarande restriktion om högst 10 procent i valutaexponering har lett till direkta kostnader och reella likviditetsbegränsningar.

Första–Fjärde AP-fonderna understryker att de skulle fortsätta valutasäkra även utan lagkrav, och att de inte skulle förändra sina valutasäkringsprogram i någon större grad. Ett slopande av lagkravet för dessa buffertfonder skulle förmodligen inte leda till några signifikanta valutautflöden från de enskilda fonderna, men sammantaget kan även mindre förändringar hos var och en av fonderna leda till större flöden. Om lagkravet skulle slopas uppstår också en signaleffekt. En förväntan skapas som i sig skulle kunna leda till betydande rörelser på marknaden, åtminstone i det kortare perspektivet.

Övervägande skäl talar därför för att behålla nuvarande begränsningsregel för Första–Fjärde AP-fonderna, medan motsvarande valutaexponeringsregel lämpligen slopas för Sjätte AP-fonden. Detta givetvis förutsatt att fonden inte avvecklas.

5.5.2 En ändamålsenlig reglering av buffertfondernas investeringar i onoterade bolag

Promemorians bedömning: Om inte organisationsstrukturen ändras är regleringen av buffertfondernas investeringar i onoterade bolag ändamålsenlig för AP-fondernas uppdrag. Förslag på konsolidering av Sjätte AP-fonden och Andra AP-fonden respektive konsolidering av Första, Tredje och Fjärde AP-fonderna till två fonder leder däremot till att vissa begränsningsregler för illikvida tillgångar bör ändras. Förslag på ändrade placeringsregler i detta avseende lämnas i de avsnitt som behandlar förslagen på omorganisation.

Skälen för promemorians bedömning

Inledning

Av uppdragsbeskrivningen framgår att utredaren ska utreda huruvida bestämmelsen som reglerar buffertfondernas investeringar i onoterade bolag är ändamålsenlig för AP-fondernas uppdrag och vid behov lämna förslag på förändring. I detta avsnitt görs en sådan analys. Analysen bygger på förutsättningen att organisationsstrukturen för buffertfonderna inte ändras.

Buffertfondernas investeringar i onoterade bolag

Första–Fjärde AP-fonderna får, som nämnts, förvärva eller inneha illikvida tillgångar som vid investeringstillfället uppgår till högst 40 procent av det verkliga värdet av AP-fondens samtliga tillgångar (4 kap. 8 § lagen om allmänna pensionsfonder). Med illikvida tillgångar avses tillgångar som inte är likvida enligt definitionen i 4 kap. 5 §.

Första–Fjärde AP-fonderna får förvärva eller inneha aktier eller andra andelar som inte handlas på en handelsplats eller en motsvarande marknadsplats utanför EES bara genom fonder, fastighetsbolag och riskkapitalföretag (4 kap. 8 a §). Första–Fjärde AP-fonderna får dock förvärva eller inneha aktier eller andelar i ett onoterat företag om en fond

som AP-fonden förvärvar eller innehar aktier eller andelar i också förvärvar eller innehar aktier eller andelar i företaget (sidoinvestering) (4 kap. 8 a § andra stycket).

Första–Fjärde AP-fonderna får inte inneha så många aktier eller andra andelar i ett företag att röstetalet för dem överstiger 10 procent eller beträffande onoterade riskkapitalföretag, 35 procent av röstetalet för samtliga aktier eller andra andelar i företaget (4 kap. 9 § första stycket). Undantag från denna begränsningsregel gäller i huvudsak för aktier eller andra andelar i onoterade fastighetsbolag (4 kap. 9 § andra stycket 1).

I begreppet fonder ingår även investeringsstrukturen fond-i-fond (se avsnitt 2.7 om modeller för investeringar i onoterade företag). Första–Fjärde AP-fonderna gör i dag *fondinvesteringar* och har därigenom byggt upp både kunskap om och erfarenhet av att utvärdera framför allt fondförvaltare.

Det är vanligt att förvaltare av fonder som investerar i onoterade företag kan erbjuda vissa investerare att, förutom att köpa fondandelar, även få köpa aktier i ett eller flera av företagen som kommer att ingå i fonden, *sidoinvestering*, men utan att investeraren tar på sig det strategiska eller operativa ägaransvaret.

Institutionella investerare deltar frekvent i sidoinvesteringar i form av direktinvesteringar. För Första–Fjärde AP-fonderna förekommer det primärt på infrastrukturområdet, dvs. via infrastrukturfonder. För Andra AP-fonden förekommer sidoinvesteringar i någon mån även på området för onoterade aktier. Att göra sidoinvesteringar är ett vanligt sätt att få ned förvaltningskostnaderna vid investeringar i onoterade företag genom fonder. Samtidigt är sidoinvesteringar typiskt sett passiva investeringar som inte ger den institutionella investeraren någon formell makt eller kontroll över det onoterade företaget som det investeras i. Det är förvaltaren av riskkapitalfonden som ansvarar för den löpande förvaltningen och ägarstyrningen av det onoterade företaget.

För att kunna göra sidoinvesteringar framgångsrikt krävs dock en annan kunskap än den som krävs för att göra fondinvesteringar och investeringar i noterade företag. Eftersom fondförvaltaren gör en primär due diligence av det onoterade företaget krävs dock inte lika mycket resurser vid en sidoinvestering som vid en direktinvestering. Vid en sidoinvestering krävs kunskap för att göra en sekundär due diligence. Investeraren behöver emellertid resurser för att kunna genomföra detta under tidspress och dessutom behövs kompetens för att bedöma om det föreligger risk för ett s.k. snedvridet urval (eng. adverse selection), dvs. risk för att fondförvaltaren erbjuder en sidoinvestering i ett företag som denne bedömt är av sämre kvalitet. Eftersom fondförvaltaren åtar sig att sköta den löpande förvaltningen och ägarstyrningen av det onoterade företaget (sidoinvesteringen) behöver investeraren däremot inte resurser och kompetens för att kunna förvalta företaget.

Det framgår av placeringsreglerna (4 kap. 8 a § andra stycket) att AP-fonderna inte får ta på sig det operativa företagsledningsansvaret i en sidoinvestering. Hur stort innehav en AP-fond får ha i en sidoinvestering regleras av bestämmelserna om röstandelsbegränsning i lagen om allmänna pensionsfonder (4 kap. 9 §). Huvudregeln är att ingen av Första-Fjärde AP-fonderna får inneha så många aktier eller andra andelar i ett

företag att röstetalet för dem överstiger 10 procent av röstetalet för samtliga aktier eller andra andelar i företaget

Fastighetsbolag är, enligt definitionen i lagen om allmänna pensionsfonder, ett bolag som har till huvudsakligt ändamål att äga eller förvalta fast egendom eller tomträtt (4 kap. 1 c §). För onoterade fastighetsbolag gäller ingen röstandelsbegränsning (se 4 kap. 9 § andra stycket 1). Första–Fjärde AP-fonderna kan således var för sig eller gemensamt äga ett sådant bolag. Så är även fallet när det gäller Vasakronan, som ägs gemensamt och med lika delar av dessa AP-fonder. Första–Fjärde AP-fonderna äger även andra fastighetsbolag, helt eller tillsammans med andra investerare.

Riskkapitalföretag är, enligt definitionen i lagen om allmänna pensionsfonder, ett företag som har till huvudsakligt ändamål att äga och förvalta aktier eller andra andelar som inte handlas på en handelsplats eller en motsvarande marknadsplats utanför EES eller lämna och förvalta krediter till andra än konsumenter (4 kap. 1 c §). För onoterade riskkapitalföretag gäller en röstandelsbegränsning om 35 procent av röstetalet för samtliga aktier eller andelar i företaget (4 kap. 9 § första stycket). Första–Fjärde AP-fonderna kan således var för sig äga maximalt en sådan andel. Buffertfonderna har investerat i riskkapitalföretagen 4 to 1 Investments, som ägs gemensamt och i lika delar av Första–Fjärde AP-fonderna och i Polhem infra, som ägs till lika delar av Första, Tredje och Fjärde AP-fonderna. Dessa buffertfonder äger även andra riskkapitalföretag tillsammans med andra investerare.

Övergripande om ändamål, risker och resursbehov kopplade till investeringar i onoterade bolag

De ändrade placeringsreglerna för illikvida tillgångar som infördes 2019 har, som nämnts, inneburit att andelen av det tillgångsslaget har ökat från ca 15 procent (2012) till ca 25 procent av Första-Fjärde AP-fondernas samlade buffertkapital. I absoluta tal motsvarar det en ökning från ca 150 miljarder till ca 470 miljarder kr. Innehavet består främst av investeringar i fastigheter, riskkapital och infrastruktur.

Syftet med att investera i onoterade bolag får övergripande anses vara att diversifiera portföljen och därmed skapa en högre riskjusterad avkastning eftersom tillgångarna kan ha låg korrelation med tillgångar som aktier och räntor. Illikvida investeringar kan vidare ge tillträde till verksamhetsområden som inte kan nås via handel på reglerade marknader. För vissa typer av bolag och för bolag i vissa utvecklingsskeden, kan ägarformen dessutom ge fördelar när det gäller värdeskapande över tid.

Komplexiteten och storleken på transaktionerna gör å andra sidan att det finns specifika risker förknippade med onoterade tillgångar. Att de är illikvida innebär att det kan vara svårt och kostsamt att avveckla exponeringen i förtid om skäl för det uppstår. Investeringarna innebär ofta juridiskt komplexa avtal som leder till oklarheter vid uppkomna tvister. De kräver vanligtvis mycket tid och kompetens inom ägarstyrning. Dessutom uppvisar investeringarna oftast en lägre grad av transparens och brist på jämförelseindex, vilket försvårar analys och uppföljning. Även värderingssvårigheter innebär en utmaning.

Avslutningsvis bör nämnas att den långa investeringshorisonten motiverar en omfattande och resurskrävande analys och due diligence, i

huvudsak inriktad på risker och möjligheter idag och hur dessa kan komma att förändras under den tid exponeringen beräknas bestå. Det kan vara fråga om ex. vis. legala förhållanden, förutsättningar för ägarstyrning, teknologisk utveckling och demografiska förändringar.

Närmare om för- och nackdelar med ökade möjligheter till direktinvesteringar i onoterade tillgångar

Inledningsvis kan det konstateras att det kan finnas flera fördelar med att tillåta Första–Fjärde AP-fonderna att göra direktinvesteringar i onoterade tillgångar i större utsträckning än idag, dvs. i huvudsak utanför fastighetsområdet. I grunden bygger detta på AP-fondernas goda förutsättningar att vara långsiktiga investerare, vilket ger möjligheter till likviditetspremier. Möjligheten att göra direktinvesteringar i större utsträckning än idag skulle öka det antal objekt som AP-fonderna potentiellt kan investera i och därmed ge bättre förutsättningar för en ökad avkastning. En viktig del i detta är att AP-fonderna är attraktiva samarbetspartners med gott rykte och att fonderna därför sannolikt även i praktiken, i allt större utsträckning skulle komma att erbjudas breddade investeringsmöjligheter. Samtidigt skulle de transaktionskostnader och förvaltningsarvoden som uppkommer vid investeringar via onoterade fonder kunna undvikas. Dessa kostnader är höga. Fasta arvoden i onoterade fonder kan uppgå till 2 procent av förvaltat kapital. Dessutom tillkommer normalt vinstdelning på upp till 20 procent av genererade vinster (se närmare nedan i avsnitt 5.6.1).

Närmare innebär AP-fondernas långsiktiga mandat att de skulle kunna investera med betydligt längre investeringshorisont jämfört med de fonder för onoterade tillgångar vilka AP-fonderna enligt gällande reglering är hänvisade till att investera i. En AP-fond kan, med sitt mandat och uppdrag, i princip förvärva tillgångar för att äga dem utan något på förhand fastslaget slutdatum. Riskkapitalfonder har däremot begränsad livslängd och tvingas därför sälja sina tillgångar efter ca 5–10 år. Parallellt med höga förvaltningsarvoden leder detta till transaktionskostnader, något som drabbar AP-fonderna som investerare.

Direktinvesteringar inom onoterade tillgångar kan även innebära skalfördelar då varje enskild investering ofta är större och därmed mer betydelsefull i en portfölj än fondinvesteringarnas vanligtvis många och små underliggande innehav. Det faktum att riskkapitalfonder har en begränsad livslängd gör att det krävs många fonder för att som investerare få en betydande exponering mot onoterade tillgångar. Anledningen till det är att vissa fonder ständigt är under avveckling och andra är under uppstart. Det faktum att riskkapitalfonderna sammantaget har väldigt många och små underliggande innehav riskerar dessutom att leda till överdiversifiering – eller snarare att marginalnyttan av ytterligare diversifiering avtar – och komplexitet.

En viktig faktor i sammanhanget är dock, som nämnts ovan, att direktinvesteringar i onoterade företag över lag kräver stora resurser i form av kunskap och kompetens att kunna utvärdera och analysera företag. Minst en traditionell due diligence, dvs. genomgång av kommersiella, legala, finansiella och hållbarhetsmässiga förutsättningar, bör genomföras. Detta är en analys och bedömning som avsevärt skiljer sig från att bedöma

lämpliga fondförvaltare eller noterade företag. Vid en direktinvestering görs en investering direkt i operativ verksamhet genom köp av aktier eller andra andelar i ett onoterat företag. Vanligtvis har investeraren en betydande ägarandel. Direktinvesteringar innebär därför ett djupare engagemang i företagen som investeraren har investerat i. Ett starkt ägarinflytande kräver i många fall engagemang i ex. vis frågor om hållbarhet eller tillskott av medel. Investeraren behöver således ha djupa kunskaper när det gäller hela affärscykeln och bör ha samma kompetens som en fondförvaltare, som gör liknande investeringar, för att ha goda förutsättningar att lyckas med sin investering. Det kan således konstateras att även den löpande hanteringen, uppföljningen av identifierade risker och ägaransvar ställer stora krav på resurser och specialkompetens inom olika områden.

Bör infrastrukturinvesteringar likställas med fastighetsinvesteringar?

Infrastrukturinvesteringar fungerar generellt sett väl för investerare som AP-fonderna, eftersom en sådana investeringar i många fall innebär långsiktiga och förhållandevis stabila reala kassaflöden. Infrastruktur har på senare år ökat betydligt som investeringsområde. Ofta sker investeringar kostnadseffektivt i ett onoterat bolag tillsammans med andra institutionella investerare, där en eller flera har specialistkompetens avseende den aktuella investeringen. Dessa bolag har stora likheter med fastighetsbolag och de lämpar sig därför väl för långsiktigt och kostnadseffektivt direktägande. I många av dessa infrastruktur-investeringar kan den förväntade avkastningen vara relativt låg men stabil. I en sådan investering finns en stor känslighet för kostnadsnivån. Det kan medföra att många attraktiva investeringar omöjliggörs av kostnadsskäl, om de inte kan göras genom direktinvesteringar till låga kostnader.

Enligt nuvarande reglering får Första-Fjärde AP-fonderna endast direktäga onoterade aktier om bolaget har till huvudsakligt ändamål att äga eller förvalta fast egendom eller tomträtt (fastighetsbolag). Av den anledningen kan AP-fonderna endast delta i infrastrukturinvesteringar genom fonder, riskkapitalföretag eller genom sådana direktinvesteringar i bolag som redan från början tydligt har kunnat klassificeras som fastighetsbolag. Det kan således vara rimligt att analysera frågan om Första-Fjärde AP-fonderna ska kunna göra direktinvesteringar i onoterade infrastrukturbolag på samma sätt som de idag investerar i fastighetsbolag.

Skäl för att behålla nuvarande begränsningar för direktinvesteringar i onoterade infrastrukturbolag

Infrastrukturinvesteringar kan, som nämnts, vara långsiktiga investeringar med stabila reala kassaflöden vilka har stora likheter med fastighetsinvesteringar. I sådana investeringar finns en fast tillgång, till exempel ett transportnätverk, vatten, energiproduktion eller sophantering, som generar löpande kassaflöden och som därför kan vara intressant att äga under en lång tid framöver. Investeringarna kan också rent fysiskt vara mycket lika fastigheter och Första–Fjärde AP-fonderna klassificerar redan i dag vissa investeringar i fastighetsbolag som infrastrukturinvesteringar.

Jämfört med fastighetsinvesteringar är infrastrukturinvesteringar emellertid ett mycket mer heterogent område, där risker och krav på

kompetens skiljer sig mycket åt beroende på kategori av investering. Begreppet infrastruktur kan delas upp på flera olika sätt och det finns inte någon enhetlig definition av begreppet. Vanliga indelningar är ekonomisk och social infrastruktur respektive hård och mjuk infrastruktur. Ekonomisk infrastruktur omfattar transporter, energi, vatten- och avloppsnät samt kommunikation. Medan social infrastruktur innefattar det som ibland kallas samhällsfastigheter, som ex. vis. skolor, sjukhus och sportanläggningar, men även samhällstjänster och service som bidrar till välfärdssamhället, som ex. vis. pedagogisk verksamhet, vård och omsorg, hälsa och fritid. Med hård infrastruktur avses fysiska tillgångar som i regel har formen av stora nätverk, ex. vis. vägar, järnvägar, vatten- och avloppsnät samt infrastruktur för bland annat tv- och radiosändningar, IT och telefoni. Den mjuka infrastrukturen skiljer sig från den hårda genom att den inte primärt består av fysiska tillgångar. Med mjuk infrastruktur avses ex. vis. programvaror, funktioner och databaser som tillsammans med hårdvaruinfrastrukturen bildar infrastrukturen.

En annan indelning av infrastruktur är utifrån om det är fråga om projektfasen, dvs. uppförande av ny infrastruktur (eng. greenfield), eller utvecklad infrastruktur, dvs. köp, försäljningar och omstruktureringar av befintliga anläggningar (eng. brownfield).

Reala tillgångar som fastigheter och infrastruktur delas dessutom ofta in i olika kategorier baserat på risknivå. Kategorierna beskriver i grova drag relationen mellan risk och avkastning för tillgångarna. Indelningen har sin grund i specifika egenskaper hos en tillgång såsom underhållsbehov, beläggning eller utvecklingsstatus, men även ex. vis. belåningsgrad. Med den indelningen är en s.k. coretillgång en existerande tillgång med exponering mot stabila kassaflöden i utvecklade länder eller reglerade allmännyttiga tillgångar som elnät. En s.k. value-add tillgång innebär däremot någon form av projektrisk; en större del av den förväntade avkastningen kommer från förväntad värdeökning och inte från direktavkastning. I en s.k. opportunistisk tillgång byggs i stället antingen tillgången från grunden (greenfield), eller så är belåningsgraden hög.

Övergripande kan sägas om indelningen av dessa kategorier baserade på risknivå att infrastruktur som är i projektfasen har högre risk och kräver mer specifik kompetens av ägaren. Utvecklad infrastruktur har lägre risk eftersom det oftast finns ett löpande kassaflöde. I det sammanhanget bör dock uppmärksammas att investeringar i coretillgångar ofta är förknippade med en regleringsrisk som behöver bedömas för de olika aktuella marknaderna.

Med hänsyn till att området infrastruktur är betydligt bredare och mångskiftande än fastigheter, står det klart att en investeringsmodell som passar för att analysera fastighetsinvesteringar lämpar sig mindre väl för att analysera infrastrukturinvesteringar. Sådana investeringar har även högre exponering mot politisk-, regelverks- och ryktesrisk än andra tillgångar, eftersom det ofta rör sig om investeringar i samhällsviktiga funktioner som påverkar många människor. För att minska dessa risker blir valet av investering och samarbetspartners mycket viktigt vid en infrastrukturinvestering.

I sammanhanget bör dessutom återigen uppmärksammas det faktum att direktinvesteringar i onoterade företag över lag kräver stora resurser i form

av kunskap och kompetens över en hel affärscykel för att kunna utvärdera och analysera företagen.

Avslutningsvis och som jämförelse bör uppmärksammas den nu gällande regleringen som ger möjligheter för Första–Fjärde AP-fonderna att tillsammans eller var för sig tillsammans med andra investerare, i stället göra investeringar i onoterade företag inom infrastrukturområdet genom riskkapitalföretag och riskkapitalfonder (bolags- och fondstrukturer). Detta kan sägas vara en lämplig struktur eftersom grundtanken sedan starten av det reformerade pensionssystemet har varit att AP-fondernas placeringar i onoterade företag ska ske i indirekt form (prop. 1999/2000:46 s. 87). Genom denna struktur upprätthålls principen att AP-fondernas kapitalförvaltning främst har finansiella mål och att AP-fonderna inte ska bygga upp organisationer som har till uppgift att ha det operativa företagsledningsansvaret, dvs. att långsiktigt och aktivt driva de företags verksamhet som fonderna investerar i. Med en sådan struktur behöver Första–Fjärde AP-fonderna inte bygga upp betydande organisationer för riskkapitalinvesteringar, vilket vanligtvis krävs om en investerare ska investera direkt i onoterade företag.

Den senaste justeringen av röstandelsbegränsningen för investeringar i onoterade riskkapitalföretag – från 30 till 35 procent – motiveras i huvudsak på följande sätt (se prop. 2019/20:57 s. 19).

Där sägs att AP-fonderna i huvudsak ska styras av finansiella mål och inte ta på sig det operativa företagsledningsansvaret i onoterade riskkapitalföretag. Ur ett kostnadsperspektiv är det även av vikt att AP-fonderna samarbetar, antingen med varandra eller med andra institutionella investerare, i fråga om investeringar i onoterade företag. Genom att investera i ett riskkapitalföretag delar investerarna på kostnader för bland annat kompetens, förvaltning och risker. Det är därför inte lämpligt att AP-fonderna tillåts inneha ett alltför högt röstetal i sådana riskkapitalföretag. Regeringen ansåg därför att ett innehav motsvarande högst 35 procent av röstetalet för samtliga aktier eller andra andelar i ett onoterat riskkapitalföretag är väl avvägt.

Är bestämmelserna som reglerar Första–Fjärde AP-fondernas investeringar i onoterade bolag ändamålsenliga för deras uppdrag?

Första–Fjärde AP-fonderna investerar idag direkt i fastighetsbolag; helägt eller delägt tillsammans med varandra eller med andra investerare. Inom denna kategori förekommer även hel- och delägda bolag inom skog och jordbruksmark samt dessutom investeringar via fonder. De investerar vidare i riskkapital genom fonder och i infrastruktur genom delägda riskkapitalföretag, tillsammans med varandra eller med andra investerare. I några fall innehåller ägarbilden flera AP-fonder, men även andra investerare. Inom området infrastruktur förekommer även fondinvesteringar och sidoinvesteringar.

Det kan konstateras att den reglering som anger ramen för Första–Fjärde AP-fondernas investeringar i onoterade bolag är komplex. Övergripande kan dock sägas att nu gällande begränsningsregler i huvudsak är relevanta. Nu aktuella AP-fonder efterfrågar också i endast ringa mån någon ändring av dem. Frågan är om en justering bör göras som möjliggör ökade

direktinvesteringar i onoterade bolag, och då närmast inom infrastrukturområdet.

Som framgått ovan ställer direktägande höga kompetenskrav. I investeringsfasen krävs stora resurser i form av kunskap och kompetens att kunna utvärdera och analysera företag. Minst en traditionell due diligence, dvs. genomgång av kommersiella, legala, finansiella och hållbarhetsmässiga förutsättningar, bör genomföras. Direktinvesteringar innebär sedan även normalt ett djupt engagemang i företagen som investeraren har investerat i och i många fall krävs dessutom ett starkt ägarinflytande i företagen. Investeraren behöver således ha goda kunskaper när det gäller hela affärscykeln för att ha förutsättningar att lyckas med investeringen. Det kan således konstateras att även den löpande förvaltningen av en direktinvestering, uppföljningen av identifierade risker och ägaransvar, ställer stora krav på resurser och specialkompetens inom olika områden.

Många stora investerare, ex. vis. buffertfonder i Kanada, har valt att hantera infrastrukturtillgångar internt, framför allt av kostnadsskäl. Det gäller ex. vis. buffertfonderna CPPIB och CDPQ som tillsammans förvaltar Kanadas obligatoriska tjänstepensionsplaner. Förvaltat kapital i dessa pensionsfonder är emellertid långt större än det kapital som Första–Fjärde och Sjätte AP-fonderna tillsammans förvaltar; CPPIB förvaltar 4 423 miljarder SEK och CDPQ 3 814 miljarder SEK.

Mot nu angiven bakgrund talar övervägande skäl därför för att Första–Fjärde AP-fondernas uppgift även fortsättningsvis bör vara att göra finansiella placeringar som inte medför att AP-fonderna också ska behöva ha kompetens att kunna fatta löpande beslut om själva förvaltningen av företagen. Om var och en av Första–Fjärde AP-fonderna ska kunna göra direktinvesteringar i onoterade infrastrukturföretag kommer de sannolikt att behöva bygga upp särskilda organisationer som arbetar med dessa frågor. Att bygga upp den interna kompetensen som behövs för att hantera en betydande direktinvesteringsportfölj är ett komplext projekt som kräver en kraftig utbyggnad av intern kompetens inom en rad områden. Tillgången till denna typ av kompetens är också begränsad och konkurrensen är därför stor från andra kategorier av arbetsgivare, som kan erbjuda andra typer av ersättningsstrukturer än vad som är möjligt för en AP-fond.

Det är dessutom sannolikt att kostnadsfördelen av att hantera infrastrukturtillgångar internt uppstår först vid nivåer av förvaltat kapital som vida överstiger till och med hela det samlade svenska buffertkapitalet. Det innebär att inte ens drastiska organisationsförändringar för buffertfonderna skulle kunna leda till effektivitet vid direktinvesteringar i onoterade infrastrukturföretag. Vad som nu sagts innebär att det saknas skäl att ändra placeringsreglerna i syfte att ge buffertfonderna ökade möjligheter att göra direktinvesteringar i onoterade infrastrukturföretag. Ur effektivitetssynpunkt är det tillräckligt att AP-fonderna även i fortsättningen ska kunna göra investeringar i onoterade infrastrukturföretag genom fonder, sidoinvesteringar eller riskkapitalföretag. De infrastrukturinvesteringar som kan klassificeras som fastighetsbolag kan dessutom även fortsättningsvis göras som sådana investeringar.

Sammanfattningsvis får således de bestämmelser som reglerar Första–Fjärde AP-fondernas investeringar i onoterade bolag anses vara ändamålsenliga för deras uppdrag.

5.6 Rapportering av illikvida tillgångar

5.6.1 AP-fondernas redovisning och rapportering av illikvida tillgångar

Kostnader vid investeringar i illikvida tillgångar

En betydande del av Första–Fjärde AP-fondernas innehav i illikvida tillgångar utgörs av direktägda innehav i onoterade fastigheter (*bolagsstrukturer*). De synliga kostnaderna som är hänförliga till de onoterade fastighetsinnehaven utgörs av interna kostnader för personal med avseende på den tid som läggs ner på ägarstyrning genom aktivt styrelsearbete, framtagande av ägardirektiv, deltagande i valberedningar, etcetera. De kostnader som är hänförliga till organisation och förvaltning av de större fastighetsinnehaven belastar däremot de underliggande onoterade fastighetsinnehavens resultat- och balansräkningar. Detta medför att AP-fondernas redovisade kostnader hänförliga till dessa innehav är små i relation till storleken på det investerade kapitalet.

Reala tillgångar i övrigt såsom infrastruktur, skog och jordbruk ägs antingen genom bolagsstrukturer eller via fondstrukturer. För investeringar i reala tillgångar i bolagsstrukturer kan en extern förvaltare ha kontrakterats och kostnaden för denna vara synlig i AP-fondernas redovisning, alternativt belastas de underliggande bolagen i linje med vad som ovan har beskrivits.

Vid investering i illikvida tillgångar via *fondstrukturer* består avgifterna av i huvudsak följande komponenter.

Förvaltningsavgift (eng. management fee) på utfäst kapital.

Prestationsbaserad ersättning (eng. carried interest) som vanligen struktureras som en vinstdelning under förutsättning att ett visst tröskelvärde (eng. hurdle rate) har uppnåtts.

Övriga avgifter som primärt förekommer för onoterade aktier.

De vanligaste förekommande nivåerna för de två första kategorierna avgifter med avseende på tillgångsklassen onoterade aktier är 1,5–2,0 procent årlig förvaltningsavgift, 8 procent årligt minsta avkastningskrav (ränta), och 20 procent prestationsbaserad ersättning av de kassaflöden som genereras utöver den initiala investeringen, kostnader och tröskelvärdet. Även om förekomsten av prestationsbaserade avgifter, tröskelvärde samt nivån på förvaltningsavgiften varierar mellan fonder och mellan de illikvida tillgångsklasserna, är dessa komponenter vanligt förekommande för riskkapitalfonder som investerar i fastigheter, onoterade aktier, onoterade krediter, infrastruktur och naturtillgångar (skog och jordbruk) – dvs. samtliga illikvida tillgångsklasser.

Generellt kan sägas att både förvaltningsavgift och den prestationsbaserade ersättningen i regel är något lägre för fondinvesteringar i infrastruktur och andra reala tillgångar med löpande

kassaflöden, i jämförelse med onoterade aktier. För fastighetsfonder är generellt avgiftsnivåerna i linje med, eller något lägre, än ovan nämnda nivåer. Storleken på förvaltningsavgiften kan antingen vara kopplad till storleken på det förvaltade kapitalet eller beräknad som en procentsats på det driftsnetto som genereras av fastigheten eller fastighetsbeståndet. I vissa fall kan även förvaltningsavgiften vara baserad på självkostnadskalkyler som då visserligen ofta anges i relation till substansvärdet, men utan någon direkt koppling till detta.

I tillägg till förvaltningsavgift och prestationsbaserad ersättning förekommer även andra avgifter – speciellt avseende onoterade aktier – som kostnadsförs hos de underliggande tillgångarna eller bolagen. En del av dessa avgifter delas dock ibland mellan institutionella investerare[15] och fondförvaltarna (eng. General Partners[16]) och dras i vissa fall av från den förvaltningsavgift som tas ut. I det fall en institutionell investerare väljer att investera i en partnerskapsstruktur eller i en fond-i-fond–struktur (se avsnitt 2.7) tillkommer ytterligare ett lager av avgifter på toppen av ovannämnda kostnader i form av förvaltningsavgift och prestationsbaserade arvoden.

En aspekt som påverkar den övergripande kostnadsbilden är kombinationseffekten med avseende på andelen sidoinvesteringar (co-investeringar) i relation till fondinvesteringarna. En sådan kombinationseffekt kan även uppstå via partnerskapsstrukturer. Sidoinvesteringar erbjuds ofta till institutionella investerare i samband med ett pågående avtal med en fondförvaltare, dvs. där det redan finns en utfästelse till fonden. Eftersom sidoinvesteringar i regel är förknippade med lägre uttagna avgifter av fondförvaltaren – i de flesta fallen på en så kallad ”no-fee–no-carry–bas” – möjliggör en högre andel sidoinvesteringar en lägre övergripande kostnadsbild. Anledningarna till att fondförvaltaren erbjuder den institutionella investeraren denna möjlighet kan vara många. I vissa fall kan det stärka relationen mellan fondförvaltaren och den institutionella investeraren. I andra fall kan det vara nödvändigt med en sidoinvestering för att fondförvaltaren ska få en bra riskspridning i en specifik fond, när en investering bedöms utgöra för stor del av fonden. Värt att notera är att exponeringar mot sidoinvesteringar skiljer sig åt mellan AP-fonderna. Skillnaderna beror på mandat, investeringsfilosofi, interna organisatoriska förutsättningar, tillvägagångssätt och riskaptit. För Första–Fjärde AP-fonderna förekommer det primärt på infrastrukturområdet, dvs. via infrastrukturfonder. För Andra AP-fonden förekommer sidoinvesteringar i någon mån även på området för onoterade aktier.

Kategorin övriga avgifter inkluderar bland annat kostnader som kan argumenteras vara hänförliga till portföljbolagen, ibland i samband med en fondförvaltares initiala förvärv av bolagen. Det kan vara konsult-, jurist- och andra rådgivartjänster, men även utträdesavgifter samt översyns- och uppbrottsavgifter. En del av dessa avgifter motiveras ibland av fondförvaltarna med att portföljbolagen skulle behöva betala dessa

[15] I dessa fall är de Limited Partners, dvs. delägare med begränsat ansvar i ett limited partnership.
[16] Delägare i ett limited partnership med obegränsat ekonomiskt ansvar.

avgifter externt för liknande tjänster om de inte var ägda av en riskkapitalfond. De institutionella investerarna menar dock att de redan betalar dessa avgifter som en del av förvaltningsavgiften och att avgifterna därmed bör dras av från denna. I vilken utsträckning dessa avgifter tas ut regleras i avtal mellan den institutionella investeraren och fondförvaltaren.

Redovisning och extern rapportering av kostnader för illikvida tillgångar

AP-fonderna har i huvudsak tre olika tillvägagångssätt att investera i illikvida tillgångar. Kostnaderna inom dessa kategorier redovisas och rapporteras enligt följande.

Direktägda innehav: Inom den interna organisationen i AP-fonden är det fråga om kostnader hänförliga exempelvis till styrelsearbete, valberedning och löpande uppföljning – kostnader som är synliga i AP-fondernas redovisning. När det gäller kostnader och ersättningar hänförliga till administration, utveckling och förvaltning av underliggande bolag bärs dessa av de underliggande bolagen och tas inte upp i AP-fondernas redovisning.

Fondstrukturer: Inom den interna organisationen i AP-fonden är det fråga om kostnader hänförliga till val av förvaltare för ny- eller återinvestering, sekundär due diligence, löpande uppföljning och portföljsammansättning – kostnader som är synliga i AP-fondernas redovisning. När det gäller kostnader och ersättning hänförliga till förvaltningsavgift och vinstdelning till extern fondförvaltare, redovisas förstnämnd kostnad som en del av tillgångens anskaffningsvärde, i en not till årsredovisningen. Vinstdelningen tas inte upp i AP-fondernas redovisning.

Fond-i-fond och partnerskapsstrukturer: Inom den interna organisationen i AP-fonden är det fråga om kostnader för val av fond-i-fondförvaltare – kostnader som är synliga i AP-fondernas redovisning. När det gäller kostnader och ersättning hänförlig till förvaltningsavgift och vinstdelning till fond-i-fondförvaltare och partnerskapsbolag, redovisas förstnämnd kostnad som en del av tillgångens anskaffningsvärde. När det däremot gäller underliggande externa fondförvaltare är kostnader och ersättning för förvaltningsavgift och vinstdelning inte synliga i AP-fondernas redovisning.

Prestationsbaserad ersättning (vinstdelning) hänförligt till fonder som investerar i noterade tillgångar belastar nettoresultatet för noterade tillgångar. Sådan ersättning avseende onoterade tillgångar är, som nämnts, däremot inte knutet till den årliga prestationen. I stället tillfaller denna ersättning fondförvaltaren när allt kapital inklusive avgifter har distribuerats åter till den institutionella investeraren och redovisas därmed inte heller som en kostnad. Den prestationsbaserade ersättningen betraktas i stället som en reducering av det totala värdet av investeringen och som ett resultat av en vinstdelning. Detta innebär visserligen att förändringar i nettoresultatet är redovisade efter att denna vinstdelning dragits av från värdet på den underliggande tillgången, men samtidigt saknas en explicit redogörelse för den absoluta storleken på vinstdelningen.

Avslutningsvis kan nämnas att externa förvaltararvoden för illikvida tillgångar i redovisningen för Första–Fjärde AP-fonderna utgörs av

utbetalade kassaflöden och inte av periodiserade kostnader. För Sjätte AP-fonden däremot, utgörs dessa arvoden av periodiserade bruttokostnader.

Övergripande om marknadsvärdering av illikvida tillgångar

Till skillnad från likvida tillgångsklasser som värderas minst dagligen, värderas illikvida tillgångar mer sällan. Beroende på tillgångsklass för AP-fondernas innehav kan även rapporteringen av illikvida tillgångar ske med fördröjning, enligt nedan.

Direkta onoterade fastighetsinnehav: Värderingsmetoden är verkligt värde baserat på det mest sannolika priset vid en normal försäljning på den öppna marknaden, med grund i huvudsak i en avkastningsbaserad metod och bedömning av marknadens förräntningskrav. En värdering av de underliggande fastighetsbestånden genomförs varje kvartal. Tio dagar efter utgången av varje kvartal tar AP-fonderna del av värderingen. Värdering av extern auktoriserad värderare utförs åtminstone årligen. Mer frekvent vid tillfällen när marknadsrörelser kan föranleda en omvärdering.

Direkta onoterade infrastrukturinnehav: Den övergripande värderingsmetoden ligger i linje med de direkta onoterade fastighetsinnehaven, med den skillnaden att innehaven värderas mindre frekvent. Detta är en följd av att värderingsantaganden för den underliggande tillgången i regel inte fluktuerar i samma utsträckning som för andra tillgångsklasser.

Innehav av onoterade aktier och infrastruktur via fonder: Värderas enligt branschstandard. Rapportering och värdering av innehaven i fondstrukturerna till AP-fonderna sker som huvudregel cirka 45 dagar efter utgången av kvartalet, där värderingen i regel avser den sista dagen i föregående kvartal. Värderad av extern auktoriserad värderare årligen.

Närmare om redovisning och extern rapportering av marknadsvärderingar av illikvida tillgångar

Enligt 6 kap. 3 § lagen om allmänna pensionsfonder ska årsredovisningen ge en rättvisande bild av AP-fondens ställning och resultat, varvid de tillgångar som fondmedlen placerats i ska upptas till marknadsvärdet. Med denna utgångspunkt har Första–Fjärde AP-fonderna utarbetat gemensamma redovisnings- och värderingsprinciper. Även i 4 kap. 2 § lagen om Sjätte AP-fonden anges uttryckligen att placeringstillgångarna ska marknadsvärderas. Fondernas samtliga placeringar ska därmed värderas till verkligt värde och såväl realiserade som orealiserade värdeförändringar ska redovisas i resultaträkningen. Verkligt värde definieras i regel som det pris en säljare skulle få om tillgången såldes under ordnade former mellan köpare och säljare vid en specifik tidpunkt.

Enligt de av Första–Fjärde AP-fonderna gemensamt utarbetade redovisnings- och värderingsprinciper gäller följande.

Onoterade fastighetsaktier: För värderingen av dessa ska i första hand som värderingsgrund användas transaktioner som genomförts i närtid i bolagets aktie på andrahandsmarknaden. Om inga transaktioner finns att tillgå utgår värderingen från bolagens balansräkning och justeras därefter för en marknadsvärderad uppskjuten skatt, och vid behov dessutom för eventuell ytterligare relevant information.

Onoterade fonder: Värdering av andelar i dessa fonder och sidoinvesteringar i fondstukturer ska baseras på den värdering som fondadministratören eller annan extern part gör. Värderingen ska uppdateras när en ny värdering erhållits och justeras för eventuella kassaflöden fram till bokslutstillfället. I de fall AP-fonden på goda grunder bedömer att fondadministratörens värdering är felaktig ska en justering av erhållen värdering genomföras.

Onoterade aktier: Det finns ett flertal värderingsmetoder som är tillämpliga och kan användas kombinerat vid rapportering. Om värderingar av underliggande onoterade aktier grundats på en värdering som en onoterad fond gjort, ska AP-fonderna säkerställa att den värderingen följer gällande principer.

I de fall det på goda grunder bedöms att en värdering är felaktig, ska en justering ske av erhållen värdering. En sådan justering förutsätter dock en mycket god insyn i bolaget, vilken kan uppnås via representation i investeringskommitté, revisionskommitté, styrelse eller motsvarande. När det gäller eventuella felaktiga värderingar av innehav i underliggande fonder, finns det däremot inte samma möjligheter för AP-fonderna att ha en god insyn. De måste förlita sig på fondförvaltarnas processer för värdering av de underliggande innehaven och på revisorers granskning av dessa processer. Att de specifika underliggande värderingarna för enskilda portföljbolag ifrågasätts hör alltså till ovanligheterna och sker i praktiken enbart om AP-fonderna på goda grunder bedömer att värderingarna är felaktiga.

För onoterade aktier och andelar redovisas verkligt värde för dotter- och intressebolag i Första–Fjärde AP-fondernas årsredovisningar. För övriga onoterade aktier och andelar – där fondinnehaven i regel ingår – redovisas ett aggregerat verkligt värde, medan anskaffningsvärdet för respektive innehav redovisas som en del av de innehavslistor som publiceras i samband med bokslut. Detta gäller för Första- Andra- och Fjärde AP-fonderna. Tredje AP-fonden redovisar i stället utfäst kapital. För övriga onoterade aktier och andelar redovisar Första–Fjärde AP-fonderna även de fem största utländska respektive svenska innehaven i årsredovisningen, men inte det verkliga värdet av dessa.

Sjätte AP-fonden redovisar däremot i årsredovisningen de tio största innehaven i onoterade aktier och andelar inom de två kategorierna fonder och sidoinvesteringar, men även hur stor del av marknadsvärdet som de tio största innehaven utgör inom respektive kategori. Sjätte AP-fonden publicerar även innehavslistor med kapitalandel i investeringsenheten och ett aggregerat anskaffningsvärde och marknadsvärde (verkligt värde).

Styrning av de större onoterade fastighetstillgångarna

Fondernas onoterade fastighetstillgångar har ökat kraftigt över tid, både i absoluta och relativa tal, och har gått från att utgöra en relativt liten andel (2,4 procent 2008) till att stå för en betydande del av det totala buffertkapitalet (9,1 procent 2023).

Första–Fjärde AP-fonderna hade vid slutet av 2023 andelar av det totala fondkapitalet allokerat till direktägda onoterade fastighetsinnehav (bolagsstrukturer) enligt följande.

Första AP-fonden: Vasakronan (ägarandel 25 procent, ägs med AP-fonder), Wilhem (helägt), Cityhold (ägarandel 25 procent, ägs med AP-fond och annan partner), ASE Holdings (ägarandel 38 procent, ägs med AP-fond och annan partner) och Urbanea (ägarandel 99 procent, ägs med annan partner).

Andra AP-fonden: Vasakronan (ägarandel 25 procent, ägs med AP-fonder), US Office Holdings (ägarandel 41 procent, ägs med annan partner) och Cityhold (ägarandel 25 procent, ägs med AP-fond och annan partner).

Tredje AP-fonden: Vasakronan (ägarandel 25 procent, ägs med AP-fonder), Hemsö (ägarandel 85 procent, ägs med annan partner), Trophi (helägt), Regio (ägarandel 96 procent, ägs med annan partner) och Trenum (ägarandel 50 procent, ägs med annan partner).

Fjärde AP-fonden: Vasakronan (ägarandel 25 procent, ägs med AP-fonderna), Rikshem (ägarandel 50 procent, ägs med annan partner) och ASE Holdings (äger tre utländska intressebolag kopplade till ASE Holdings, med ägarandel om 35–45 procent, ägs med AP-fond och annan partner).

I regel gäller att färre medinvesterare leder till en mer robust styrning i och med en högre grad av kontroll och minskad risk för intressekonflikter. Som exempel kan förändringar eller överskridande av målvikter leda till meningsskiljaktigheter kring prioriteringar. Detsamma gäller ambitioner beträffande exempelvis årsplaner och budgetar, eller frågor rörande eventuella kapitaltillskott eller utdelningar. Samtidigt innebär delägande ett delande av kompetens och insikter, vilket kan möjliggöra en mer effektiv förvaltning och ett ökat värdeskapande.

I sammanhanget kan även nämnas att av svensk kod för bolagsstyrning följer att en majoritet av styrelsens ledamöter ska vara oberoende i förhållande till bolaget och bolagsledningen och där minst två av denna majoritet ska vara oberoende även i förhållande till bolagets största aktieägare. Exempelvis innebär detta för Första–Fjärde AP-fonderna beträffande Vasakronan att respektive verkställande direktör för fonderna sitter med i styrelsen, men att dessa är i minoritet i förhållande till de fem oberoende styrelsemedarbetarna som de tillsammans med utgör styrelsen.

Redovisning och rapportering av styrning av illikvida tillgångar

Som en följd av Sjätte AP-fondens uteslutande fokus på investeringar i onoterade aktier följer en, i årsredovisningen och i styrelsens utvärdering, relativt detaljerad redogörelse för styrningen av verksamheten. Den involverar allt från den övergripande fondstyrningen – som bland annat behandlar de olika styrorganens roll, styrelsesammansättning och hållbarhetsarbetet – till en beskrivning av fondens investeringsverksamhet och process.

En sådan detaljeringsgrad återfinns inte i den externa rapporteringen av styrningen för illikvida tillgångar för Första–Fjärde AP-fonderna. För dessa övriga buffertfonder omnämns illikvida tillgångar i extern rapportering i stället primärt under samlingsnamnet alternativa tillgångar – där illikvida tillgångar utgör den absoluta merparten. Illikvida tillgångar omnämns både i kontexten av övergripande områden såsom avkastning, riskhantering och värdering, men ofta även explicit i avsnitt som redogör

för de underliggande illikvida tillgångsklasserna utveckling det senaste året och under längre perioder. Detaljerad rapportering av styrning av illikvida tillgångar, exempelvis med avseende på investeringsprocess och löpande förvaltning, är dock begränsad, vilket kan anses vara en naturlig följd av ett för dessa fonder mer balanserat fokus på både likvida och illikvida tillgångsslag.

Konsultbolaget Arkwrights bedömning av AP-fondernas rapportering och redovisning av illikvida tillgångar

Konsultbolaget Arkwright har haft i uppdrag att analysera och belysa bland annat hur AP-fondernas rapportering och redovisning av illikvida tillgångar sker idag och om det finns anledning till förändring. I sin rapport[17] gör Arkwright följande övergripande bedömningar beträffande rapportering och redovisning av AP-fondernas illikvida tillgångar.

- *Kostnader bör ställas i relation till kapitalet de avser:* Sjätte AP-fonden periodiserar kostnader för extern fondförvaltning för investeringar i onoterade aktier. I dess årsredovisning redovisas även i brödtext och noter omfattningen av denna i relation till det totalt förvaltade fondkapitalet (substansvärde och kvarvarande utfästelser). *Vår bedömning* är att ett sådant tillvägagångssätt är föredömligt och att Första–Fjärde AP-fonderna bör överväga en sådan typ av redovisning med beaktande av materialitetsprincipen och den administrativa merkostnad som detta skulle innebära.
- *Heltäckande uppföljning av vinstdelning i fondstrukturer saknas:* Andra–Fjärde och Sjätte AP-fonderna saknar heltäckande uppföljning av prestationsbaserad ersättning hänförligt till investeringar i fondsstrukturer som investerar i illikvida innehav. *Vår bedömning* är att AP-fonderna bör fortsätta verka för kravställande på transparens gällande fondförvaltares rapportering och över tid – i takt med att heltäckande rapportering av vinstdelning åstadkoms – överväga att via årsredovisningen ge information om omfattningen av denna.
- *Inte ändamålsenligt med väsentligt förändrad värderingsprocess: Vår bedömning* är att det inte finns anledning till att väsentligt förändra processen för marknadsvärdering av illikvida tillgångar, exempelvis genom utmaning av externa värderingar eller genom att internalisera processen för värdering av dessa. Kostnaderna förknippade med ett sådant förfarande skulle sannolikt överstiga fördelarna, eftersom AP-fonderna generellt inte kan bedömas ha en bättre uppfattning om värdet på de underliggande tillgångarna än de av tredje part granskade värderingarna genomförda av underliggande bolag eller förvaltare.
- Med högre koncentration av de direktägda fastighetsinnehaven bör större transparens följa: AP-fonderna bör genom ökad transparens förtydliga strategin och styrningen kring de större direktägda fastighetsinnehaven, som utgör en betydande andel av respektive AP-fonds illikvida och totala portfölj. Mot bakgrund av AP-fondernas större onoterade direktägda fastighetsinnehav, som över tid har

[17] Fördjupad analys av AP-fondernas investeringar i illikvida tillgångar, Finansdepartementet, mars 2024, konsultbolaget Arkwright.

kommit att utgöra en ökad koncentration med avseende på motpart och medinvesterare, bör ökade krav avseende transparens följa. Fjärde AP-fonden har en separat policy för ägarstyrning medan de andra AP-fonderna i regel har en övergripande ägarstyrningspolicy som tar avstamp i de noterade tillgångarna. *Vår bedömning* är att upprättande och tillgängliggörande – exempelvis genom publicering på hemsida – av en separat ägarstyrningspolicy för illikvida (onoterade) tillgångar är att rekommendera för Första–Fjärde AP-fonderna. I tillägg till detta rekommenderar vi även att Första–Fjärde AP-fonderna ökar transparensen gällande styrningen av de till storleken betydande onoterade fastighetsinnehaven med tonvikt vid i) den långsiktiga investerings- och äganderationalen, ii) plan eller resonemang kring eventuell diversifiering eller koncentration med avseende på motpart och medinvesterare, iii) belysning av andra alternativ, iv) förväntat värdeskapande, v) resonemang kring ägandeperiod och eventuell avyttringsstrategi, vi) belysning av potentiella intressekonflikter och hantering av dessa.

5.6.2 Utvecklade krav på redovisningen och rapporteringen av AP-fondernas illikvida tillgångar

Promemorians bedömning: Första–Fjärde AP-fonderna bör i respektive fonds årsredovisning presentera periodiserade kostnader avseende förvaltningsavgifter hänförliga till extern fondförvaltning av investeringar i illikvida tillgångar och i samband med detta redovisa hur denna kostnad förhåller sig till det totalt förvaltade fondkapitalet (substansvärde och kvarstående utfästelser).

När det gäller kostnader hänförliga till förvaltningsavgift till externa fondförvaltare, bör även sådana kostnader till underliggande externa fondförvaltare i partnerskapsstrukturer redovisas i en not till årsredovisningen.

AP-fonderna bör verka för ökad transparens vad gäller fondförvaltares rapportering av prestationsbaserad ersättning hänförlig till investeringar i fondstrukturer som investerar i illikvida innehav och i förlängningen ge information om omfattningen av denna ersättning i årsredovisningen.

Det är inte ändamålsenligt att, i någon väsentlig utsträckning, förändra den process som AP-fonderna använder för att marknadsvärdera illikvida tillgångar.

Första–Fjärde AP-fonderna bör upprätta en separat ägarstyrningspolicy för illikvida tillgångar, med särskilt fokus på de större onoterade fastighetstillgångarna.

Skälen för promemorians bedömning

Inledning

De senaste tolv åren har andelen illikvida tillgångar ökat från cirka 15 till cirka 25 procent av Första–Fjärde AP-fondernas samlade buffertkapital. I absoluta tal motsvarar det en ökning från cirka 150 miljarder till cirka 470 miljarder kronor. Vid utgången av 2023 hade Första AP-fonden 23 procent av fondens faktiska portfölj investerat i illikvida tillgångar. Motsvarande siffror för de andra fonderna var 31 procent för Andra AP-fonden, 29 procent för Tredje AP-fonden och 19 procent för Fjärde AP-fonden.

Att trenden rör sig mot att en allt större andel av tillgångarna är illikvida kan medföra ett ökande transparensproblem, eftersom förvaltningen av dessa skiljer sig åt från noterade tillgångar. Till exempel kan kostnadsredovisningen bli otillräcklig när det förekommer höga rörliga ersättningskostnader. Illikvida tillgångar värderas inte heller löpande. Detta kan innebära att insynen i buffertkapitalets utveckling försämras i takt med att de illikvida tillgångarnas betydelse ökar. Dessutom kan regeringens utvärdering och uppföljning försvåras av denna värderings- och redovisningsproblematik.

Av uppdragsbeskrivningen framgår att utredaren därför ska föreslå hur kraven på buffertfondernas rapportering kan utvecklas i ljuset av ökade investeringar i illikvida tillgångar.

Är buffertfondernas kostnadsredovisning vad gäller illikvida tillgångar otillräcklig?

Det är av vikt att AP-fondernas redovisning och rapportering av kostnader knutna till AP-fondernas investeringar i illikvida tillgångar sker på ett transparent sätt. Detta eftersom de illikvida tillgångarna nu utgör en så stor andel av det totala buffertkapitalet. Som framgått i föregående avsnitt – under rubriken Redovisning och extern rapportering av kostnader för illikvida tillgångar – innebär redovisningspraxis, ägandeform och ersättningsmodell skillnader när det gäller hur kostnader och ersättningar hänförligt till externt förvaltat kapital redovisas. Detta ger upphov till svårigheter vid jämförelser mellan likvida och illikvida marknader.

Som komplement till nyss nämnt avsnitt kan nämnas att prestationsbaserad ersättning hänförligt till investeringar i noterade tillgångar dras av från nettoresultatet, men redovisas i brödtext eller i not till årsredovisningen och att förvaltningsavgifter för investeringar i fonder som investerar i underliggande noterade tillgångar explicit tas upp i AP-fondernas resultaträkningar.

I första hand finns det anledning att analysera öppenheten i redovisningen av kostnader hänförliga till förvaltningsavgifter till extern fondförvaltning av investeringar i illikvida tillgångar (alla tillgångsklasser för illikvida investeringar). Dessa kostnader redovisas nu som en del av tillgångens anskaffningsvärde, i en not till årsredovisningen. För Andra- och Tredje AP-fonderna är det fråga om mycket stora investeringar i fonder, särskilt när det gäller onoterade aktier, men även beträffande infrastruktur och skog förekommer investeringar via sådana strukturer. Detta gäller även Första- och Fjärde AP-fonden, men i mindre utsträckning och med en delvis annan inriktning.

Sjätte AP-fonden däremot, periodiserar kostnader för extern fondförvaltning för investeringar i onoterade aktier. I den fondens årsredovisning redovisas även i brödtext och noter omfattningen av denna i relation till det totalt förvaltade fondkapitalet (substansvärdet[18] och kvarvarande utfästelser).

Med tanke på den stora omfattningen av dessa investeringar finns det anledning till större öppenhet i redovisningen av kostnader hänförliga till förvaltningsavgifter till extern fondförvaltning. Detta trots att ett sådant utökat förfarande kräver vissa ökade administrativa resurser i AP-fonderna. Första–Fjärde AP-fonderna bör således, i respektive fonds årsredovisning, presentera periodiserade kostnader avseende förvaltningsavgifter hänförliga till extern fondförvaltning av investeringar i illikvida tillgångar och i samband med detta redovisa hur denna kostnad förhåller sig till det totalt förvaltade fondkapitalet (substansvärde och kvarstående utfästelser).

Som framgått investerar Första AP-fonden i onoterade aktier genom en partnerskapsmodell. Med denna modell följer två lager av avgifter; avgifter till samarbetspartners och till underliggande fonder som kapitalet investeras i. När det gäller kostnader hänförliga till förvaltningsavgift till samarbetspartners redovisas den som en del av tillgångens anskaffningsvärde, i en not till årsredovisningen. När det däremot gäller underliggande externa fondförvaltare är kostnaden för förvaltningsavgiften inte synlig i AP-fondens redovisning. Även i detta fall finns det anledning till större öppenhet. Det innebär att när det gäller kostnader hänförliga till förvaltningsavgift till externa fondförvaltare, bör sådana kostnader till underliggande externa fondförvaltare i partnerskapsstrukturer redovisas i en not till årsredovisningen.

Prestationsbaserad ersättning (vinstdelning) hänförligt till fonder som investerar i noterade tillgångar belastar nettoresultatet för noterade tillgångar. Sådan ersättning avseende onoterade tillgångar är däremot inte knutet till den årliga prestationen. I stället tillfaller denna ersättning fondförvaltaren när allt kapital inklusive avgifter har distribuerats åter till den institutionella investeraren och redovisas därmed inte heller som en kostnad. Den prestationsbaserade ersättningen betraktas i stället som en reducering av det totala värdet av investeringen och som ett resultat av en vinstdelning. Detta innebär visserligen att förändringar i nettoresultatet är redovisade efter att denna vinstdelning dragits av från värdet på den underliggande tillgången, men samtidigt saknas en explicit redogörelse för den absoluta storleken på vinstdelningen.

Det är en brist att vinstdelning avseende onoterade tillgångar inte belastar nettoresultatet. I dagsläget finns problem kopplade bland annat till riskkapitalfonders rapporteringsstandarder. AP-fonderna bör emellertid verka för ökad transparens vad gäller fondförvaltares rapportering av prestationsbaserad ersättning hänförlig till investeringar i fondstrukturer som investerar i illikvida innehav och i förlängningen ge information om omfattningen av denna ersättning i årsredovisningen.

[18] Marknadsvärdet för alla AP-fondens investeringar per fondandel och efter avdrag för kostnader.

Är den process och rapportering av marknadsvärdering av illikvida tillgångar ändamålsenlig?

Till skillnad från likvida tillgångsklasser som värderas minst dagligen, värderas illikvida tillgångar mer sällan. Beroende på tillgångsklass för AP-fondernas innehav kan även rapporteringen av illikvida tillgångar ske med fördröjning (se föregående avsnitt under rubriken Övergripande marknadsvärdering av illikvida tillgångar).

Inledningsvis kan konstateras att buffertfondernas övergripande process för värdering av illikvida tillgångar i stort är densamma. Att en precisering av hur värderingarna ska genomföras normalt fastställs i investeringsavtal leder dock till vissa skillnader. De värderingsmetoder som används är i regel inte AP-fondspecifika utan normala för den underliggande tillgångsklassen. Ägandeform (bolagsstruktur eller fondstruktur) och tillgångsklass innebär även skillnader i värderingsmetod och värderingsfrekvens. Eftersläpande rapportering av värderingar avser främst innehav av onoterade aktier och infrastruktur via fonder, vilka i huvudsak rapporteras med cirka 45 dagars fördröjning och därmed kommer in i AP-fondernas sammanställda resultat först efter 90 dagar. Då värderingsfrekvensen för andra reala tillgångar och investeringar i onoterade krediter via fonder typiskt sett sker årligen kan även dessa värderingar innebära ett betydande inslag av eftersläpning. Värt att uppmärksamma i det sammanhanget är dock att värderingarna och antagandena bakom dessa generellt sett fluktuerar i mindre utsträckning, vilket minskar behovet av frekvent värdering.

Nu beskrivna mindre frekventa värderingar och eftersläpande rapportering av AP-fondernas illikvida tillgångar innebär begränsade negativa effekter för verksamheten. Värt att nämna är dock att denna fördröjning kan få effekter i en portfölj som består av både likvida och illikvida tillgångsslag, där andelen illikvida tillgångar under en period av kraftiga fall på de publika marknaderna snabbt blir en större andel av de totala fondmedlen (nämnareffekten). I den effektens kölvatten kan limiter överskridas och som en potentiell följd av detta, en påtvingad inbromsning av investeringstakt i illikvida tillgångar. Detta kan i värsta fall ske vid tillfällen då det finns en möjlighet att vara en mer aggressiv köpare av illikvida tillgångar till en god prisbild. Utöver detta innebär avsaknaden av en löpande marknadsprissättning för illikvida innehav att värderingen av specifika tillgångar, såsom underliggande bolag eller fastigheter, är föremål för en högre grad av subjektivitet och därmed variation i värderingen jämfört med noterade tillgångar. Det innebär i sin tur bland annat att risken för att i vart fall enstaka undermåligt värderade tillgångar kan anses öka.

Sammantaget får det anses att den process som AP-fonderna använder för att marknadsvärdera illikvida tillgångar och hur värderingen rapporteras i allt väsentligt fungerar väl. Vid sidan av detta kan konstateras att det skulle vara mycket kostsamt att utvärdera i huvudsak fondförvaltares värderingar av de illikvida tillgångarna och i stället göra egna värderingar av underliggande innehav. Ett sådant förfarande faller dessutom på att det krävs en väldigt god insyn för att på goda grunder ha en bättre uppfattning om värdet på underliggande tillgångar än de av tredje

part granskade värderingarna genomförda av underliggande bolag eller förvaltare.

Ökad transparens kring styrningen av de större onoterade fastighetstillgångarna

Fondernas onoterade fastighetstillgångar har som nämnts, ökat kraftigt över tid, både i absoluta och relativa tal, och har gått från att utgöra en relativt liten andel (2,4 procent 2008) till att stå för en betydande del av det totala buffertkapitalet (9,1 procent 2023).

Utöver en i majoritet oberoende styrelse och god hantering av eventuella intressekonflikter bör en rad andra överväganden följa som en konsekvens av den direkta ägandemodellen och den betydande storleken på innehaven – inte minst med avseende på transparens. Tonvikt bör bland annat läggas vid skälen för investeringar och ägande i fastigheter, med en tydlighet kring den långsiktig strategiska målsättning med innehaven, plan och resonemang kring eventuell diversifiering eller fortsatt koncentration med avseende på motpart och medinvesterare, belysning av andra alternativa investeringsmöjligheter, förväntat värdeskapande och avkastning, resonemang kring ägandeperiod och eventuell avyttringsstrategi eller situationer som kan påkalla behov av en avyttring.

I tillägg till detta bör även scenarioanalys och stresstestande av positionerna genomföras och redogöras för med tonvikt på de antagande som bedöms ha störst strukturell påverkan på värdet av innehaven samt resonemang kring marknadsaktuella trender och faktorer som kan tänkas få en inverkan på både kort och lång sikt.

AP-fonderna bör helt enkelt förtydliga strategin och styrningen kring de större direktägda onoterade fastighetsinnehaven som utgör en betydande andel av respektive AP-fonds illikvida och totala portfölj. Fjärde AP-fonden har en separat policy för ägarstyrning medan de andra AP-fonderna i regel har en övergripande ägarstyrningspolicy som tar avstamp i de noterade tillgångarna.

Mot denna bakgrund bör Första–Fjärde AP-fonderna upprätta en separat ägarstyrningspolicy för illikvida tillgångar. En viktig del i denna bör vara att förtydliga strategin och styrningen av de större onoterade fastighetstillgångarna.

6 Övergångsfrågor och ikraftträdande

6.1 Genomförandefrågor beträffande konsolideringsförslagen

Promemorians bedömning: Om förslagen på konsolidering väljs, bör de nya konsoliderade AP-fonderna byggas upp med utgångspunkt i tre av de existerande buffertfonderna. Regeringen avgör, vid beslut om lagrådsremiss, vilken stockholmsbaserad AP-fond som ska avvecklas och principerna för hur den avvecklade fondens tillgångar och förpliktelser ska fördelas mellan två av de kvarvarande

stockholmsbaserade fonderna. När erforderliga regeringsbeslut har fattats och riksdagen har fattat beslut om lagstiftningspaketet, bör två genomförandekommittéer tillsättas av regeringen; en för konsolidering av de göteborgsbaserade fonderna och en för de stockholmsbaserade. Beslut om hur tillgångarna ska överföras bör fattas av regeringen med kommittéernas förslag som underlag. Regeringen kan bestämma att vissa tillgångar ska förvaltas avskilt från övriga tillgångar och avvecklas av mottagande myndighet.

Skälen för promemorians bedömning

Inledning

I promemorian lämnas två alternativa förslag för ett införlivande av Sjätte AP-fonden i buffertfondssystemet. Likaså lämnas två alternativa förslag när det gäller att uppnå stordriftsfördelar i de stockholmsbaserade buffertfonderna. Ett av förslagen i dessa båda kategorier avser en konsolidering av fonderna baserade i Göteborg respektive en viss konsolidering av fonderna baserade i Stockholm. I promemorian lämnas två alternativa förslag för ett införlivande av Sjätte AP-fonden i buffertfondssystemet. Likaså lämnas två alternativa förslag när det gäller att uppnå stordriftsfördelar i de stockholmsbaserade buffertfonderna. Ett av förslagen i dessa båda kategorier avser en konsolidering av fonderna baserade i Göteborg respektive en viss konsolidering av fonderna baserade i Stockholm. I detta avsnitt behandlas genomförandefrågor beträffande de två konsolideringsförslagen.

En omorganisation har utgångspunkten i befintliga myndigheter

AP-fonderna är myndigheter och därmed en del av staten. De avtal en AP-fond ingår är bindande för staten. Vid en överföring av tillgångar inom pensionssystemet sker därför ingen överlåtelse till en annan part i civilrättslig mening. En tillgångsöverföring utgör dock ett administrativt förfarande som kan medföra betydande kostnader. De transaktionskostnader som uppkommer vid en överföring av kapital är interna i form av administrativt arbete i AP-fonderna för framför allt genomgång och eventuella omskrivningar av kontrakt samt externa i form av till exempel depåavgifter, mäklarkostnader och stämpelskatter. Det finns även betydande risker förknippade med en överföring av hela buffertkapitalet i form av operativa risker, men framför allt en betydande risk för negativa effekter på avkastningen av kapitalet under den period då transfereringen sker. Det är svårt att på förhand kvantifiera de kostnader som en överföring av hela buffertkapitalet skulle kunna leda till i form av förlorad avkastning. Med tanke på kapitalets storlek skulle emellertid även mindre negativa effekter riskera att bli mycket kostsamma för pensionssystemet. Att lägga ned samtliga nuvarande buffertfonder och bilda nya myndigheter är mot denna bakgrund inte ett rimligt alternativ, eftersom det skulle kräva en överföring av hela buffertkapitalet till de nya myndigheterna. I stället bör de nya, konsoliderade AP-fonderna byggas upp med utgångspunkt i tre av de existerande fonderna. Sjätte AP-fondens verksamhet och kapital förs över till Andra AP-fonden. En av Första, Tredje eller Fjärde AP-fonden avvecklas och dess verksamhet och kapital

förs över till en eller två av de andra, kvarvarande stockholmsbaserade AP-fonderna.

AP-fondernas storlek

Vid pensionsreformen 2000/2001 ansågs det viktigt att AP-fonderna fick en identisk beloppsmässig tilldelning, eftersom det ansågs skapa rättvisa förutsättningar för framtida utvärderingar av förvaltningen (prop. 1999/2000:46 s. 138). Regeringen uppdrog åt en särskild utredare att utarbeta ett förslag till fördelning av tillgångarna (dir. 2000:8). Kravet på att fonderna skulle vara lika stora innebar vissa praktiska problem, då marknadsvärdering i vissa fall innebar svårigheter och värdet av tillgångarna kunde förändras från det att regeringen fattade ett beslut om tillgångsfördelning till dess att fördelningen ägde rum (se SOU 2000:71 och SOU 2000:94). Den problematik med marknadsvärdering av tillgångarna som fanns vid pensionsreformen finns även vid den nu föreslagna omorganisationen av buffertfonderna. Dessutom tillkommer att buffertfonderna numera har en betydligt större andel illikvida tillgångar, vilka är särskilt svåra att marknadsvärdera. Mindre skillnader i storlek leder emellertid inte till försämrade förutsättningar för en effektiv utvärdering av förvaltningen, förutsatt att fokus i utvärderingen ligger på den procentuella avkastningen och inte på avkastning i nominellt belopp. AP-fondernas förutsättningar för att bedriva sin verksamhet bör dock vara jämförbara. Det innebär att AP-fonderna bör vara ungefär lika stora men att vissa skillnader kan accepteras.

Regeringen avgör vilken stockholmsbaserad AP-fond som ska avvecklas

Vid ett val inom konsolideringsalternativet i Stockholm, måste det inledningsvis utredas vilken av nuvarande Första, Tredje eller Fjärde AP-fonden som ska avvecklas. Ett utpekande av en viss AP-fond som ska avvecklas skapar mycket stor osäkerhet hos berörd myndighet, inte minst hos personalen. Ett sådant utpekande bör därför göras så snart regeringen har ett fullgott underlag för att fatta beslut om en ny organisation av de stockholmsbaserade AP-fonderna. Överväganden om vilken AP-fond som bör avvecklas görs lämpligen av regeringen efter intern beredning i Regeringskansliet. Kriterier för val av kvarvarande fonder lämnas i avsnitt 5.4.1. Beredningen bör inledas om och i så fall så snart regeringen har beslutat att gå vidare med det konsolideringsförslag som lämnas i denna promemoria. I lagrådsremissen bör sedan regeringen fatta beslut om vilken av Första, Tredje eller Fjärde AP-fonden som ska avvecklas och principerna för hur den avvecklade fondens tillgångar och förpliktelser ska fördelas mellan en eller två av de andra, kvarvarande myndigheterna.

En genomförandekommitté för att påbörja förändringen av de kvarvarande AP-fonderna

Om och i så fall när regeringen har tagit ställning till vilken av de stockholmsbaserade AP-fonderna som ska avvecklas och principerna för hur den avvecklade fondens tillgångar ska fördelas, bör en kommitté tillsättas av regeringen som ges i uppdrag att genomföra den nya organisationen. En kommitté bör även tillsättas för att genomföra avvecklingen och överföringen av verksamheten från Sjätte AP-fonden till

Andra AP-fonden. Genomförandekommittéerna bör starta sitt arbete direkt efter beslut av riksdagen om lagstiftningspaketet.

Arbetet i kommittéerna kommer att behöva bedrivas i nära samråd mellan avgivande och mottagande AP-fonder. Styrelseordförandena för dessa myndigheter bör därför ingå som ledamöter i respektive kommittén. En person utan tidigare anknytning till AP-fonderna bör leda arbetet i egenskap av ordförande i respektive kommitté. Till kommittéerna kommer det dessutom att behöva knytas flera personer både från de AP-fonder som ska avvecklas och från mottagande AP-fonder. Den expertis som behövs kan till exempel knytas till kommittéerna som experter. Kommittéerna behöver åtminstone nio månader på sig för att utföra uppdragen.

De frågor som sannolikt kommer att ta mest tid i anspråk är att planera och organisera överföring av kapital och att bemanna de kvarvarande AP-fonderna. Överföringen av kapitalet från två av dagens buffertfonder till de två eller tre mottagande AP-fonderna innebär stora transaktioner. De finansiella riskerna måste naturligtvis minimeras genom att övergångsprocessen sker på ett säkert och välplanerat sätt. Sjätte AP-fondens tillgångar ska föras över i sin helhet till Andra AP-fonden och inte fördelas på flera AP-fonder. Kommittén bör även utreda hur tillgångarna i den av Första, Tredje eller Fjärde AP-fonden som regeringen beslutar ska avvecklas, ska fördelas mellan (en eller) två av de kvarvarande stockholmsbaserade AP-fonderna. Detta med utgångspunkt i regeringens beslut om principerna för hur den avvecklade fondens tillgångar ska fördelas. Arbetet måste ske i samråd med AP-fonderna för att hitta lämplig, detaljerad tillgångsfördelning i relation till respektive fonds nuvarande portfölj och kompetenser. Beslutet om hur tillgångarna ska överföras bör fattas av regeringen med kommittéernas förslag som underlag.

Även det praktiska arbete som krävs för överföring av kapitalet från de AP-fonder som avvecklas måste hanteras av respektive AP-fond. Det blir en arbetskrävande uppgift som innefattar bland annat genomgång av avtal för att identifiera eventuella problem och förbereda beskrivningar av omläggningen för avtalsparter samt eventuella omskrivningar av avtal.

I vissa fall saknas godkännande till en överföring från förvaltare eller motpart, i andra fall skulle en överföring innebära mycket stora skattekostnader. I ytterligare andra fall bör man lämpligen – för att begränsa kostnaden – överväga att avstå från att överföra tillgångar där avtalet kommer att upphöra i närtid eller där en fond närmar sig likviditetstidpunkten. För dessa fall är det viktigt att regeringen kan bestämma att vissa tillgångar ska förvaltas avskilt från övriga tillgångar och avvecklas av mottagande myndighet.

Kommitténs uppgift bör även vara att bistå AP-fonderna med hantering av de personalfrågor som blir aktuella vid ombildningen, så att dessa kan hanteras på ett samlat sätt. Det är även mycket viktigt att personalfrågorna hanteras på ett förutsebart och transparent sätt, för att minska osäkerhetsfaktorer för de anställda. Arbetsrättslig kompetens bör ingå i kommittén. Den kompetens som finns i de avgivande och mottagande AP-fonderna bör tas till vara. I 6 b § lagen (1982:80) om anställningsskydd (LAS) finns bestämmelser om övergång av verksamhet. Innebörden av dessa bestämmelser är att om det är identitet i den verksamhet som går över från en arbetsgivare till en annan, går också anställningsavtalen i dess

lydelse vid övertagandetidpunkten för de arbetstagare som hör till den överlåtna verksamheten över på den nya arbetsgivaren. För att de bestämmelserna ska vara tillämpliga krävs att det har skett ett arbetsgivarbyte. På det statliga området sker ett arbetsgivarbyte om verksamhet går över från en myndighet till en annan. I den här aktuella situationen innebär det anförda att Sjätte AP-fondens verksamhet övergår till Andra AP-fonden. Från den av Första, Tredje eller Fjärde AP-fonden som avvecklas kommer tillgångar och förpliktelser att föras över till en eller två av de kvarvarande stockholmsbaserade AP-fonderna. Det kommer att vara identitet i verksamheterna. Arbetsgivarbytet kommer att ske när respektive avgivande myndigheten upphör med sin verksamhet.

Bemanningen vid omorganisationen av hela den nya AP-fondsorganisationen bör ske med beaktande av de nämnda reglerna om övergång av verksamhet i LAS. Inom de ramar som dessa bestämmelser ger bör kommittén överväga vilka kompetenser som behövs till varje myndighet. Arbetsgivaransvaret ligger dock formellt på varje berörd AP-fond. Om 6 b § LAS inte skulle anses tillämplig i det enskilda fallet bör, i de fall personalförstärkningar behöver göras, rekrytering i första hand ske från någon av de AP-fonder där övertalighet kan ha uppstått.

6.2 Ikraftträdande och övergångsbestämmelser

Promemorians förslag: De förslag som utgår från en oförändrad organisationsstruktur för fonderna träder i kraft den 1 juli 2025.
Även de förslag som inte har någon beröringspunkt med något organisatoriskt förslag ska träda i kraft den 1 juli 2025.
De förslag som har beröringspunkter med en konsolidering träder i kraft den 1 juli 2026.
Kostnaderna för omorganisationerna ska belasta buffertkapitalet.

Skälen för promemorians förslag

Ikraftträdande och övergångsbestämmelser

I promemorian lämnas två alternativa förslag för ett införlivande av Sjätte AP-fonden i buffertfondssystemet. Likaså lämnas två alternativa förslag när det gäller att uppnå stordriftsfördelar i de stockholmsbaserade buffertfonderna. Ett av förslagen i dessa båda kategorier avser en konsolidering av fonderna baserade i Göteborg respektive en viss konsolidering av fonderna baserade i Stockholm.

De förslag som utgår från en oförändrad organisationsstruktur ska – om den vägen väljs – träda i kraft så snart som möjligt, dvs. den 1 juli 2025.

Även de förslag som inte har någon beröringspunkt med något organisatoriskt förslag ska träda i kraft den 1 juli 2025.

De förslag som däremot har beröringspunkter med en konsolidering bör träda i kraft den 1 juli 2026. Då överförs tillgångar och förpliktelser från den av Första, Tredje eller Fjärde AP-fonden som avvecklas till de två kvarvarande stockholmsbaserade buffertfonderna. Vid denna tidpunkt

avvecklas även Sjätte AP-fonden, varefter tillgångar och förpliktelser förs över till Andra AP-fonden. Regeringen kan i samband med överföringarna bestämma att vissa tillgångar ska förvaltas avskilt från övriga tillgångar och avvecklas av mottagande fonder.

Den 1 juli 2026 införs även en bestämmelse om att ingen av de tre kvarvarande buffertfonderna får inneha så många aktier eller andelar i ett företag att röstetalet för dem överstiger 15 procent eller, beträffande sådana aktier eller andra andelar i riskkapitalföretag som inte är upptagna till handel på en handelsplats eller motsvarande marknadsplats utanför EES, 50 procent av röstetalet för samtliga aktier eller andra andelar i företaget. Vid den tidpunkten införs dessutom – för kvarvarande buffertfonder – en ändring av begränsningsregeln beträffande illikvida tillgångar, från högst 40 till högst 45 procent (förutsatt att det sker en konsolidering mellan Sjätte AP-fonden och Andra AP-fonden).

Kostnader hänförliga till omorganisationen bör belasta buffertkapitalet. Det ska därför tas in en övergångsbestämmelse om att regeringen får besluta att kostnader med anledning av omorganisationen ska belasta det kapitalet. I de flesta fall belöper sådana kostnader direkt på respektive AP-fond. I vissa fall kan dock särskilda beslut om kostnadsuttag behöva fattas. Detta kan bland annat bli nödvändigt med anledning av den avveckling av vissa AP-fonder som nu ska ske. Till exempel har en avgående styrelse kvar ansvaret för årsredovisning och revisionsberättelse även efter det att en myndighet har upphört. Det innebär att styrelsen måste sammanträda för att fatta vissa beslut även efter upphörandet av myndigheten. Vid sådana sammanträden kan ersättning utgå för styrelsens arbete. Genom en bestämmelse om att omorganisationen ska belasta buffertkapitalet kan regeringen besluta om att rekvirera medel från buffertkapitalet för den arvodering som skett av styrelsen efter det att en AP-fond har avvecklats liksom kostnader för revisionen avseende de avvecklade AP-fonderna.

7 Konsekvenser av förslagen

I promemorian lämnas fyra förslag i kärnfrågan om en eventuell konsolidering av buffertfonderna. I enlighet med uppdragsbeskrivningen är förslagen geografiskt uppdelade; Sjätte AP-fonden ska avvecklas och dess verksamhet och kapital ska föras över till Andra AP-fonden, alternativt ska Sjätte AP-fonden på ett lämpligt sätt integreras i buffertfondssystemet utan att organisationsstrukturen ändras (Göteborg) respektive en viss konsolidering av de stockholmsbaserade buffertfonderna, alternativt ökad samverkan inom befintlig organisationsstruktur (Stockholm). Förslagen är ”geografiskt alternativa”.

I det följande analyseras konsekvenserna av förslagen uppdelat i ett avsnitt som berör de två fonder som är baserade i Göteborg och ett därpå följande avsnitt som berör de tre buffertfonderna som har sin bas i Stockholm. Avslutningsvis analyseras konsekvenserna av övriga förslag, dvs. de förslag som inte har någon beröringspunkt med något organisatoriskt förslag.

7.1 Ett införlivande av Sjätte AP-fonden i buffertfondssystemet

7.1.1 Inledning

I den följande konsekvensanalysen behandlas dels förslaget – att Sjätte AP-fonden avvecklas och dess verksamhet och tillgångar förs över till Andra AP-fonden, dels det alternativa förslaget att Sjätte AP-fonden integreras i buffertsystemet utan att organisationsstrukturen ändras. I det senare förslaget ska Sjätte AP-fonden öka sin samverkan med Andra AP-fonden och de övriga buffertfonderna. I detta alternativ ska Sjätte AP-fondens nuvarande lagkrav på valutasäkring tas bort, för att i stället regleras inom ramen för fondens egen förvaltning. Därtill ska Sjätte AP-fonden ges möjlighet att låna medel i Riksgäldskontoret.

Det finns en rad för- och nackdelar kopplade till de två förslagen. Målsättningen är att redovisa dessa på ett så transparent och neutralt sätt som möjligt. Det är dock viktigt att understryka att även om de positiva och negativa effekterna låter sig identifieras och beskrivas på ett relativt tydligt sätt, är det betydligt svårare att kvantifiera dem. Detta gäller såväl besparingar och kostnader, som riskerna för förlorad avkastning på kort sikt och möjlighet till ökad avkastning på längre sikt.

Synen på risk – i termer av operationella risker och potentiell förlorad avkastning – i relation till de möjligheterna att utnyttja skalfördelar och att uppnå en mer effektiv och rationell förvaltning av buffertkapitalet kommer att bli avgörande. Det kommer också påverkas av hur man värderar onoterade aktier. Sjätte AP-fondens verksamhet är helt inriktad på onoterade aktier – ett tillgångsslag som är förenat med relativt hög risk, som kräver mer specialiserad kunskap och är mer kostnadsintensiv än förvaltningen av andra tillgångsslag, men som i gengäld har genererat mycket god avkastning under en rad år. De två förslagen kommer att leda till olika stor andel av detta tillgångsslag i det totala buffertfondssystemet.

De som berörs av förslagen är nuvarande och framtida pensionärer (pensionssystemet), Pensionsmyndigheten, Riksgäldskontoret, Andra- och Sjätte AP-fonden, och till viss del Första-, Tredje– och Fjärde AP-fonderna. Därutöver skulle förslaget om borttagande av gällande lagkrav på valutasäkring för Sjätte AP-fonden möjligen kunna påverka kronan, åtminstone i det kortare perspektivet. Av den anledningen bör myndigheter med ansvar för finansiell stabilitet och marknadsövervakning informeras.

7.1.2 Konsekvenserna av att Sjätte AP-fondens verksamhet och kapital överförs till Andra AP-fonden

Andra AP-fonden och Sjätte AP-fonden bedriver sinsemellan väldigt olika verksamheter. Sjätte AP-fonden har ett unikt mandat, och mål att skapa långsiktigt hög avkastning med tillfredsställande riskspridning – att jämföra med Andra AP-fonden och övriga buffertfonder vars totala risknivå ska vara låg och vid vald risknivå ska en långsiktigt hög avkastning uppnås. Sjätte AP-fonden fokuserar på onoterade aktier och

innehavet består av fond- och sidoinvesteringar. Andra AP-fondens portfölj är en bred blandfondsportfölj. Eftersom Andra AP-fonden och Sjätte AP-fonden bedriver så olika verksamheter, ser de potentiella kostnadssynergierna helt annorlunda ut än i fallet för Stockholmsfonderna vars verksamheter är mer homogena.

Dock, det finns skalfördelar i Andra AP-fonden som kan utnyttjas. Andra AP-fonden framhåller att de skulle ha möjlighet att förvalta ett betydligt större kapital än idag utan motsvarande procentuell ökning av kostnadsmassan. Även Sjätte AP-fonden poängterar att de har stordriftsfördelar inom sitt verksamhetsområde. De skulle, enligt uppgift, kunna dubblera investeringsportföljen med dagens resurser.

Positiva effekter – förstärkt verksamhet

En uppenbar fördel med att placera Sjätte AP-fondens verksamhet med onoterade aktier i en större kontext är att den löpande likviditeten som krävs kan vara placerade i avkastande tillgångar på ett annat sätt än vad som är möjligt för Sjätte AP-fonden som egen stängd fond. För att på ett effektivt sätt kunna investera i onoterade aktier, särskilt genom riskkapitalfonder, krävs att man som investerare både har tillgång till likviditet för att löpande göra investeringar (fullgörande av s.k. capital calls) och samtidigt ha förutsättningar att investera det kapital som erhålls från avkastningen på sina investeringar. Valutasäkring av investeringarna i onoterade aktier underlättas på motsvarande vis och bli mindre kostsam. Valutasäkring bidrog under 2022 till ett negativt avkastningsbidrag om 5,9 miljarder kronor för Sjätte AP-fonden.

Vad gäller verksamheten med onoterade aktier kan det också finnas en betydande kostnadsfördel att vara en stor investerare. Ett samlat, betydligt större, kapital i de fonder som väljs ut, ger en ökad förhandlingsförmåga som kan ge lägre förvaltningsavgifter och bättre tillgång till attraktiva sidoinvesteringar.

En konsolidering skulle kunna tillåta ökade resurser inom vissa, centrala enheter inom investeringsverksamheten. Även andra områden skulle kunna stärkas. Sjätte AP-fonden har en liten och slimmad organisation och det skulle vara positivt för fonden att ha tillgång till interna resurser på regelefterlevnad, riskkontroll-, IT-säkerhetsområdet, etcetera. Detta skulle i förlängningen stärka förvaltningsverksamheten.

En större organisation med en bredare verksamhet skulle också skapa attraktiva roller och leda till förbättrade möjligheter att rekrytera personal med rätt kompetens och driv.

Hur den på nu beskrivet sätt stärkta verksamheten skulle påverka avkastningen är dock mycket svårt att kvantifiera.

Besparingspotential och kostnader för omorganisationen

I fallet Andra AP-fonden och Sjätte AP-fonden – med sinsemellan väldigt olika verksamheter – är kostnadssynergierna vid en konsolidering inte alltid uppenbara.

De mest uppenbara besparingarna är kostnaden för verkställande direktör och styrelse (***4,9 miljoner kronor***). Resurser skulle också kunna frigöras då det endast behövs en hållbarhetschef, en

kommunikationsansvarig och i förlängningen en HR-funktion. För det fall verksamheten med onoterade aktier minskas, vilket är en trolig utveckling över tiden med befintligt mandat för Andra AP-fonden, kommer också de direkta personalkostnaderna att minskas. Verksamheten med onoterade aktier är förhållandevis resurskrävande och en minskad andel av det tillgångsslaget i portföljen kommer att återspeglas i lägre direkta förvaltningskostnader.

Vid en konsolidering skulle även övriga rörelsekostnader – vissa informationstjänster, IT-relaterade produkter eller tjänster och lokalhyra – att minska. I ett scenario där Andra AP-fonden kan ta emot resterande del av Sjätte AP-fonden personal inom befintliga lokaler i Göteborg skulle maximalt ***7 miljoner kronor sparas per år.***

Hur stora de sammanlagda långsiktiga kostnadsbesparingarna skulle kunna bli är inte helt lätt att ringa in. Uppskattningar från dem som sitter närmast verksamheten – nyckelpersoner på Andra AP-fonden och Sjätte AP-fonden – skiljer sig kraftigt åt, med bedömda kostnadssynergier vid en konsolidering i intervallet ***5 – 50 miljoner kronor per år.***

Det är viktigt att understryka att det kan ta tid innan samtliga kostnadsbesparingar kan realiseras. Tidsutdräkten beror på längden och komplexiteten i de olika avtal som behöver hanteras. En hel del avtal kan sägas upp, medan många behöver omförhandlas. Full effekt av en konsolidering uppnås först då samtliga avtal löpt ut.

Omställningskostnader och transaktionskostnader

Den mest betydande kostandssynergin vid en konsolidering står att hämta på personalsidan, där överlappande områden eller funktioner kommer att uppstå. På motsvarande vis är *omställningskostnader* av engångskaraktär, för att hantera den övertaliga personalen, en av de största kostnadsposterna.

En annan engångspost är omställningskostnader för lokaler, i förväg uppsagda avtal, mm. Sjätte AP-fonden har sedan många år ett litet kontor i Stockholm, vilket betraktas som avgörande för verksamheten av främst rekryteringsskäl och närhet till internationella motparter på resa.

Utöver omställningskostnader för personal och lokaler, uppstår engångskostnader för i förväg uppsagda avtal; licenser, system och andra kontraktsförbindelser. Många av dessa löper med avtalstider om högst ett år. Även om listan över de typer av omställningskostnader som kommer att uppstå i samband med en konsolidering är förhållandevis okontroversiell, är det mindre lätt att göra de kvantitativa uppskattningarna. Det kommer sannolikt att bli fråga om engångs-, övergångs- respektive avvecklingskostnader i storleksordningen ***20–50 miljoner kronor***.

Till detta skulle kunna läggas kostnader för att säkra tillgång till nyckelpersoner under konsolideringar. En lång och tidvis osäker process riskerar att leda till kompetensflykt och svårigheter att attrahera ny och nödvändig kompetens. Detta kan leda till operationella risker för såväl den pågående verksamheten, som för själva konsolideringen. För att minska dessa risker kan det vara påkallat att formulera riktade insatser för att säkra viktiga nyckelpersoner under omställningsprocessen. Nyckelpersoner

återfinns bland dem med kärnkompetens inom kapitalförvaltningen och dem med kärnkompetens inom BackOffice, IT och juridik.

Kompensationspaket för att behålla nyckelkompetenser kan bestå av: befattningstillägg under transitionsperioden (exempelvis ett påslag på 10 procent på bruttolönen) eller en s.k. stay-on i form av en engångsersättning vid transitionsperiodens slut.

En ännu större kostnad förknippad med konsolideringen är de *transaktionskostnader* som uppstår från de omfattande portföljtransformationerna. Hur stora dessa blir beror på en mängd faktorer: hur flytt av tillgångarna sker; hur tillgångarna som flyttas skiljer sig från önskad allokering hos den mottagande fonden, hur snabbt omallokeringen sker; och hur stora avvikelser i allokeringen till onoterade tillgångar som accepteras.

Sjätte AP-fondens investeringar består (utöver likviditetsförvaltningen) enbart av onoterade innehav i bolag och riskkapitalfonder. Bolagsform och jurisdiktion varierar. Det är svårt att avyttra onoterade investeringar i förtid utan att förstöra värden. I följande fokuseras på överföring av tillgångar, vilket kan vara väl så komplext.

Varje överföring kommer att behöva hanteras individuellt i samarbete med övriga delägare/förvaltare. Varje enskild transferering kommer att innebära juridiska överväganden och omfattande arbete – internt och externt – av juridiska resurser, samt administrativt arbete av BackOffice. Normalt krävs godkännande från förvaltare/motparter för att flytta varje tillgång. Totalkostnaden för en överlåtelse uppskattas kunna ligga i häradet 200–300 tusen kronor per innehav, vilket skulle summera till ***45–50 miljoner kronor***.

Till dessa externa kostnader ska läggas interna resurser som krävs hos ägaransvariga, jurister och BackOffice. Härtill kommer sannolikt relativt stora kostnader för mer generella skattemässiga överväganden kring hur ägandet bäst ska struktureras för framtiden där extern internationell skatteexpertis i ett antal jurisdiktioner (inte minst USA) behöver anlitas. För att begränsa de totala kostnaderna kan man överväga att låta bli att överföra tillgångar där exit förväntas i närtid, respektive där en fond närmar sig likviditetstidpunkten.

Det bör noteras att vissa tillgångar kan visa sig omöjliga att transferera till någon annan enhet, beroende på att erforderliga godkännanden inte inkommer eller på grund av skatteskäl, eftersom en transferering kan resultera i mycket stora skattekostnader. Att samtliga innehav inte kan överföras kommer att leda till en administrativt tung ”*leagacy*-portfölj” som kommer att behöva hanteras.

För att begränsa de totala transaktionskostnaderna kan en mer flexibel och pragmatisk hantering övervägas av den befintliga portföljen av onoterade aktier. Det har redan konstaterats att vissa onoterade tillgångar förmodligen inte kommer att kunna överföras, eller bara överföras till en mycket hög kostnad (av skattemässiga skäl, etcetera). Genom att behålla mer komplexa tillgångar – med inte alltför avlägsna exit-datum – i en ”*run-off*-portfölj” kan kostnaderna hållas nere. Sjätte AP-fonden har ca 130 aktiva fondinvesteringar och ca 60 aktiva sidoinvesteringar. Totalkostnaden för en överlåtelse har uppskattats kunna ligga i häradet 200–300 tusen kronor per innehav. Genom att låta bli att föra över tillgångar med inte alltför avlägsna exit-datum, kan transaktions-

kostnaderna begränsas betydligt. Vid denna typ av beslut bör balans eftersträvas mellan en önskan att minska transaktionskostnaderna och att undvika att ha en kvarvarande ”*run-off*-portfölj” alltför långt fram i tiden (i sig förknippat med kostnader). Denna möjlighet kan öppnas genom att regeringen kan bestämma att vissa tillgångar ska förvaltas avskilt från övriga tillgångar och avvecklas av mottagande myndighet.

Sammanfattningsvis visar ovanstående att det kommer att vara mycket komplicerat, resurskrävande och kostsamt att överföra Sjätte AP-fondens specifika portfölj. De direkta kostnaderna kopplade till en konsolidering skulle kunna uppgå till flera gånger den årliga besparingspotentialen – ***65–100* miljoner kronor** i möjliga omställnings- och transaktionskostnader (lågt räknat), att jämföra med besparingspotential om ***5 - 50* miljoner kronor *per år*.** Om vissa tillgångar förvaltas avskilt enligt ovan, kan transaktionskostnaderna begränsas betydligt, och de direkta kostnaderna förknippade med en konsolidering skulle närma sig den årliga besparingspotentialen (med de mest positiva antagandena).

Risker och alternativkostnader

Det finns en rad risker förknippade med konsolideringsprocessen: a) personalrisker (förluster av nyckelpersoner, svårigheter att rekrytera); b) minskat fokus på förvaltningen; c) risker och kostnader förknippade med omstrukturering av portföljer (se ovan); d) operationella risker (i samband med anpassning av processer, migrering av data och system, etcetera); e) risk för marknadspåverkan när valutasäkringar avvecklas.

De största riskerna med en konsolidering är en förlust av mjuka värden och de betydande operationella riskerna som kan påverka avkastningen. Det är av naturliga skäl mycket svårt att kvantifiera alternativkostnaden i form av förlorad avkastning, men det kan konstateras att endast en liten påverkan på förvaltningsresultatet innebära mycket stora belopp. Som exempel ger en negativ påverkan på avkastningen om 0,5 procent under ett år, applicerat på kapitalet för Andra AP-fonden och Sjätte AP-fonden, en årlig alternativkostnad om ***3,7 miljarder kronor***.

En brist på fokus under övergångsperioden och ett tapp av nyckelpersoner kan leda till minskad avkastning. Påtvingade avbrott i investeringsverksamheten och ett icke-konsekvent agerande kan få negativa påverkan på möjligheter att få investera i attraktiva sidoinvesteringar, och därmed påverka portföljens framtida utveckling, osv.

En ännu större alternativkostnadsfråga är dock den framtida andelen av onoterade aktier i den totala buffertfondsportföljen. Sjätte AP-fonden har ett unikt mandat med en verksamhet som är helt inriktad på onoterade aktier – ett tillgångsslag som är förenat med relativt hög risk, men som i gengäld har genererat mycket god avkastning under en rad år. Andra AP-fonden totala risknivå ska å andra sidan vara låg och vid vald risknivå ska en långsiktigt hög avkastning uppnås. Andra AP-fonden kommer, med oförändrat uppdrag och strategi, vid en konsolidering, få en alltför hög allokering av illikvida tillgångar. Även efter en höjning av gällande begränsningsregel för illikvida tillgångar till 45 procent, kommer Andra AP-fonden att vilja minska andelen onoterade aktier för att passa uppdraget. Resultatet kommer att bli en minskad andel onoterade aktier i

det totala buffertsystemet, i jämförelse med idag. Hur stort avkastningstapp det skulle betyda, beror naturligtvis på vad man tror om den framtida utvecklingen på marknaderna för onoterade aktier, men om utvecklingen skulle ligga i ungefär samma härad som snittet under de senaste 5 åren skulle denna alternativkostnad vara betydande för buffertsystemet som helhet. Detta eftersom den genomsnittliga avkastningen i Sjätte AP-fonden har varit i genomsnitt 15,6 procent de senaste 5 åren, att jämföra med Första–Fjärde AP-fondernas genomsnittliga avkastning om 3,7 procent.

Samhällsekonomiska kostnader av omstrukturering av verksamheten och personal

Förslaget om en konsolidering av Andra AP-fonden och Sjätte AP-fonden kommer att innebära att antalet anställda på sikt kommer att bli lägre än antalet anställda i nuvarande Andra- och Sjätte AP-fonderna. Minskningen kommer som beskrivits att ske över tid. Personalen inom AP-fonderna har generellt sett en hög utbildnings- och kompetensnivå och bör därmed vara attraktiv på arbetsmarknaden. Övertalighet bland personalen kan därför inte antas leda till några betydande samhällsekonomiska konsekvenser.

Effekterna på de offentliga finanserna

Det svenska pensionssystemet räknas inte in som en del av statens budget utan det är ett fristående system. Det innebär att förändringar som påverkar effektiviteten i förvaltningen av buffertkapitalet inte har någon direkt påverkan på de offentliga finanserna. En väl fungerande arbetsmarknad med hög sysselsättning är den viktigaste faktorn för det svenska pensionssystemets utveckling. Under perioder då avgiftstillgången inte motsvarar pensionsskulden i beräkningen av pensionssystemets finansiella ställning, är dock avkastningen från buffertkapitalet särskilt viktig eftersom avkastningen då kan få betydelse för om den s.k. balanseringen aktiveras eller inte. En aktivering av den s.k. bromsen kan leda till indirekta effekter på de offentliga finanserna, till exempel i form av kostnader för bostadstillägg till vissa pensionärer till följd av minskade pensioner.

Konsekvenser för finansiella marknader inklusive riskkapitalmarknaden

Det kan finnas risk för marknadspåverkan när portföljer avvecklas och integreras. Dessa risker är mindre för Sjätte AP-fondens internationella riskkapitalportfölj. En tillräcklig implementeringshorisont och gradvis integrering begränsar också den risk för negativ marknadspåverkan som möjligen finns och minskar också värdeförlusten.

Särskild uppmärksamhet kommer att dock att krävas vid en möjlig avveckling av Sjätte AP-fondens valutabok då detta möjligen skulle kunna ha påverkan på den svenska kronan. Det kan finns skäl att informera Riksbanken om implementering i god tid före start. Under genomförandet kan också löpande information behöva ges.

Övriga konsekvenser

Överföringen av Sjätte AP-fondens kapital och verksamhet till Andra AP-fonden påverkar inte de skyldigheter som följer av Sveriges anslutning till Europeiska unionen. Det kan inte heller förutses att förslagen i denna promemoria leder till några direkta konsekvenser för miljön. Inte heller i övrigt har förslagen sådan betydelse att särskilda överväganden behöver redovisas.

7.1.3 Konsekvenserna av en integrering av Sjätte AP-fonden i buffertfondssystemet utan att organisationsstrukturen ändras – men med slopade krav på valutaexponering och med tillgång till upplåning i Riksgäldskontoret

I det alternativa förslaget integreras Sjätte AP-fonden i buffertsystemet utan att organisationsstrukturen ändras. I detta förslag ska Sjätte AP-fonden öka sin samverkan med Andra AP-fonden och de övriga buffertfonderna, och nuvarande reglering av valutaexponering föreslås upphävas. Detta alternativ skulle drivas av en önskan om att upprätthålla verksamheten med onoterade aktier i åtminstone den omfattning som finns idag, med en specialiserad arbetsstyrka lämpad att leverera attraktiva sidoinvesteringar.

Samarbeten och samverkan mellan buffertfonderna har ökat under de senaste åren, och har formaliserats. Sjätte AP-fonden har, delvis pga. att verksamheten skiljer sig så mycket från de andra AP-fonderna, inte varit lika involverad i samarbetena, som ofta har berört de noterade tillgångarna. Samarbetet har framför allt varit av erfarenhets- och kunskapsdelningskaraktär och mindre handlat om att hitta kostnadssynergier och möjligheter till kostnadsbesparingar.

Positiva effekter – verksamheterna

På grund av sina väsentligt olika verksamhetsområden är det inte helt lätt att identifiera områden där fördjupad samverkan mellan Andra AP-fonden och Sjätte AP-fonden skulle resultera i några större synergier. En ökad samverkan kring vissa specifika frågor, mellan samtliga AP-fonder, utan geografisk skiljelinje, synes i sammanhanget mer intressant att utforska. Sjätte AP-fonden, med sin slimmade organisation, skulle vara mer behjälpt av ett ökat samarbete med övriga AP-fonder kring frågor relaterade till säkerhet och informationssäkerhet, regelefterlevnad och riskkontroll.

Sjätte AP-fonden, å sin sida, har under en lång tid utvecklat en djup och bred kompetens inom onoterade aktier, med en gedigen investerings- och utvärderingsmetodik för såväl fondinvesteringar som sidoinvesteringar inom ramen för en långsiktig portföljstrategi som skapat en hög avkastning. Sjätte AP-fonden är den långsiktigt bäst avkastande fonden i AP-fondsystemet sedan denna strategi infördes. Det synes angeläget att denna kompetens och erfarenhet skulle kunna tas tillvara inom systemet.

Till viss del har detta skett på ad hoc-basis. Frågan är om – och i så fall hur – det skulle kunna ske i större omfattning. Ett förslag om ett kunskaps-

center har mötts med ljumt intresse. Det ska i stället införas en möjlighet för Sjätte AP-fonden att konkret kunna bistå Första–Fjärde AP-fonderna och Sjunde AP-fonden vid förvaltning av onoterade aktier. Sistnämnda fonder ges på så sätt en möjlighet att avlasta en del av sin verksamhet vad gäller onoterade aktier till Sjätte AP-fonden, enligt det som myndigheterna i det enskilda fallet kommer överens om.

Besparingspotential och kostnader för omorganisationen

Mot bakgrund av de skilda verksamheterna i Andra AP-fonden och Sjätte AP-fonden är det svårare att hitta uppenbara kostnadssynergier och möjligheter till kostnadsbesparingar genom ökad samverkan.

Lokalkostnaderna i Göteborg är generellt sett lägre än i Stockholm och står för en lägre andel av de totala rörelsekostnaderna. Andra AP-fonden har nyligen flyttat och förhandlat fram ett nytt hyresavtal. Sjätte AP-fonden har ett sexårigt hyresavtal för sitt kontor i Göteborg. Sjätte AP-fonden har också sedan många år ett litet kontor i Stockholm, vilket betraktas som avgörande för verksamheten (lättare att rekrytera nischkompetens och seniora medarbetare, besök av internationella fonder, etcetera). Detta kontor skulle kunna användas av Andra AP-fonden för samma syften.

En samlokalisering skulle inte minska den sammanlagda ytan på något dramatiskt vis. Sjätte AP-fonden har i dagsläget ingen reception att spara in, men Andra AP-fonden och Sjätte AP-fonden skulle kunna dela på externa konferensrum och interna gemensamhetsytor såsom pentry eller matplats. Ingen av göteborgsfonderna är positiva till en samlokalisering och bedömer att en sådan endast skulle kunna leda till mycket begränsade besparingar.

Samlokaliseringen skulle å andra sidan vara förknippade med relativt sett betydande engångskostnader. Ett flyttprojekt skulle kunna kosta upp till ***5 miljoner*****,** till vilket kostnader för att bryta hyreskontrakt och kostnader för anpassning av lokalerna ska läggas**.** Det skulle alltså kunna ta tid att räkna hem samlokaliseringen.

Å andra sidan bör inte samlokaliseringen ses i isolat, den öppnar i sig för vissa skalfördelar: för kontorsservice, kommunikation, HR och administration. En samlokalisering skulle också kunna vara första steget, där fler områden för samarbeten naturligen kommer att uppmärksammas och realiseras.

Samhällsekonomiska kostnader av omstrukturering av verksamhet och personal

Förslaget om en samlokalisering av Andra AP-fonden och Sjätte AP-fonden – och en ökad samverkan – skulle inte innebära att antalet anställda skulle bli väsentligt lägre än antalet anställda i fonderna idag. Den möjliga minskningen skulle dessutom ske över tid. Personalen inom AP-fonderna har generellt sett en hög utbildnings- och kompetensnivå och bör därmed vara attraktiv på arbetsmarknaden. Övertalighet bland personalen kan därför inte antas leda till några samhällsekonomiska konsekvenser.

Effekter på de offentliga finanserna

Det svenska pensionssystemet räknas inte in som en del av statens budget utan det är ett fristående system. Det innebär att förändringar som påverkar effektiviteten i förvaltningen av buffertkapitalet inte har någon direkt påverkan på de offentliga finanserna. En väl fungerande arbetsmarknad med hög sysselsättning är den viktigaste faktorn för det svenska pensionssystemets utveckling. Under perioder då avgiftstillgången inte motsvarar pensionsskulden i beräkningen av pensionssystemets finansiella ställning, är dock avkastningen från buffertkapitalet särskilt viktig eftersom avkastningen då kan få betydelse för om den s.k. balanseringen aktiveras eller inte. En aktivering av den s.k. bromsen kan leda till indirekta effekter på de offentliga finanserna, till exempel i form av kostnader för bostadstillägg till vissa pensionärer till följd av minskade pensioner.

Konsekvenser av ett förändrat regelverk för Sjätte AP-fondens valutaexponering

Sjätte AP-fonden har en internationell portfölj med fokus på onoterade aktier. Endast 12 procent av portföljen härrör till svenska företag och investeringshorisonten är lång. För Sjätte AP-fonden har det varit dyrt och likviditetskrävande att löpande ”*hedga”* tillgångsportföljen. Den ianspråktagna likviditeten för att omsätta valutasäkringarna har gjorts på bekostnad av uteblivna investeringar inom ramen för Sjätte AP-fonden förvaltning.

Om Sjätte AP-fonden får möjlighet att själva få bestämma över sin valutaexponering, i enlighet med förslaget, kommer Sjätte AP-fonden sannolikt att avveckla ”hedgeportföljen” om ungefär 50 miljarder kronor under 12 månader.

Förslaget om borttagande av gällande lagkrav på valutasäkring för Sjätte AP-fonden skulle därmed möjligen kunna påverka kronan, åtminstone i det kortare perspektivet. Av den anledningen bör myndigheter med ansvar för finansiell stabilitet och marknadsövervakning (Riksbanken, Riksgäldskontoret och Finansinspektionen) informeras.

Konsekvenser för Pensionsmyndigheten och Riksgäldskontoret

I det alternativa förslaget föreslår Pensionsmyndigheten spela en rådgivande roll till Sjätte AP-fonden vad gäller pensionssystemets behov av betalningsberedskap och därmed vid vilken tidpunkt Sjätte AP-fonden bör överföra medel till Första–Fjärde AP-fonderna. För Pensionsmyndighetens del görs bedömningen att konsekvenserna av förslaget – och samrådet med Sjätte AP-fonden – blir begränsade och kan hanteras inom befintliga ekonomiska ramar.

Även för Riksgäldskontoret görs bedömningen att konsekvensen av förslaget att Sjätte AP-fonden, liksom övriga AP-fonder ska ha rätt att låna medel i Riksgäldskontoret blir begränsade och kan hanteras inom myndighetens befintliga ekonomiska ramar.

Övriga konsekvenser

Samlokaliseringen av Andra AP-fonden och den ökade samverkan påverkar inte de skyldigheter som följer av Sveriges anslutning till Europeiska unionen. Det kan inte heller förutses att förslagen i denna promemoria leder till några direkta konsekvenser för miljön. Inte heller i övrigt har förslagen sådan betydelse att särskilda överväganden behöver redovisas.

7.2 Stordriftsfördelar i de stockholmsbaserade buffertfonderna

7.2.1 Inledning

I den följande konsekvensanalysen behandlas dels förslaget – avveckling av en stockholmsfond med kapitalet överfört till två mottagande fonder, dels det alternativa förslaget samlokalisering av fonderna och fördjupad samverkan dem emellan.

Det finns en rad för- och nackdelar kopplade till de två förslagen. Målsättningen är att redovisa dessa på ett så transparent och neutralt vis som möjligt. Det är dock viktigt att understryka att även om de positiva och negativa effekterna låter sig identifieras och beskrivas på ett relativt tydligt sätt, är det betydligt svårare att kvantifiera dem. Detta gäller såväl besparingar och kostnader, som riskerna för förlorad avkastning på kort sikt och möjlighet till ökad avkastning på längre sikt.

Synen på risk – i termer av operationella risker och potentiell förlorad avkastning – i relation till möjligheterna att utnyttja skalfördelar och att uppnå en bättre och mer effektiv förvaltning av buffertkapitalet kommer att bli avgörande.

De som berörs av förslagen är nuvarande och framtida pensionärer (pensionssystemet), Första-, Tredje- och Fjärde AP-fonderna (verksamhet och personal), och till viss del Andra- och Sjätte AP-fonderna. Även Sjunde AP-fonden kan också komma att beröras av förslagen, dock i mer begränsad utsträckning.

7.2.2 Konsekvenserna av en viss konsolidering av de stockholmsbaserade buffertfonderna

AP-fonderna är välskötta med gott internationellt renommé och har levererat avkastning till inkomstpensionssystemet. Under en rad år har fonderna bedrivit ett effektiviseringsarbete, och har betecknats som kostnadseffektiva i internationella jämförelser.

Det bör i sammanhanget uppmärksammas att samtliga AP-fonder lyfter fram att de har mycket skalbara förvaltningsmodeller som gör det möjligt att förvalta betydligt högre kapital än idag utan motsvarande procentuell ökning av kostnadsmassan. Genom en konsolidering av tre stockholmsfonder till två skulle dessa skalfördelar kunna realiseras. Vid en konsolidering kommer det att vara centralt att tillvarata de styrkor som byggts upp i respektive fond, och utifrån dessa hitta synergier på förvaltningssidan som adderar mervärde. De större, kvarvarande fonderna,

skulle över tid kunna erbjuda möjlighet till ökad specialisering och diversifiering, med förbättrade rekryteringsmöjligheter.

Konsolideringar av det här slaget är dock mycket komplexa integrationsprojekt som tar flera år att genomföra. Det råder stor enighet om att konsolideringsalternativet innebär stora risker – framför allt under en övergångsperiod – för en negativ påverkan på avkastningen. Även en liten minskning i avkastningen får stora effekter. Det finns också betydande direkta och indirekta kostnader förknippade med genomförandet av en konsolidering.

Positiva effekter

En konsolidering skulle kunna tillåta ökade resurser inom vissa, centrala enheter inom investeringsverksamheten. Specifik förvaltningskompetens skulle kunna stärkas, intern förvaltning ökas och göras mer robust, avtalsförhandlingskompetens koncentreras, etcetera. Systemplattformar för kvantitativ analys och förvaltning skulle också kunna vidareutvecklas och stärkas. Vidare finns goda samordningsmöjligheter på hållbarhetsområdet, inklusive ägarstyrning och hållbarhetsrapportering.

Större organisationer skulle, med specialisering och diversifiering över tid, skapa attraktiva roller på kvarvarande fonder och leda till förbättrade möjligheter att rekrytera personal med rätt kompetens och driv.

Större investeringsstorlekar inom extern förvaltning och onoterade investeringar skulle också på marginalen kunna bidra till skalfördelar.

Även om det är mycket svårt att kvantifiera den positiva effekten på avkastningen av den stärkta förvaltningsverksamheten som beskrivs ovan är det just utnyttjande av kompetenssynergier och möjlighet att få en kritisk massa av nyckelkompetenser som utgör de viktigaste argumenten för en konsolidering. Värdet av en ökning av avkastningspotentialen med någon tiondels procent per år är betydligt högre än möjliga kostnadsbesparingar (se nedan).

Besparingspotential och kostnader för omorganisationen

Samtliga fonder framhåller att de har skalfördelar. Detta betyder att en konsolidering skulle ge möjligheter till lägre samlade direkta personal- och övriga rörelsekostnader.

Kostnadssynergier och besparingspotential finns för personal, lokalhyra, konsulter eller köpta tjänster, information (index, marknad, hållbarhet, etcetera), IT-system och övrig administration.

Hur stora de långsiktiga kostnadsbesparingarna skulle kunna bli är inte helt lätt att ringa in. Uppskattningar från de som sitter närmast verksamheten – nyckelpersoner på AP-fonderna – skiljer sig kraftigt åt, med bedömda kostnadssynergier vid en konsolidering i intervallet ***90–350 miljoner kronor per år***. Av dessa kostminskningar kommer merparten från minskade personalkostnader – men vissa menar också att relativt betydande besparingar skulle kunna göras på övriga rörelsekostnader, framför allt vad gäller licenser för IT- och informationstjänster.

Det är viktigt att understryka att det kan ta tid innan samtliga kostnadsbesparingar kan realiseras. Tidsutdräkten beror på längden och komplexiteten i de olika avtal som behöver hanteras. En hel del avtal kan sägas upp, medan många behöver omförhandlas. För att minimera kostnaderna i samband med detta kommer kostnadsbesparingarna förmodligen inte kunna realiseras förrän efter mer än tre år (i många fall kan det ta betydligt längre tid än så).

Omställningskostnader och transaktionskostnader

Den mest betydande kostandssynergin vid en konsolidering står att hämta på personalsidan, där överlappande områden eller funktioner kommer att uppstå. På motsvarande vis är *omställningskostnader* av engångskaraktär, för att hantera den övertaliga personalen, en av de största kostnadsposterna.

Beroende på ansats och hur kraftfullt fokuset på rena kostnadsbesparingar skulle vara, kan omställningskostnaderna kopplade till personalminskningarna komma att uppgå till ***40–160 miljoner kronor***.

En annan engångspost är omställningskostnader för lokaler (i förväg uppsagda hyresavtal, flytt, anpassning av lokaler, mm). Dessa kostnader uppskattas kunna uppgå till ***10–25 miljoner kronor*** vid en konsolidering.

Utöver omställningskostnader för personal och lokaler, finns engångskostnader för i förväg uppsagda avtal eller omstrukturering av avtal (köpta tjänster, IT och informationstjänster, övrig administration). Även om listan över de typer av avtal som kommer att påverkas är förhållandevis okontroversiell, skiljer sig de kvantitativa kostnadsuppskattningarna åt. Återigen har vi att förhålla oss till ett relativt stort spann – med engångs-, övergångs- respektive avvecklingskostnader i storleksordningen ***115–215 miljoner kronor***.

Sammantaget skulle ovanstående omställningskostnader av engångskaraktär (personal, lokaler, omstrukturering av befintliga avtal eller kontrakt) kunna uppgå till ***165–400 miljoner kronor***.

Till detta skulle kunna läggas kostnader för att säkra tillgång till nyckelpersoner under konsolideringar. En lång och tidvis osäker process riskerar att leda till kompetensflykt och svårigheter att attrahera ny och nödvändig kompetens. Detta kan leda till operationella risker för såväl den pågående verksamheten som för själva konsolideringen. För att minska dessa risker kan det vara påkallat att formulera riktade insatser för att säkra viktiga nyckelpersoner under omställningsprocessen. Nyckelpersoner återfinns bland dem med kärnkompetens inom kapitalförvaltningen och dem med kärnkompetens inom BackOffice, IT och juridik.

Kompensationspaket för att behålla nyckelkompetenser kan bestå av: befattningstillägg under transitionsperioden (exempelvis ett tillägg på 10 procent på bruttolönen) eller en *"stay-on"* i form av en engångsersättning vid transitionsperiodens slut.

I ett alternativ där en stockholmsfond avvecklas och går upp i en mottagande fond, och en stockholmsfond lämnas orörd, kan vissa av de direkta kostnaderna för konsolideringen minskas. Färre tillgångar och färre anställda berörs. Å andra sidan kan möjligheterna begränsas till förenklingar och minskningar av transaktionskostnaderna (genom

flexibilitet att föra över tillgångar och processer till en fond där de passar, inte i den andra, se vidare nedan).

Under en konsolidering kommer omfattande portföljtransformationer att behöva genomföras, vilket kan leda till betydande *transaktionskostnader*. Hur stora dessa blir beror på en mängd faktorer: hur flytt av tillgångarna sker; hur tillgångarna som flyttas skiljer sig från önskad allokering hos de mottagande fonderna, hur snabbt omallokeringen sker; och hur stora avvikelser i allokeringen till onoterade tillgångar som accepteras.

Kostnaderna kan begränsas genom att medvetet hålla transaktionerna nere, exempelvis genom: att likvida tillgångar förs över *”in-kind”*; att avvecklingen görs under en längre tid, under kontrollerade former; att derivat används för att ändra durationen för statsobligationer; att större delen av de onoterade tillgångarna flyttas över och inte avyttras; etcetera.

Det är naturligtvis svårt att göra en uppskattning av hur stora transaktionskostnaderna kan bli. Ett konservativt räkneexempel som utredningen har fått ta del av, pekar på transaktionskostnader i storleksordningen ***150–450 miljoner kronor*** (under normala marknadsförhållanden, med antagande om ovanstående kostnadsminskande ansträngningar). Ett scenario med större volymer, med en högre andel småbolag, tillväxtmarknader och illikvida noterade krediter uppskattas transaktionskostnaderna till ***230–600 miljoner kronor***. Om stämpelskatter – vilka kan vara betydande i vissa länder, exempelvis Storbritannien – behöver appliceras och vid omsättning av onoterade tillgångar tillkommer ytterligare betydande kostnader.

En särskild utmaning är onoterade innehav i bolag och riskkapitalfonder. Bolagsform och jurisdiktion varierar. Det är svårt att avyttra onoterade investeringar i förtid utan att förstöra värden. I följande fokuseras på överföring av tillgångar, vilket kan vara väl så komplext.

Varje överföring kommer att behöva hanteras individuellt i samarbete med övriga delägare/förvaltare. Varje enskild transferering kommer att innebära juridiska överväganden och omfattande arbete (internt och externt) av juridiska resurser, samt administrativt arbete av BackOffice. Normalt krävs godkännande från förvaltare/motparter för att flytta varje tillgång. Totalkostnaden för en överlåtelse uppskattas kunna ligga i häradet ***200–300 tusen kronor*** per innehav.

Till dessa externa kostnader ska läggas interna resurser som krävs hos ägaransvariga, jurister och BackOffice. Härtill kommer sannolikt relativt stora kostnader för mer generella skattemässiga överväganden kring hur ägandet bäst ska struktureras för framtiden där extern internationell skatteexpertis i ett antal jurisdiktioner – inte minst USA – behöver anlitas. För att begränsa de totala kostnaderna kan man överväga att avstå från att överföra tillgångar där exit förväntas i närtid, respektive där en fond närmar sig likviditetstidpunkten.

Det bör noteras att vissa tillgångar kan visa sig omöjliga att transferera till någon annan enhet, beroende på att erforderliga godkännanden inte inkommer eller på grund av skatteskäl, där en transferering kan resultera i mycket stora skattekostnader. Att samtliga innehav inte kan överföras kommer att leda till en administrativt tung ”leagacy-portfölj” som kommer att behöva hanteras.

Sammantaget visar ovanstående att det kommer att vara mycket komplicerat, resurskrävande och kostsamt att överföra en onoterad aktieportfölj.

Sammanfattningsvis visar ovanstående att även om de olika typerna av omställnings- och transaktionskostnader som kommer att uppstå i samband med en konsolidering är förhållandevis uppenbara, är det betydligt svårare att kvantifiera dem, särskilt transitionskostnaderna. Resultatet blir sammanlagda kostnadsuppskattningar inom ett brett spann: ***315 – 850 miljoner kronor*** (under konservativa antaganden). Slutsatsen av detta är att de direkta kostnaderna kopplade till en konsolidering skulle kunna uppgå till flera gånger den årliga besparingspotentialen (315–850 miljoner kronor i möjliga engångskostnader att jämföra med besparingspotential om 90–350 miljoner kronor per år).

Risker och alternativkostnader

Det finns en rad risker förknippade med konsolideringsprocessen: a) personalrisker (förluster av nyckelpersoner, svårigheter att rekrytera); b) minskat fokus på förvaltningen; c) risker och kostnader förknippade med omstrukturering av portföljer (se ovan); d) operationella risker (i samband med anpassning av processer, migrering av data och system, etcetera); e) risk för marknadspåverkan när valutasäkringar avvecklas.

De största riskerna med en konsolidering är alltså risken för en förlust av mjuka värden, och de betydande operationella riskerna som kan påverka avkastningen. Det är av naturliga skäl mycket svårt att kvantifiera alternativkostnaden i form av förlorad avkastning, men man kan konstatera att endast en liten påverkan på förvaltningsresultatet innebära mycket stora belopp. Som exempel ger en negativ påverkan på avkastningen om 0,5 procent under ett år, applicerat på kapitalet för stockholmsfonderna, ger en årlig alternativkostnad om ***7,5 miljarder kronor***.

Samhällsekonomiska kostnader av omstrukturering av verksamheten och personal

Förslaget om en konsolidering av stockholmsfonderna från tre fonder till två kommer att innebära att antalet anställda på sikt kommer att bli lägre än antalet anställda i de nuvarande fonderna. Minskningen kommer som beskrivits att ske över tid. Personalen inom AP-fonderna har generellt sett en hög utbildnings- och kompetensnivå och bör därmed vara attraktiv på arbetsmarknaden. Övertalighet bland personalen kan därför inte antas leda till några betydande samhällsekonomiska konsekvenser.

Effekter på de offentliga finanserna

Det svenska pensionssystemet räknas inte in som en del av statens budget utan det är ett fristående system. Det innebär att förändringar som påverkar effektiviteten i förvaltningen av buffertkapitalet inte har någon direkt påverkan på de offentliga finanserna. En väl fungerande arbetsmarknad med hög sysselsättning är den viktigaste faktorn för det svenska pensionssystemets utveckling. Under perioder då avgiftstillgången inte motsvarar pensionsskulden i beräkningen av pensionssystemets finansiella

ställning, är dock avkastningen från buffertkapitalet särskilt viktig eftersom avkastningen då kan få betydelse för om den s.k. balanseringen aktiveras eller inte. En aktivering av den s.k. bromsen kan leda till indirekta effekter på de offentliga finanserna, till exempel
i form av kostnader för bostadstillägg till vissa pensionärer till följd av minskade pensioner.

Konsekvenser för finansiella marknader inklusive riskkapitalmarknaden

Det kan finnas risk för marknadspåverkan när portföljer avvecklas och integreras. En tillräcklig implementeringshorisont och gradvis integrering begränsar den risk för negativ marknadspåverkan som möjligen finns och minskar också värdeförlusten.

Övriga konsekvenser

En konsolidering av stockholmsfonderna från tre till två fonder påverkar inte de skyldigheter som följer av Sveriges anslutning till Europeiska unionen. Det kan inte heller förutses att förslagen i denna promemoria leder till några direkta konsekvenser för miljön. Inte heller i övrigt har förslagen sådan betydelse att särskilda överväganden behöver redovisas.

7.2.3 Konsekvenserna av ökad samverkan och samlokalisering inom befintlig organisationsstruktur

Samarbeten och samverkan mellan fonderna har ökat under de senaste åren, och har formaliserats. Dock är många av dessa samarbeten av erfarenhets- och kunskapsdelningskaraktär – och handlar mindre om att hitta kostnadssynergier och möjligheter till kostnadsbesparingar. Bland AP-fonderna går meningarna vitt isär om huruvida det vore lämpligt att ytterligare öka samverkansambitionerna. Riskerna förknippat med ökat samarbete – förlorad självständighet, svårigheter till ansvarsutkrävande, etcetera – värderas olika.

Besparingspotential och kostnader för omställningen

De tre buffertfonderna i Stockholm är förhållandevis lika varandra, med samma uppdrag och med relativt likartade totalportföljer. Det finns därmed en god bas för ett ökat samarbete som också skulle kunna effektivisera arbetet och generera kostnadsbesparingar. Det relativt höga hyreskostnaderna i Stockholm gör dessutom frågan om samlokalisering värd att pröva.

Samlokalisering: AP-fonderna i Stockholm har idag förhållandevis nyligen framförhandlade hyresavtal för sina lokaler i Stockholm city. Dessa avtal kan brytas – men till en kostnad.

Genom samlokalisering kan den sammanlagda ytan minskas då AP-fonderna kommer att dela på reception, externa konferensrum och interna

gemensamhetsytor såsom pentry eller matplats. De buffertfonder som ser positivt på en samlokalisering bedömer att den skulle kunna leda till besparingar om **5–11 miljoner kronor per år.** Ytterligare besparingar skulle kunna göras om även Sjunde AP-fonden inkluderas.

Samlokaliseringen skulle vara förknippad med engångskostnader. Ett flyttprojekt har bedömts kosta **5 miljoner kronor per fond,** medan omställningskostnader för lokalerna kan komma att uppgå till **11–26 miljoner kronor** (uppskattningar där såväl lokalanpassningar som andrahandsupplåtelse beaktas)**.**

Det är dock viktigt att inte se samlokaliseringen i isolat – den öppnar i sig för nya skalfördelar: inte bara för reception, men också för kontorsservice, kommunikation, HR och administration (se nedan).

Samverkan – stödfunktioner av administrativ art: Det finns en rad områden av mer administrativ art som skulle kunna vara föremål för samverkan: HR, Ekonomi, kontorsservice, upphandlingar, juristresurser, IT-plattform, systemförvaltning, säkerhet och informationssäkerhet, affärsverksamhet, kommunikation och ESG/Etikrådet.

Av dessa områden är systemförvaltningsområdet det som är mest kontroversiellt ur ett samverkansperspektiv – men också det område som skulle kunna generera mest kostnadsbesparingar. Även för affärsverksamhet – som skulle ge den näst-största besparingen – går meningarna isär.

Tas dessa två områden bort från listan över obligatorisk samverkan blir besparingspotentialen för ökad samverkan relativt begränsad, runt ***15–25 miljoner kronor per år***. För de fall dessa områden inkluderas blir besparingspotentialen betydligt högre, ***40–75 miljoner kronor per år***.

Ökad samverkan kring de administrativa stödfunktionerna är förknippade med övergångskostnader dels i form av avvecklingskostnad för personal, dels för kostnader för befintliga avtal för köpta tjänster och licenser, där det ibland är fråga om långa utestående löptider. Engångskostnaderna skiljer sig – så som besparingspotentialen – väsentligt åt beroende på om systemförvaltning och affärsverksamhet exkluderas, då övergångskostnaden hamnar kring ***10–15 miljoner kronor***, eller om de inkluderas: ***32–58 miljoner kronor***. I båda fallen uppskattas de sammanlagda engångskostnaderna vara lägre än den potentiella årliga besparingen.

Bland de risker som finns vad gäller ökad samverkan kring på områden av mer administrativ natur kan nämnas ökad sårbarhet och cyberrisker vid gemensamma IT-plattformar, systemförvaltning och heltäckande förvaltningssystem.

Samverkan – funktioner närmare förvaltning: Det finns även möjliga områden för samverkan kring stödfunktioner närmare investeringsverksamheten: Risk, Regelefterlevnad, Rapportering, Performance & Analys, Information – marknadsdata, centraliserad ger störst effekt. Besparingspotential här har uppskattats till ***4–9 miljoner kr per år***.

Övergångskostnaderna för ökad samverkan kring dessa funktioner närmare investeringsverksamheten uppskattas hamna kring ***2–6 miljoner kronor*** och består av avvecklingskostnad för personal och utestående löptid för avtal för köpta tjänster och licenser.

Inte oväntat, finns många förbehåll och kritiska synpunkter kring samverkan närmare förvaltningen. Påverkan på fondernas oberoende och

inverkan på förvaltningsverksamheten är kanske det främsta argumentet emot ökad samverkan, men risker att förlora nyckelpersonal har också lyfts fram. Skeptikerna till ökad samverkan menar dessutom att obligatoriska samverkan skapar inlåsningseffekter och hindrar positiv förändring och resultatutveckling över tid. Det finns risker om lösningarna signifikant avviker från regulatoriska krav eller leder till bristande möjlighet till ansvarutkrävande. Möjligheterna för styrelser och ledningar att självständigt leda sina ansvarsområden försämras.

Sammanfattningsvis, finns en rad risker förknippade med ökat samarbete i verksamheter som ligger närmare förvaltningen. Besparingspotentialen är också förhållandevis blygsam, även om de sammanlagda engångskostnaderna är lägre än den potentiella årliga besparingen.

Samlokalisering och ökad samverkan – avslutande kommentar och konklusion

Risken för att indirekt börja begränsa oberoendet i förvaltningsverksamheterna sätter gränser för hur långt samarbetet och resursdelningen mellan fonderna kan tas.

Det kan också konstateras att åsikter bland AP-fonderna går vitt isär också för samverkansaktiviteter relativt långt bort från fondernas investeringsverksamhet. De som är mest positiva ser stor potential för ett utvecklat samarbete, med positiva effekter för verksamheterna, kostnadsbesparingar, hanterbara engångskostnader med långt färre och lägre risker än i konsolideringsalternativet. En AP-fond har en diametralt annorlunda uppfattning och ser stora risker, höga engångskostnader och marginella möjligheter till kostnadsbesparingar.

Då uppfattningarna hos AP-fonderna kring vad som är lämpligt att samarbeta om går så vitt isär är det föga förvånande att också uppskattningarna om besparingar och kostnader skiljer sig åt väsentligt.

De mest positiva uppskattar att potentialen för kostnadsbesparingar, genom samlokalisering och fördjupat samarbeten inom nuvarande organisationsstruktur, ligger kring ***50–100 miljoner kronor per år***. Engångskostnader förknippat med dessa förändringar uppskattas samtidigt att uppgå till ***60–105 miljoner kronor***, dvs framtida årliga besparingar i ungefär samma härad som engångskostnaderna. Den mest kritiska AP-fonden, å andra sidan, uppskattar besparingspotentialen till ***maximalt 10–20 miljoner koronor per år.*** Uppskattningen görs då på medellång sikt, efter betydande engångskostnader.

Om vi i stället lyfter blicken – och ser det hela i ett mer dynamiskt perspektiv – kan de invändningar som idag finns mot en fördjupad samverkan möjligen minska med tiden. En samlokalisering skulle kunna bli första steget på en gemensam kulturresa där fler områden för samarbeten naturligen kommer att uppmärksammas och realiseras. Snarare än en *”big-bang”* kan detta alternativ erbjuda första steget mot större gemensam effektivitet till mindre risk än en konsolidering.

På ett likartat sätt skulle många av de områden som identifierats för ökad samverkan kunna vara aktuella också i ett senare skede efter en konsolidering. Konsolideringsalternativet skulle alltså lämpligen kunna byggas ut över tid med fördjupad samverkan mellan de två kvarvarande stockholmsfonderna.

Samhällsekonomiska kostnader och ökad samverkan

Förslaget om en samlokalisering av – och ökad samverkan mellan – stockholmsfonderna skulle innebära att antalet anställda på sikt kommer att bli något färre än antalet anställda i fonderna idag. Minskningen kommer att ske över tid. Personalen inom AP-fonderna har generellt sett en hög utbildnings- och kompetensnivå och bör därmed vara attraktiv på arbetsmarknaden. Övertalighet bland personalen kan därför inte antas leda till några samhällsekonomiska konsekvenser.

Effekter på de offentliga finanserna

Det svenska pensionssystemet räknas inte in som en del av statens budget utan det är ett fristående system. Det innebär att förändringar som påverkar effektiviteten i förvaltningen av buffertkapitalet inte har någon direkt påverkan på de offentliga finanserna. En väl fungerande arbetsmarknad med hög sysselsättning är den viktigaste faktorn för det svenska pensionssystemets utveckling. Under perioder då avgiftstillgången inte motsvarar pensionsskulden i beräkningen av pensionssystemets finansiella ställning, är dock avkastningen från buffertkapitalet särskilt viktig eftersom avkastningen då kan få betydelse för om den s.k. balanseringen aktiveras eller inte. En aktivering av den s.k. bromsen kan leda till indirekta effekter på de offentliga finanserna, till exempel i form av kostnader för bostadstillägg till vissa pensionärer till följd av minskade pensioner.

Övriga konsekvenser

Ett ökat samarbete och samlokalisering av Stockholmsfonderna påverkar inte de skyldigheter som följer av Sveriges anslutning till Europeiska unionen. Det kan inte heller förutses att förslagen i denna promemoria leder till några direkta konsekvenser för miljön. Inte heller i övrigt har förslagen sådan betydelse att särskilda överväganden behöver redovisas.

7.3 Övriga förslag

I detta avsnitt analyseras konsekvenserna av övriga förslag, dvs. de förslag som inte har någon beröringspunkt med något organisatoriskt förslag. Det gäller förslag om att möjliggöra för fonderna att underteckna styrelseprotokoll med elektronisk underskrift (avsnitt 5.1.1), att sekretess ska gälla i ärende om anställning av verkställande direktör i AP-fonderna (avsnitt 5.1.2), att det lagstadgade kompetenskravet för styrelseledamöter i AP-fonderna ska preciseras genom att kompletteras med prioriterade kompetensområden (avsnitt 5.2.2), att antalet ledamöter i AP-fondernas styrelser ska bestämmas till ett maximalt och i de flesta fall lägre antal (avsnitt 5.2.3), att nomineringsrätten för arbetsmarknadens parter ska bestå, men inskränkas något (avsnitt 5.2.4) samt 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 (avsnitt 5.2.5).

7.3.1 Elektronisk underskrift

Elektroniska underskrifter har idag ett brett tillämpningsområde. Som ett exempel bland många har aktiebolag långtgående möjlighet använda sig av elektroniska underskrifter i stället för handskrivna, när det är lämpligt och effektivt. AP-fonderna har efterfrågat en möjlighet att underteckna protokoll från styrelsernas sammanträden med avancerad elektronisk underskrift.

Promemorians förslag – att ge möjlighet för fonderna att använda avancerad elektronisk underskrift – innebär en modernisering och effektivisering av fondernas administration. Den på så vis förenklade hanteringen gör att fokus och energi kan läggas på mer väsentliga uppgifter, och innebär i sig, på marginalen, lägre administrativa kostnader. Negativa effekter saknas.

7.3.2 Sekretess vid anställning av verkställande direktör i AP-fonderna

I promemorian föreslås att sekretess ska gälla i ärende om anställning av verkställande direktör i AP-fonderna. Detta förslag speglar de sekretessregler som sedan 2010 råder för anställning av myndighetschef vid en förvaltningsmyndighet som lyder omedelbart under regeringen.

Liksom i fallet med myndighetscheferna, har det visat sig att offentligheten i AP-fondernas öppna anställningsförfarande leder till att alltför få kvalificerade personer anmäler sitt intresse. Mot bakgrund av AP-fondernas stora betydelse för det allmänna pensionssystemet, och den viktiga roll som de verkställande direktörerna spelar i förvaltningen av alltmer komplexa kapitalportföljer, är detta ett problem. Det är av yttersta vikt att basen av möjliga – och intresserade – kandidater vid nyrekryteringar är så stor som möjligt. Den föreslagna huvudregel att uppgifter om de som har anmält intresse för dessa anställningar bör omfattas av sekretess, är ett positivt steg mot att hitta den lämpligaste verkställande direktören i en så stor grupp av kvalificerade personer som möjligt. En kompetent och erfaren verkställande direktör är i sin tur nyckeln till att AP-fonden i fråga ska ge den avkastning, i förhållande till risk, som pensionssystemet behöver.

Priset för denna sekretess är en inskränkning av offentligheten. Offentlighetsprincipen är av mycket stor betydelse för allmänhetens insyn i statsförvaltningen, och allmänheten möjlighet att bedöma att endast sakliga grunder, såsom förtjänst och skicklighet, beaktats vid en anställning. En balans mellan behovet av att få tillgång till en så stor grupp kvalificerade VD-kandidater som möjligt, och principen om offentlighet, uppnås genom att säkerställa att så mycket som möjligt av förfarandet förblir öppet och transparent. Sekretess kommer inte gälla beslut i ärende eller uppgift om den som har fått anställningen. En rad uppgifter knutna till den verkställande direktören – lön och arvoden, liksom andra detaljer i anställningsavtalet – återfinns därtill återkommande i AP-fondernas årsredovisningar.

7.3.3 Ändamålsenlig kompetens i styrelserna

Det är av yttersta vikt att AP-fondernas styrelser är välfungerande, effektiva och besitter den kompetens som idag krävs för att AP-fonderna ska fylla sin viktiga funktion i pensionssystemet. De tre förslag som promemorian ger inom detta område syftar alla till att ytterligare stärka AP-styrelserna och att uppnå en effektiv kapitalförvaltning.

En precisering av det lagstadgade kompetenskravet för styrelseledamöter

Kapitalförvaltning är en kunskapsintensiv verksamhet och styrelsens kompetens är en avgörande faktor för en framgångsrik och effektiv kapitalförvaltning. Det är centralt att attrahera relevant kompetens till såväl styrelse som ledning. Dagens investeringsmiljö kräver mer av en kapitalförvaltningsstyrelse, än en styrelse med bred samhällsekonomisk kompetens. Fonderna själva har också understrukit behovet av goda kapitalförvaltningskunskaper i styrelserna.

I promemorian föreslås, mot denna bakgrund, en precisering av dagens bestämmelse om att styrelseledamöter ska utses på grundval av sin kompetens att främja fondförvaltningen, genom att komplettera denna generiska beskrivning med de prioriterade kompetensområdena: kapitalförvaltning, finansiell ekonomi, makroekonomi, illikvida tillgångar, hållbarhet, ledarskap, ägarstyrning, pensionssystem och offentlig förvaltning.

Dessa preciseringar ökar möjligheten att skapa styrelser med en sammansättning som är ändamålsenlig och präglad av mångsidighet och bredd, men med en tyngdpunkt i erfarenhet och kompetens rörande kapitalförvaltning i vid bemärkelse. De förändringar som skett i AP-fonderna investeringsmiljö och verksamhet, med ett växande innehav i illikvida tillgångar, fångas också upp i preciseringen.

Genom de förtydligade kompetenskraven – och en förstärkt kompetens i styrelserna när det gäller fondernas kärnverksamhet – kan den obalans som ibland noterats mellan styrelse och ledning, där styrelsen i vissa fall är i ett resurs- och kompetensmässigt underläge, motverkas. Styrelsernas kompetens och kraft att ifrågasätta ledningen förstärks – vilket kan vara nyttigt ur ett riskperspektiv. Nödvändigt förändringsarbete kan förstärkas med en mer dynamisk interaktion mellan mer kompetensmässigt jämbördiga parter, etcetera Tydligare kompetenskrav för ledamöterna i styrelserna kan alltså säkerställa en effektiv styrning och informationsutbyte och leda till en mer modern och effektiv kapitalförvaltning. Negativa konsekvenser av de uppdaterade – och mer preciserade – kompetenskraven saknas.

Antalet ledamöter i AP-fondernas styrelser

Det optimala antalet styrelseledamöter i statliga bolag och myndigheter är svårt att fastställa, men ur en effektivitetssynvinkel pekar många experter på en lämplig styrelsestorlek om fem–nio ledamöter. När det gäller styrelserna i AP-fonderna finns det anledning att rikta in sig på relativt små och ytterst kompetenta styrelser. Förslaget i promemorian är därför att varje styrelse i Första–Fjärde, Sjätte och Sjunde AP-fonderna ska bestå av högst sju ledamöter.

Syftet med förslaget är att få ett mer effektivt ledningsorgan, med tydligt ansvar. Mindre styrelser skulle också kunna göra det lättare att besätta vakanser med lämpliga styrelseledamöter. En del av problemet med kompetensförsörjningen är det stora antalet ledamöter som idag krävs i systemet. I en liten marknad som den svenska är det inte helt enkelt att hitta 41 kvalificerade ledamöter till buffertfonderna, som samtidigt inte får vara i en jävssituation.

En nackdel med mindre styrelser är att de kan vara känsliga för bortfall. En större styrelse kan också antas ge utrymme för en bredare sammansättning av kompetens. Det senare potentiella problemet motverkas av promemorians förslag om preciserade kompetenskrav.

Nomineringsrätt för arbetsmarknadens parter

I syfte att ytterligare stärka styrelserna i AP-fonderna och att göra dem mer effektiva, har det i promemorian föreslagits preciserade lagstadgade kompetenskrav för styrelseledamöterna och att AP-fondernas styrelser ska bestå av högst sju ledamöter. I det sammanhanget blir det rimligt att också se över antalet ledamöter nominerade av arbetsmarknadens parter.

Idag utses fyra ledamöter i Första–Fjärde AP-fonderna efter förslag från vardera arbetstagar- och arbetsgivarorganisationer. Förslaget i promemorian är att minska antalet till två, dvs. att av styrelseledamöterna i Första–Fjärde AP-fonderna nomineras en för varje fond av organisationer som företräder arbetstagarintressen och en för varje fond av organisationer som företräder arbetsgivarintressen.

Genom att bibehålla nomineringsrätten kvarstår fondernas anknytning till arbetsmarknaden. Pensionsavgifterna och pensionsutbetalningarna kan ses som lönekostnader respektive uppskjuten ersättning för arbete. Arbetsmarknadens parter har därför setts ha ett stort intresse i fondens förvaltning. Rätten för arbetsmarknadens parter att nominera ledamöter uppfattats också bidra till att stärka allmänhetens förtroende för AP-fonderna.

Det är viktigt att understryka att det nya preciserade kompetenskravet – med fokus på kompetenser och erfarenhet med relevans för fondernas kärnverksamhet – gäller även för de nominerade ledamöterna. Om detta inte skulle uppfyllas i erforderlig grad skulle den föreslagna minskningen av styrelsernas storlek kunna leda till en ökad känslighet för bortfall, och bidra till ett asymmetriskt förhållande mellan styrelse och AP-fondernas ledning.

7.3.4 Övriga styrelsefrågor

Krav på svenskt medborgarskap för styrelseledamot i Sjätte AP-fonden

För Första–Fjärde och Sjunde AP-fonderna gäller ett krav på att styrelseledamöterna är svenska medborgare. Ett borttagande av kravet på svenskt medborgarskap för styrelseledamöter även i regelverket för AP-fonderna skulle visserligen kunna ge ett större urval av kandidater och därmed kunna tillföra ett visst bredare perspektiv inom kapitalförvaltningsområdet till styrelserna. En sådan reform har dock inte efterfrågats av AP-fonderna. Det huvudsakliga skälet för detta

ställningstagande är att samtliga styrelseledamöter bör ha åtminstone grundläggande kunskaper om det svenska pensionssystemet och om svensk statlig förvaltning. En sådan kunskap är oftast kopplad till ett svenskt medborgarskap och i promemorian föreslås ingen ändring.

För Sjätte AP-fonden finns ett krav på att ledamöterna i styrelserna för AP-fonderna ska vara bosatta i Sverige – däremot saknas krav på svenskt medborgarskap. För de andra AP-fonderna saknas bosättningskravet. För Första–Fjärde och Sjunde AP-fonderna har kravet på svenskt medborgarskap, men avsaknad av bosättningskrav, varit effektivt. Det har rent praktiskt inneburit ett större urval kandidater och i vissa fall har styrelseledamöter förordnats i dessa AP-fonder som inte är bosatta här i landet. För att uppnå samma bredd i rekryteringsbasen för Sjätte AP-fonden föreslås i promemorian att bosättningskravet för styrelseledamöter slopas och ersätts av ett krav på svenskt medborgarskap. Förslaget möjliggör en effektivare och mer kompetent styrelse i Sjätte AP-fonden.

8 Författningskommentar

I promemorian lämnas fyra förslag i kärnfrågan om en eventuell konsolidering av buffertfonderna. I enlighet med uppdragsbeskrivningen är förslagen geografiskt uppdelade; Sjätte AP-fonden ska avvecklas och dess verksamhet och kapital ska föras över till Andra AP-fonden, alternativt ska Sjätte AP-fonden på ett lämpligt sätt integreras i buffertfondssystemet utan att organisationsstrukturen ändras (Göteborg) respektive en viss konsolidering av de stockholmsbaserade buffert-fonderna, alternativt ökad samverkan inom befintlig organisationsstruktur (Stockholm). Förslagen är ”geografiskt alternativa”. Dessutom lämnas en rad förslag som svar på andra delar av utredningsuppdraget, delar som oavsett val av väg i kärnfrågan bör genomföras.

Sistnämnd del behandlas först i denna författningskommentar. Därefter följer fyra olika kompletterande författningsförslag och kommentarer, ett för varje separat förslag i kärnfrågan.

8.1 Gemensamt författningsförslag och kommentarer

8.1.1 Förslaget till lag om ändring i lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder)

3 kap.

1 § För var och en av Första-Fjärde AP-fonderna *ska* det finnas en styrelse. Varje styrelse skall bestå av *högst sju* ledamöter.

Styrelsen ansvarar för fondens organisation och förvaltningen av fondens medel.

Styrelsen företräder fonden. Detta gäller också inför domstol.

Paragrafen innehåller bestämmelser om Första–Fjärde och Sjunde AP-fondernas styrelser. Övervägandena finns i avsnitt 5.2.3.

Ändringen i *första stycket* innebär att antalet styrelseledamöter minskar från nio till högst sju. Bestämmelsen ger möjlighet till en flexibel tillämpning. Den ska gälla även för Sjunde AP-fonden enligt 5 kap. 6 § första stycket.

2 § Styrelsens ledamöter utses av regeringen.

Ledamöterna ska utses på grundval av sin kompetens att främja fondförvaltningen. *Styrelsen i sin helhet ska innehålla kompetens inom områdena kapitalförvaltning, finansiell ekonomi, makroekonomi, illikvida tillgångar, hållbarhet, ledarskap, ägarstyrning, pensionssystem och offentlig förvaltning.*

Ledamöterna ska vara svenska medborgare. Den som är underårig eller som har förvaltare enligt 11 kap. 7 § föräldrabalken får inte vara ledamot. Detsamma gäller den som är i konkurs eller har näringsförbud enligt lagen (2014:836) om näringsförbud.

Paragrafen innehåller bestämmelser om det lagstadgade kompetenskravet för styrelseledamöter i Första–Fjärde och Sjunde AP-fondernas styrelser. Övervägande finns i avsnitt 5.2.2.

Ändringen i *andra stycket* innebär att det grundläggande kravet på kompetens att främja fondförvaltningen preciseras genom att kompletteras med prioriterade kompetensområden. Det är styrelsen i sin helhet som ska innehålla dessa kompetenser. Viktigt för ett effektivt styrelsearbete är dock att utse ledamöter med en viss bredd. Bestämmelsen ska gälla även för Sjunde AP-fonden enligt 5 kap. 6 § första stycket.

3 § Av styrelseledamöterna föreslås *en* av organisationer som företräder arbetstagarintressen och *en* av organisationer som företräder arbetsgivarintressen. Om sådant förslag inte lämnas, får regeringen ändå utse ledamot. Dessförinnan skall organisationen ha getts tillfälle att lämna ett förslag. Motsvarande gäller om en organisation föreslår någon som inte uppfyller kraven i 2 § andra och tredje styckena.

Regeringen utser bland de ledamöter som inte har föreslagits av organisationer en till ordförande och en till vice ordförande.

Paragrafen innehåller bestämmelser om nomineringsrätt för arbetsmarknadens parter. Övervägandena finns i avsnitt 5.2.4.

Ändringen i *första stycket* innebär en fortsatt nomineringsrätt för arbetsmarknadens parter i Första–Fjärde AP-fonderna, men att omfattningen minskas från två till en för varje fond på arbetstagarsidan respektive en för varje fond från arbetsgivarsidan.

7 § En styrelse är beslutför om fler än hälften av antalet ledamöter är närvarande. Vid bedömningen av om styrelsen är beslutför skall styrelseledamöter som är jäviga enligt 8 § anses som inte närvarande. Beslut får inte fattas i ett ärende, om inte såvitt möjligt samtliga ledamöter dels har fått tillfälle att delta i ärendets behandling, dels har fått ett tillfredsställande underlag för att avgöra ärendet.

Som styrelsens beslut gäller den mening som fler än hälften av de närvarande röstar för vid sammanträdet eller, vid lika röstetal, den mening som ordföranden ansluter sig till. Är styrelsen inte fulltalig, skall de som röstar för beslutet dock utgöra fler än en tredjedel av hela antalet styrelseledamöter.

Vid styrelsens sammanträden *ska* protokoll föras. Protokollet undertecknas av ordföranden och den ledamot som styrelsen utser. Om någon ledamot i samband med beslut anmäler skiljaktig mening, *ska* denna antecknas i protokollet. *Protokollet får undertecknas med en sådan avancerad underskrift som avses i artikel 3 i EU:s förordning om elektronisk identifiering*.

Paragrafen innehåller bestämmelser om styrelsens beslut. Övervägandena finns i avsnitt 5.1.1.

Ändringen i *tredje stycket* innebär att det införs en möjlighet för Första–Fjärde och Sjunde AP-fonderna att underteckna protokoll från styrelsernas sammanträden med avancerad elektronisk underskrift. Bestämmelsen ska gälla även för Sjunde AP-fonden enligt 5 kap. 6 § första stycket.

9 § Styrelsen *ska* utse en person som *ska* ha hand om den löpande förvaltningen enligt styrelsens riktlinjer och anvisningar *(verkställande direktör)*. Denne *ska* utses på grundval av sin kompetens att främja fondförvaltningen.

Paragrafen innehåller en bestämmelse om uppdrag att handla på styrelsens vägnar. Övervägandena finns i avsnitt 5.1.2.

Ändringen syftar till att tydliggöra att det är en verkställande direktör som avses i paragrafen.

10 § Styrelsen får uppdra åt en enskild ledamot, åt den *verkställande direktören* eller åt någon annan att avgöra ärenden. Styrelsen *ska* ange vilken behörighet som ett sådant uppdrag medför. Beträffande den som inte är styrelseledamot gäller vad som sägs i 2 § tredje stycket andra och tredje meningarna samt 8 §.

Paragrafen innehåller bestämmelser om uppdrag att handla på styrelsens vägnar. Övervägandena finns i avsnitt 5.1.2.

Ändringen är en följdändring till 9 §.

8.1.2 Förslaget till lag om ändring i offentlighets- och sekretesslagen (2009:400)

39 kap.

5 b § Sekretess gäller i ärende om anställning av myndighetschef vid en förvaltningsmyndighet som lyder omedelbart under regeringen, riksbankschef, vice riksbankschef *eller verkställande direktör i AP-fonderna* för uppgift som lämnar eller kan bidra till upplysning om en enskild kandidats identitet, om det inte står klart att uppgiften kan röjas utan att den enskilde lider men.

Sekretessen gäller inte i sådana ärenden som avses i första stycket i den utsträckning regeringen meddelar föreskrifter om det.

Sekretess gäller inte heller beslut i ärende eller uppgift om den som har fått anställningen. För uppgift i en allmän handling gäller sekretessen i högst tio år.

Paragrafen innehåller bestämmelser om sekretess i ärenden om anställning av vissa myndighetschefer. Övervägandena finns i avsnitt 5.1.2.

Ändringen i *första stycket* innebär att sekretess även ska gälla i ärende om anställning av verkställande direktör i AP-fonderna.

8.2 Kompletterande författningsförslag 1 – Sjätte AP-fondens verksamhet och kapital förs över till Andra AP-fonden

8.2.1 Förslaget till lag om upphävande av lagen (2000:193) om Sjätte AP-fonden

Lagen (2000:193) om Sjätte AP-fonden ska upphöra att gälla

I promemorian lämnas två alternativa förslag för ett införlivande av Sjätte AP-fonden i buffertfondssystemet. Ett av förslagen avser en konsolidering av fonderna baserade i Göteborg. Den nya konsoliderade AP-fonden byggs upp med utgångspunkt i Andra AP-fonden, genom att Sjätte AP-fondens verksamhet och kapital förs över till den fonden. En kommitté bör tillsättas för att genomföra avvecklingen och överföringen av verksamheten från Sjätte AP-fonden till Andra AP-fonden. I samband med beslut i dessa frågor ska lagen om Sjätte AP-fonden upphöra att gälla.

Övervägandena finns i avsnitt 5.3.2 och avsnitt 6.1.

Ikraftträdande- och övergångsbestämmelser

1. Denna lag träder i kraft den 1 juli 2026.
2. Sjätte AP-fonden ska upphöra med sin verksamhet den 1 juli 2026. Tillgångar och förpliktelser ska det datumet överföras till Andra AP-fonden. Regeringen kan bestämma att vissa tillgångar ska förvaltas avskilt från övriga tillgångar och avvecklas.
3. Kostnader för upphörande av Sjätte AP-fondens verksamhet ska betalas med medel ur AP-fonderna, enligt vad regeringen beslutar.

Lagen om Sjätte AP-fonden ska upphöra att gälla den 1 juli 2026. Vid denna tidpunkt avvecklas även Sjätte AP-fonden, varefter tillgångar och förpliktelser förs över till Andra AP-fonden.

Dessförinnan har en genomförandekommitté lämnat förslag på hur konsolideringen ska gå till i praktiken. De frågor som kommer att ta mest tid i anspråk är att planera och organisera överföring av kapital och bemanna Andra AP-fonden. Det praktiska arbete som krävs för överföring av kapitalet från Sjätte AP-fonden måste hanteras även av mottagande fond. Det blir en arbetskrävande uppgift som innefattar bland annat genomgång av avtal för att identifiera eventuella problem och förbereda beskrivningar av omläggningen för avtalsparter samt eventuella omskrivningar av avtal.

I vissa fall saknas godkännande till en överföring från förvaltare eller motpart, i andra fall skulle en överföring innebära mycket stora skattekostnader. I ytterligare andra fall bör man lämpligen – för att begränsa kostnaden – överväga att avstå från att överföra tillgångar där avtalet kommer att upphöra i närtid eller där en fond närmar sig likviditetstidpunkten. I dessa fall ska regeringen kunna bestämma att vissa

tillgångar ska förvaltas avskilt från övriga tillgångar och avvecklas av mottagande myndighet.

Kostnader hänförliga till omorganisationen ska belasta buffertkapitalet. Det ska därför tas in en bestämmelse om att regeringen får besluta att kostnader med anledning av omorganisationen ska belasta buffertkapitalet. I de flesta fall belöper sådana kostnader direkt på respektive AP-fond. I vissa fall kan dock särskilda beslut om kostnadsuttag behöva fattas. Övervägandena finns i avsnitt 6.1 och 6.2.

8.2.2 Förslaget till ändring i lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder)

1 kap.

1 § I denna lag finns bestämmelser om fem från varandra oberoende statliga myndigheter som förvaltar medel inom försäkringen för inkomstgrundad ålderspension. Dessa är Första AP-fonden, Andra AP-fonden, Tredje AP-fonden, Fjärde AP-fonden och Sjunde AP-fonden.

I paragrafen presenteras AP-fonderna. Övervägandena finns i avsnitt 6.1 och 6.2.

Ändringen innebär att *andra stycket* ska utgå. Där hänvisas till att även Sjätte AP-fonden förvaltar medel inom försäkringen för inkomstgrundad ålderspension och att den fondens verksamhet regleras i lagen om Sjätte AP-fonden. Den lagen ska dock enligt detta konsolideringsförslag upphöra att gälla och Sjätte AP-fonden ska upphöra med sin verksamhet.

4 kap.

2 b § Första-Fjärde AP-fonderna ska samverka med varandra och med Sjunde AP-fonderna när det gäller redovisning av hur målet i 1 a § har uppnåtts. Samverkan ska omfatta åtminstone att fonderna tar fram gemensamma riktlinjer för redovisningen.

Paragrafen innehåller bestämmelser om obligatorisk samverkan mellan AP-fonderna när det gäller redovisning av hur hållbarhetsmålet har uppnåtts. Övervägandena finns i avsnitt 6.1 och 6.2.

Ändringen innebär att Sjätte AP-fonden tas bort ur denna samverkan. Anledningen är att Sjätte AP-fonden ska upphöra med sin verksamhet enligt detta konsolideringsförslag.

8 § Var och en av Första–Fjärde AP-fonderna får investera i illikvida tillgångar endast om fondens innehav av illikvida tillgångar vid investeringstillfället uppgår till högst *45* procent av det verkliga värdet av fondens samtliga tillgångar, inbegripet värdet av den aktuella investeringen.

Paragrafen innehåller begränsning av förvärv och innehav av illikvida tillgångar. Övervägandena finns i avsnitt 5.3.2.

Ändringen innebär att begränsningsregeln för Första–Fjärde AP-fondernas investeringar i illikvida tillgångar ska ändras så att fonderna får

investera i illikvida tillgångar som vid investeringstillfället uppgår till 45 procent av fondkapitalet, mot tidigare 40 procent.

5 kap.
2 b § Sjunde AP-fonden ska samverka med Första–Fjärde AP-fonderna när det gäller målet i 1 § tredje stycket. Samverkan ska omfatta åtminstone de områden som anges i 4 kap. 2 a §.

Sjunde AP-fonden ska samverka med Första–Fjärde AP-fonderna när det gäller redovisning av hur målet i 1 § tredje stycket har uppnåtts. Samverkan ska omfatta åtminstone att fonderna tar fram gemensamma riktlinjer för redovisningen.

Paragrafen innehåller bestämmelser om samverkan mellan AP-fonderna beträffande hållbarhetsmålet. Övervägandena finns i avsnitt 6.1 och 6.2.

Ändringen i *andra stycket* innebär att Sjätte AP-fonden tas bort ur denna samverkan. Anledningen är att Sjätte AP-fonden ska upphöra med sin verksamhet enligt detta konsolideringsförslag.

8.3 Kompletterande författningsförslag 2 – Sjätte AP-fonden integreras utan organisationsförändringar

8.3.1 Förslaget till lag om ändring i lagen (2000:193) om Sjätte AP-fonden

1 kap.
3 § *Om de medel som Sjätte AP-fonden förvaltar inte räcker till för att fonden ska kunna fullgöra sina skyldigheter enligt denna lag, får fonden låna medel i Riksgäldskontoret.*

Paragrafen, som är ny, innehåller bestämmelser om en lånerätt i Riksgäldskontoret för Sjätte AP-fonden. En motsvarande lånerätt finns redan för Första–Fjärde AP-fonderna (se 2 kap. 4 § lagen om allmänna pensionsfonder). Övervägandena finns i avsnitt 5.3.3.

2 kap.
1 § För Sjätte AP-fonden *ska* det finnas en styrelse. Styrelsen *ska* bestå av *högst sju* ledamöter, som förordnas av regeringen. Av ledamöterna utses en till ordförande och en till vice ordförande.

Ledamöterna *ska* vara *svenska medborgare* och får inte vara underåriga, i konkurs ha näringsförbud eller ha förvaltare enligt 11 kap. 7 § föräldrabalken.

Paragrafen innehåller bestämmelser om fondens styrelse.

Ändringen i *första stycket* innebär att antalet ledamöter i fondens styrelse görs mer flexibelt genom att ändras från fem ledamöter till högst

sju. En motsvarande ändring till högst sju styrelseledamöter görs för de andra AP-fonderna. Övervägandena finns i avsnitt 6.2.3.

Ändringen i *andra stycket* innebär att kravet på att ledamöterna ska vara bosatta i Sverige ersätts med ett krav på att de ska vara svenska medborgare. Det nya kravet motsvarar det som finns i 3 kap. 2 § andra stycket lagen om allmänna pensionsfonder. Övervägandena finns i avsnitt 6.2.5.

5 § Fondens styrelse får uppdra åt enskilda ledamöter eller *åt den person som styrelsen har utsett att ta hand om den löpande förvaltningen (verkställande direktör) att* avgöra ärenden som annars ankommer på styrelsens egen prövning. Styrelsen *ska* meddela föreskrifter om den befogenhet som ett sådant uppdrag medför. Om uppdraget avser beviljande av lån, *ska* grunderna för långivningen fastställas.

Uppdrag enligt första stycket får när som helst återkallas eller inskränkas. Utan hinder av sådant uppdrag får styrelsen själv avgöra ärenden av varje slag.

Paragrafen innehåller bestämmelser om uppdrag att handla på styrelsens vägnar. Övervägandena finns i avsnitt 6.1.2.

Ändringen syftar till att tydliggöra att det ska finnas en verkställande direktör i fonden.

3 kap.

2 § Sjätte AP-fonden får placera de medel som styrelsen förvaltar

1. i aktier i svenska och utländska aktiebolag,
2. i sådana konvertibler eller teckningsoptioner som har utfärdats av svenska och utländska aktiebolag,
3. som riskkapital i svenska och utländska ekonomiska föreningar samt
4. i andelar i svenska och utländska kommanditbolag.

Fonden får inte förvärva så många aktier som är upptagna till handel på en reglerad marknad eller en motsvarande marknad utanför Europeiska ekonomiska samarbetsområdet att dessa uppgår till 30 procent eller mer av samtliga aktier i ett aktiebolag eller, om aktierna har olika röstvärde, att röstetalet för aktierna uppgår till 30 procent eller mer av röstetalet för samtliga aktier i bolaget. Detta gäller inte förvärv av aktier i ett svenskt eller utländskt riskkapitalbolag.

Fonden får inte vara komplementär i ett kommanditbolag.

Paragrafen innehåller bestämmelser om placering av fondmedel. Övervägandena finns i avsnitt 5.5.1.

Ändringen innebär att *tredje stycket* upphör att gälla och därmed att kravet på att högst tio procent av fondens tillgångar får vara utsatt för valutakursrisk slopas.

10 § *Sjätte AP-fonden ska bistå Första–Fjärde AP-fonderna och Sjunde AP-fonden vid förvaltning av aktier som inte är upptagna till handel på en reglerad marknad eller en motsvarande marknad utanför Europeiska ekonomiska samarbetsområdet, enligt det som myndigheterna i enskilda fall kommer överens om.*

Paragrafen, som är ny, innehåller bestämmelser om förvaltningsuppdrag. Övervägandena finns i avsnitt 5.3.3.

Sjätte AP-fonden ges en möjlighet att konkret kunna bistå Första–Fjärde AP-fonderna och Sjunde AP-fonden vid förvaltning av onoterade aktier. Sistnämnda fonder ges på så sätt möjlighet att avlasta en del av sin verksamhet vad gäller onoterade aktier till Sjätte AP-fonden, enligt avtal mellan myndigheterna i det enskilda fallet.

11 § *Medel som förvaltas av Sjätte AP-fonden ska överföras till Första–Fjärde AP-fonderna när Sjätte AP-fonden, i samråd med Pensionsmyndigheten, bedömer att medlen blir till största möjliga nytta för försäkringen för inkomstgrundad ålderspension.*
Överföringen ska göras med en fjärdedel till var och en av Första–Fjärde AP-fonderna.

Paragrafen, som är ny, innehåller bestämmelser om överföring av medel från Sjätte AP-fonden till Första–Fjärde AP-fonderna. Övervägandena finns i avsnitt 5.3.3.

Bakgrunden är att Sjätte AP-fonden även fortsättningsvis ska vara en extra buffert till den buffert i pensionssystemet som finns i Första–Fjärde AP-fonderna. Medel ur Sjätte AP-fonden ska således tas i anspråk först när medel i de övriga buffertfonderna i huvudsak är förbrukade. Med den utgångspunkten ska medel som förvaltas av Sjätte AP-fonden överföras till Första–Fjärde AP-fonderna när Sjätte AP-fonden, i samråd med Pensionsmyndigheten, bedömer att medlen blir till största möjliga nytta för försäkringen för inkomstgrundad ålderspension.

8.4 Kompletterande författningsförslag 3 – En viss konsolidering av de stockholmsbaserade buffertfonderna

8.4.1 Förslaget till lag om ändring i lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder)

I avvaktan på regeringens beslut om vilken av Första, Tredje eller Fjärde AP-fonden som ska avvecklas används begreppet ”de tre buffertfonderna”. En sådan eller liknande justering bör göras – utan att paragraferna ändras materiellt på något sätt – i 1 kap. 1 och 2 §§, 2 kap. 1–4 §§ (och rubriken under Andra Avdelningen), 3 kap. 1 §, 4 kap. 1–1 b, 2–13 och 16–18 §§ samt 5 kap. 2 b och 6 §§ (rubriken före sistnämnd paragraf).

4 kap.
9 § Ingen av *de tre buffertfonderna* får inneha så många aktier eller andra andelar i ett företag att röstetalet för dem överstiger *15* procent eller, beträffande sådana aktier eller andra andelar i riskkapitalföretag som inte är upptagna till handel på en handelsplats eller en motsvarande

marknadsplats utanför EES, *50* procent av röstetalet för samtliga aktier eller andra andelar i företaget.

Begränsningen i första stycket gäller inte

1. sådana aktier eller andra andelar i fastighetsbolag som inte är upptagna till handel på en handelsplats eller en motsvarande marknadsplats utanför EES,
2. sådana aktier eller andra andelar i fastighetsbolag som är upptagna till handel på en handelsplats eller en motsvarande marknadsplats utanför EES och i vilka bolag fonden innehade aktier eller andra andelar i bolaget när aktierna eller de andra andelarna togs upp till handel,
3. sådana aktier eller andra andelar i riskkapitalföretag som är upptagna till handel på en handelsplats eller en motsvarande marknadsplats utanför EES och i vilka företag fonden innehade aktier eller andra andelar i företaget när aktierna eller de andra andelarna togs upp till handel, och
4. andelar i svenska och utländska fonder som inte medför rätt att utöva rösträtt för de aktier eller andra andelar i företag som ingår i dessa fonder.

Ingen av *de tre buffertfonderna* får öka sitt innehav i ett sådant fastighetsbolag som avses i andra stycket 2 så länge fondens innehav överstiger begränsningen i första stycket.

När aktierna eller de andra andelarna i ett sådant riskkapitalföretag som avses i andra stycket 3 har tagits upp till handel ska fonden avveckla den del av innehavet som överstiger begränsningen i första stycket så snart det är lämpligt med hänsyn till marknadsförhållandena.

Paragrafen innehåller bestämmelser om röstandelsbegränsning. Där stadgas i första stycket att ingen av Första–Fjärde AP-fonderna får inneha så många aktier eller andra andelar i ett företag att röstetalet för dem överstiger 10 procent eller, beträffande sådana aktier eller andra andelar i onoterade riskkapitalföretag, 35 procent av röstetalet för samtliga aktier eller andra andelar i företaget. Begränsningen gäller enligt andra stycket i huvudsak inte onoterade fastighetsbolag. Övervägandena finns i avsnitt 5.4.1.

Vid en konsolidering krymper antalet buffertfonder till tre. För att uppnå syftet med bestämmelsen ska begränsningsreglerna för buffertfondernas investeringar i onoterade bolag ändras. Ändringen i *första stycket* innebär att de tre återstående buffertfonderna inte får inneha så många aktier eller andra andelar i ett företag att röstetalet för dem överstiger 15 procent eller beträffande onoterade riskkapitalföretag, 50 procent.

I *tredje stycket* görs en följdändring.

Ikraftträdande- och övergångsbestämmelser

1. Denna lag träder i kraft den 1 juli 2026.
2. En av Första, Tredje eller Fjärde AP-fonderna ska upphöra med sin verksamhet den 1 juli 2026. Regeringen beslutar om vilken av myndigheterna som ska avvecklas och hur den avvecklade fondens tillgångar och förpliktelser ska fördelas mellan en eller två av de, andra, kvarvarande myndigheterna. Regeringen kan bestämma att vissa av dessa tillgångar ska förvaltas avskilt från övriga tillgångar och avvecklas.

3. Kostnaderna för omorganisationen av Först, Tredje och Fjärde AP-fonderna ska betalas med medel ur AP-fonderna, enligt vad regeringen beslutar.

Ändringslagen träder i kraft den 1 juli 2026. Vid denna tidpunkt ska en av Första, Tredje eller Fjärde AP-fonderna upphöra med sin verksamhet. Regeringen beslutar om vilken av myndigheterna som ska avvecklas och hur den avvecklade fondens tillgångar och förpliktelser ska fördelas mellan en eller två av de andra kvarvarande myndigheterna.

Dessförinnan har frågan om vilken fond som ska avvecklas och principerna för hur den avvecklade fondens tillgångar och förpliktelser ska fördelas mellan en eller två av de andra kvarvarande myndigheterna beretts inom Regeringskansliet.

Dessutom har en genomförandekommitté lämnat förslag på hur konsolideringen ska gå till i praktiken. De frågor som kommer att ta mest tid i anspråk är att planera och organisera överföring av kapital och bemanna den eller de mottagande fonderna. Det praktiska arbete som krävs för överföring av kapitalet från den avgivande fonden måste hanteras även av den eller de mottagande fonderna. Det blir en arbetskrävande uppgift som innefattar bland annat genomgång av avtal för att identifiera eventuella problem och förbereda beskrivningar av omläggningen för avtalsparter samt eventuella omskrivningar av avtal.

I vissa fall saknas godkännande till en överföring från förvaltare eller motpart, i andra fall skulle en överföring innebära mycket stora skattekostnader. I ytterligare andra fall bör man lämpligen – för att begränsa kostnaden – överväga att avstå från att överföra tillgångar där avtalet kommer att upphöra i närtid eller där en fond närmar sig likviditetstidpunkten. I dessa fall ska regeringen kunna bestämma att vissa tillgångar ska förvaltas avskilt från övriga tillgångar och avvecklas av den eller de mottagande myndigheterna.

Kostnader hänförliga till omorganisationen bör belasta buffertkapitalet. Det ska därför tas in en bestämmelse om att regeringen får besluta att kostnader med anledning av omorganisationen ska belasta det kapitalet. I de flesta fall belöper sådana kostnader direkt på respektive AP-fond. I vissa fall kan dock särskilda beslut om kostnadsuttag behöva fattas.

Övervägandena finns i avsnitt 6.1 och 6.2.

8.5 Kompletterande författningsförslag 4 – Ökad samverkan inom befintlig organisationsstruktur (stockholmsbaserade fonder)

8.5.1 Förslaget till lag om ändring i lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder)

4 kap.

2 c § *Första, Tredje och Fjärde AP-fonderna ska samverka med varandra när det gäller stödfunktioner av administrativ art. Samverkan ska omfatta*

åtminstone samlokalisering, kansli för personalfrågor, ekonomifunktion, upphandlingar, juristfunktion, IT-plattform, säkerhet och informationssäkerhet, kommunikationsfunktion, ESG-kansli, systemförvaltning och affärsverksamhet.

Paragrafen, som är ny, innehåller bestämmelser om samverkan. Övervägandena finns i avsnitt 5.4.2.

Den innebär att Första, Tredje och Fjärde AP-fonderna ska samverka med varandra när det gäller stödfunktioner av administrativ art. I bestämmelsen preciseras vad denna samverkan åtminstone ska omfatta. Syftet är att realisera vissa stordriftsfördelar, främst genom att dela resurser vid sidan av investeringsverksamheten och därmed uppnå en större kostnadseffektivitet.