

Ds 2004:25

Sjätte AP-fonden i det reformerade pensionssystemet



REGERINGSKANSLIET

Finansdepartementet

Innehållsförteckning

| | | |
|-------|---|----|
| 1 | Sammanfattning..... | 2 |
| 2 | Lagtext..... | 4 |
| 2.1 | Förslag till lag om ändring i lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder)..... | 4 |
| 2.2 | Förslag till lag om upphävande av lagen (2000:193) om Sjätte AP-fonden..... | 10 |
| 2.3 | Förslag till lag om ändring i aktiebolagslagen (1975:1385)..... | 11 |
| 2.4 | Förslag till lag om ändring i sekretesslagen (1980:100)... | 12 |
| 2.5 | Förslag till lag om ändring i försäkringsrörelselagen (1982:713)..... | 13 |
| 2.6 | Förslag till lag om ändring i lagen (1984:404) om stämpelskatt vid inskrivningsmyndigheter | 15 |
| 2.7 | Förslag till lag om ändring i lagen (1988:1385) om Sveriges riksbank | 16 |
| 3 | Bakgrund | 17 |
| 3.1 | Risikkapitalmarknaden..... | 17 |
| 3.2 | Marknadsutvecklingen i Sverige och internationellt | 20 |
| 3.3 | Sjätte AP-fondens organisation och placerings- inriktning..... | 24 |
| 3.4 | Gällande regelverk | 28 |
| 4 | Motiv för ändring av gällande regelverk | 32 |
| 4.1 | Lagförslag | 32 |
| 4.2 | Sjätte AP-fondens mål | 33 |
| 4.3 | Behovet av reviderade placeringsbestämmelser | 34 |
| 4.3.1 | Valutamandat | 34 |
| 4.3.2 | Övriga placeringsbestämmelser | 37 |
| 4.4 | Medelstillelse och pensionsutbetalningar | 38 |
| 4.5 | Övriga bestämmelser | 40 |
| 4.6 | Ikraftträdande- och övergångsbestämmelser | 42 |
| 5 | Samhällsekonomiska effekter..... | 43 |
| 5.1 | Effekter för pensionssystemet..... | 43 |
| 5.2 | Effekter på risikkapitalmarknaden | 44 |
| 5.3 | Effekter på valutamarknaden | 45 |
| 6 | Författningskommentar | 47 |
| 6.1 | Förslaget till lag om ändring i lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder)..... | 47 |
| 6.2 | Förslag till lag om upphävande av lagen (2000:193) om Sjätte AP-fonden..... | 52 |
| 6.3 | Övriga lagförslag | 52 |

1 Sammanfattning

Marknaden för investeringar i onoterade aktier har blivit alltmer internationaliserad under senare år. Fler utländska aktörer har kommit in på den svenska marknaden, både som investerare i riskkapitalfonder och som förvaltare. Flera svenska riskkapitalfonder har en nordisk eller internationell inriktning. Specialisering sker i huvudsak branschvis, t.ex. i sektorerna bioteknik och informationsteknologi.

Sjätte AP-fonden är en viktig aktör på den svenska riskkapitalmarknaden. Fonden investerar huvudsakligen i riskkapitalfonder med svenskt eller nordiskt fokus inom sektorerna bioteknik, informationsteknologi och mogna industriföretag. Fonden har även en liten andel av portföljen investerad i direktägda onoterade företag.

Sjätte AP-fonden har sitt ursprung i den dåvarande sjätte fondstyrelsen, som inrättades 1996 genom att avvecklingsstyrelsen, den fondstyrelse som hade som uppdrag att avveckla löntagarfonderna, bytte namn till sjätte fondstyrelsen (prop. 1995/96:171). Sjätte fondstyrelsen fick i tillväxtpropositionen från 1996 bl.a. uppdraget att verka för att svenska onoterade företag skulle få god tillgång till riskvilligt kapital (prop. 1995/96:25). Medlen som förvaltas av Sjätte AP-fonden är i huvudsak tio miljarder kronor som på regeringens förslag omfördelades från tillgångar som dittills varit ensidigt beroende av ränteutvecklingen, till aktier. Sjätte AP-fonden ingick inte i den fempartiuppställning som lade grunden för införandet av det reformerade pensionssystemet 1999, men är likväl en av buffertfonderna i pensionssystemet. Sjätte AP-fondens mål och placeringsbestämmelser skiljer sig därför från övriga buffertfonders. Det finns heller inga mekanismer för att överföra medel till eller från fonden, vilket det t.ex. gör för Första–Fjärde AP-fonderna.

Syftet med förslaget som presenteras i denna promemoria 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. Förslaget innehåller en uppdatering av fondens mål, en översyn av placeringsbestämmelserna, förslag till regler för medeltilldelning 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. Promemorians förslag 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 promemorians förslag skall 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 alltså placeras i Sverige och i Norden.

Sjätte AP-fonden har ännu inte inordnats fullt ut i pensionssystemet eftersom det inte klargjorts på vilket sätt fondens tillgångar någon gång skall kunna tas i anspråk för att finansiera pensioner. I promemorian föreslås en mekanism som beskriver på vilket sätt betalningar kan ske mellan Sjätte AP-fonden och Första–Fjärde AP-fonderna. Enligt prome-

morianers förslag skall 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 skall ske med hänsyn till den samlade buffertfondens storlek, sammansättning och förväntade fortsatta utveckling. Styrelsen skall 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.

2 Lagtext

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

Härigenom föreskrivs i fråga om lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder)

dels att 1 kap. 1 och 2 §§ samt 4 kap. 10 och 11 §§ skall ha följande lydelse,

dels att rubriken närmast före 6 kap. skall lyda ”Femte avdelningen”,

dels att det i lagen närmast efter rubriken ”Tredje avdelningen” skall införas ett nytt kapitel, 4 a kap., samt närmast före 4 a kap. en ny rubrik och närmast efter kapitlet en ny rubrik av 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.

I denna lag finns bestämmelser om *sex* 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, *Sjätte AP-fonden* och Sjunde AP-fonden.

2 §¹

Första–Fjärde AP-fonderna förvaltar de medel som enligt 6 § lagen (2000:981) om fördelning av socialavgifter, 8 § lagen (1998:676) om statlig ålderspensionsavgift och 6 § lagen (1994:1744) om allmän pensionsavgift skall föras till Första–Fjärde AP-fonderna.

Utöver de medel som avses i första stycket skall Första–Fjärde AP-fonderna förvalta sådana medel som enligt 4 a kap. 8 § denna lag förs över från Sjätte AP-fonden.

Sjätte AP-fonden förvaltar de medel som den mottagit enligt punkterna 2 och 3 i övergångs-

¹ Senaste lydelse 2000:998.

bestämmelserna till lagen (1996:697) om ändring i lagen (1983:1092) med reglemente för Allmänna pensionsfonden.

Sjunde AP-fonden förvaltar de medel som enligt 8 kap. 2 § första stycket 2 lagen (1998:674) om inkomstgrundad ålderspension skall föras till Premiesparfonden eller Premievalsfonden.

4 kap.

10 §

Av var och en av Första–Fjärde AP-fondernas tillgångar, värderade till marknadsvärdet, får högst fyrtio procent vara utsatt för valutakursrisk.

I beräkningen enligt första stycket skall inte ingå sådana aktier och andra andelar som är utfärdade av företag som inte är noterade vid en börs eller någon annan reglerad marknad och som har till huvudsakligt ändamål att äga och förvalta aktier eller andra andelar i ett eller flera andra företag. I stället skall de aktier och andra andelar som innehas av ett sådant företag, till den del som motsvarar AP-fondens andel av samtliga aktier eller andra andelar i det företaget, ingå i beräkningen på samma sätt som om de var fondens tillgångar.

11 §

Av var och en av Första–Fjärde AP-fondernas tillgångar, värderade till marknadsvärdet, får högst tio procent utgöras av fondpapper eller andra finansiella instrument utfärdade av en emittent eller av en grupp av emittenter med inbördes anknytning. Denna begränsning gäller inte emittenter som anges i 4 kap. 6 § andra stycket A lagen (1994:2004) om kapitaltäckning och stora exponeringar för kreditinstitut och värdepappersbolag.

Med grupp av emittenter med inbördes anknytning avses två eller flera fysiska eller juridiska personer som utgör en helhet från risksynpunkt därför att

1. någon av dem har direkt eller indirekt ägarinflytande över en eller flera av de övriga i gruppen, eller
2. de utan att stå i sådant förhållande som avses i 1 har sådan inbördes anknytning att någon eller samtliga av de övriga kan befaras råka i betalningssvårigheter om en av dem drabbas av finansiella problem.

I beräkningen enligt första stycket skall inte ingå sådana aktier och andra andelar som är utfärdade av företag som inte är noterade vid en börs eller någon

annan reglerad marknad och som har till huvudsakligt ändamål att äga och förvalta aktier eller andra andelar i ett eller flera andra företag. I stället skall de aktier och andra andelar som innehas av ett sådant företag, till den del som motsvarar AP-fondens andel av samtliga aktier eller andra andelar i det företaget, ingå i beräkningen på samma sätt som om de var fondens tillgångar.

Bestämmelser om Sjätte AP-fonden

4 a kap. Förvaltningen av Sjätte AP-fonden

Styrelsen

1 §

För Sjätte AP-fonden skall det finnas en styrelse. Styrelsen skall bestå av fem ledamöter. Av ledamöterna utser regeringen en till ordförande och en till vice ordförande.

Mål för placeringsverksamheten

2 §

Sjätte AP-fonden skall förvalta fondmedlen på sådant sätt att de blir till största möjliga nytta för försäkringen för inkomstgrundad ålderspension genom att göra placeringar i aktier och andra andelar i små och medelstora företag.

Fondmedlen skall placeras så att kraven på långsiktigt hög avkastning och tillfredsställande riskspridning tillgodoses.

Allmänna placeringsbestämmelser

3 §

Sjätte AP-fonden får placera

fondmedlen i

1. aktier i svenska och utländska aktiebolag,

2. sådana konvertibla skuldebrev eller skuldebrev förenade med optionsrätt till nyteckning som har utfärdats av svenska och utländska aktiebolag,

3. andelar i svenska och utländska ekonomiska föreningar samt

4. andelar i svenska och utländska kommanditbolag.

Fonden får inte vara komplementär i ett svenskt eller utländskt kommanditbolag.

Kapital- och röstandelsbegränsning

4 §

Sjätte AP-fonden får inte inneha så många aktier i ett bolag som är noterat vid en börs eller någon annan reglerad marknad att dessa uppgår till mer än 30 procent av samtliga aktier i bolaget eller, om aktierna har olika röstvärde, att röstetalet för aktierna uppgår till mer än 30 procent av röstetalet för samtliga aktier i bolaget.

Begränsningen i första stycket gäller inte aktier i bolag som har till huvudsakligt ändamål att äga och förvalta sådana aktier eller andra andelar i företag som inte är noterade vid en börs eller någon annan reglerad marknad (riskkapitalbolag).

Derivatinstrument

5 §

Sjätte AP-fonden får handla med optioner och terminer eller andra likartade finansiella instrument för att effektivisera förvaltningen av fondens tillgångar eller för att skydda fondens tillgångar mot valutakursförluster eller andra risker.

Likvida placeringar

6 §

Om det behövs för en tillfredsställande betalningsberedskap eller för att tillgodose kravet på ändamålsenlig förvaltning, får fondmedel placeras hos Riksbanken, en bank, ett kreditmarknadsföretag eller postgirot. I samma syfte får fondmedel placeras i statsskuldväxlar, skattkamarväxlar, bankcertifikat, företagscertifikat samt andra värdepapper med hög likviditet, avsedda för den allmänna marknaden.

Resultatuppföljning

7 §

Sjätte AP-fonden skall samtidigt med att årsredovisning och revisionsberättelse överlämnas till regeringen enligt 6 kap. 4 § också överlämna en egen resultatuppföljning av styrelsens förvaltning av fondmedlen.

Överföring av medel till Första–Fjärde AP-fonderna

8 §

Medel som förvaltas av Sjätte AP-fonden skall föras över till Första–Fjärde AP-fonderna när fonden bedömer att medlen därigenom blir till största möjliga nytta för försäkringen för inkomstgrundad ålderspension.

Överföringar skall göras med en fjärdedel till var och en av Första–Fjärde AP-fonderna.

Tillämpliga bestämmelser i övrigt

9 §

Följande bestämmelser i denna lag för Första–Fjärde AP-fonderna skall gälla också i fråga om Sjätte AP-fonden:

- 2 kap. 3 § om kostnaderna för verksamheten,*
- 3 kap. om fondernas ledning utom 1 § första stycket och 3 §,*
- 4 kap. 2 § om verksamhetsplan,*
- 4 kap. 10 § om valutakursrisk,*
- 4 kap. 11 § om exponeringsbegränsning,*
- 4 kap. 12 § om råvaruderivat,*
- 4 kap. 13 och 14 §§ om skyddande av fordran,*
- 4 kap. 16 § om förvärv av fast egendom m.m.,*
- 4 kap. 17 § om krediter, och*
- 4 kap. 18 § första stycket om förvaltningsuppdrag.*

Fjärde avdelningen

-
1. Denna lag träder i kraft den 1 januari 2006.
 2. Sjätte AP-fonden skall tillämpa bestämmelserna om redovisning och revision i 6 kap. för räkenskapsår som inleds efter den 31 december 2005.

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

Härigenom föreskrivs att lagen (2000:193) om Sjätte AP-fonden skall upphöra att gälla den 1 januari 2006. Bestämmelserna om redovisning och revision i 4 kap. den upphävda lagen skall dock fortfarande tillämpas i fråga om räkenskapsår som har inletts dessförinnan.

2.3 Förslag till lag om ändring i aktiebolagslagen (1975:1385)

Härigenom föreskrivs att 9 kap. 6 § aktiebolagslagen (1975:1385)¹ skall ha följande lydelse.

Nuvarande lydelse

Föreslagen lydelse

9 kap.

6 §²

Om två eller flera allmänna pensionsfonder enligt lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder) *och lagen (2000:193) om Sjätte AP-fonden* förvaltar aktier i bolaget, får varje fond för sig utöva rösträtt för de aktier fonden förvaltar.

Om två eller flera allmänna pensionsfonder enligt lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder) förvaltar aktier i bolaget, får varje fond för sig utöva rösträtt för de aktier fonden förvaltar.

Denna lag träder i kraft den 1 januari 2006.

¹ Lagen omtryckt 1993:150.

² Senaste lydelse 2000:200.

2.4 Förslag till lag om ändring i sekretesslagen (1980:100)

Härigenom föreskrivs att 9 kap. 23 § sekretesslagen (1980:100)¹ skall ha följande lydelse.

Nuvarande lydelse

Föreslagen lydelse

9 kap. 23 §²

Sekretess gäller för sådan uppgift hos myndighet om innehav av finansiella instrument som har lämnats till myndigheten till följd av särskilt beslut enligt 11 § lagen (2000:1087) om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument eller till följd av 9 kap. 5 § lagen (1988:1385) om Sveriges riksbank, 7 kap. 2 § lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder) *eller 5 kap. 2 § lagen (2000:193) om Sjätte AP-fonden*, om det inte står klart att uppgiften kan röjas utan att den som uppgiften rör lider skada eller men.

Sekretess gäller för sådan uppgift hos myndighet om innehav av finansiella instrument som har lämnats till myndigheten till följd av särskilt beslut enligt 11 § lagen (2000:1087) om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument eller till följd av 9 kap. 5 § lagen (1988:1385) om Sveriges riksbank *eller 7 kap. 2 § lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder)*, om det inte står klart att uppgiften kan röjas utan att den som uppgiften rör lider skada eller men.

I fråga om uppgift i allmän handling gäller sekretessen i högst tjugo år.

Denna lag träder i kraft den 1 januari 2006. Äldre föreskrifter gäller fortfarande för uppgift om innehav av finansiella instrument som har lämnats till följd av 5 kap. 2 § lagen (2000:193) om Sjätte AP-fonden.

¹ Lagen omtryckt 1992:1474.

² Senaste lydelse 2000:1099.

2.5 Förslag till lag om ändring i försäkringsrörelselagen (1982:713)

Häri genom föreskrivs att 9 kap. 2 och 3 §§ försäkringsrörelselagen (1982:713)¹ skall ha följande lydelse.

Nuvarande lydelse

Föreslagen lydelse

9 kap.

2 §²

Aktieägarnas, delägarnas och garanternas rätt vid bolagsstämman får utövas genom ombud med skriftlig, dagtecknad fullmakt. Sådan fullmakt gäller högst ett år från utfärdandet. Om bolagsordningen innehåller bestämmelser att delägarnas rätt att besluta om försäkringsbolagets angelägenheter skall tillkomma särskilt utsedda delegerade, får delägarna inte utöva någon beslutanderätt vid bolagsstämman. Delegerade får inte rösta genom ombud.

Varje aktieägare, delägare, delegerad eller garant kan vid bolagsstämman medföra högst ett biträde.

Om två eller flera allmänna pensionsfonder enligt lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder) *och lagen (2000:193) om Sjätte AP-fonden* förvaltar aktier i ett visst försäkringsaktiebolag får varje fond för sig utöva rösträtt för de aktier fonden förvaltar.

Om två eller flera allmänna pensionsfonder enligt lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder) förvaltar aktier i ett visst försäkringsaktiebolag får varje fond för sig utöva rösträtt för de aktier fonden förvaltar.

3 §³

I ett försäkringsaktiebolag kan ingen rösta för egna och andras aktier för sammanlagt mer än en femtedel av de aktier som företräds på stämman, om inte något annat följer av bolagsordningen.

Aktieägaren eller den röstberättigade i ett ömsesidigt försäkringsbolag får inte själv eller genom ombud rösta i fråga om

1. talan mot honom,
2. hans befrielse från skadeståndsansvar eller andra förpliktelser gentemot bolaget, eller
3. sådan talan eller befrielse som avses i 1 och 2 beträffande någon annan, om aktieägaren eller den röstberättigade i frågan har ett väsentligt intresse som kan strida mot bolagets.

Bestämmelserna i första och andra styckena om aktieägare och andra röstberättigade gäller även deras ombud.

Om två eller flera allmänna pensionsfonder enligt lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder) *och lagen*

Om två eller flera allmänna pensionsfonder enligt lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder) förvaltar aktier

¹ Lagen omtryckt 1995:1567.

² Senaste lydelse 2000:202.

³ Senaste lydelse 2000:202.

(2000:193) om Sjätte AP-fonden förvaltar aktier i ett visst försäkringsaktiebolag, anses varje fond för sig som aktieägare vid tillämpning av första och tredje styckena. i ett visst försäkringsaktiebolag, anses varje fond för sig som aktieägare vid tillämpning av första och tredje styckena.

Denna lag träder i kraft den 1 januari 2006.

2.6 Förslag till lag om ändring i lagen (1984:404) om stämpelskatt vid inskrivningsmyndigheter

Härigenom föreskrivs att 2 § lagen (1984:404) om stämpelskatt vid inskrivningsmyndigheter skall ha följande lydelse.

Nuvarande lydelse

Föreslagen lydelse

2 §¹

Staten är inte skattskyldig enligt denna lag. Detta gäller dock inte allmänna pensionsfonderna enligt lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder) och lagen (2000:193) om Sjätte AP-fonden.

Staten är inte skattskyldig enligt denna lag. Detta gäller dock inte allmänna pensionsfonderna enligt lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder).

Denna lag träder i kraft den 1 januari 2006.

¹ Senaste lydelse 2000:203.

2.7 Förslag till lag om ändring i lagen (1988:1385) om Sveriges riksbank

Härigenom föreskrivs att 6 kap. 1 § lagen (1988:1385) om Sveriges riksbank¹ skall ha följande lydelse.

*Lydelse enligt prop. 2002/03:139, Föreslagen lydelse
bet. 2003/04:FiU15, rskr.
2003/04:217*

6 kap.

1 §²

Med bankinstitut förstås i denna lag bankaktiebolag, sparbanker, medlemsbanker och utländska bankföretag som med stöd av 4 kap. 1 eller 4 § lagen (2004:000) om bank- och finansieringsrörelse driver bankrörelse från filial här i landet.

Med finansinstitut förstås bankinstitut, kreditmarknadsföretag, värdepappersinstitut, Första–Fjärde AP-fonderna enligt lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder), *Sjätte AP-fonden enligt lagen (2000:193) om Sjätte AP-fonden*, försäkringsföretag med svensk koncession, landshypoteksinstitutionen, Svenska skeppshypotekskassan samt utländska företag som med stöd av 4 kap. 1, 3 eller 4 § lagen (2004:000) om bank- och finansieringsrörelse driver verksamhet från filial i Sverige.

Med finansinstitut förstås bankinstitut, kreditmarknadsföretag, värdepappersinstitut, Första–Fjärde *och Sjätte* AP-fonderna enligt lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder), försäkringsföretag med svensk koncession, landshypoteksinstitutionen, Svenska skeppshypotekskassan samt utländska företag som med stöd av 4 kap. 1, 3 eller 4 § lagen (2004:000) om bank- och finansieringsrörelse driver verksamhet från filial i Sverige.

Denna lag träder i kraft den 1 januari 2006.

¹ Lagen omtryckt 1999:19.

² Senaste lydelse 2003:840.

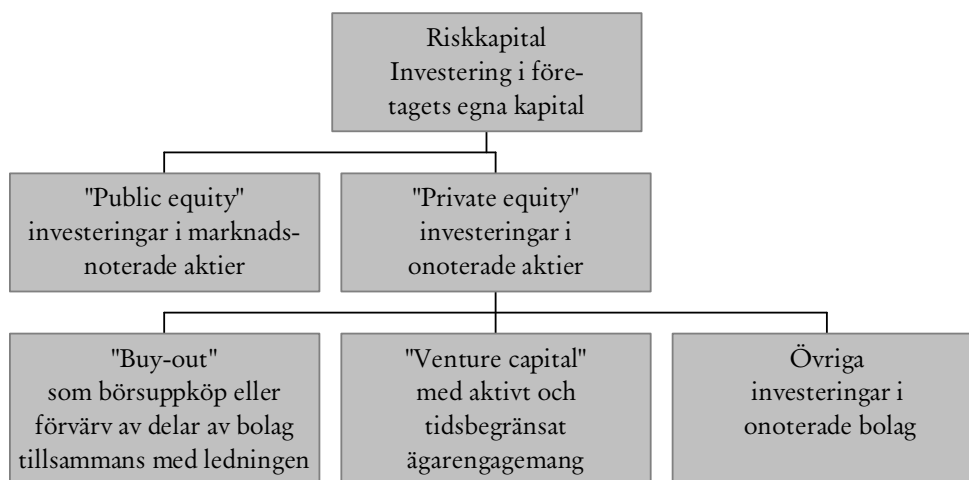
3 Bakgrund

3.1 Riskkapitalmarknaden

Definitioner

Begreppet riskkapital används ofta för att beskriva investeringar i onoterade företags egna kapital, men avser egentligen alla investeringar i ett företags egna kapital. Ordet "risk" syftar här på den större risk ägaren tar i förhållande till andra finansiärer i bolaget t.ex. banker eller leverantörer. Enligt detta synsätt kan marknaden för riskkapital delas in i två segment, dels marknaden för börsnoterade aktier (*public equity*), dels marknaden för onoterade aktier (*private equity*). Med tiden har innebörden av termen riskkapital kommit att förskjutas. På svenska används numera begreppet riskkapital synonymt med investeringar i onoterade företags egna kapital.

Normalt delar man in riskkapitalmarknaden i två huvudsakliga kategorier, investeringar i företag som befinner sig i tidigare faser av livscykeln (*venture capital*) respektive mogna faser. Investeringar i mogna faser avser oftast utköp (*buy out*). I båda fallen avses investeringarna vara tidsbegränsade med tydliga mål för vid vilken tidpunkt och på vilket sätt portföljbolagen skall avyttras. Eftersom onoterade aktier inte kan marknadsvärderas entydigt realiserar investeringarnas fulla värde först när de avvecklas genom börsnotering eller försäljning till industriella köpare (*exit*).



Att investera i onoterade aktier

Den vanligaste formen av riskkapitalinvestering hos institutionella placerare är att investera i riskkapitalbolag som är specialiserade på onoterade aktier och som är i någon mån öppna för externa investerare, så kallade riskkapitalfonder. Dessa riskkapitalfonder sköts av ett förvaltningsbolag, hos vilket ett team av förvaltare har till uppgift att identifiera intressanta investeringsobjekt och fatta investeringsbesluten för fondens räkning. Riskkapitalfondernas investeringar begränsas inte endast till en kapitalinsats, utan förvaltarteamet utövar ett aktivt

ägarengagemang i fondens olika innehav, t.ex. genom representation i företagens styrelser. Ett och samma förvaltningsbolag förvaltar ofta flera fonder. Delägarna i förvaltningsbolaget förväntas själva investera i de riskkapitalfonder som de förvaltar.³ Fondernas investeringar är som regel tidsbegränsade med en investeringshorisont på mellan fem och tio år, varefter innehaven avyttras.

Man skiljer i dessa sammanhang mellan utfäst och investerat kapital. Utfäst alternativt förvaltad kapital är det kapital som av institutionella placerare ställts till riskkapitalfondernas förfogande, medan investerat kapital är den del av det utfästa kapitalet som faktiskt placerats i onoterade företag. När en fond bildas ges ett antal institutionella placerare möjlighet att under en begränsad tidsperiod teckna sig för ett visst kapitalbelopp. Det kapital som utfästs av investerarna överförs successivt till riskkapitalfonderna på förvaltarteamens initiativ, i takt med att investeringar görs. På grund av de höga avkastningskrav som gäller vill förvaltarteamen i allmänhet inte ta emot kapital som inte omedelbart kan investeras. Den del av utfäst kapital som inte används till investeringar i onoterade bolag förvaltas i stället av de institutionella investerarna.

Riskkapitalföretagens organisationsform och ägarstruktur

Företag som har till huvudsaklig uppgift att investera i onoterade bolag kan benämnas riskkapitalföretag. Sådana riskkapitalföretag som inbjuder investerare att delta som delägare i speciellt inrättade bolag som i sin tur investerar i andra onoterade bolag benämns riskkapitalfonder, även om de inte är fonder i vanlig mening. Riskkapitalfonder har ofta formen av svenska kommanditbolag eller utländska *limited partnerships*.

Det är vanligt att aktörer på den svenska riskkapitalmarknaden sätter upp sådana *limited partnerships* placerade i exempelvis Storbritannien eller Nederländerna. Utmärkande drag för denna associationsform är bl.a. att fondinvesteraren betraktas som andelsägare i förhållande till insatt kapital och att beskattning av utdelningar och kapitalvinster sker hos investerarna.⁴ Riskkapitalfonder som är placerade i Sverige är ofta kommanditbolag med de institutionella investerarna som kommanditdelägare, dvs. delägare vars ansvar begränsas till kapitalinsatsen. De personer som ingår i fondens ledning, förvaltarteamen, är då oftast komplementärer, dvs. delägare med obegränsat ansvar. Organisationsformen är vanlig så länge fonden främst syftar till att attrahera inhemska investerare.⁵ Fonder som även riktar sig till utländska investerare har ofta formen av *limited partnerships* eftersom detta underlättar deltagande av utländska investerare som själva är skattebefriade. Ett fåtal av aktörerna på den svenska riskkapitalmarknaden är organiserade som börsnoterade investmentbolag.

³ Anledningen är den risk för intressekonflikter som uppstår om inflytandet över portföljbolagen helt separeras från ägandet av samma företag.

⁴ Enligt Svenska Riskkapitalförbundet har ca 75% av dess medlemmar valt denna juridiska form.

⁵ Även aktiebolagsformen utnyttjas i viss utsträckning sedan skattefrihet infördes den 1 juli 2003 på s.k. näringsbetingade andelar. Som näringsbetingad andel räknas bl.a. onoterade aktier.

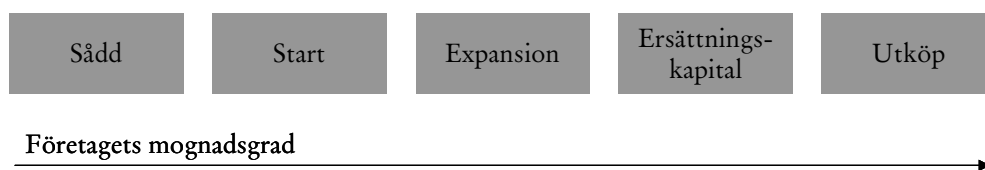
Risikkapitalföretag kan grovt delas in i tre olika kategorier beroende på ägarstrukturen – privata, statliga respektive koncernägda. Privata riskkapitalföretag riktar sig ofta till externa investerare och förvaltar därmed en eller flera riskkapitalfonder, såsom beskrivits ovan. I Sverige har antalet privata riskkapitalfonder ökat markant under de senaste åren och utgör i dag den största gruppen. Det kapital som de privata riskkapitalfonderna förvaltar kommer oftast från institutionella placerare som försäkringsbolag, pensionsfonder och storföretag.

Det finns även ett antal aktörer som till huvuddelen ägs eller inrättats av statliga intressen. I Sverige har staten alltid varit en av de mest aktiva aktörerna på denna marknad sedan Företagskapital startade i mitten av 1970-talet. Två stora statliga aktörer är Industrifonden och Sjätte AP-fonden. Den förra är en statlig stiftelse medan den senare är en statlig myndighet.

Koncernägda riskkapitalföretag ingår i en koncern vars huvudsakliga verksamhet inte är investeringar i onoterade aktier. Här återfinns dotterbolag till banker, försäkringsbolag och investmentbolag eller bolag som ingår i en industriell koncern. Allt fler börsnoterade industriföretag intresserar sig för investeringar i onoterade bolag i syfte att dels förvalta kapital, dels kontrollera innovativa landvinningar inom strategiskt viktiga områden. Sådana aktörer skiljer sig från övriga riskkapitalbranschen genom att finansiella mål och avkastningskrav kan vara underordnade andra strategiska överväganden.

Investeringsstrategier

Aktörerna på riskkapitalmarknaden specialiserar sig vanligtvis på olika typer av investeringar. Riskkapitalfonderna specialiserar sig ofta på tidiga eller mogna faser i investeringsobjektens livscykel. Även specialisering på vissa branscher är vanlig. Under de senaste decennierna har aktörerna på riskkapitalmarknaden främst satsat på IT-branschen, telekom samt bioteknik. Hur riskkapitalmarknadens aktörer delar in företagens livscykel i olika mognadsstadier illustreras nedan.⁶



Såddfinansiering är kapital som förmedlas till en uppfinnare eller entreprenör för att bidra till att utveckla ett koncept eller en idé till en produkt *innan* företaget har etablerats. På detta stadium finns således endast en idé till ett företag.

Startfinansiering är finansiering av företag som behöver kapital till produktutveckling eller inledande marknadsföring. Det rör sig vanligen om nystartade företag med produkter som inte ännu testats kommersiellt. På detta stadium saknar företagen i allmänhet kunder.

⁶ Se "Venture capital – begrepp och definitioner", Professor Anders Isaksson, Umeå Universitet.

Expansionsfinansiering kan delas upp i tidig expansion och sen expansion. Företag under tidig expansion befinner sig i ett skede då tillverkning och försäljning ökar stadigt och det finns ett behov av ytterligare rörelsekapital. Företaget har troligen ännu inte börjat redovisa några vinster. Företag i sen expansion befinner sig ofta i kraftig tillväxt och börjar uppvisa lönsamhet.

Ersättningskapital avser finansiering av tillväxtföretag som förväntas noteras på en marknadsplats inom en snar framtid. I denna fas kan företagen därför betecknas som mogna.

Utköpsfinansiering är finansiering av uppköp av ett företag eller del av ett företag. Köpet kan ha olika former. En så kallad management buyout (MBO) innebär att företagets operativa ledning köper upp företaget från befintliga ägare. Principen för en MBO är oftast att en finansiär (t.ex. en riskkapitalfond) tillsammans med ledningen satsar ett visst kapital för att genomföra uppköpet. Ett utköp kan också vara ett uppköp av ett noterat företags aktier med syfte att avnotera företaget. Det är inte ovanligt att sådana utköp finansieras med en mycket hög låneandel och tanken är då att det uppköpta företagets rörelse efterhand skall täcka räntekostnader och så småningom amortera skulden. En hög låneandel har ibland funktionen att skärpa kontrollen av bolagets ledning genom den uppföljning av verksamheten som bedrivs av bankerna. Kombinationer av de olika typerna av uppköp är vanliga.

3.2 Marknadsutvecklingen i Sverige och internationellt

Utvecklingen i Sverige

Den svenska riskkapitalmarknaden började växa fram under andra hälften av 1970-talet. Riskkapitalbolag startades i syfte att stötta onoterade företag ekonomiskt, i kombination med ett aktivt ägar-engagemang. I början av 1980-talet skedde sedan ett uppsving på marknaden, då ett 30-tal riskkapitalföretag bildades med uppdrag att investera i onoterade företag. Samtidigt uppstod ett antal statliga fonder, även de med målet att ekonomiskt stötta onoterade företag, dock med fokus på onoterade företag som inte lyckas attrahera erforderligt kapital från privata riskkapitalaktörer. Under slutet av 1990-talet ökade antalet aktörer på den svenska marknaden kraftigt, och i dag finns ett drygt hundratal riskkapitalföretag med kontor och verksamhet i Sverige.

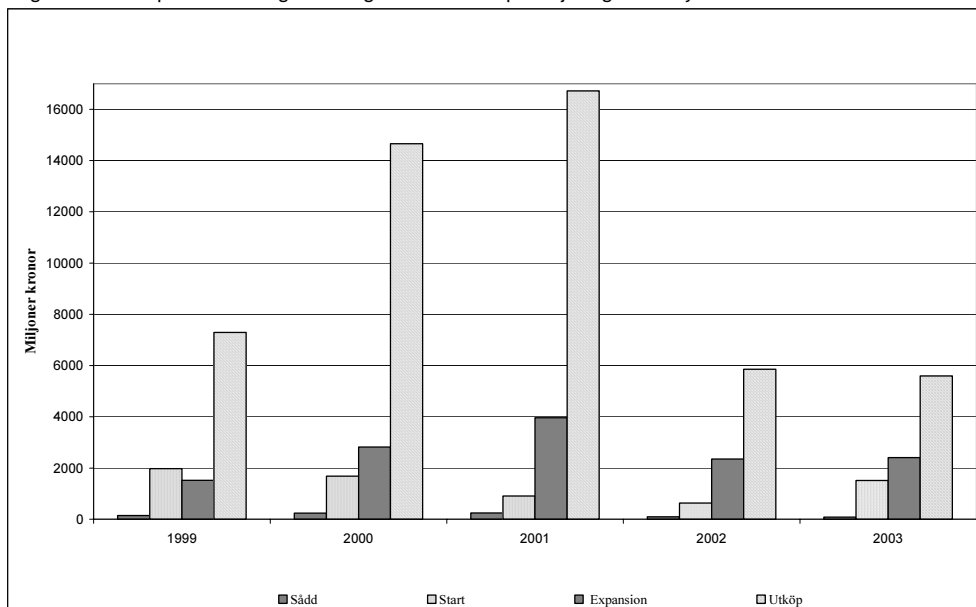
Tillgången till statistik över riskkapitalmarknadens utveckling är begränsad. Riskkapitalmarknaden är således ingen väl genomlyst del av finansmarknaden, men genomlysningen har avsevärt förbättrats genom Nuteks och Svenska Riskkapitalföreningens gemensamma initiativ att genomföra kvartalsvisa enkätundersökningar.⁷

Den svenska riskkapitalmarknaden förfogade under 2003 över knappt 220 miljarder kronor i kapital totalt sett. Det förvaltade kapitalet är det utfästa kapital som står till riskkapitalfondernas förfogande. Risk-

⁷”Riskkapitalbolagens aktiviteter Tredje kvartalet 2003”, Svenska Riskkapitalföreningen och Nutek.

kapitalfonderna tenderar även att behålla reserver av outnyttjat kapital, bl.a. på grund av risken för utspädning av ägandet i samband med nyemission. Det investerade kapitalet uppgick under samma år till cirka 114 miljarder kronor. Ungefär hälften av kapitalet, både av det förvaltade och av det investerade, har tillförts eller är avsett för portföljbolag som befinner sig i tidiga faser i utvecklingen (sådd, start och expansion). Resten av kapitalet på marknaden har tillförts mogna företag (utköp).

Diagram 1. Riskkapitalinvesteringar i Sverige - olika faser i portföljbolagens livscykel 1999-2003



Källa: Svenska Riskkapitalföreningens och Nuteks rapporter "Riskkapitalbolagens aktiviteter" under perioden 1999-2003

Nyanskaffat kapital 2003 uppgick, enligt Nutek och Riskkapitalföreningens statistik, till 18,3 miljarder kronor, varav huvuddelen av beloppet var avsett för mogna företag (utköp). Två tredjedelar av det tillförda kapitalet 2003 kom från utländska investerare.

Utvecklingen internationellt

Riskkapitalbranschen startade i Förenta Staterna på 1950-talet och hade vid mitten av 1970-talet blivit ett tydligt alternativ till börsnoterade aktier och räntebärande instrument bland kapitalförvaltande institutioners placeringar, en separat så kallad tillgångsklass. Därefter har den amerikanska marknaden för investeringar i onoterade bolag vuxit kraftigt och är i dag den största och mest välutvecklade. Uppskattningsvis finns i Förenta Staterna motsvarande cirka 5 000 miljarder kronor utfäst kapital till investeringar i onoterade företag.⁸ Statliga och privata pensionsfonder antas stå för ca 50 procent av det utfästa kapitalet och är därmed den viktigaste kapitalkällan för den amerikanska riskkapitalbranschen.⁹

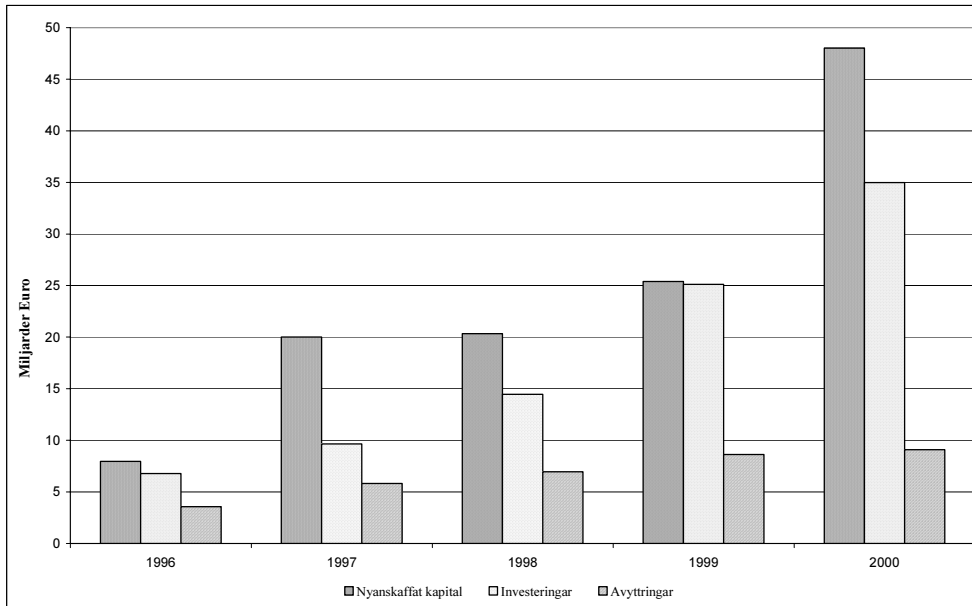
I Europa utvecklades riskkapitalmarknaden senare än i Förenta Staterna, men har vuxit kraftigt de senaste tio åren. Den europeiska marknaden förfogar över motsvarande cirka 1 200 miljarder kronor i

⁸ Källa: Sjätte AP-fonden.

⁹ Källa: Sjätte AP-fonden.

utfäst kapital.¹⁰ Tillflödet av kapital på den europeiska marknaden ökade markant under perioden 1997–2000, var som störst under 2000 och har därefter avtagit något. Den goda tillgången på kapital under denna period ledde till en hög investeringstakt. Eftersom investeringshorisonten normalt är mellan fem och sju år innebär det att det finns många relativt unga portföljer på den europeiska marknaden.

Diagram 2. Nyanskaffat kapital, investeringar och avyttringar i Europa under perioden 1996 – 2000.



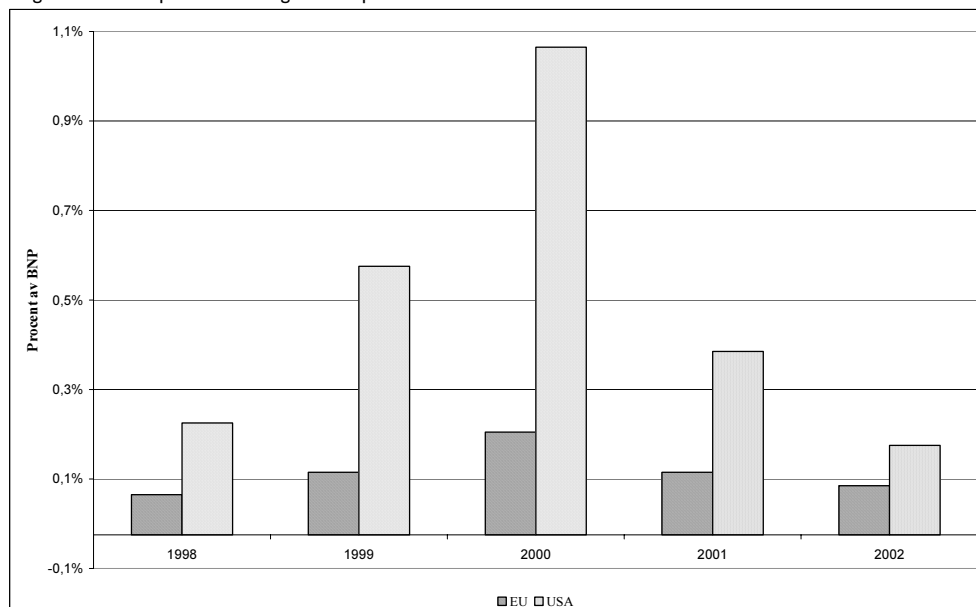
Källa: European Venture Capital Association (EVCA), Årsbok 2001

Den europeiska marknaden karakteriseras av att det finns stora skillnader mellan nationella marknader när det gäller tillflöde av kapital till investeringar i onoterade bolag och när det gäller tillväxttakten i riskkapitalinvesteringar. Den brittiska marknaden för riskkapitalinvesteringar är den största i Europa, både i absoluta och relativa termer (procent av BNP). Sverige är den näst största marknaden i Europa i procent av BNP, men även Frankrike, Nederländerna och Finland uppvisar höga investeringsnivåer.

Aktiviteten på den europeiska riskkapitalmarknaden har fallit relativt sett mindre än aktiviteten på den amerikanska marknaden under de senaste åren. Skillnaden mellan investeringsnivån på riskkapitalmarknaden i Europa och Förenta Staterna har därför minskat, men kvarstår alltjämt. Under 2002 motsvarade riskkapitalmarknaden i Förenta Staterna cirka 0,2 procent av BNP, medan motsvarande siffra för Europa var cirka 0,1 procent av BNP.

¹⁰ Källa: Sjätte AP-fonden.

Diagram 3. Riskkapitalinvesteringar i Europa och Förenta Staterna 1997-2002



Källa: Europeiska kommissionen

Statistik avseende utvecklingen på både den amerikanska och den europeiska marknaden visar på en god utveckling av den finansiella avkastningen hos riskkapitalfonder som mätts sedan startdatum 1969. Avkastningen mäts på årsbasis som en internränta (*internal rate of return*, IRR). Detta innebär bl.a. att avkastningen inkluderar både realiserade och icke realiserade investeringar och att hänsyn tas till tidpunkten för och omfattningen av alla kassaflöden till respektive från fondens investerare. De orealiserade investeringarnas faktiska värde kan endast avgöras med säkerhet då de avyttras, varför avkastningen mätt som IRR i delar är en preliminär uppskattning av den avkastning som portföljen i slutändan faktiskt ger. Eftersom internräntan påverkas av kassaflöden, vilket inte är fallet för börsindex eller för den avkastning som offentliggörs beträffande fonder som investerar i noterade värdepapper, kan internräntan inte direkt jämföras med avkastningen på noterade aktier.¹¹ De siffror som visas nedan är genomsnittlig årlig avkastning till investerarna, sedan förvaltningsavgifter och vinstdelning som kommit fondens förvaltarteam till godo räknats bort.

Tabell 1. Avkastning på riskkapitalfonder i Förenta Staterna

| Inriktning | 1 år | 3 år | 5 år | 10 år |
|------------------------------|-------|------|------|-------|
| Tidiga faser, avkastning i % | -24,4 | 41,0 | 34,9 | 25,9 |
| Utköp, avkastning i % | -10,7 | -0,6 | 4,6 | 10,5 |

Källa: Thomson Venture Economics. Mätningen är från den 31 mars 2002.

Vid jämförelsen av avkastningen hos riskkapitalfonder i Förenta Staterna och Europa bör noteras att mätningarna skett vid olika tidpunkter. I Europa ligger avkastningsnivåerna för riskkapitalfonder som investerat i

¹¹ Avkastningen på aktiefonder ignorerar effekten av kassaflöden, dvs. köp och försäljning av fondandelar, och sägs därför vara en tidsvägd avkastning (*time weighted return*, TWR). Avkastning enligt TWR blir jämförbar med börsindex. Orsaken till att riskkapitalfonderna inte använder denna metod är att det är förvaltarteamen som beslutar om fondens kassaflöden och att det därför är befogat att ta hänsyn till resultateffekten av sådana flöden.

portföljbolag i tidiga faser av företagens livscykel något lägre än i Förenta Staterna.

Tabell 2. Avkastning på riskkapitalfonder i Europa

| Inriktning | 1 år | 3 år | 5 år | 10 år |
|------------------------------|------|------|------|-------|
| Tidiga faser, avkastning i % | -5,4 | 16,7 | 20,2 | 14,8 |
| Utköp, avkastning i % | 1,3 | 20,8 | 16,3 | 15,0 |

Källa: Thomson Venture Economics. Avkastningen är beräknad per 31 december 2001.

Motsvarande mätning per den 31 december 2000, dvs. ett år tidigare, gav betydligt bättre resultat med över 33 procent i avkastning, mätt som IRR, för investeringar i portföljbolag i tidiga faser på samtliga perioder mellan ett och fem år.

3.3 Sjätte AP-fondens organisation och placeringsinriktning

Organisation

Sjätte AP-fondens verksamhet är uppdelad i två huvudsakliga grenar; dels förvaltningen av onoterade aktier, dvs. riskkapitalverksamheten (av fonden benämnd private equity-verksamheten), dels likviditetsförvaltningen som har till uppgift att säkerställa fondens betalningsberedskap genom placeringar i likvida instrument. Sjätte AP-fonden skiljer sig från andra riskkapitalfonder genom att bedriva likviditetsförvaltning inom ramarna för fondens verksamhet.

Förvaltningen av onoterade aktier, dvs. riskkapitalverksamheten, har av fonden fördelats på fyra verksamhetsområden:

- Life Science Ventures investerar i bolag och riskkapitalfonder verksamma inom läkemedel, bioteknik och medicinsk teknik.
- Technology Ventures investerar i bolag och riskkapitalfonder verksamma inom IT, Telecom och media/underhållning.
- Products & Services investerar i bolag och riskkapitalfonder med inriktning mot industri- och tjänsteföretag. Portföljbolagen skall befinna sig i expansionsfas eller mogen fas och ha stor utvecklings- och tillväxtpotential.
- AP Direktinvesteringar investerar, till skillnad från övriga affärsområden, enbart i bolag. Investeringarna görs i väletablerade företag där det med hjälp av förändrade finansiella eller strukturella förutsättningar finns en stark tillväxtpotential.

Som framgår av tabell 3 har fondens inriktning mot onoterade aktier ökat över tiden, från en blygsam start 1997. Från och med 2002 har minst hälften av fondkapitalet investerats i onoterade tillgångar. Fonden har sedan dess i princip varit fullinvesterad eftersom huvuddelen av det kapital som förvaltas inom likviditetsförvaltningen har utfästs för framtida investeringar i onoterade bolag och riskkapitalfonder.

Tabell 3. Sjätte AP-fondens sammansättning 1997–2003 (mnkr).

| | 2003 | 2002 | 2001 | 2000 | 1999 | 1998 | 1997 |
|-------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Life Science | 2 220 | 1 830 | 2 085 | 1 438 | 798 | 248 | - |
| Technology | 840 | 642 | 621 | 616 | 570 | 68 | - |
| Products & Services | 1 867 | 1 544 | - | - | - | - | - |
| AP Direktinvesteringar | 2 330 | 1 837 | - | - | - | - | - |
| Summa onoterat | 7 257 | 5 853 | 5 983 | 3 727 | 2 550 | 906 | 375 |
| Likviditetsförvaltning | 5 516 | 5 748 | 10 750 | 14 655 | 16 248 | 11 278 | 10 889 |
| Övrigt | 2 | 20 | -5 | 26 | 38 | -20 | 38 |
| Sjätte AP-fonden totalt | 12 775 | 11 621 | 16 728 | 18 408 | 18 836 | 12 164 | 11 302 |

Källa: Sjätte AP-fonden.

Fondens utveckling i riktning mot en ökad renodling framgår även av att fonden i växande utsträckning utnyttjar extern förvaltning för såväl likviditetsförvaltningen som riskkapitalverksamheten. Med undantag för AP Direktinvesteringar sker investeringar i onoterade bolag huvudsakligen indirekt genom riskkapitalfonder. Dock hade, som framgår av tabell 4, även Life Science Ventures en förhållandevis stor andel direkta investeringar 2003.

Det ökade inslaget av riskkapitalfonder innebär att Sjätte AP-fonden i betydande utsträckning fungerar som en fondandelsfond. Vid utgången av 2003 ägde Sjätte AP-fonden andelar i cirka 350 bolag, varav majoriteten ägdes av de 43 riskkapitalfonder i vilka Sjätte AP-fonden investerat. Fonden är därmed en betydande aktör på riskkapitalmarknaden.

Tabell 4. Sjätte AP-fondens investeringar i onoterade bolag 2003 (mnkr).

| | Direkta investeringar | Börsaktier | Riskkapitalfonder | Parallellinvesteringar | Summa | Procent |
|------------------------|-----------------------|------------|-------------------|------------------------|-------|---------|
| Life Science | 878 | 31 | 1 311 | | 2 220 | 30,6 |
| Technology | 87 | 4 | 749 | | 840 | 11,6 |
| Products & Services | 49 | 0 | 1 817 | | 1 867 | 25,7 |
| AP Direktinvesteringar | 1 887 | 286 | 0 | 157 | 2 330 | 32,1 |
| Summa | 2 901 | 321 | 3 877 | 157 | 7 257 | 100,0 |

Källa: Sjätte AP-fonden.

Fondens allt tydligare inriktning mot onoterade aktier motiverade att styrelsen under 2002 beslutade avveckla den tidigare interna förvaltningen av börsnoterade aktier och i dess ställe inrätta den nuvarande likviditetsförvaltningen.

Likviditetsförvaltningen förvaltar den del av fondkapitalet som inte har investerats i onoterade aktier. Inriktningen baseras på kort- och långsiktiga likviditetsprognoser och investeras i räntebärande instrument eller mer riskfyllda tillgångar, beroende på förutsedda behov av likvida medel.

Sjätte AP-fonden har i förvaltningen av onoterade aktier en uttalad inriktning mot företag i expensionsfasen, dvs. det stadium som föregår mognad. Som framgår av tabell 5 utgjorde investeringar i mogen fas en långt större andel av fondens marknadsvärderade fondkapital 2003, jämfört med expensionsfasen. Antalet portföljbolag som befinner sig i expensionsfas är dock betydligt större (ca 300) än antalet bolag i fondens portfölj som befinner sig i mogen fas (ca 50). Att investeringar i mogen fas trots detta utgör en större del av fondens kapital beror huvudsakligen på att dessa investeringar i allmänhet involverar större belopp.

Tabell 5. Sjätte AP-fondens marknadsvärderade fondkapital uppdelat på mognadsfas 2003 (mnr).

| | Start | Expansion | Mogen fas | Börsnoterat | Summa |
|------------------------|-------|-----------|-----------|-------------|-------|
| Life Science | 0 | 1 124 | 1 065 | 31 | 2 220 |
| Technology | 1 | 835 | 0 | 4 | 840 |
| Products & Services | 0 | 50 | 1 817 | 0 | 1 867 |
| AP Direktinvesteringar | 0 | 2 | 2 042 | 286 | 2 330 |
| Summa | 1 | 2 011 | 4 924 | 321 | 7 257 |

Källa: Sjätte AP-fonden. Fördelningen på mognadsfaser har gjorts på fondnivå.

Investeringar i onoterade bolag skiljer sig från investeringar i börsaktier genom att det ställs högre krav på ägarinsatser i form av dialog med bolagsledningen, täta uppföljningar av bolagets utveckling och ibland även styrelsrepresentation. Sjätte AP-fonden har utarbetat ett verktyg för arbete med företagsutveckling som inkluderar ägarplan, åtagande från portföljbolagens styrelser och affärsplan. Metoden bygger på att det i ägarplanen ställs tydliga krav på portföljbolagen. I denna definieras de mål och förväntningar som fonden och andra investerare formulerat. Dessa ägarplaner utgör grunden för portföljbolagens styrelser åtagande i förhållande till Sjätte AP-fonden. Med ägarplanen som grund utformar styrelsen, tillsammans med portföljbolagets ledning, en affärsplan som preciserar hur företaget skall utvecklas för att förverkliga ägarplanens mål. Affärsplanen blir därmed ett kvitto på det av ägarna definierade uppdraget och kan läggas till grund för uppföljning och återrapportering. Sjätte AP-fonden arbetar för att denna modell för bolagsstyrning skall genomföras även i de riskkapitalfonder i vilka fonden investerat. Så har också skett i betydande utsträckning.

Avkastningskrav

Enligt gällande lag skall Sjätte AP-fonden på egen hand fastställa närmare mål för sin placeringsverksamhet. Sjätte AP-fondens avkastningsmål är från och med 2003 ett absolut avkastningsmål. Tidigare var fondens mål kopplat till börsindex. Det nya avkastningsmålet är uppbyggt av den riskfria räntan med tillägg av en riskpremie. Riskpremien varierar med sektor, mognadsfas och tillgångsslag, vilket gör att avkastningskravet blir beroende av portföljens sammansättning. Denna konstruktion innebär också att målet kommer att variera över tiden.

Mot bakgrund av fondens nuvarande sammansättning har styrelsen beslutat att Sjätte AP-fondens avkastning minst skall uppgå till den riskfria räntan plus 4,5 procent. Det långsiktiga målet som fonden satt upp är att man genom utveckling av sin affärsmodell skall kunna höja årsavkastningskravet till reporäntan plus 7,0 procent över en femårsperiod.

Resultat

Sjätte AP-fondens resultat var, i likhet med övriga AP-fonders, negativt i samband med börsfallet 2000–2002. Som framgår av tabell 6 var resultatet i riskkapitalverksamheten negativt endast 2002. De andra åren har förvaltningen av onoterade aktier gett ett positivt resultat, vilket även

gällde 2000 och 2001 när börsen föll. Det indikerar att onoterade aktier kan ha en stabiliserande verkan i en bred aktieportfölj.

Stora värdeförändringar har förekommit i likviditetsförvaltningen, som fram till 2002 var inriktad mot börsaktier. Med undantag för 1999 har resultatet i riskkapitalverksamheten varit bättre i absoluta tal. Mot bakgrund av att det förvaltade kapitalet var större i likviditetsförvaltningen före 2002 utfaller jämförelsen än mer till riskkapitalverksamhetens fördel (tabell 6).

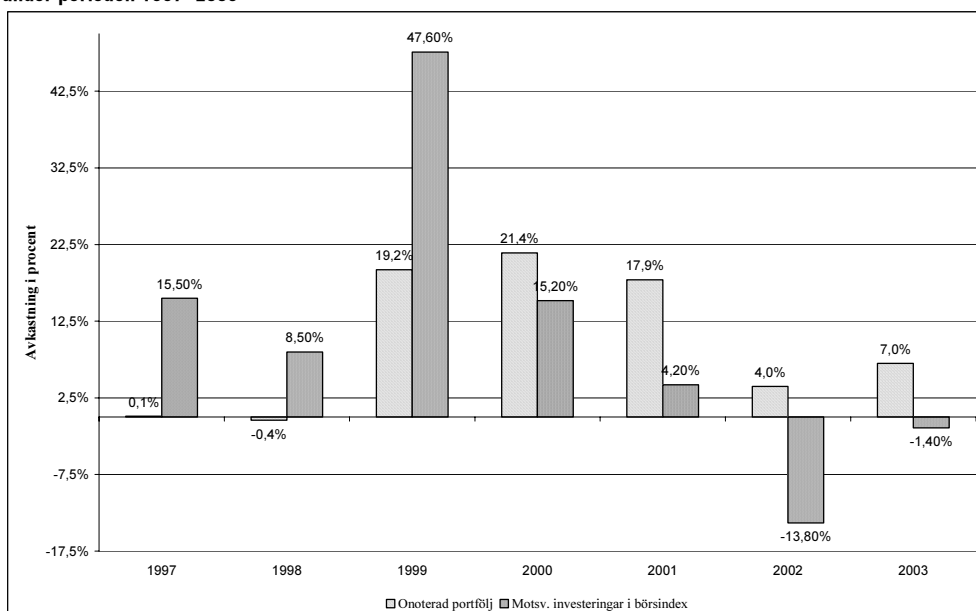
Tabell 6. Sjätte AP-fondens resultat 1999–2003 (mnr).

| | 2003 | 2002 | 2001 | 2000 | 1999 |
|--------------------------|-------|--------|--------|------|-------|
| Riskkapital | 1 099 | -1 276 | 503 | 624 | 504 |
| Likviditetsförvaltning | 394 | -3 529 | -1 911 | -870 | 6 283 |
| Kostnader | -340 | -302 | -272 | -182 | -115 |
| Varav externa kostnader* | -187 | -152 | -124 | -60 | -37 |
| Årets resultat | 1 153 | -5 107 | -1 680 | -428 | 6 672 |

*) Arvodet till externa förvaltare.

I diagram 4 görs en jämförelse av Sjätte AP-fondens avkastning på portföljen med en så kallad *public market equivalent*. Diagrammet redovisar jämförelsen mellan den onoterade portföljen under förutsättning att motsvarande investeringar, beloppsmässigt och tidsmässigt, gjorts i börsindex och att avkastningen beräknats på jämförbart sätt. Beräkningarna indikerar att avkastningen på Sjätte AP-fondens onoterade portfölj var 7,0 procent per år vid utgången av 2003, vilket innebär att fonden överträffat motsvarande investeringar i börsindex med 8,4 procent årligen.

Diagram 4. Jämförelse mellan Sjätte AP-fondens onoterade portfölj och motsvarande investeringar i börsindex under perioden 1997–2003



Källa: Hewitt Wassum Investment Partners.

3.4 Gällande regelverk

Sjätte AP-fondens historik

Placeringsmöjligheterna i den dåvarande AP-fonden vidgades genom tillkomsten 1974 av en fjärde fondstyrelse med uppdrag att placera fondmedlen i svenska aktier. Tio år senare inrättades fem nya fondstyrelser inom ramen för den dåvarande AP-fonden, de s.k. löntagarfondstyrelserna. (prop. 1983/84:50, bet. FiU 20, rskr. 122, SFS 1983:1092). Riksdagen fattade 1991 beslut om att avveckla löntagarfondstyrelserna (prop. 1991/92:36, bet. 1991/92:FiU9, rskr. 1991/92:91, SFS 1991:1857). De tillgångar och skulder som förvaltades av dessa styrelser fördes 1992 över till gemensam förvaltning av en nyinrättad avvecklingsstyrelse (Fond 92–94).

I tillväxtpropositionen (prop. 1995/96:25) konstaterade regeringen att AP-fonden hade drygt 90 procent av sina tillgångar investerade i tillgångsslag som var direkt beroende av ränteutvecklingen. För att bättra tillgodose kravet på ökad riskspridning och bidra till en ökad avkastning på fondens kapital föreslog regeringen att tio miljarder kronor skulle omfördelas till placeringar i aktier, ett förslag som antogs av riksdagen.

I regeringens proposition från 1996 om inrättandet av en sjätte fondstyrelse (prop. 1995/96:171, bet. 1995/96:NU24, rskr. 1995/96:284, SFS 1996:697) föreslogs att dessa tio miljarder kronor skulle förvaltas av den dåvarande avvecklingsstyrelsen, inklusive de medel, cirka 366 miljoner kronor, som kvarstod outskiftade i Fond 92–94. I och med detta permanentades avvecklingsstyrelsen inom ramen för AP-fonden och bytte namn till sjätte fondstyrelsen.

Sjätte fondstyrelsen hade från starten ett uppdrag att placera anförtrodda medel i aktier och andra värdepapper på riskkapitalmarknaden. Sjätte fondstyrelsens placeringsregler möjliggjorde också i större utsträckning placeringar i små och medelstora företag som inte var börsnoterade.

I och med pensionsreformen kom AP-fondernas roll i det reformerade pensionssystemet att förändras och regelverket som omgärdar fonderna att stöpas om. Sjätte fondstyrelsen lämnades dock utanför pensionsuppgörelsen. Man valde i stället att utan större förändringar föra över gällande regler till lagen (2000:193) om Sjätte AP-fonden. Detta innebär bl.a. att Sjätte AP-fondens mål och placeringsregler skiljer sig från de övriga AP-fondernas mål och placeringsregler. Det har inte heller definierats på vilket sätt fondens tillgångar i en framtid skall kunna tas i anspråk för att finansiera utgående pensioner.

Mål för placeringsverksamheten

Målen för Sjätte AP-fondens placeringsverksamhet härrör alltså från regeringens förslag från 1996 om inrättandet av en sjätte fondstyrelse. Dels framhöll regeringen att det övergripande målet för medelsförvaltningen inom AP-fonden, att i ett långsiktigt perspektiv maximera avkastningen på tillgångarna, skulle gälla även för den nyinrättade sjätte fondstyrelsen. Dels ville regeringen ställa riskvilligt kapital till det svenska näringslivets förfogande i syfte att främja tillväxt och syssel-

sättning. Genom att öka tillgången på riskkapital på marknaden avsåg regeringen att förbättra företagens möjligheter att emittera nya aktier och stärka sin finansiella bas till gagn för utvecklingen av företagen (prop. 1995/96:171 s. 11).

Vad det gäller målsättningen att långsiktigt maximera avkastningen på tillgångarna pekade regeringen i förslaget från 1996 på följande: ”Särskilt beträffande investeringar i mindre bolag kan det ta några år innan investeringen blir lönsam. Genom det långsiktiga avkastningskravet blir Sjätte fondstyrelsen inte lika begränsad till att investera i huvudsakligen tillgångar med enbart låg risk för att uppnå en avkastning som är god på kort sikt” (prop. 1995/96:171 s. 12).

Sjätte AP-fondens mål enligt lag är att, inom ramen för vad som är till nytta för pensionssystemet, placera fondmedlen så att kraven på långsiktigt hög avkastning och tillfredsställande riskspridning tillgodoses. Motiven att främja tillväxt och sysselsättning genom att stärka kapitalförsörjningen till näringslivet anges i lagens förarbeten. Det sägs inte att detta tillskott av riskkapital uteslutande skall riktas till små och medelstora företag, eller aktier i onoterade bolag. Detta beskrivs i stället som en möjlighet för den dåvarande sjätte fondstyrelsen. Eftersom fondens syfte var att främja den svenska ekonomins utveckling och tillväxt ansågs det att den dåvarande sjätte fondstyrelsen skulle tillämpa de placeringsregler som dittills hade gällt för avvecklingsstyrelsen.

I och med att pensionssystemet reformerades kom regelverket för de övriga AP-fonderna att förändras (prop. 1999/2000:46 s. 76 ff.). Målet för placeringsverksamheten i de ombildade Första–Fjärde AP-fonderna renodlades genom bestämmelsen att fondmedlen skall förvaltas så att de blir till största möjliga nytta för försäkringen för inkomstgrundad ålderspension. Det övergripande målet kan därmed sägas vara hög avkastning i förhållande till risk. Eftersom Sjätte AP-fonden inte ingick i den fempartiuppgörelse som ligger till grund för pensionsreformen kom detta mål att gälla för alla AP-fonder utom denna fond.

Vidare gäller för Första–Fjärde AP-fonderna att risknivån skall vara låg (i termer av utgående pensioner) och att medlen skall placeras så att långsiktigt hög avkastning uppnås givet den valda risknivån, att allokeringen av tillgångar skall grundas på en analys av pensionssystemets åtagande och att nödvändig betalningsberedskap skall upprätthållas. Näringspolitiska eller andra ekonomisk-politiska uppgifter skall inte finnas (prop. 1999/2000:46 s. 76).

I den gällande lagen för Sjätte AP-fonden finns det ett mål om långsiktigt hög avkastning. Lagen överlåter åt Sjätte AP-fonden att själv ställa upp närmare mål för sin placeringsverksamhet.

Placeringsbestämmelser

Sjätte AP-fonden har sedan starten haft i uppdrag att förvalta anförtrodda medel genom placeringar på riskkapitalmarknaden, vilket medfört att placeringsbestämmelserna skiljer sig från de reformerade buffertfondernas placeringsbestämmelser. Sjätte AP-fonden kan, till skillnad från Första–Fjärde AP-fonderna, sägas ha ett specialiserat uppdrag att investera i små och medelstora onoterade bolag.

Sjätte AP-fonden placerar huvudsakligen i aktier i svenska onoterade företag och i riskkapitalfonder eller börsnoterade riskkapitalbolag. Avseende dessa tre former av placeringar finns ingen begränsning av det röstetal som fonden får inneha i förhållande till det totala antalet röster i ett portföljbolag. En begränsning till 30 procent av rösterna i bolaget finns för placeringar i börsnoterade svenska aktiebolag som inte är riskkapitalbolag.

Vidare får fonden, för att kunna förvalta medlen effektivt eller för att avhända sig risk, handla med optioner och terminer eller andra liknande finansiella instrument. Inom ramen för likviditetsförvaltningen får fonden placera medel på konto i bank och i räntebärande instrument med hög likviditet.

Sjätte AP-fonden har till skillnad från Första–Fjärde AP-fonderna ingen möjlighet att göra placeringar i tillgångar uttryckta i utländsk valuta. Detta har sin grund i Sjätte AP-fondens uppdrag att verka för en god riskkapitalförsörjning på den svenska marknaden. Sjätte AP-fondens placeringsbestämmelser överfördes från den dåvarande avvecklingsstyrelsen (Fond 92–94), vars ursprung kan härledas till de tidigare lön- tagarfonderna. Placeringsbestämmelserna har därför sitt ursprung i en tid när valutaregleringen alltfjämt var i kraft.

Sjätte AP-fonden har dock vissa begränsade möjligheter att äga utländska tillgångar. Vid tillämpning av 3 kap. 2 § lagen om Sjätte AP-fonden anses ett aktiebolag inte som utländskt om bolaget har förvärvat ett svenskt aktiebolag genom ett offentligt erbjudande där ersättningen till aktieägarna i det svenska bolaget utgjordes av aktier i bolaget. Om bolaget har betydande verksamhet i Sverige eller om bolagets aktier är noterade vid svensk börs eller auktoriserad marknadsplats anses detta heller inte som en placering i utlandet.¹² Vidare anges i lagen att Sjätte AP-fonden, för att skydda en fordran, kan förvärva eller ta emot tillgångar som är noterade vid en utländsk börs om det är uppenbart att fonden annars skulle lida av en avsevärd förlust och att tillgångar förvärvade under dessa förutsättningar skall avyttras så snart det är lämpligt och senast då det kan ske utan förlust.

Sjätte AP-fondens uppdrag att investera i onoterade små och medelstora bolag framgår enligt nuvarande regler huvudsakligen indirekt genom fondens obegränsade möjligheter att äga onoterade bolag samt börsnoterade riskkapitalbolag.

Första–Fjärde AP-fonderna har mer begränsade möjligheter att äga andelar av röstetalet i svenska eller utländska noterade aktiebolag och onoterade riskkapitalbolag. Därutöver finns det för var och en av fonderna en separat begränsning av det sammanlagda innehavet av svenska börsaktier vid två procent av börsvärdet. Utöver möjligheten att investera i onoterade riskkapitalbolag och fastighetsbolag får inget ägande i onoterade företag förekomma. Det betyder att Första–Fjärde AP-fonderna endast får investera i onoterade bolag på indirekt väg genom att placera i riskkapitalfonder. Upp till fem procent av det förvaltade fondkapitalet får investeras i onoterade tillgångar.

Det finns ingen begränsning av Första–Fjärde AP-fondernas innehav av utländska tillgångar men däremot en begränsning av hur stor andel av

¹² Detta undantag gällde före 2001 även de dåvarande fjärde och femte fondstyrelserna.

fondkapitalet som får exponeras för valutarisk. Denna begränsning uppgick till 25 procent vid utgången av 2003 och får därefter utökas med fem procentenheter per år, upp till maximalt 40 procent. Möjligheten för dessa fonder att placera utomlands motiverades av riskspridning samt av fondernas storlek i förhållande till den svenska marknaden (prop. 1999/2000:46 s. 101 f.).

Övriga bestämmelser

Sjätte AP-fondens styrelse består av fem ledamöter, vilket avviker från vad som gäller i övriga AP-fonder.

Enligt gällande regelverk skall minst en av revisorerna vara auktoriserad medan båda av de revisorer som utses av regeringen i övriga AP-fonder skall vara auktoriserade. Sjätte AP-fondens revisorer får förordnas för tiden till dess balansräkning har fastställts nästa gång, dvs. högst ett år i taget, medan revisorerna i övriga AP-fonder får förordnas för en treårsperiod.

Lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder) föreskriver att AP-fonderna årligen skall fastställa en verksamhetsplan som skall innehålla riktlinjer för placeringsverksamheten och för utövande av rösträtt samt en riskhanteringsplan. Sjätte AP-fonden har inget sådant lagfäst krav.

Enligt prop. 1999/2000:46 (s. 76) skall allokeringen av tillgångar grundas på en analys av pensionssystemets åtagande. Uttrycket allokering av tillgångar syftar på fördelningen av fondmedlen på breda tillgångsklasser. Eftersom Sjätte AP-fonden har ett specialiserat uppdrag att placera fondmedlen i onoterade aktier finns inte motsvarande behov i detta fall.

Till skillnad från övriga AP-fonder gäller för Sjätte AP-fonden alltså kravet att överlämna en egen utvärdering av styrelsens förvaltning till regeringen. I de övriga AP-fondernas fall har kravet avvecklats med hänvisning till att underlaget för regeringens utvärdering i stället bör tas fram av en lämplig extern utvärderare med hög kompetens.

Ytterligare en skillnad beträffande Sjätte AP-fondens regelverk i förhållande till Första–Fjärde AP-fonderna är det faktum att det i lagen inte anges att styrelsen företräder fonden också inför domstol, vilket är fallet för de övriga buffertfonderna.

4 Motiv för ändring av gällande regelverk

4.1 Lagförslag

Promemorians förslag: De regler som gäller för Första–Fjärde AP-fonderna skall i huvudsak gälla också i fråga om Sjätte AP-fondens verksamhet. Reglerna för Sjätte AP-fonden skall därför tas in i lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder). Lagen (2000:193) om Sjätte AP-fonden skall då upphöra att gälla.

Som en konsekvens av att reglerna för Sjätte AP-fonden tas in i lagen om allmänna pensionsfonder (AP-fonder) och att lagen om Sjätte AP-fonden upphör att gälla, görs vissa följdändringar i andra lagar.

Skälen för promemorians förslag

Reglerna för Sjätte AP-fondens verksamhet

Nu gällande regler för Sjätte AP-fonden finns i en särskild lag, lagen (2000:193) om Sjätte AP-fonden. Som framgår av avsnitten 4.2–4.5 innebär de förändringar som nu föreslås beträffande de regler som gäller för Sjätte AP-fondens verksamhet att i huvudsak samma regler som gäller för Första–Fjärde AP-fonderna skall gälla också i fråga om Sjätte AP-fonden. De regler som föreslås gälla särskilt för Sjätte AP-fonden avser målet för fondens verksamhet och de därmed sammanhängande placeringsreglerna. Med hänsyn till fondens verksamhet skall även antalet styrelseledamöter vara fem i likhet med vad som gäller enligt lagen om Sjätte AP-fonden. I övrigt kommer reglerna för bl.a. styrelse, redovisning och revision i Första–Fjärde AP-fonderna att gälla även för Sjätte AP-fonden. Det finns således skäl att nu placera reglerna för Sjätte AP-fonden i samma lag som reglerna för de övriga AP-fonderna. Detta är också helt i enlighet med vad regeringen tidigare har uttalat (se prop. 1999/2000:46 s. 74).

Lagen om Sjätte AP-fonden

I enlighet med förslaget att ta in reglerna för Sjätte AP-fonden i lagen om allmänna pensionsfonder (AP-fonder) bör lagen om Sjätte AP-fonden upphöra att gälla.

Följdändringar i andra lagar

Genom att de regler som skall gälla för Sjätte AP-fondens verksamhet tas in i lagen om allmänna pensionsfonder (AP-fonder) och lagen om Sjätte AP-fonden upphör att gälla, måste några lagar som i dag hänvisar till lagen om Sjätte AP-fonden justeras. Dessa justeringar innebär enbart att hänvisningen till lagen om Sjätte AP-fonden utgår. De bestämmelser som berörs är 9 kap. 6 § aktiebolagslagen (1975:1385), 9 kap. 23 § sekretesslagen (1980:100), 9 kap. 2 och 3 §§ försäkringsrörelselagen (1982:713), 2 § lagen (1984:404) om stämpelskatt vid inskrivningsmyndigheter och 6 kap. 1 § lagen (1988:1385) om Sveriges riksbank.

4.2 Sjätte AP-fondens mål

Promemorians förslag: Sjätte AP-fonden skall vara till största möjliga nytta för pensionssystemet genom att placera fondmedlen i små och medelstora onoterade bolag.

Skälen för promemorians förslag: Sjätte AP-fonden låg utanför pensionsöverenskommelsen och fondens mål har därför inte kommit att övervägas på det sätt som skett för Första–Fjärde AP-fonderna. Det är numera klarlagt att Sjätte AP-fondens tillgångar ingår bland övriga tillgångar i inkomstpensionens balansräkning (det s.k. fördelnings-systemet), vilket ger anledning att samordna fondens mål med övriga AP-fonders.

Första–Fjärde AP-fondernas mål anges i en portalparagraf enligt vilken fondmedlen skall förvaltas på ett sådant sätt att de blir till största möjliga nytta för pensionssystemet (försäkringen för inkomstgrundad ålderspension). Eftersom Sjätte AP-fonden fullgör samma grundläggande funktion som övriga buffertfonder är det lämpligt att Sjätte AP-fonden får ett likartat övergripande mål, samtidigt som inriktningen mot riskkapitalfinansiering tydliggörs. Sjätte AP-fonden bör därför ha som specifikt mål att vara till nytta för pensionssystemet genom att placera fondmedlen i onoterade företag och bedriva denna verksamhet på bästa möjliga sätt. Det kan därigenom ske en samordning av buffertfondernas övergripande mål, samtidigt som Sjätte AP-fondens särprägel tydliggörs. Eftersom onoterade aktier uppvisar låg korrelation med borsindex över tiden, kan pensionssystemet genom Sjätte AP-fondens inriktning tillgodogöra sig diversifieringsvinster som sänker den finansiella risken i den summerade buffertfonden.¹³ Genom att Sjätte AP-fondens uppdrag renodlas på detta sätt klagörs det även att fondens mål skall vara tydligt kopplat till riskkapitalfinansiering, vilket blir till nytta även för riskkapitalmarknaden. Detta bör emellertid i så fall vara en konsekvens av fondens övergripande mål och inte en orsak till utformningen av fondens mål.

För att ytterligare understryka att fondens primära uppgift är att vara till nytta för pensionssystemet bör inriktningen mot att uteslutande finansiera svenska bolag ändras. Detta är inte heller nödvändigt eller önskvärt utifrån den internationalisering som skett på riskkapitalmarknaden. I stället bör det vara naturligt att Sjätte AP-fonden inriktas mot de svenska och nordiska marknaderna mot bakgrund av uppdraget att vara till största möjliga nytta för pensionssystemet. God marknadskännedom är en förutsättning för långsiktigt god avkastning i förhållande till risk. På riskkapitalmarknaden torde detta i högre grad än i andra sammanhang även förutsätta lokal närvaro. Problem att hantera asymmetrisk information, och en därmed sammanhängande risk för intressekonflikter, utmärker finansiering i allmänhet och riskkapitalfinansiering i synnerhet.¹⁴ Onoterade unga företag har en kort historik

¹³ Med finansiell risk menas variationer i avkastningen över tiden. Hög risk innebär således stora sådana variationer medan låg risk innebär små variationer.

¹⁴ Med asymmetrisk information avses det förhållandet att en företagsledare har bättre information om investeringens lönsamhet än externa finansiärer och även möjlighet att fortlöpande påverka utfallet.

och ofta ett stort inslag av humankapital, vilket kräver stora analysinsatser inför ett beslut om att eventuellt investera i ett sådant bolag. Sådana problem kan mildras genom externa förvaltningsuppdrag, dvs. genom att Sjätte AP-fonden investerar i riskkapitalfonder som i sin tur investerar i onoterade företag. Det kan emellertid ifrågasättas om passiva innehav i riskkapitalfonder som verkar på främmande marknader är förenliga med kravet på hög avkastning i förhållande till risk för en specialiserad aktör som Sjätte AP-fonden. Verksamheten kräver bl.a. fortlöpande insatser i form av bolagsstyrning. För att fonden, i likhet med dagens förhållanden, skall kunna utöva ett aktivt ägande i förhållande till onoterade bolag och externa riskkapitalfonder som i sin tur investerar i sådana bolag, måste investeringarna troligen ske på marknader som ligger geografiskt nära. Det hindrar inte att Sjätte AP-fonden undantagsvis kan behöva investera en mindre andel av fondkapitalet på marknader utanför Norden, t.ex. i samband med avyttring av onoterade bolag till utländska köpare eller av andra skäl som är betydelsefulla för fondens verksamhet, mot bakgrund av fondens mål.

4.3 Behovet av reviderade placeringsbestämmelser

4.3.1 Valutamandat

Promemorians förslag: Högst 40 procent av Sjätte AP-fondens tillgångar får vara exponerade för valutarisk. Vid placeringar i icke-marknadsnoterade riskkapitalföretag skall exponeringen avse de aktier och andra andelar som ett sådant företag har i andra företag, i proportion till fondens innehav i riskkapitalföretaget. Detsamma skall gälla för Första–Fjärde AP-fondernas placeringar i sådana riskkapitalföretag.

Skälen för promemorians förslag: Sjätte AP-fonden har enligt gällande lagstiftning endast mycket begränsade möjligheter att äga tillgångar uttryckta i utländsk valuta. Den möjlighet som finns i den gällande lagen innebär bl.a. att Sjätte AP-fonden kan ta emot betalning för en avyttrad investering när köparen är ett utländskt bolag och ersättningen utgår i form av egna aktier i det förvärvande utländska bolaget. I övrigt finns vissa begränsade möjligheter att äga utländska tillgångar för att uppnå en effektiv förvaltning. Av flera skäl finns det nu behov av ett mandat för Sjätte AP-fonden att placera i utländska tillgångar, liknande det valutamandat som innehas av Första–Fjärde AP-fonderna.

Sjätte AP-fonden skall ha som mål att vara till nytta för pensions-systemet genom att placera medlen i små och medelstora onoterade bolag. Givet denna målsättning är det av yttersta vikt att fondens verksamhet omges av ett regelverk som tillåter fonden att fullt ut agera på de villkor som råder på marknaden för placeringar i sådana bolag. För att kunna uppnå en så hög avkastning som möjligt genom investeringar i svenska onoterade bolag placerar fonden redan i dag, via svenska onoterade bolag, medel i riskkapitalfonder med juridisk hemvist utanför Sverige, som i sin tur inte uteslutande investerar i svenska onoterade bolag. På detta sätt uppfylls lagens bokstav men knappast dess

andemening. För att kunna leva upp till den målsättning som fonden har, nämligen att inom ramen för vad som är till nytta för pensionssystemet tillföra riskvilligt kapital till svenska onoterade företag, har fonden sett sig nödgad att röra sig i regelverkets utkanter.¹⁵ Detta beror på att marknadsutvecklingen medfört att flertalet riskkapitalfonder som investerar i svenska onoterade företag har juridisk hemvist utanför Sverige och ofta en nordisk, dvs. något bredare, inriktning. Regelverket som ligger till grund för fondens verksamhet bör anpassas i förhållande till rådande marknadsutveckling så att fonden fullt ut kan tillgodose det mål som ges av regelverket, både det gällande och det som föreslås.

Ytterligare faktorer kan anföras som visar på fondens behov av ett valutamandat. Fonderna har i nuläget, via svenska onoterade bolag, placerat medel i ett antal riskkapitalfonder. Fonderna väljer vanligen att specialisera sig på en eller två branscher och fokuserar på den nordiska marknaden. Även Sjätte AP-fondens placeringsstrategi innebär en tydlig uppdelning och specialisering på ett fåtal branscher – bioteknik, informationsteknologi, fastigheter och traditionella industriföretag. Inom informationsteknologi ligger t.ex. den finska marknaden i framkanten av utvecklingen, varför många riskkapitalfonder som investerar i svenska onoterade företag inom informationsteknologi även placerar i liknande finska företag. För att kunna tillgodose pensionstagarnas behov och vara till största möjliga nytta för pensionssystemet behöver fonden kunna tillvarata dylika investeringsmöjligheter. Detta skall dock inte innebära något klartecken för fonden att placera i onoterade företag på marknader som fonden inte har tillräcklig kunskap om.

Ytterligare skäl till att fondens möjligheter att placera i utländska tillgångar bör vidgas är Sjätte AP-fondens behov av att kunna investera i riskkapitalfonder med juridisk hemvist utanför Sverige. Detta gäller särskilt riskkapitalfonder som placerar i svenska och nordiska portföljbolag, men som av något skäl har sin juridiska hemvist utanför Sverige, något som under de senaste decennierna blivit mycket vanligt på den svenska riskkapitalmarknaden. När en riskkapitalfond sätts upp väljs fondens juridiska hemvist vanligen med hänsyn till de institutionella placerare, ofta utländska sådana, som förser fonden med kapital. För att inte riskera en sämre kapitalförsörjning till de portföljbolag som en riskkapitalfond avser investera i, väljer många svenska förvaltare att upprätta riskkapitalfonder utomlands. I sådana situationer föreslås dock portföljbolagens juridiska hemvist vara avgörande för om investeringen skall anses vara en utlandsinvestering eller ej. Riskkapitalfondens juridiska hemvist bör inte vara avgörande. Det är inte lämpligt att reglera enbart det första ledet när det gäller investeringar i onoterade bolag eftersom det är lätt att bilda onoterade bolag som i sin tur äger andra bolag, vilket skulle kunna innebära att placeringar görs i strid mot lagens anda. I stället bör exponeringen mot de underliggande portföljbolagen som sådana regleras, eftersom det är där resultaten skapas och affärs- och valutarisker uppstår.

¹⁵ Regeringen konstaterade i skrivelsen för 2000 att vissa indirekta investeringar i Sjätte AP-fondens portfölj i slutändan innebar en exponering mot utländska företag, vilket inte stod i strid med lagens ordalydelse men likväl kunde ifrågasättas. Regeringen uttalade att det mot den bakgrunden kunde vara lämpligt att överväga förändringar av Sjätte AP-fondens regelverk (regeringens skrivelse 2000/01:131 s. 43).

Ytterligare ett skäl till varför fonden bör få möjlighet att äga utländska tillgångar är att detta kan vara nödvändigt för att kunna avyttra en investering till bästa möjliga pris. Investeringar i onoterade bolag avyttras inte sällan genom försäljning till en industriell köpare. Detta kan vara ett utländskt börsnoterat företag. Dessa aktörer kan ofta ge ett bättre erbjudande till befintliga ägare om de får finansiera köpet med egna aktier, snarare än med kontant likvid. Dock vill en sådan aktör vanligen förhindra att de egna aktier som getts som betalning säljs omedelbart efter att förvärvet genomförts, varför olika typer av inlåsningsmekanismer är vanliga. Även i avyttringssituationer då ingen inlåsningsförekommer kan det finnas skäl för den säljande parten att kvarstå som ägare i det förvärvande bolaget, om betalning skett med hjälp av egna aktier. Enligt gällande regelverk måste Sjätte AP-fonden sälja utländska aktier som den erhållit som betalning för en avyttrad investering så snart det kan ske utan förlust. Denna ordning är inte lämplig med tanke på fondens uppdrag att maximera avkastningen på tilldelade pensionsmedel.

Promemorians förslag är att högst 40 procent av tillgångarna i Sjätte AP-fonden får vara exponerade för valutarisk, i likhet med de regler som gäller för Första–Fjärde AP-fonderna. I samband med att dessa fonder gavs möjlighet att placera i utländska tillgångar övervägdes flera olika alternativ för hur valutarisk skulle definieras (prop. 1999/2000:46 s. 100 ff.). För räntebärande tillgångar är det relativt enkelt att fastställa förekomsten av valutarisk. Här är det avgörande om instrumentet är denominerat i utländsk valuta. För obligationer med olika valutor på kupong och kapitaldel (mantel) utgörs valutarisken i förekommande fall av den del som är denominerad i utländsk valuta. För aktier är det dock svårare att bedöma vilken valutarisk som föreligger. Exponeringen är olika stor i olika aktier och förekomsten av valutarisk kan sägas bero på hur mycket bolagets värde förändras på grund av förändringar i valutakursen. Aktier i ett företag värderas utifrån en bedömning av framtida kassaflöden. I de fall då ett företags kassaflöde är beroende av flera olika valutor är aktien utsatt för valutarisk, även om aktien är noterad på den inhemska börsen. Det är svårt att skilja ut graden av valutarisk mellan svenska börsnoterade företag med en stor del av kassaflödena i utländsk valuta och utländska börsnoterade företag med en stor del av kassaflödena i svenska kronor. På grund av det flertal bedömningssvårigheter som uppstod valde man från regeringens sida en regel som är enkel att tillämpa. Aktier i företag med juridisk hemvist i Sverige ingår inte i en utlandsram enligt gällande regler för Första–Fjärde AP-fonderna. Denna princip föreslås gälla även för Sjätte AP-fonden.

Genom att basera bedömningen av juridisk hemvist för onoterade bolag på de slutligt ägda portföljbolagen blir samma princip gällande för alla AP-fonder i denna del. Valutarisk skall beträffande onoterade bolag avse fondens reella innehav av onoterade bolag och inte begränsas till första ledet i en kedja av innehav.

4.3.2 Övriga placeringsbestämmelser

Promemorians förslag: Högst tio procent av Sjätte AP-fondens tillgångar, värderade till bokfört värde, får placeras i fondpapper eller andra finansiella instrument utfärdade av en emittent eller grupp av emittenter med inbördes anknytning. Vid placeringar i icke-marknadsnoterade riskkapitalföretag skall begränsningen avse de aktier och andra andelar som ett sådant företag har i andra företag, i proportion till fondens innehav i riskkapitalföretaget.

Sjätte AP-fonden skall inte grunda allokeringen av tillgångar på en analys av pensionssystemets åtagande. Första–Fjärde AP-fonderna skall beakta Sjätte AP-fondens innehav av onoterade tillgångar vid beslut om egna investeringar i sådana tillgångar.

Skälen för promemorians förslag: För Första–Fjärde AP-fonderna gäller en begränsning av stora exponeringar vid tio procent av fondernas marknadsvärderade kapital. Det saknas skäl att inte införa samma bestämmelse för Sjätte AP-fondens del. Svårigheterna att entydigt bestämma ett marknadsvärde (s.k. verkligt värde), i kombination med det grundläggande behov av riskspridning som är bestämmelsens syfte, motiverar att bestämmelsen för Sjätte AP-fondens del tar sin utgångspunkt i bokfört värde.

Sjätte AP-fondens inriktning mot riskkapitalfinansiering motiverar att fondens vidgade möjlighet i förhållande till Första–Fjärde AP-fonderna att förvärva andelar av kapital och röster i onoterade bolag och börsnoterade riskkapitalbolag kvarstår oförändrad. En fond som investerar i riskkapital är inte en renodlad finansiell placerare, eftersom investeringarna måste följas upp genom en aktiv bolagsstyrning. Erforderliga begränsningar av möjligheterna att uppträda som dominerande ägare bör snarare följa av fondens övergripande mål att vara till nytta för pensionssystemet.

Sjätte AP-fondens inriktning mot små och medelstora bolag motiverar även att möjligheten att förvärva upp till 30 procent av kapital eller röster i börsnoterade bolag som inte är riskkapitalbolag kvarstår oförändrad.

Sjätte AP-fonden föreslås behålla uppdraget att placera anförtrodda medel i små och medelstora onoterade bolag. Eftersom fondens inriktning därmed är bestämd bortfaller behovet att närmare överväga fondens allokering av tillgångar. Däremot finns ett fortsatt behov att överväga buffertfondernas sammanlagda tillgångsstruktur. Detta gäller i all synnerhet när buffertfonderna tas i anspråk för att finansiera utgående pensioner i en sådan omfattning att avkastningen inte räcker för att fullgöra de anspråk som riktas mot fonderna, med resultat att tillgångarna krymper över tiden. I en sådan situation blir behovet av betalningsberedskap mer framträdande. Det faller sig därför naturligt att Första–Fjärde AP-fonderna, när detta behov påkallas av omständigheterna, beaktar Sjätte AP-fondens innehav av onoterade tillgångar när de själva beslutar om andelen onoterade tillgångar.

4.4 Medelstilledning och pensionsutbetalningar

Promemorians förslag: Sjätte AP-fonden skall överföra kapital till Första–Fjärde AP-fonderna när detta är motiverat med hänsyn till dessa fonders sammanlagda storlek, sammansättning och förväntade fortsatta utveckling. Överföring skall ske med lika stort belopp till var och en av fonderna. Sjätte AP-fonden skall inte ha rätt att låna medel i Riksgäldskontoret.

Skälen för promemorians förslag: Det faktum att Sjätte AP-fonden stod utanför pensionsöverenskommelsen innebär att fonden inte fullt ut inordnats i pensionssystemet. Det har, som tidigare framhållits, klargjorts i samband med riksdagens beslut om den automatiska balanseringen av ålderspensionssystemet att fondens tillgångar skall inräknas bland inkomstpensionens tillgångar (prop. 2000/01:70, bet. 2000/01:SfU13, rskr. 2000/01:210). Det har emellertid inte klargjorts på vilket sätt fondens tillgångar skall tas i anspråk när ett sådant behov uppstår. Eftersom Sjätte AP-fonden har ett specialiserat uppdrag att placera fondmedlen i onoterade tillgångar, som inte kan avyttras med kort varsel, är det inte okomplicerat att skapa en sådan ordning. 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 och finansiera pensionsutbetalningar. Eftersom Sjätte AP-fonden i stor utsträckning 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 och utbetalar pensioner. I stället definieras en koppling till pensionssystemet på basis av fondens övergripande mål, att vara till största möjliga nytta för detta system.

Sjätte AP-fonden bör överföra kapital till Första–Fjärde AP-fonderna i lika delar. Detta bör ske på initiativ av Sjätte AP-fondens styrelse. I målet att vara till största möjliga nytta för pensionssystemet ingår att styrelsen måste göra en bedömning av vid vilken tidpunkt en överföring bör ske. Eftersom fondens mål föreslås utgå från pensionssystemets behov har placeringarna syftet att bidra genom riskspridning i förhållande till Första–Fjärde AP-fondernas stora innehav av börsnoterade och omsättningsbara tillgångar och därmed bidra till en god avkastning i förhållande till risk för buffertfonden som helhet. Av detta syfte och av placeringarnas karaktär följer att inslaget av onoterade tillgångar i den summerade buffertfonden inte bör bli alltför stort. Som ett exempel för att belysa detta grundläggande förhållande kan antas att inslaget av onoterade tillgångar inte bör överstiga tio procent av den summerade buffertfonden. Eftersom Första–Fjärde AP-fonderna själva har rätt att placera upp till fem procent av fondkapitalet i onoterade tillgångar återstår, enligt exemplet, ett utrymme motsvarande fem procent av det summerade buffertkapitalet för Sjätte AP-fondens placeringar i onoterade aktier. Med användning av de förhållanden som var rådande vid utgången av 2003 motsvarade detta utrymme 29 miljarder kronor, dvs.

ett belopp som kraftigt översteg Sjätte AP-fondens hela fondkapital vid samma tidpunkt. Med användning av dessa uppgifter skulle den summerade buffertfonden behöva minst halveras innan den har krympt storleksmässigt till en sådan nivå att Sjätte AP-fonden kan antas vara besvärande stor i förhållande till den summerade buffertfonden. Den närmare bedömningen av under vilka förhållanden Sjätte AP-fonden bör inriktas mot avveckling bör emellertid beakta alla relevanta omständigheter, inklusive det behov av framförhållning som de faktiska placeringarna och riskkapitalmarknadens utveckling motiverar.

Styrelsen skall göra bedömningen när det är dags att leverera in kapital till pensionssystemet, mot bakgrund av pensionssystemets behov av god riskspridning och betalningsberedskap. Det viktigaste argument för denna lösning är att styrelsen ansvarar för den löpande förvaltningen och därför bör ha bäst kännedom om med vilken framförhållning ett sådant beslut måste fattas. Ett viktigt övervägande när det gäller placeringar i onoterade företag är bedömningen när en investering skall avvecklas för att investeraren skall få så god avkastning som möjligt på investerade medel. 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.

Det finns flera sätt att avyttra ett portföljbolag, varav de vanligaste är börsnotering eller försäljning till en industriell aktör. Bedömningen av vad som är ett rimligt pris för ett onoterat bolags aktier beror på dels värderingen av likvärdiga börsnoterade företags aktier, dels andra, mer svårbedömda, faktorer. De sistnämnda kan vara konjunkturläget i allmänhet och i synnerhet beträffande den bransch där det onoterade företaget befinner sig, företagets lönsamhet, marknadens förtroende för de investerare som avyttrar, osv. Komplexiteten i sådana bedömningar ger vid handen att de som löpande arbetar med verksamheten är bäst skickade att göra dem. Fondens styrelse torde ha rätt erfarenhet och kunskap om placeringsverksamheten för att kunna göra dessa bedömningar så att pensionssystemets intressen bäst tillgodoses. Ytterligare en fördel med den lösning som föreslås är att den ryms inom ramen för den existerande organisatoriska strukturen som finns hos Första–Fjärde AP-fonderna respektive Sjätte AP-fonden. Förslaget är även förenligt med den grundläggande principen om pensionssystemets självständiga ställning.

Det är viktigt att Sjätte AP-fondens styrelse har rätt beslutsunderlag när det gäller att bedöma den sammanlagda buffertfondens storlek, sammansättning och förväntade fortsatta utveckling. Denna kunskap finns bl.a. hos Första–Fjärde AP-fonderna. Det bör vara naturligt om dessa fonder tar hänsyn till Sjätte AP-fondens innehav av onoterade tillgångar, vid bedömning av fondernas långsiktiga placeringsinriktning, när omständigheterna motiverar detta, enligt vad som föreslogs i föregående avsnitt. Bedömningar av detta slag, som kan antas ha effekt på Sjätte AP-fondens behov av att påbörja en avveckling av placeringsverksamheten, bör kommuniceras tydligt, exempelvis genom att Första–Fjärde AP-fonderna själva inleder en motsvarande avveckling av sina onoterade innehav.

Om Sjätte AP-fondens styrelse trots goda skäl skulle underlåta att påbörja en avveckling i god tid, kan regeringen genom adekvata

kontrollmekanismer se till att styrelsen uppfyller det i lag formulerade målet om att ta ett sådant initiativ. De kontrollmekanismer som finns enligt gällande regelverk, årlig utvärdering samt utnämning av fondens styrelse, är fullgoda, även för detta ändamål.

Riksdagen kan alltid besluta om överföring av medel mellan Sjätte AP-fonden å ena sidan och Första–Fjärde AP-fonderna å andra sidan när detta bedöms nödvändigt. Till grund för ett sådant avgörande kan ligga den övergripande balansen mellan noterade och onoterade tillgångar i den aggregerade buffertfondens portfölj, mot bakgrund av behovet av riskspridning och betalningsberedskap. Ett sådant beslut kan innebära både att ytterligare medel tillförs Sjätte AP-fonden och att medel förs i motsatt riktning, dvs. till Första–Fjärde AP-fonderna. Riksdagen kan även uppdra åt regeringen att fatta ett sådant beslut när det bedöms lämpligt. Det kan i ett sådant fall ankomma på regeringen, i det fall Sjätte AP-fondens fondkapital skall utnyttjas för att finansiera utgående pensioner, att ta nödvändiga hänsyn till behovet av framförhållning. Regeringen kan inhämta närmare information från Sjätte AP-fonden om vilken framförhållning som är önskvärd, dvs. hur snabbt betalning kan ske. Den ovan föreslagna ordningen, att Sjätte AP-fonden själv fattar de nödvändiga besluten, förefaller emellertid mer ändamålsenlig eftersom det är fonden som har det erforderliga beslutsunderlaget samtidigt som regeringen och riksdagen har tillräckliga kontrollmekanismer.

Första–Fjärde AP-fonderna har var för sig lånerätt i Riksgäldskontoret vid tömning av respektive fond. Denna rätt motiveras av fondernas uppgift att månatligen finansiera utgående pensioner och av pensionssystemets autonomi i förhållande till statsbudgeten. Eftersom Sjätte AP-fonden inte deltar i dessa månatliga betalningar saknas skäl att ge fonden en motsvarande lånerätt.

4.5 Övriga bestämmelser

Promemorians förslag: Bestämmelserna för Första–Fjärde AP-fonderna i lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder) beträffande organisation, beslutsordning, redovisning, revision m.m. skall i huvudsak gälla även Sjätte AP-fonden. Vissa särbestämmelser skall dock finnas kvar. Sjätte AP-fondens styrelse skall alltså bestå av fem ledamöter. Fonden skall även fortsättningsvis leverera en årlig resultatuppföljning, samtidigt med att årsredovisning och revisionsberättelse överlämnas till regeringen.

Skälen för promemorians förslag: Även om många bestämmelser kan vara identiska motiveras Sjätte AP-fondens verksamhet att vissa skillnader består.

Sjätte AP-fondens styrelse föreslås även fortsättningsvis bestå av fem ledamöter, vilket avviker från vad som gäller för övriga AP-fonder. Sjätte AP-fonden placerar fondmedlen i onoterade tillgångar, vilket är placeringar av en sådan karaktär som regelmässigt blir föremål för styrelsens övervägande. Även om Sjätte AP-fondens styrelse har funnit former för att delegera vissa beslut till fondens VD är styrelsearbetet likväl mer operativt än vad som är fallet i övriga fondstyrelser. Fonden

mottar fortlöpande affärspropåer från små och medelstora företag med kapitalbehov, vilket ställer särskilda krav på ledamöternas oberoende. Sjätte AP-fonden har även obegränsade möjligheter att förvärva andelar av onoterade bolag och börsnoterade riskkapitalbolag, vilket undantagsvis kan ställa styrelsen inför svåra avvägningar. Eftersom Sjätte AP-fondens verksamhet avviker markant från Första–Fjärde AP-fondernas verksamhet förefaller det i detta fall motiverat att behålla det mindre antalet styrelseledamöter, vilket erfarenhetsmässigt fungerat mycket väl. Det klargörs samtidigt att styrelsearbetet i Sjätte AP-fonden ställer speciella krav.

Lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder) föreskriver att AP-fonderna årligen skall fastställa en verksamhetsplan som skall innehålla riktlinjer för placeringsverksamheten och för utövande av rösträtt samt en riskhanteringsplan. Sjätte AP-fonden har inget sådant lagfäst krav men upprättar likväl de motsvarande dokumenten. Sjätte AP-fonden bör få ett lagfäst sådant krav. Sjätte AP-fonden, som har obegränsade möjligheter att investera i onoterade bolag och noterade riskkapitalbolag, har i praktiken vidare möjligheter än övriga buffertfonder att bedriva bolagsstyrning. Det separata kravet på en ägarpolicy, i likhet med vad som gäller för Första–Fjärde AP-fonderna, bör avse börsnoterade aktier. Sjätte AP-fondens mål och riktlinjer för bolagsstyrning i onoterade bolag bör framgå av fondens placeringspolicy, eftersom bolagsstyrning ingår som en naturlig del i förvaltning av onoterade aktier.

Enligt prop. 1999/2000:46 (se s. 76) skall allokeringen av tillgångar grundas på en analys av pensionssystemets åtagande. Uttrycket allokering av tillgångar syftar på fördelningen av fondmedlen på breda tillgångsklasser. Eftersom Sjätte AP-fonden har ett specialiserat uppdrag att placera fondmedlen i onoterade aktier uppstår aldrig en sådan fråga och föreskriften bör därmed inte tillämpas på Sjätte AP-fonden. Eftersom Sjätte AP-fondens allokering av tillgångar inte grundas på en analys av pensionssystemets åtagande måste Sjätte AP-fondens tillgångssammansättning vägas mot pensionssystemets åtagande på annat sätt. Därför bör Första–Fjärde AP-fonderna ta hänsyn till sammansättningen av tillgångarna i den samlade buffertfonden, inklusive tillgångarna i Sjätte AP-fonden, vid utformning av sin egen allokering, i synnerhet när detta påkallas av omständigheterna. Inga skäl föreligger dock att närmare föreskriva detta i lag.

Sjätte AP-fonden skall enligt nu gällande regelverk årligen till regeringen överlämna en egen utvärdering av styrelsens förvaltning av fondmedlen med utgångspunkt i den närmare målen för verksamheten. De övriga buffertfonderna har inte längre ett sådant krav. Enligt lagen om allmänna pensionsfonder (AP-fonder) grundas regeringens utvärdering av AP-fondernas verksamhet i stället på en extern utvärdering utförd av oberoende expertis. Även Sjätte AP-fonden utvärderas årligen av regeringen inom ramen för denna externt genomförda utvärdering. Mot bakgrund av verksamhetens särpräglade och komplexa natur är en utökad rapportering till regeringen i form av en årlig resultatuppföljning emellertid motiverad. Det har erfarenhetsmässigt visat sig att denna resultatuppföljning innehåller värdefull kompletterande information.

Denna ordning bör därför behållas, med den skillnaden att Sjätte AP-fondens egen resultatuppföljning inte längre benämns utvärdering.

I övrigt bör de regler som gäller för styrelse, redovisning och revision i Första–Fjärde AP-fonderna gälla även för Sjätte AP-fonden.

4.6 Ikraftträdande- och övergångsbestämmelser

Promemorians förslag: Ändringarna i lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder) och i lagen (2000:193) om Sjätte AP-fonden skall träda i kraft den 1 januari 2006. Bestämmelserna om redovisning och revision i lagen om Sjätte AP-fonden skall fortfarande tillämpas för räkenskapsår som har inletts dessförinnan.

Följdändringarna i andra lagar skall träda i kraft den 1 januari 2006.

Skälen för promemorians förslag

Reglerna för Sjätte AP-fondens verksamhet

I avsnitt 4.1 föreslås att reglerna för Sjätte AP-fonden tas in i lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder) och att lagen (2000:193) om Sjätte AP-fonden skall upphöra att gälla.

Reglerna för Sjätte AP-fondens verksamhet bör om möjligt inte ändras under löpande räkenskapsår. Både enligt lagen om allmänna pensionsfonder (AP-fonder) och lagen om Sjätte AP-fonden gäller att en AP-fonds räkenskapsår är kalenderår (jfr 6 kap. 1 § respektive 4 kap. 1 §). En lämplig tidpunkt för när de nya reglerna skall träda i kraft är därför den 1 januari 2006. Bestämmelserna om redovisning och revision i lagen om Sjätte AP-fonden bör dock fortfarande tillämpas för räkenskapsår som har inletts dessförinnan.

Lagen om Sjätte AP-fonden

När reglerna för Sjätte AP-fonden tas in i lagen om allmänna pensionsfonder (AP-fonder) skall lagen om Sjätte AP-fonden upphöra att gälla.

Ovan föreslås att regeländringarna för Sjätte AP-fonden skall träda i kraft den 1 januari 2006. Lagen om Sjätte AP-fonden bör således upphöra att gälla vid den tidpunkten. I enlighet med vad som föreslås ovan skall bestämmelserna om redovisning och revision i lagen om Sjätte AP-fonden dock fortfarande tillämpas för räkenskapsår som har inletts före den 1 januari 2006.

Följdändringar i andra lagar

De följdändringar som föreslås i andra lagar bör träda i kraft den 1 januari 2006 (se avsnitt 4.1).

5 Samhällsekonomiska effekter

5.1 Effekter för pensionssystemet

Promemorians bedömning: Genom att tydliggöra Sjätte AP-fondens roll i pensionssystemet skapas en stabil grund för fondens fortsatta verksamhet, vilket i kombination med ändamålsenliga placeringsregler kan förväntas bidra positivt till fondens långsiktiga utveckling. I förhållande till den summerade buffertfonden bidrar Sjätte AP-fonden med riskspridning, vilket på marginalen förbättrar utbytet mellan förväntad avkastning och risk för buffertfonderna sammantagna.

Skälen för promemorians bedömning: Sjätte AP-fondens mål föreslås bli att förvalta fondmedlen till största möjliga nytta för pensionssystemet genom placeringar i aktier i små och medelstora onoterade bolag. Därtill föreslås vissa förändringar av placeringsreglerna som följer av detta övergripande mål, exempelvis att fonden får ett valutamandat i likhet med övriga buffertfonder.

Fonden bedriver redan i dag, med stöd av gällande regelverk, motsvarande placeringar i små och medelstora onoterade bolag. För buffertfonderna sammantagna blir de omedelbara konsekvenserna av ett tydligare mål för Sjätte AP-fonden förmodligen små. Ett valutamandat, under de förutsättningar som skisseras i promemorian, kan förväntas bidra till att förbättra fondens riskspridning, även om dagens regelverk inte helt förhindrat placeringar utomlands.

Ett ändamålsenligt regelverk som är långsiktigt hållbart bidrar framför allt till att skapa förutsebarhet och därmed till att lägga en stabil grund för fondens långsiktiga utveckling. Eftersom långsiktighet är en förutsättning i samband med placeringar i onoterade tillgångar är detta inte utan betydelse. Framför allt minskar den långsiktiga risken för dåliga affärer om Sjätte AP-fonden i en framtid tas i anspråk för att finansiera utgående pensioner. Sjätte AP-fonden får även bättre förutsättningar att samverka med utländska aktörer på den svenska och nordiska riskkapitalmarknaden, eftersom valutamandatet medger vissa investeringar utomlands samtidigt som det blir tydligt vilka begränsningar som gäller.

Genom att vara specialiserad på placeringar i aktier i små och medelstora onoterade bolag bidrar Sjätte AP-fonden framför allt med riskspridning i förhållande till de stora buffertfondernas placeringar i noterade och omsättningsbara finansiella instrument. Detta beror på att en högre grad av riskspridning blir resultatet av att kombinera noterade aktier med ett visst innehav av onoterade tillgångar, jämfört med vad som är möjligt att åstadkomma enbart med hjälp av börsnoterade aktier. Samtidigt är den förväntade långsiktiga avkastningen högre på onoterade instrument som en kompensation för bristande likviditet. Det innebär att utbytet mellan förväntad avkastning och risk förbättras genom Sjätte AP-fondens placeringar i små och medelstora onoterade bolag.

5.2 Effekter på riskkapitalmarknaden

Promemorians bedömning: En förändring av Sjätte AP-fondens renodlade inriktning mot svenska onoterade bolag väntas i sig få små effekter på den svenska riskkapitalmarknaden, som i dag är starkt internationaliserad.

Skälen för promemorians bedömning: Riskkapitalmarknaden är betydelsefull i ett samhällsekonomiskt perspektiv eftersom den utgör en viktig komponent i ett komplett finansiellt system. Riskkapitalmarknaden erbjuder ett alternativ till bankfinansiering och även till kapitalanskaffning genom emission av börsnoterade aktier, varav det senare inte är ett tillgängligt alternativ för nystartade företag.

Undersökningar visar att företag som anskaffar kapital genom riskkapitalfonder därefter växer snabbare avseende såväl omsättning som sysselsättning, jämfört med andra privata bolag respektive bolag som noteras på Stockholmsbörsens A-lista.¹⁶ Inte minst den senare jämförelsen är relevant i sammanhanget eftersom aktierna på A-listan dominerar de övriga buffertfondernas placeringar i börsnoterade svenska aktier, i vart fall beloppsmässigt. Det kan mot bakgrund av ovanstående antas att riskkapitalmarknaden bidrar till att stimulera tillväxt och sysselsättning.

Riskkapitalfinansiering är emellertid inte möjlig utan placerare som tillhandahåller långfristigt kapital. Eftersom onoterade tillgångar inte kan säljas med kort varsel och eftersom det fulla värdet i placeringarna i allmänhet inte kan realiseras förrän efter ett antal år måste placerarna på denna marknad ha ett långt perspektiv. Det är ingen slump att pensionsfonder ofta uppträder i denna roll, eftersom pensionssparande är långsiktigt. Så är fallet både i Sverige och i andra länder. Det är därför naturligt om även statligt pensionskapital i viss utsträckning investeras i onoterade aktier.

Den svenska riskkapitalmarknaden har utvecklats betydligt sedan Sjätte AP-fonden inrättades 1996. Enligt uppskattningar gjorda av Svenska Riskkapitalföreningen kan antalet aktörer bedömas ha mer än fördubblats, samtidigt som det förvaltade kapitalet mångdubblats

En jämförelse med förhållanden som var rådande 1998, när Sjätte AP-fonden redan kommit en bit på väg i sin utveckling, visar att det förvaltade kapitalet under denna tid ökat från cirka 40 till cirka 220 miljarder kronor.¹⁷ Under samma tid växte fondkapitalet i Sjätte AP-fonden från 12,2 till 12,8 miljarder kronor. Sjätte AP-fonden kunde vid utgången av 2003 bedömas motsvara cirka sex procent av såväl förvaltad som investerat kapital på den svenska riskkapitalmarknaden.

En jämförelse av antalet aktörer visar att även detta har ökat markant under samma tid, från 59 vid utgången av 1998 till 127 vid utgången av 2003, mätt med antalet aktiva företagsmedlemmar i Riskkapitalföreningen. Den stora skillnaden jämfört med tidpunkten för Sjätte AP-fondens etablering 1996 torde dock vara det ökade inslaget av utländskt

¹⁶ Utvecklingen för riskkapitalbolagens portföljbolag, NUTEK R 2003:11.

¹⁷ Svenska Riskkapitalföreningen presentation 2001 och verksamhetsberättelse 2003 (www.vencap.se).

kapital. Sedan 2000 har två tredjedelar – eller mer – av det årligen tillförda kapitalet för investering i svenska onoterade bolag utländskt ursprung.¹⁸

Svenska riskkapitalinvesteringar uttryckta som andel av BNP, ligger i Europas toppskikt. Under 2002 var andelen 0,58 procent av BNP, vilket endast överträffades av Storbritannien där motsvarande andel uppgick till 0,63 procent.¹⁹ Det framgår att Sverige framför allt utmärks av en omfattande utköpsverksamhet (buy out) men även ligger jämförelsevis högt när det gäller investeringar i tidiga skeden.

Mot bakgrund av den växande marknaden, det stigande antalet aktörer och det omfattande inflödet av utländskt kapital, bedöms en förändrad inriktning för Sjätte AP-fondens del få mycket begränsade konsekvenser för den svenska riskkapitalmarknaden.

5.3 Effekter på valutamarknaden

Promemorians bedömning: Ett valutamandat för Sjätte AP-fonden bedöms få försumbara effekter på valutamarknaden för svenska kronor.

Skälen för promemorians bedömning: Omsättningen på valutamarknaden är utomordentligt stor. Marknaden för svenska kronor omfattar stora svenska exportföretag, likväl som globala banker och svenska finansiella institutioner. Under perioden januari–april 2004 uppgick den dagliga omsättningen på valutamarknaden för handeln med kronor mot andra valutor till 69 miljarder kronor i genomsnitt.²⁰ Om perspektivet begränsas till enbart sådan omsättning som involverar svensk eller utländsk kund som en av två parter, var den dagliga omsättningen 23 miljarder kronor i genomsnitt.

Om Sjätte AP-fonden får ett valutamandat på maximalt 40 procent av fondkapitalet så uppgår det, på basis av förhållanden som var rådande 2003, till cirka fem miljarder kronor. Denna förändring från noll till 40 procent av Sjätte AP-fondens fondkapital motsvarar beloppsmässigt en mindre andel av valutamarknadens dagliga omsättning. Sjätte AP-fondens maximala valutaram motsvarar dessutom en mindre beloppsmässig förändring än den upptrappning av tillåten valutaexponering med fem procentenheter per år, upp till 40 procent, som gäller för var och en av Första–Fjärde AP-fonderna.

Sjätte AP-fondens fondkapital motsvarar mindre än tio procent av var och en av Första–Fjärde AP-fonderna. Redan av den anledningen kan Sjätte AP-fonden bedömas spela en mer undanskymd roll på valutamarknaden för kronor. Stor betydelse för en bedömning av denna fråga har även Sjätte AP-fondens inriktning mot onoterade tillgångar som inte omsätts på någon marknad. Till skillnad för vad som gäller för Första–Fjärde AP-fonderna kan Sjätte AP-fonden inte enkelt byta fot och snabbt

¹⁸ Nutek och Svenska Riskkapitalföreningen, Riskkapitalbolagens aktiviteter, olika upplagor.

¹⁹ COM(2003) 654 final, progress report on implementation of the Risk Capital Action Plan.

²⁰ Summan av avista (spot) och termin (forward), vilket är de transaktioner som påverkar kronans utveckling. Källa: Riksbanken.

förändra portföljens sammansättning. Av detta följer även ett i motsvarande grad minskat behov av att förändra fondens positioner i valuta.

Mot bakgrund av Sjätte AP-fondens storlek i förhållande till valutamarknaden, och mot bakgrund av verksamhetens natur, kan effekterna på valutamarknaden för kronor bedömas bli försumbara.

6 Författningskommentar

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

Första avdelningen

1 kap. Inledande bestämmelser

Allmänna pensionsfonder

1 kap. 1 §

Bestämmelsen anger lagens tillämpningsområde. Ändringarna innebär att samtliga AP-fonders verksamhet regleras i en och samma lag. Lagen om Sjätte AP-fonden upphör att gälla.

1 kap. 2 §

Första–Fjärde och Sjätte AP-fondernas roll i det reformerade ålderspensionssystemet är att utgöra buffert för den inkomstrelaterade ålderspensionens fördelningsdel. Till Första–Fjärde AP-fonderna förs den del av ålderspensionsavgifterna m.m. som avser fördelningsdelen.

Av bestämmelsen i *andra stycket*, som är nytt, framgår att Första–Fjärde AP-fonderna även skall förvalta sådana medel som förs över från Sjätte AP-fonden.

I *tredje stycket*, som är nytt, anges vilka medel som Sjätte AP-fonden förvaltar. Fonden erhåller inte några ytterligare medel utöver de som den mottagit enligt de angivna övergångsbestämmelserna. Bestämmelsen motsvarar 1 kap. 1 § andra stycket lagen om Sjätte AP-fonden.

Bestämmelsen behandlas även i avsnitt 4.4.

Andra avdelningen

Bestämmelser om Första–Fjärde AP-fonderna

4 kap. Medelsförvaltningen

Valutakursrisk

4 kap. 10 §

Bestämmelsen i *första stycket* sätter en övre gräns för hur stor del av Första–Fjärde AP-fondernas tillgångar som får vara utsatta för valutakursrisk.

Av bestämmelsen följer att det inte finns några begränsningar i en fonds möjligheter att placera i utländska tillgångar så länge fondens totala valutakursrisk inte överstiger det angivna gränsvärdet. Skiljelinjen

dras således inte mellan svenska och utländska tillgångar, utan huruvida valutakursrisk föreligger eller inte.

I *andra stycket*, som är nytt, har införts en undantagsregel som gäller för sådana aktier och andra andelar som är utfärdade av företag som inte är noterade vid en börs eller någon annan reglerad marknad och som har till huvudsakligt ändamål att äga och förvalta aktier eller andra andelar i ett eller flera andra företag. Enligt denna undantagsregel skall sådana aktier och andra andelar inte tas med i beräkningen enligt första stycket. I stället är det de aktier och andra andelar som innehas av ett sådant företag som skall ingå när en AP-fonds exponering för valutakursrisk beräknas. Beräkningen skall således göras med handledning av de s.k. portföljbolagens juridiska hemvist. På samma sätt som om de var fondens tillgångar skall den andel av portföljbolagen som motsvarar AP-fondens andel av samtliga aktier eller andra andelar i det mellanliggande företaget ingå i beräkningen enligt första stycket.

Bestämmelsen behandlas även i avsnitt 4.3.1.

Exponeringsbegränsning

4 kap. 11 §

I paragrafen begränsas AP-fondernas stora exponeringar, dvs. hur stor del av en fonds tillgångar som får vara utfärdade av en och samma emittent eller av en grupp emittenter med inbördes anknytning. Begränsningsregeln avser den sammanlagda kreditrisken för såväl räntebärande värdepapper som aktier, utlåning och derivatkontrakt.

Bestämmelsen i *tredje stycket* är ny. Denna undantagsregel gäller för innehav av aktier och andra andelar som är utfärdade av företag som inte är noterade vid en börs eller någon annan reglerad marknad och som har till huvudsakligt ändamål att äga och förvalta aktier eller andra andelar i ett eller flera andra företag. I beräkningen enligt första stycket skall sådana aktier och andra andelar inte ingå. På motsvarande sätt som enligt den nya bestämmelsen i 10 § andra stycket skall beräkningen i stället göras utifrån de s.k. portföljbolagen. Sådana indirekta innehav skall till den del som motsvarar AP-fondens ägarandel av det mellanliggande företaget ingå i beräkningen enligt första stycket på samma sätt som de tillgångar som ägs direkt av fonden.

Bestämmelsen behandlas även i avsnitt 4.3.2.

Tredje avdelningen

Bestämmelser om Sjätte AP-fonden

4 a kap. Förvaltningen av Sjätte AP-fonden

Styrelsen

4 a kap. 1 §

Bestämmelsen motsvarar 2 kap. 1 § första stycket lagen om Sjätte AP-fonden. För fondens ledning gäller genom hänvisningen i 4 a kap. 9 §, med där angivna undantag, bestämmelserna i 3 kap. även för Sjätte AP-fonden.

Bestämmelsen behandlas även i avsnitt 4.5.

Mål för placeringsverksamheten

4 a kap. 2 §

Bestämmelserna i *första och andra* styckena har behandlats utförligt i avsnitt 4.2. Deras nuvarande motsvarigheter finns i 3 kap. 1 § första och andra styckena lagen om Sjätte AP-fonden.

Allmänna placeringsbestämmelser

4 a kap. 3 §

Bestämmelserna motsvarar 3 kap. 2 § första och tredje styckena lagen om Sjätte AP-fonden och anger närmare hur de medel som fonden förvaltar får placeras. Till skillnad från vad som gäller enligt bestämmelserna i den lagen får medlen framdeles placeras i både svenska och utländska tillgångar.

Bestämmelserna behandlas även i avsnitt 4.2.

Kapital- och röstandelsbegränsning

4 a kap. 4 §

Bestämmelserna motsvarar 3 kap. 2 § andra stycket lagen om Sjätte AP-fonden och reglerar fondens möjligheter att förvärva aktier i bolag som är noterade vid en börs eller någon annan reglerad marknad. Som en följd av att Sjätte AP-fonden enligt de nya placeringsbestämmelserna i 3 § får placera fondmedel också i aktier i utländska bolag gäller begränsningarna även för bolag som är utländska eller som är noterade vid en utländsk börs eller någon annan reglerad marknad.

Bestämmelserna behandlas även i avsnitt 4.3.2.

Derivatinstrument

4 a kap. 5 §

Bestämmelsen motsvarar 3 kap. 4 § lagen om Sjätte AP-fonden och reglerar under vilka förutsättningar fonden får handla med derivatinstrument.

Likvida placeringar

4 a kap. 6 §

Bestämmelsen behandlar möjligheten för fonden att göra likvida placeringar och motsvarar 3 kap. 5 § lagen om Sjätte AP-fonden.

Resultatuppföljning

4 a kap. 7 §

Bestämmelsen behandlar den resultatuppföljning som Sjätte AP-fonden årligen skall överlämna till regeringen. Bestämmelsen motsvarar 4 kap. 3 § lagen om Sjätte AP-fonden.

Bestämmelsen behandlas även i avsnitt 4.5.

Överföring av medel till Första–Fjärde AP-fonderna

4 a kap. 8 §

Bestämmelsen är ny och saknar motsvarighet i lagen om Sjätte AP-fonden.

Sjätte AP-fonden skall enligt *första stycket* i paragrafen föra över medel till Första–Fjärde AP-fonderna om fonden bedömer att medlen därigenom blir till största möjliga nytta försäkringen för inkomstgrundad ålderspension. Bedömningen skall göras mot bakgrund av behovet av god riskspridning och betalningsberedskap inom försäkringen för inkomstgrundad ålderspension. Därvid skall den sammanlagda buffertfondens storlek, sammansättning och förväntade fortsatta utveckling beaktas.

Vid bedömningen skall Sjätte AP-fonden beakta behovet av framförhållning med hänsyn till att fondmedlen främst skall placeras i onoterade aktier, vilka inte kan avyttras med kort varsel. Ett viktigt övervägande när det gäller placeringar i onoterade företag är bedömningen när en investering skall avvecklas för att investeraren skall få så god avkastning som möjligt på investerade medel.

Enligt *andra stycket* skall medel överföras till Första–Fjärde AP-fonderna i lika delar.

Bestämmelsen behandlas även i avsnitt 4.4.

4 a kap. 9 §

I bestämmelsen anges genom en hänvisning de bestämmelser för Första–Fjärde AP-fonderna som skall gälla också för Sjätte AP-fonden.

Genom hänvisningen till 2 kap. 3 § följer att Sjätte AP-fonden skall svara för kostnaderna för sin verksamhet och för revision av fondförvaltningen. Hänvisningen motsvarar bestämmelsen i 1 kap. 2 § lagen om Sjätte AP-fonden.

Bestämmelserna i 3 kap. om fondernas ledning gäller genom hänvisningen även för Sjätte AP-fonden utom såvitt avser 1 § första stycket och 3 §. 3 kap. 1 § första stycket är inte tillämplig för Sjätte AP-fonden utan antalet styrelseledamöter anges i stället i 4 a kap. 1 §. I likhet med vad som har gällt enligt 2 kap. 1 § första stycket lagen om Sjätte AP-fonden skall fondens styrelse bestå av fem ledamöter, av vilka en utses till ordförande och en till vice ordförande. Ledamöterna utses av regeringen utan något föregående förslag från sådana organisationer som avses i 3 kap. 3 §. I övrigt gäller bestämmelserna i 3 kap. fullt ut också i fråga om Sjätte AP-fonden (jfr prop. 1999/2000:46 s. 160 ff.)

Bestämmelsen i 4 kap. 2 § om verksamhetsplan innebär en utvidgning och konkretisering jämfört med de bestämmelser som nu finns i 3 kap. 1 § tredje stycket lagen om Sjätte AP-fonden.

I fråga om 4 kap. 10 och 11 §§ hänvisas till författningskommentarerna till de paragraferna.

Sjätte AP-fonden får enligt 4 a kap. 5 § handla med derivatinstrument. Genom hänvisningen till bestämmelsen i 4 kap. 12 § om råvaruderivat förbjuds placeringar i derivatinstrument som har råvaror som underliggande tillgångar.

Bestämmelserna i 4 kap. 13, 14, 16 och 17 §§ motsvarar i huvudsak 3 kap. 6, 7 respektive 8 § lagen om Sjätte AP-fonden,

Hänvisningen till bestämmelsen om förvaltningsuppdrag i 4 kap. 18 § avser endast den bestämmelsens första stycke. Av detta följer att för Sjätte AP-fonden ställs, i motsats till vad som gäller för Första–Fjärde AP-fonderna, inte något *krav* på att en viss del av tillgångarna skall förvaltas externt utan endast en *möjlighet* att göra så. Detta motsvarar vad som har gällt enligt bestämmelsen i 3 kap. 9 § lagen om Sjätte AP-fonden.

Ikraftträdande- och övergångsbestämmelser

I *punkten 1* regleras tidpunkterna för ikraftträdandet av de nya reglerna i lagen om allmänna pensionsfonder (AP-fonder).

Bestämmelsen i *punkten 2* reglerar övergången till de nya redovisningsreglerna i 6 kap. lagen om allmänna pensionsfonder (AP-fonder). De nya reglerna tillämpas för räkenskapsår som inleds efter den 31 december 2005. För räkenskapsår som har inletts dessförinnan skall bestämmelserna om redovisning och revision i 4 kap. den upphävda lagen om Sjätte AP-fonden fortfarande tillämpas.

Bestämmelserna behandlas även i avsnitt 4.6.

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

Lagen om Sjätte AP-fonden upphör att gälla den 1 januari 2006. I fråga om räkenskapsår som har inletts före den 1 januari 2006 skall bestämmelserna om redovisning och revision i 4 kap. lagen om Sjätte AP-fonden tillämpas alltjämt. De nya redovisningsreglerna i 6 kap. lagen om allmänna pensionsfonder (AP-fonder) tillämpas första gången för räkenskapsår som inleds efter den 31 december 2005.

Bestämmelserna behandlas även i avsnitt 4.6.

6.3 Övriga lagförslag

Övriga lagförslag innehåller konsekvensändringar med anledning av att reglerna för Sjätte AP-fonden tas in i lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder) och att lagen (2000:193) om Sjätte AP-fonden upphör att gälla.