



Finansdepartementet
103 33 STOCKHOLM

E-post: fi.remissvar@regeringskansliet.se
cc: fi.fma.fpm@regeringskansliet.se

Göteborg den 16 oktober 2025

Remissvar Fi2025/01805/ SOU 2025:106 Om överföring av Sjätte AP-fondens verksamhet och tillgångar till Andra AP-fonden

Vi hänvisar till Regeringskansliets inbjudan att lämna synpunkter på förslagen i det rubricerade delbetänkandet.

Sammanfattning

Sjätte AP-fonden ifrågasätter delbetänkandets förslag såvitt avser omfattning och hantering av transitionsportföljen.

Synpunkter

Sjätte AP-fonden har historiskt haft ett unikt uppdrag i buffertfondssystemet; att genom investeringar på riskkapitalmarknaden skapa långsiktigt hög avkastning med tillfredsställande riskspridning. Detta har naturligen lett till att fonden har byggt upp en organisation och verksamhet med mycket hög grad av specialisering, helt inriktad på denna typ av investeringar.

När nu verksamheten ska upphöra för att införlivas genom en sammanslagning med Andra AP-fonden, har vi utifrån vad som anges i förarbeten uppfattat att lagstiftarens avsikt och önskan varit att i den sammanslagna verksamheten tillvarata den kompetens och erfarenhet som upparbetats. Den utgångspunkten har framstått som naturlig utifrån såväl ett avkastnings- och riskperspektiv som utifrån buffertfondssystemets behov.

Det är inte Sjätte AP-fondens uppgift att fatta beslut om hur en omorganisation och sammanslagning med Andra AP-fonden ska genomföras eller hur Andra AP-fonden ska förvalta de tillgångar som övertas. Fram till årsskiftet, då Sjätte AP-fonden upphör som självständig organisation, är vår roll enbart att fortsätta vår verksamhet enligt de regler som till dess alltså gäller samt att under förberedelsearbetet inför omorganisationen utifrån vår professionella erfarenhet bidra med vår syn på de frågor som uppstår.

Under tidigare remissförfarande i ärendet liksom kontakter med samordnaren och Andra AP-fonden har vi mot denna bakgrund som en naturlig del i det arbetet även pekat på nackdelar och risker vi ser med olika alternativa lösningar samt föreslagit hur dessa kan mitigeras. Våra



synpunkter har dokumenterats bland annat i sådant underlag som vi under hand tillställt samordnaren.

En fråga som särskilt diskuterats under förberedelsearbetet är sammansättningen och omfattningen av de tillgångar som av olika skäl inte överförs till Andra AP-fonden; den s.k. transitionsportföljen. I förslaget finns nu en mycket omfattande transitionsportfölj till ett värde på nära 50 mdr SEK. Utifrån den storleken ser vi både operativa utmaningar och finansiella risker med den föreslagna ordningen, särskilt då portföljen är tänkt att förvaltas utan tillgång till den organisation och kompetens som tidigare hanterat de tillgångar som ingår. Eftersom den lag som tidigare styrt förvaltningen av dessa tillgångar upphör vid årsskiftet, kommer det i praktiken därtill att saknas närmare bestämmelser om och krav på den medelsförvaltningen.

Sjätte AP-fondens närmare kommentarer till förslagen i delbetänkandet har bland annat sammanfattats i bilaga till underlagsrapport till samordnaren, daterad den 10 augusti 2025 (Bilaga 1), samt i fondens yttrande till samordnaren rörande vissa övergångsregler i SFS 2025:378 lag om upphävande av Lagen (2000:193) om Sjätte AP-fonden och SFS 2025:376 Lag om ändring i lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder), daterat den 25 augusti 2025 (Bilaga 2). På en mer detaljerad nivå hänvisar vi därför till vad som där framförs.

Beslut i detta ärende har, efter beredning, fattats av Sjätte AP-fondens styrelse.

Sjätte AP-fonden

Jan Sinclair
Styrelseordförande Sjätte AP-fonden

Bilaga 4 AP6 input till underlagsrapport till samordnaren

3.3 AP6 bedömning av vilka tillgångar som ska förvaltas avskilt

Sanktioner

AP6 har en investeringsprocess som omfattar frågan om förekomst av internationella sanktioner. AP6 har i dagsläget ingen information om att något innehav skulle vara föremål för sanktioner. Sanktioner bedöms därmed inte utgöra något hinder mot överföring.

Redogörelse för kriterier som ligger till grund för AP6:s bedömning av vilka tillgångar som ska förvaltas avskilt i en transitionsportfölj

Sammanfattning av bedömningen:

- AP6 har nyttjat regeringens förarbeten som underlag för sin bedömning
- Baserat på dessa anser AP6 att AP2:s implementering av riksdagens lagändringar inte framstår som förenlig med regeringens intention om en sammanslagning av de två AP-fonderna
- Ett genomförande av sammanslagningen enligt AP2:s intention är att betrakta som en likvidation av AP6, snarare än en överföring av verksamheten med bevarande av kompetens
- AP2 och AP6 är överens om att äldre och små innehav samt ej kärninnehav för AP6 är lämpliga att ingå i en avvecklingsportfölj
- I tillägg önskar AP2 att inkludera ytterligare innehav baserat på sin strategiska passform och portföljkonstruktion. AP6 kan inte utvärdera detta kriterie
- Det finns en samsyn mellan AP2 och AP6 att 11,9 Mdr SEK är motiverat att ingå i en Transitionsportfölj. AP2 anser att ytterligare 35,6 Mdr SEK bör ingå vilket innebär att den totala Transitionsportföljen skulle bli 47,6 Mdr SEK dvs cirka 58 procent av AP6s totala portfölj (81,4 Mdr SEK)
- AP6 anmärker dock att en stor transitionsportfölj kan få negativa konsekvenser i form av ökad risk för såväl förvaltning som risk för värdeförstöring i samband med att den ska omsättas till likviditet samt utebliven avkastningspotential; framför allt kopplat till att exkludera en co-investeringsstrategi från buyoutprogrammet

AP6 har noterat att följande utgångspunkter gäller för omstruktureringen och överföringen till AP2.

Av förarbetena framgår att regeringen i likhet med flertalet remissinstanser anser att AP6 ”bör slås samman med en av de övriga buffertfonderna”.¹ Regeringens slutsats var att ”Sjätte AP-fondens verksamhet och tillgångar bör därför föras över till Andra AP-fonden som redan är en blandfond.”² ”Genom att placera Sjätte AP-fondens verksamhet i en större och bredare kontext kan också den löpande likviditetshantering som krävs för riskkapitalinvesteringar underlättas.”³ Regeringen konstaterar vidare ”att AP6 under de senaste åren har bedrivit en framgångsrik verksamhet inriktad mot riskkapitalinvesteringar. Det måste därför säkerställas att den kompetens och erfarenhet som finns i fonden bevaras i den sammanslagna verksamheten.”⁴ ”Genom att ta tillvara de styrkor som finns i Andra respektive Sjätte AP-fonden bedöms en sammanslagning kunna bidra till en effektivare förvaltning av buffertkapitalet.”⁵ Regeringen anser att ”[e]n sammanslagning framstår därför som mer lämplig än de alternativa förslag som lämnas i promemorian och av några remissinstanser.”⁶ Regeringen betonar att det är respektive fond som har huvudansvaret för personalfrågor i egenskap av arbetsgivare när det gäller övergången av verksamhet. ”I detta ansvar ligger bl.a., som Arbetsgivarverket påpekar, att ta ställning till arbetsrättsliga frågor om övergång av verksamhet och att förändringarna genomförs i enlighet med gällande regler.”⁷

¹ Prop. 2024/25:133 s. 41

² Prop. 2024/25:133 s. 41

³ Prop. 2024/25:133 s. 41

⁴ Prop. 2024/25:133 s. 42

⁵ Prop. 2024/25:133 s. 42

⁶ Prop. 2024/25:133 s. 43

⁷ Prop. 2024/25:133 s. 69

Som regeringens uttalanden får förstås är den motiverade utgångspunkten för omstruktureringen att det inte bara är tillgångar som ska föras över från AP6 till AP2, utan även verksamhet som har bedrivits i AP6. Huvudargumentet som framförs är att säkerställa att den kompetens och erfarenhet som finns bevaras i den sammanslagna verksamheten. Den styrka som finns i AP6 ska tas tillvara. Rent generellt består den i kompetent personal men även systemstöd och liknande.

Regeringen framför också att det kan finnas skäl för att inte överföra vissa tillgångar, om det bedöms lämpligare att förvalta dessa avskilt. ”Det kan t.ex. bero på att en förvaltare eller någon annan inblandad aktör inte godkänner att en tillgång förs över. En tillgång kan också vara föremål för sanktioner som förhindrar överföring. Det kan även finnas fall där det inte är lämpligt att föra över en tillgång, t.ex. om en överföring är förenad med höga kostnader eller om ett avtal löper ut kort efter ikraftträdandet.”⁸

Vad avser tillgångarna som ska föras över från AP6 till AP2 är det alltså förutsatt att det *kan* finnas undantagna tillgångar som inte kan eller bör föras över utan som får avskiljas för en särskild hantering under AP2:s styrelses ansvar efter årsskiftet 2025/2026. De riktmärken som anges i de exempel som regeringen nämner är att det inte går att föra över tillgången eller att det leder till höga kostnader eller att tillgången blir likvid inom kort. Det framstår av detta som att det är en mindre del som inte avses gå över. Det är dock sedan regeringen som slutligen ska besluta om vad som ska ingå i avvecklingsportföljen.⁹

Det framgår även att Samordnaren ska bedöma om och i så fall när det är möjligt att överföra en tillgång, antingen genom att själva tillgången förs över eller genom att tillgången avvecklas och influtna medel förs över.¹⁰ Temporära hinder ska alltså inte hindra en senare övergång. Det tyder också på att regeringens utgångspunkt varit att så mycket som möjligt ska föras över för att inte tappa värden.

Utgångspunkten för omstruktureringen och övergången är att ett antal frågor ska lösas under hand i samförstånd mellan AP6 och AP2 i samverkan med den utsedda Samordnaren. Regeringen framhåller att det är ”de enskilda fonderna som har bäst kunskap om verksamheten och vad som krävs för att de ska kunna ta emot tillgångar och förpliktelser. Likväl är det de fonder som ska upphöra med sin verksamhet, Första och Sjätte AP-fonderna, som har bäst kunskap om de enskilda tillgångarna.”¹¹ Det senare är en naturlig utgångspunkt för AP6:s inställning rörande hanteringen av de enskilda tillgångarna. Om AP6 och AP2 slutligen stannar vid olika uppfattningar om vilka tillgångar som ska kvarbli i avvecklingsportföljen, får i praktiken Samordnaren ta ställning i frågan och i sitt förslag till regeringen argumentera för den lösning som Samordnaren förespråkar. I sammanhanget kan noteras att det åligger Samordnaren att analysera vilka tillgångar som ska förvaltas avskilt från övriga tillgångar och även överväga konsekvenserna av att en tillgång inte överförs.¹²

AP6 uppfattar utifrån detta att det är regeringens förväntansbild att merparten av tillgångarna ska integreras i AP2:s portfölj. I syfte att skapa utrymme för AP6:s verksamhet och tillgångar har regeringen därför höjt AP2:s begränsning för illikvida tillgångar till 50 procent av det verkliga värdet av fondens samtliga tillgångar fram till 2036, att jämföra med tidigare samt AP3:s och AP4:s rådande begränsning om 40 procent. AP6:s syn, som har framförts vid ett stort antal tillfällen såväl muntligt som skriftligt, är att det sätt på vilket AP2 önskar integrera AP6:s tillgångar och verksamhet - genom att placera en övervägande del i en transitionsportfölj under avveckling - riskerar att förstöra värden i pensionssystemet. Det säkerställer inte heller att ”den kompetens och erfarenhet som finns i fonden bevaras i den sammanslagna verksamheten” vilket är regeringens avsikt som den kommit till uttryck i förarbeten. Riskkapitalmarknadens fondutfästelser kännetecknas framför allt av långsiktighet. En forcerad avveckling i en transitionsportfölj riskerar därför att påverka AP-fondernas förtroende i riskkapitalmarknaden negativt, såväl nationellt som internationellt.

Regeringen har angett att omotiverat höga kostnader av att integrera ett innehav är ett skäl för att en tillgång ska förvaltas avskilt i transitionsportföljen. Detta syftar i praktiken på äldre respektive värdemässigt små innehav. Under det fortlöpande integrationsarbetet kan det därutöver framkomma hinder till en överföring exempelvis om externa förvaltare inte skulle godkänna en enskild sådan. I tillägg till regeringens

⁸ Prop. 2024/25:133 s. 85

⁹ Prop. 2024/25:133 s. 68

¹⁰ Dir. 2025:33 s. 3

¹¹ Prop. 2024/25:133 s. 67

¹² Dir. 2025:33 s. 3

uppdagsbeskrivning har Samordnaren identifierat ytterligare kriterier som kan vara vägledande för vilka tillgångar som kan integreras i AP2:s portfölj. Dessa kriterier inkluderar bland annat förvaltarval och önskad exponering.

AP6:s tolkning av detta är att om ett innehav inte betraktas som en kärnrelation / ett kärninnehav hos AP6, kan detta vara skäl nog för att innehavet ska ingå i transitionsportföljen. AP6 uppfattar att det råder samsyn mellan AP6 och AP2 om att följande tillgångar bör ingå i en transitionsportfölj:

- Små innehav (AP6:s definition: mindre än 150 miljoner SEK i marknadsvärde)
- Äldre innehav (AP6 definition: *vintage* tidigare än 2015)
- Ej kärnrelationer/kärninnehav (s.k. *non-core*) för AP6

Det har framkommit att AP2 i tillägg önskar att fler innehav ska ingå i transitionsportföljen, baserat på AP2:s portföljkonstruktion och portföljstrategi. Det inkluderar bland annat hela co-investeringsportföljen då denna inte är en del av AP2:s strategi och en gallring av förvaltare som initialt inte anses passa in i AP2:s framtida portfölj. En överföring av ytterligare innehav till transitionsportföljen skulle dock medföra att den blir väsentligt större än förväntansbilden utifrån vad som uttrycks i propositionen.

AP6 har valt att inte utvärdera respektive innehav utifrån huruvida de passar in i AP2:s strategi eller portföljkonstruktion, då frågeställningen är underordnad strategin. AP6 har däremot anmärkningar på hur AP2 förhåller sig strategiskt till sammanslagningen:

- AP6:s strategi sedan 2012 med en väldiversifierad Private Equity-portfölj bestående av högkvalitativa Buyout-fonder i kombination med Buyout co-investeringar med selektiva Venture Capital och Secondary-fonder har under en lång tid skapat en mycket hög absolut avkastning till förmån för försäkringen för inkomstgrundad ålderspension. Det är inte till nytta för pensionssystemet att avstå denna avkastningspotential.
- Förvaltning av onoterade tillgångar är resurskrävande då det handlar om att utveckla och driva bolag. Förvaltningen är således väsensskild från förvaltning av noterade aktier. Följaktligen är avgiftsnivåerna höga ur ett noterat perspektiv men med potential för långsiktigt hög absolut avkastning efter avgifter.
- Ett centralt sätt att reducera förvaltningskostnaderna är att investera i co-investeringar (det vill säga sidoinvesteringar i underliggande bolag parallellt med fonden som ansvarar för utvecklingen av bolaget). Detta leder till lägre förvaltningskostnader eftersom en etablerad aktör som AP6 kan förhandla att co-investeringar sker utan avgifter och vinstdelning till fonden. Att allokera en stor del till en co-investeringsportfölj såsom AP6 gör är således ett effektivt sätt att sänka förvaltningskostnader till gagn för pensionssystemet. Utifrån såväl ett avkastningsperspektiv som ett kostnadseffektivitetsperspektiv är det därmed negativt att co-investeringar inom Buyout inte är en del av AP2:s strategi framgent.
- Den modell som AP6 etablerat bygger på starka relationer till förvaltarna. Att göra co-investeringar är en del av detta relationsbyggande. AP6 anser att co-investeringar är mer än en finansiell tillgång och att man även här bör beakta riskerna av att montera ner ett program som både genererar högre avkastning och som fungerar som en positiv kraft i relationerna. En ensidig betoning av att bevara AP2:s allokeringsprinciper kommer att gå ut över ett antal parametrar, såsom förvaltarrelation (försämrade) och risk (ökad).
- AP6 har medvetet strävat efter att etablera och förvalta ett väl diversifierat program enligt principer för portföljtänkande. Några exempel på detta är urval av fonder i olika geografier, olika "storleksklasser" och olika investeringsstilar. Riskhantering och riskminimering via diversifiering är en välkänd metod inom institutionell förvaltning och AP6 har lagt avsevärda resurser på att skapa ett "balanserat" PE-program, i enlighet med sitt mandat. Att på kort tid kraftigt selektera (välja in respektive välja bort) förvaltare är förenat med ökad risk, då värdena på portföljnivå omöjligt kan tillvaratas. AP6 förstår att det är en avvägning mellan olika intressen, men ifrågasätter besluten att inte tillvarata co-investeringsportföljen/-strategin och att kraftigt selektera bland relationerna till förmån för mindre upptagen exponering.

- AP6 menar också att det finns en risk att relationer till förvaltarna av fond- och co-investeringarna kan försämrans redan på grund av att de blir en del av en avvecklingsportfölj. Förvaltarna kommer, helt naturligt, att reagera negativt på att åsidosättas och/eller nedprioriteras. Det kan påverka informationsgivning, hållbarhetssamarbete och dialog i samband med villkorsförändringar.
- AP6:s framgångsrika förvaltningsmodell bygger på en mängd faktorer som urval, riskbedömning och medveten diversifiering, relationsbyggande samt på andra aspekter av så kallat aktivt ägande. AP6 uppfattar detta som en mer resursintensiv modell för onoterad förvaltning än den som AP2 praktiserat genom åren och konstaterar att förvaltningsmodellerna är väsensskilda. AP6 vill framhålla detta eftersom det i förarbetena betonas vikten av att bevara AP6:s kompetens inom onoterat i det framtida AP-fondssystemet. AP6 delar uppfattningen om betydelsen av detta. Det som överförs till AP2, AP6:s befintliga program med tillgångar och utfästelser, är direkt kopplat till förvaltningsmodellen. Om en överföring sker utan att beakta kopplingen mellan tillgångarna och kompetensen att förvalta dessa, nu och i framtiden, ökar risken för värdeförluster. Tillgångarna inom den onoterade världen kan inte särskiljas från förvaltarrelationer och förvaltningsmodell.
- Starka och konstruktiva förvaltarrelationer kan till exempel leda till prioriterad allokering till fonder och attraktiva co-investeringar. Borttagande av fonder kan leda till avsevärt höjd risknivå. Det är inte lätt att med precision kvantifiera dessa förluster, i synnerhet inte om man i förvaltningsmodellen har haft en helt annan utgångspunkt för hur tillgångsslaget förvaltas. Till detta kommer de operativa risker som finns med onoterade investeringar som inte sker i reglerade aktiemarknader såsom noterade akter. Arkwright har i sin årliga utvärdering av AP-fonderna, både 2024 och 2023, pekat på risken att ha för lite dedikerade resurser för att förvalta tillgångsslaget. Även om fokus är på urval av tillgångar, menar AP6 att denna fråga måste utgöra en väsentlig del i konsekvensanalysen.

AP6:s kapital uppgår till 81,4 Mdr SEK per 2025-04-30. Av det förvaltade kapitalet finns det en samsyn mellan AP2 och AP6 att 11,9 Mdr SEK är motiverat att ingå i en Transitionsportfölj baserat på kriterierna ovan om små och äldre innehav, respektive inte kärninnehav för AP6. AP2 anser att ytterligare 35,6 Mdr SEK bör ingå i en Transitionsportfölj baserat på sin egen portföljkonstruktion och strategiska passform. Det innebär en total Transitionsportfölj om 47,6 Mdr SEK (cirka 58 procent av AP6:s portfölj), samt en Transportportfölj om 33,8 Mdr SEK (cirka 42 procent av AP6:s portfölj). [Se Bilaga, bild 1.](#)

AP6:s portfölj består av 235 innehav per 2025-04-30. Av dessa finns det samsyn att 93 innehav bör ingå i en Transitionsportfölj. I tillägg anser AP2 att ytterligare 80 innehav bör ingå, vilket innebär totalt 173 innehav (cirka 74 procent av AP6:s portfölj) i en Transitionsportfölj, samt 62 innehav i en Transportportfölj (cirka 26 procent av AP6:s portfölj). [Se Bilaga, bild 2.](#)

Särskilt om framtida investeringar inom AP6:s verksamhet under tiden fram till övergången

AP6 har den 1 juli 2025 mottagit en skrivelse från AP2 där det uttrycks ett önskemål om att AP6 under återstoden av 2025 inte ska inleda några nya investeringsprocesser. Fram till årsskiftet gäller dock Lag (2000:193) om Sjätte AP-fonden oförändrat. Ramarna för fondens medelsförvaltning följer som bekant av lagens 3:e kapitel med ytterligare regleringar. Ansvaret vilar alltså på AP6 att följa de regler som gäller fram till årsskiftet. AP6 kan därför inte generellt avstå från investeringar. Det framstår dock som naturligt att i det rådande läget inte under resterade del av året tillföra AP6 någon ny investering utan att först samråda med AP2 liksom att då ta i rimligt beaktande AP2:s eventuella uppfattning att en investering skulle hamna i avvecklingsportföljen. Att inte genomföra en ytterligare investering som redan "utlovats" en avtalspart kräver dock särskilda överväganden. Det kan ju leda till framtida negativa effekter för AP2 som ska förvalta även transitionsportföljen. Utgångspunkten måste givetvis vara att inte skada befintliga investeringar och relationer oavsett om de hamnar i portföljen hos AP2 eller i transitionsportföljen.

6.2 AP6 konsekvensanalys

Sammanfattning av konsekvensanalysen:

- I samband med överföringen föreligger flera riskfaktorer som behöver adresseras för att mildra potentiella värdeförluster. Dessa förluster riskerar annars att med råge överskugga kostnadsbesparingarna av att upphöra med AP6:s verksamhet

- Det sätt som AP2 önskar överföra AP6:s verksamhet och tillgångar på, leder till en minskad andel illikvida tillgångar i pensionssystemet trots att lagstiftaren har gett utrymme för en andel upp till 50 procent av portföljen i syfte att skapa utrymme för sammanslagningen med AP6. Då AP2 anger deras oförändrade uppdrag som anledning kan det finnas skäl att överväga AP2:s uppdragsformulering, i vart fall under motsvarande övergångsperiod som den tillåtna andelen om 50 procent illikvida tillgångar
- En liten transitionsportfölj är mer förenlig med regeringens uttryckta önskemål
- En stor transitionsportfölj innebär dock att AP2 kan erhålla en exponering efter sammanslagningen som är närmare sin långsiktiga strategi, men att en överföring av AP6:s tillgångar kan ta lång tid
- En realisering av transitionsportföljen genom försäljningar i andrahandsmarknaden torde innebära väsentliga värdeförluster och transitionsportföljens storlek enligt AP2:s modell är omfattande i relation till transaktioner i andrahandsmarknaden
- Att AP2 exkluderar en co-investeringsstrategi innebär högre kostnader för buyoutprogrammet i form av högre avgifter och vinstdelning
- En stor transitionsportfölj likt den föreslagna ställer högre krav på fortsatt aktiv och professionell förvaltning

Att förvalta en tillgång avskilt från AP2 i en transitionsportfölj innebär att tillgången kvarstår hos myndigheten AP6. Enligt punkt 3 i lagen (2025:378) om upphävande av lagen (2000:193) om Sjätte AP-fonden ska tillgångar och medel som inflyter från tillgångar som förvaltas avskilt, efter avdrag för kostnaderna för förvaltningen, sedan föras över till AP2.

Innehållet i transitionsportföljen kan delas upp i två delar, dels en del där det finns samsyn om vilka innehav som ska ingå, dels en del där AP2 önskar inkludera ytterligare innehav. När AP6 har analyserat vilka tillgångar som bör ingå i en transitionsportfölj har överföringskostnaderna haft en liten inverkan. Anledningen är att dessa kostnader, som framkommer nedan, har en mindre betydelse i det stora sammanhanget.

AP6 konstaterar att det finns både för- och nackdelar med att förvalta en tillgång avskilt i en transitionsportfölj.

Små och/eller äldre innehav är uppenbart olämpliga att föra över utifrån ett kostnadsperspektiv. De legala kostnaderna att överföra en tillgång behöver vara rimliga sett till tillgångens värde och kvarvarande innehavstid. En godtycklig minsta gräns om 150 miljoner SEK för att integrera en tillgång i AP2:s portfölj innebär att överföringskostnaden förväntas understiga 0,2 procent av innehavens värde (se nästa avsnitt för kostnadsuppskattning). Fondinnehav äldre än tio år samt co-investeringar äldre än sju år förväntas vara i slutet av sina innehavstider, varför det även är rimligt att sådana innehav ska ingå i en transitionsportfölj. Små och äldre innehav enligt definitionen ovan utgör tillsammans cirka 10 procent av AP6:s marknadsvärden men cirka 36 procent räknat på antalet innehav som AP6 har. Om endast dessa innehav hade utgjort transitionsportföljen, hade en relativt liten andel av marknadsvärdet, men en märkbart stor andel av antalet innehav hållits utanför en integrering. Det skulle vara kostnadseffektivt samtidigt som en stor del av marknadsvärdet av AP6:s tillgångar överförs till AP2.

Att en stor del av AP6:s tillgångar (90 procent av marknadsvärdet) överförs skulle innebära en utmaning för AP2 genom att fonden erhåller en relativt hög portföljexponering mot Private Equity jämfört AP2:s strategi och lagstadgade limiter. Lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder har därför ändrats för att ge AP2 möjlighet till en högre andel (upp till 50 procent av totala marknadsvärdet av portföljen) av illikvida tillgångar fram till och med 2036 till skillnad mot AP3 och AP4 som har en möjlighet upp till högst 40 procent. För det fall AP2 skulle önska att snabbare reducera exponeringen till en strategisk nivå, behöver det ske genom exempelvis lägre nyinvesteringstakt eller försäljning av befintliga tillgångar på andrahandsmarknaden – i båda fall ett agerande som är negativt för kapitalvärdet och förvaltningen.

Sammantaget framstår en transitionsportfölj som består av små och äldre innehav att vara mer förenlig med regeringens hittills uttryckta önskemål om hur en överföring av AP6:s tillgångar ska utföras.

AP2 har argumenterat för en stor transitionsportfölj för att undvika en relativt hög exponering. De främsta fördelarna med att låta en större andel av AP6:s tillgångar förvaltas avskilt i en transitionsportfölj är att det

blir enklare för AP2 att bibehålla sin befintliga strategi och gradvis absorbera realiserade tillgångar från AP6. I ett sådant scenario ser AP6 dock ett behov av att följande beaktas:

- Mot bakgrund av det stora värde som då skulle förvaltas inom ramen för transitionsportföljen blir AP2:s styrelses ansvar för att tillse att förvaltningen sker på ett ansvarsfullt sätt än viktigare. För att tydliggöra att avvecklingen av innehaven ska ske med fokus på att bevara värde för pensionssystemet bör därför, i tillägg till vad som framgår av punkt 4 i lagen (2025:378) om upphävande av lagen (2000:193) om Sjötte AP-fonden, även 3 kap 1 § andra stycket i den upphävda lagen (såvitt avser kraven på långsiktigt hög avkastning) fortsatt gälla.
- Statsmakternas avsikt har varit att skapa förutsättningar för den sammanslagna AP2 och AP6 att fortsätta med den verksamhet avseende riskkapitalinvesteringar som AP2 och AP6 bedriver idag. Det är motivet till att exponeringen mot illikvida tillgångar under en övergångsperiod tillåts uppgå till 50 procent (där det också noteras att anledning kan finnas att återkomma i frågan och vad som bör gälla därefter). Såvitt AP6 förstått, menar AP2 att fondens oförändrade uppdrag, snarare än exponeringsbegränsningen, är anledningen till att en omfattande del av AP6:s tillgångar inte bör överföras till AP2 utan ingå i transitionsportföljen. AP6 menar att det mot den bakgrunden då även kan finnas skäl att överväga AP2:s uppdragsformulering, i vart fall under motsvarande övergångsperiod. Detta skulle möjliggöra en fortsatt aktiv förvaltning och värdeutveckling av en sammanslagen portfölj, kunna förhindra en minskad exponering mot tillgångsslaget inom AP-fondsystemet och minska riskerna för den potentiella värdeförstöring som det kan innebära att avveckla en stor del av AP6:s nuvarande portfölj under en begränsad tid.

Nackdelarna med att skapa en stor transitionsportfölj är bland annat en risk att selekteringen blir hastigt utförd, att tillgångarna inte förvaltas med tillräckliga resurser och omsorg, samt att överföringen av AP6:s tillgångar genom avveckling kan ta mycket lång tid (upp till cirka 15 år innan alla kontrakt likviderats). En del av riskerna kan mitigeras genom en professionell förvaltning av transitionsportföljen. Två viktiga aspekter kvarstår dock, dels så tar det lång tid att integrera portföljerna, dels så uppstår det en risk för kapitalförstöring ifall befintliga innehav avyttras genom så kallad secondaryförsäljning då en sådan normalt sker till betydande rabatter. Prisnivån i en secondarytransaktion sätts vanligtvis med hänsyn till ett årligt avkastningskrav om cirka 15 procent för köparen vilket normalt medför en rabatt om i genomsnitt 15 procent förutsatt att transaktionen storleksmässigt är placeringsbar och ett normalt marknadsläge. Secondarymarknaden saknar ”djup”, varför större volymer är svåra att avyttra och medför väsentligt större rabatter. Under våren 2025 har välkända stora Private Equity-investerare såsom Yale, Harvard och CPP Investment varit i secondarymarknaden med transaktioner runt 1 Mdr US-dollar (källa: Private Equity Wire), vilket ansetts vara mycket stora transaktioner. Att avyttra en portfölj på fem gånger den storleken skulle kräva rabatter långt överstigande 15 % och en mycket lång period för exekvering. I ett hypotetiskt resonemang skulle en försäljning av halva den tänkta transitionsportföljen (motsvarande cirka 24 Mdr SEK) till en snittrabatt om 15 procent medföra värdeförluster om cirka 3,6 Mdr SEK. Vid sidan av det värde som förloras direkt genom rabatten mot aktuellt marknadsvärde, skadas framtida avkastning dessutom genom att likviden återinvesteras i en lägre avkastande portfölj där AP2:s avkastningsförväntan motsvarar cirka 7 procent.

Beslutet att AP6:s verksamhet ska överföras till AP2 innebär i praktiken ett beslut att minska andelen illikvida investeringar i pensionssystemet. AP6 förvaltar idag drygt 80 Mdr SEK och förvaltar det mot ett referensmål baserat på faktisk avkastning till investerare i noterade marknaden (källa: Burgiss databas för avkastning i onoterade investeringar) justerat för AP6:s behov om 10 % likviditet. AP6 har haft en tioårsavkastning om 15,5 % per år för den sysselsatta portföljen och 12,6% efter hänsyn till likviditetseffekter och valutahedging. Om man i stället relaterar det till noterade marknader är avkastningsförväntan för Private Equity cirka 11 procent¹³ årligen. Kapitalet kommer att föras över till AP2:s verksamhet som har en avkastningsförväntan om 7 procent. Detta innebär 4 procent lägre avkastning per

¹³ Förenklad avkastningsförväntan för Private Equity baseras på en avkastning för noterade aktier om 9 % samt PME (Public Market Equivalent) 1,2, vilket innebär att Private Equity förväntas ge 20 % högre avkastning än noterade aktier (Ljungqvist, A. (2024). The economics of private equity: A critical review).

år, vilket skapar en ränta-på-ränta effekt över de kommande tio åren som summerar upp till 70 Mdr SEK i utebliven avkastning. [Se Bilaga, bild 3.](#)

Vidare innebär AP2:s beslut att exkludera co-investeringar från sitt buyoutprogram en utebliven möjlighet att erhålla högre avkastning genom lägre avgifter och vinstdelning (så kallad *carried interest*). AP6 har genom förenklade beräkningar uppskattat att ett välbyggt co-investeringsprogram hade kunnat bidra med ytterligare 13 Mdr SEK i potentiell avkastning för AP2 över en tioårsperiod. [Se Bilaga, bild 4.](#)

De besparingar som regeringen uppnår genom att överföra AP6:s verksamhet till AP2 uppgår till cirka 1,2 Mdr SEK över samma tioårsperiod baserat på verksamhetskostnader om drygt 100 miljoner SEK, uppräknat 3 procent årligen.

Överföringen av legala kostnader uppskattas i nästa avsnitt till cirka 250 000 SEK per innehav. Detta summerar till mellan 16 och 36 miljoner SEK beroende på volym av innehav som ska integreras.

Kostnadsanalys kommande 10 åren	Kostnad/utebliven avkastning (-) Besparing (+)
Mindre Private Equity i pensionssystemet	- 70 mdr
Ev. secondaryförsäljning av halva transitionsportföljen	- 3,6 mdr
Överföringskostnad (legala kostnader)	- 16 till -36 miljoner
Besparing av AP6 verksamhetskostnader	+ 1,2 mdr
Nettoeffekten av överföring av AP6:s verksamhet	upp till -72 mdr SEK

Tabell 1. Illustrativ kostnadsanalys över en kommande tioårsperiod

Sammantaget är den främsta konsekvensen av det sätt på vilket AP2 önskar integrera AP6:s verksamhet och tillgångar, en minskad andel Private Equity och illikvida tillgångar i pensionssystemet, se Tabell 1. Detta innebär en betydande negativ effekt i form av utebliven framtida avkastning, upp till 70 Mdr SEK över en tioårsperiod. Ett sådant avkastningsbortfall överskuggar med råge de kostnadsbesparingar som kommer att uppnås från minskade verksamhetskostnader i AP6. Framställningen ovan illustrerar även betydelsen av att låta transitionsportföljen få realiseras i "naturlig" takt, jämfört med att sälja innehaven på andrahandsmarknaden till rabatter. Även exkluderingen av en co-investeringsstrategi innebär en förlorad möjlighet till högre avkastning genom lägre avgifter. När kostnaderna att föra över innehav sätts i det större perspektivet blir dessa ytterst marginella. Vid bedömningen om vilka tillgångar som ska ingå i en transitionsportfölj bör därför vikten läggas på hur värdena i de befintliga innehaven kan bevaras framför att fokusera på överföringskostnader.

8. Övriga viktiga frågor inför införlivande av AP6

- Enligt utredningsdirektivet (Dir. 2025:33) framgår att förslag om behov av ytterligare lagändringar som uppstår i samband med omorganisationen kan läggas fram. Behov finns avseende ytterligare lagändringar enligt nedan:
 - Transitionsportföljen behöver en buffertkassa för att hantera bruttoflödena. Effektivare förvaltning kan uppnås ifall AP2 kan ansvara för bufferten – dvs kapital tillåts flöda åt båda hållen mellan portföljerna
 - För att tydliggöra att avvecklingen av innehaven i transitionsportföljen ska ske med fokus på att bevara värde för pensionssystemet bör därför, i tillägg till vad som framgår av punkt 4 i lagen (2025:378) om upphävande av lagen (2000:193) om Sjätte AP-fonden, även 3 kap 1 § andra stycket i den upphävda lagen (såvitt avser kraven på långsiktigt hög avkastning) fortsatt gälla (att beaktas exempelvis vid överväganden kring fortsatt förvaltning / avyttring i secondarymarknaden)
 - I syfte att undvika värdeförstöring för pensionssystemet bör en omfattande del av AP6:s portfölj förvaltas aktivt och om AP2 upplever att det inte har möjlighet till det utifrån sitt uppdrag bör formuleringen i uppdraget justeras för AP2

Bilagor

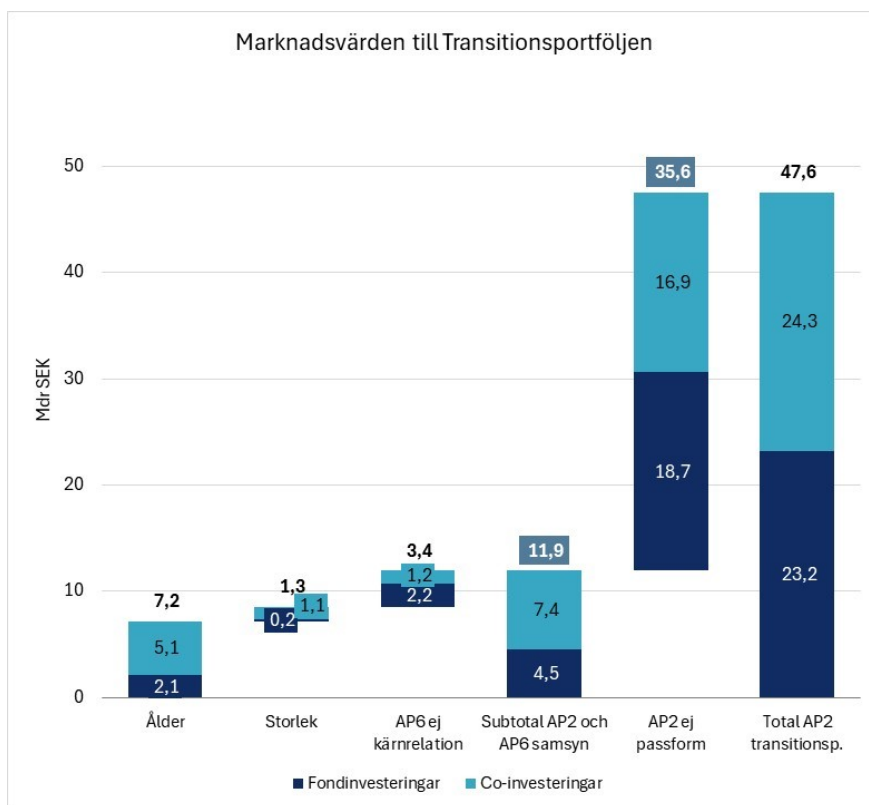


Bild 1 – Marknadsvärden till Transitionsportföljen.

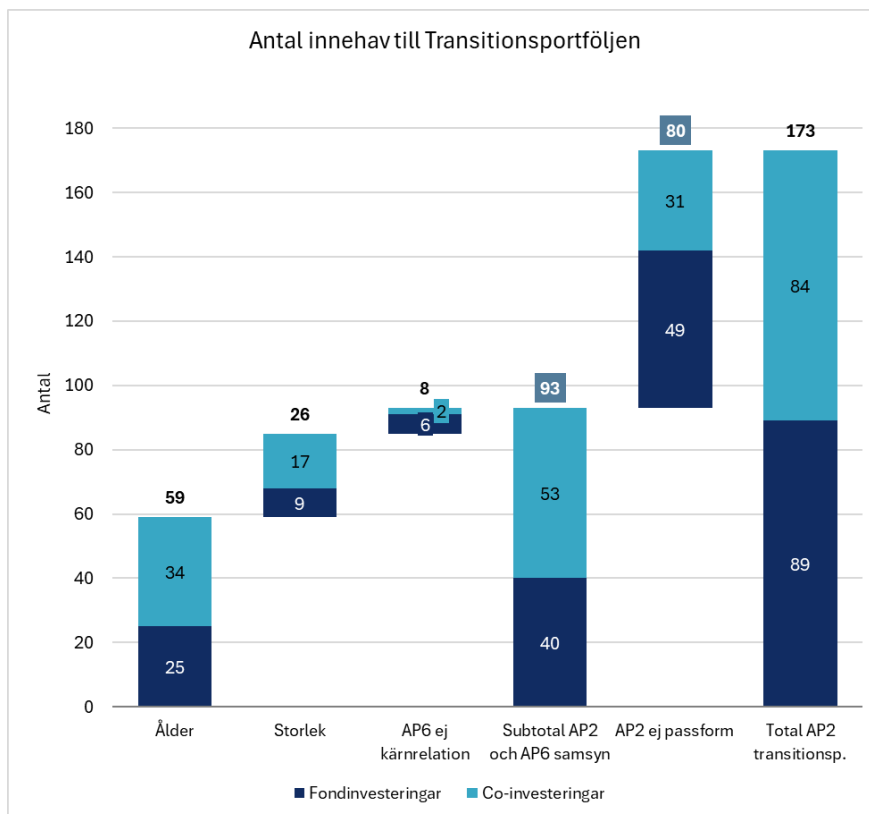
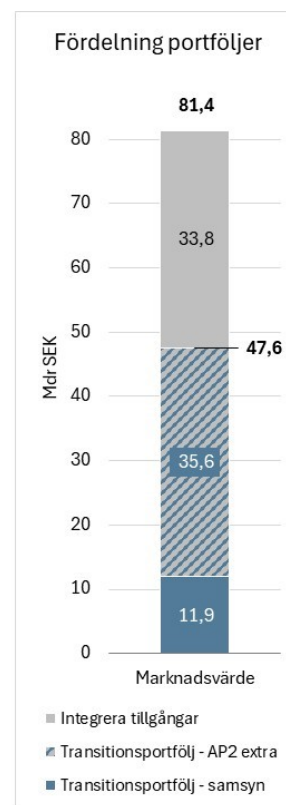
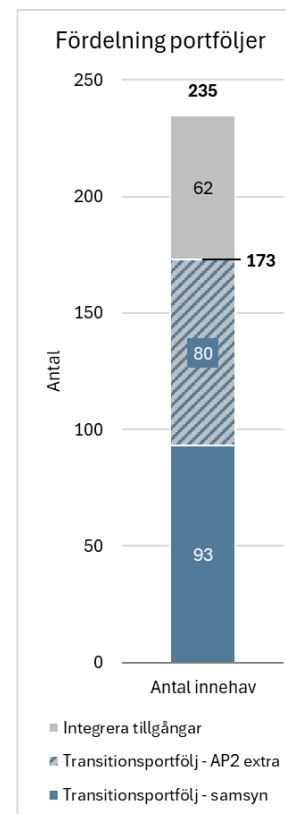


Bild 2 – Antal innehav till Transitionsportföljen.



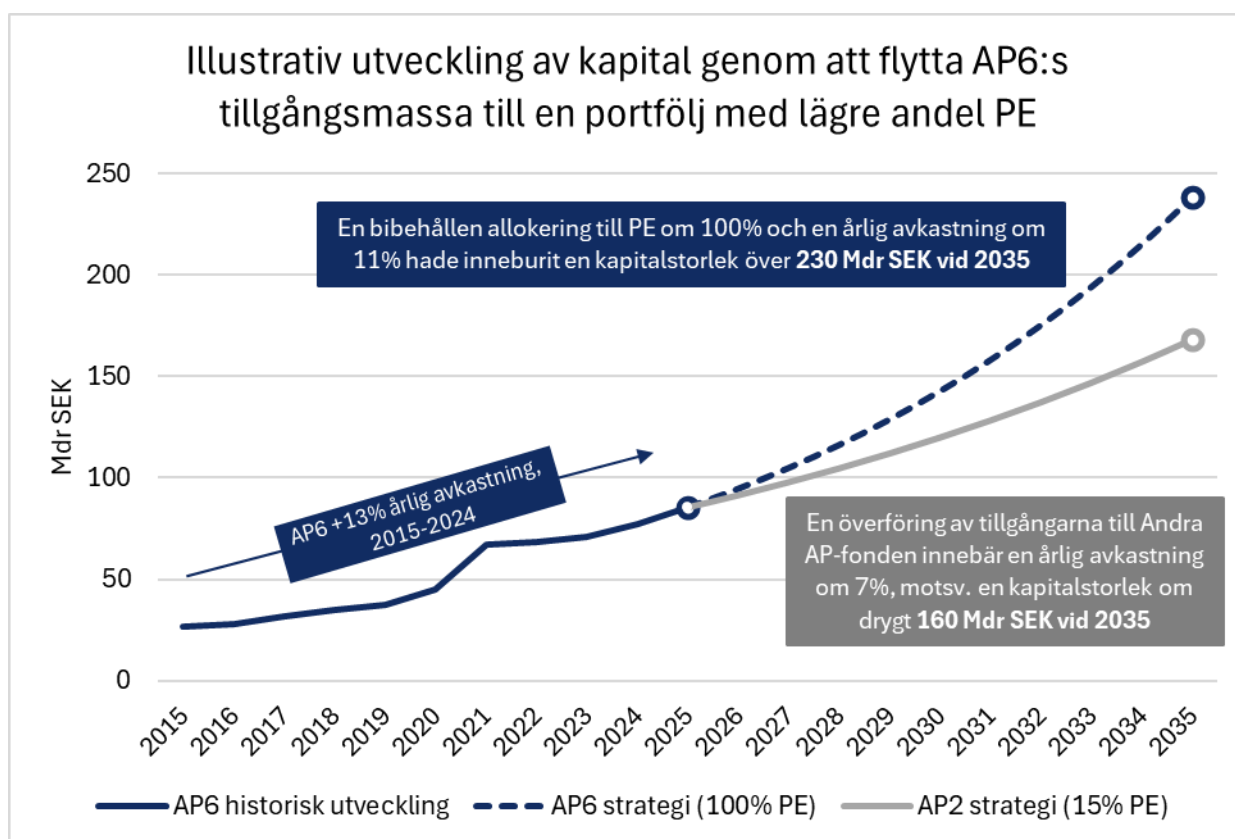


Bild 3. Riksdagens beslut att överföra AP6:s verksamhet och tillgångarna till AP2, samt AP2:s implementering av lagförändringen, innebär minskad mängd Private Equity och illikvida tillgångar i pensionssystemet. Detta kostar systemet upp till 70 Mdr SEK i utebliven avkastning över en tioårsperiod. Den förenklade illustrativa beräkningen antar en direkt omplacering av tillgångarna enligt AP2:s strategi.

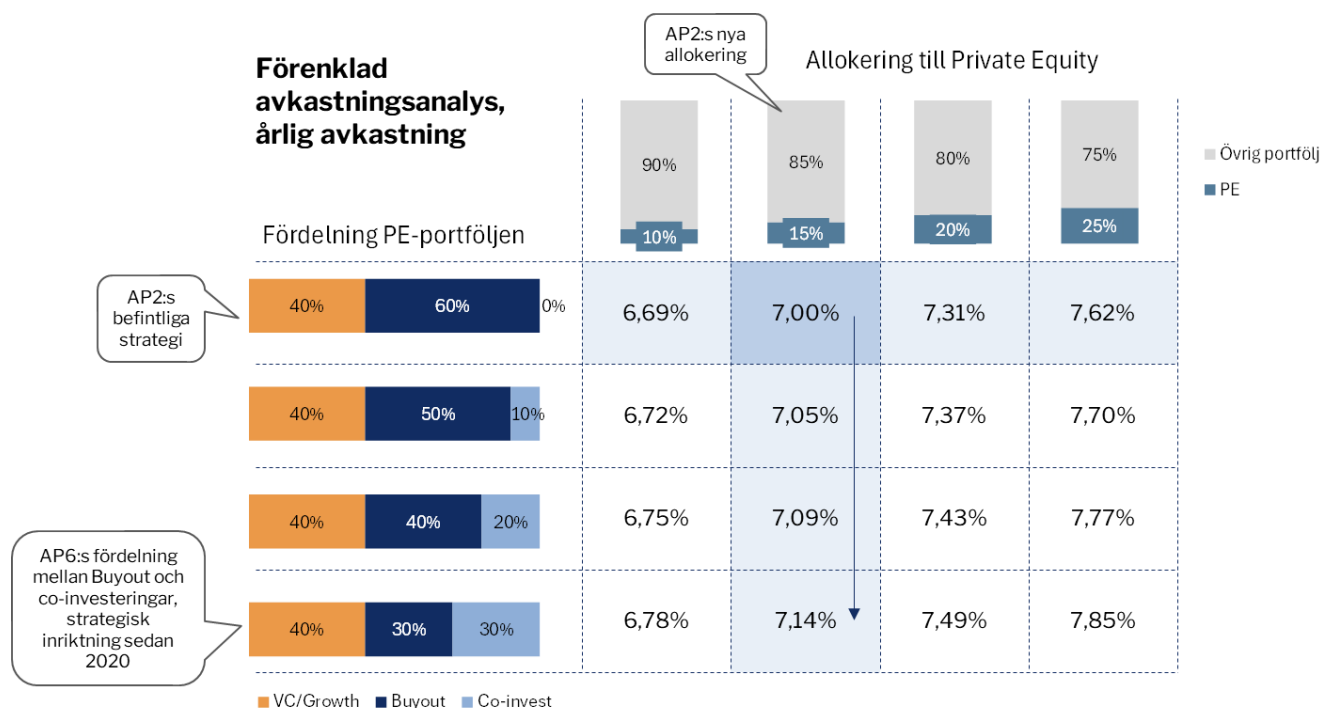


Bild 4. Förenklad avkastningsanalys av att inkludera ett co-investeringsprogram. Genom att inkludera co-investeringar med 1:1 relation mellan buyoutfonder och buyout co-investeringar skulle AP2 kunna uppnå en avkastning som överstiger sin nuvarande förväntan med 0,14 procentenheter. Det motsvarar drygt 700 miljoner SEK i lägre avgifter och vinstdelning per år eller drygt 13 mdr SEK med ränta-på-ränta över en tioårsperiod.

Den förenklade avkastningsanalysen baseras på så kallade PME-beräkningar (Public Market Equivalent) i kombination med de olika allokeringsnivåerna ovan. PME är ett mått som visar om en investering i en Private Equity-fond har gått bättre eller sämre än börsen (t.ex. S&P 500), om man hade lagt in och tagit ut pengarna vid samma tidpunkter. Till exempel innebär ett PME på 1,2 att investeringen i fonden gav 20 procent bättre resultat än om pengarna istället hade satsats i börsen.

PME antas vara för Buyout, Co-investeringar och VC/Growth, 1.20^{14} , 1.54^{15} resp. 1.61^{16} . För publika aktier antas avkastningen vara 9 procent.

¹⁴ Ljungqvist, A. (2024). The economics of private equity: A critical review.

¹⁵ Uppskattning baserad på Braun, R., Jenkinson, T. & Schemmerl, C. (2020). Adverse selection and the performance of private equity co-investments. J. Financ. Econ.

¹⁶ Uppskattning baserad på Harris, R.S., Jenkinson, T., Kaplan, S.N. & Stucke, R. (2020). Has Persistence Persisted in Private Equity? Evidence from Buyout and Venture Capital Funds.

YTTRANDE RÖRANDE VISSA ÖVERÅNGSREGLER I SFS 2025:378 LAG OM UPPHÄVANDE AV LAGEN (2000:193) OM SJÄTTE AP-FONDEN OCH SFS 2025:376 LAG OM ÄNDRING I LAGEN (2000:192) OM ALLMÄNNA PENSIONS FONDER (AP-FONDER)

Då tillgångar som förvaltas i AP6 kommer att överföras till dels en löpande förvaltning i AP2, dels en transitionsportfölj under AP2:s förvaltning, behöver det säkerställas att de sammantagna regler som ska gälla med verkan från den 1 januari 2026 ger tydliga och erforderliga ramar för AP2:s fortsatta förvaltning av tillgångar som härstammar från AP6 respektive avvecklingen i transitionsportföljen.

Av SFS 2025:378 lag om upphävande av lagen (2000:193) om sjätte AP-fonden (**Upphörandelagen**) framgår att enbart vissa delar av 3 kap. i den nuvarande lagen (2000:193) om sjätte AP-fonden (**Nuvarande AP6-lagen**) fortsättningsvis ska gälla för transitionsportföljen och motsatsvis alltså inte heller för AP2:s framtida löpande förvaltning av sådana AP6-tillgångar eller nya tillgångar som ryms inom AP2:s innehav av illikvida tillgångar och som högst får uppgå till 50 procent av det verkliga värdet av fondens samtliga tillgångar enligt 4 kap. 8§ SFS 2025:376 lag om ändring i lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder) (**Nya AP-lagen**).

Bestämmelser som motsvarar de bestämmelser i den Nuvarande AP6-lagen som ska upphöra, behövs dock för AP2:s fortsatta förvaltning av de tillgångar som placeras i transitionsportföljen, särskilt mot bakgrund av den nu förväntade omfattningen av denna förvaltning. Även om det inte tydligt kommer till uttryck, utgår AP6 från att de bestämmelser som finns i den Nya AP-lagen även i tillämpliga delar avses gälla för AP2:s förvaltning av de tillgångar som placeras i transitionsportföljen. Den Nya AP-lagen innehåller bestämmelser som till viss del speglar de bestämmelser i den Nuvarande AP6-lagen som enligt Upphörandelagen ska upphöra. De bestämmelser som i nuläget anges i punkt 4 i Upphörandelagen är ensamma dock inte tillfyllest som ram för förvaltningen av de fondmedel som slutligen placeras i transitionsportföljen. I praktiken behöver samtliga de bestämmelser som nu finns i kap. 3 i den Nuvarande AP6-lagen vara tillämpliga, utom såvitt avser bestämmelsen i 3 kap. 2§ fjärde stycket att av fondens tillgångar, värderade till marknadsvärdet, får högst tio procent vara utsatt för valutakursrisk.

Det framstår även som problematiskt att bestämmelsen i 3 kap. 1§ andra stycket såvitt avser transitionsportföljen ersatts i den Nya AP-lagen med ett mål om låg risknivå. Det snabbaste sättet att uppnå en låg risknivå för transitionsportföljen utan hänsyn till avkastning, vore att omedelbart avveckla den. Även om transitionsportföljen kommer att minska över tiden och riskspridning förutsätter en viss omfattning av tillgångsportföljen, bör målet alltjämt kunna vara en långsiktigt hög avkastning och tillfredsställande riskspridning utifrån de förutsättningar som gäller vid var tid.

Om det finns en motsättning mellan bestämmelser i den Nya AP-lagen och 3 kap. i den Nuvarande AP6-lagen bör bestämmelserna i 3 kap. i den Nuvarande AP6-lagen äga företräde såvitt avser förvaltningen av transitionsportföljen.

SLUTSATS 1 – Det bör i Övergångslagens punkt 4 förtydligas att de bestämmelser som finns i den Nya AP-lagen även gäller för förvaltningen av transitionsportföljen, att hela 3 kap. i den Nuvarande AP6-lagen gäller för förvaltningen av transitionsportföljen samt att vid motsättning, 3 kap. i den Nuvarande AP6-lagen ska äga företräde. Det kan ske genom följande tillägg i punkt 4 i Upphörandelagen

4. För Sjätte AP-fondens verksamhet som rör de tillgångar som enligt punkt 3 ska förvaltas avskilt gäller, utöver vad som i övrigt följer av SFS 2025:376 lag om ändring i lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder), dock 1 kap. 1 och 2 §§, 2 kap. 1 § första stycket första meningen och 3–5 §§, 3 kap., utom såvitt avser 3 kap. 2§ fjärde stycket, 1§ första stycket, 1 a, 1 d och 9 §§ och 4 och 5 kap. i den upphävda lagen. Vid motsättning mellan angivna bestämmelser i den upphävda lagen och SFS 2025:376 lag om ändring i lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder), ska därvid vad som anges i angivna bestämmelser i den upphävda lagen äga företräde. De uppgifter som ska utföras av styrelsen ska utföras av styrelsen i Andra AP-fonden.

Av 4 kap. 1§ Nya AP-lagen framgår att "[d]en totala risknivån i fondernas placeringar ska vara låg. Fondmedlen ska, vid vald risknivå, placeras så att långsiktigt hög avkastning uppnås." Motsvarande bestämmelse i 3 kap. 1§ andra stycket i den Nuvarande AP6-lagen lyder: "Fondmedlen ska placeras så att kraven på långsiktigt hög avkastning och tillfredsställande riskspridning tillgodoses." Den reella innebörden av de skilda uttrycksätten och innebörden av en låg risknivå får en avgörande betydelse för AP2:s vägval i den framtida förvaltningen av AP2:s ordinarie fondmedel som då innefattar övertagna och framtida illikvida tillgångar som högst får uppgå till 50 procent av det verkliga värdet av fondens samtliga tillgångar.

SLUTSATS 2 – För att den utökade ramen för illikvida investeringar upp till 50 procent som ges till AP2 genom den Nya AP-Lagen ska kunna tillämpas på - som AP6 uppfattar det - avsett vis, behöver utrymme lämnas för att dessa fondmedel ska kunna placeras så att kraven på långsiktigt hög avkastning och tillfredsställande riskspridning tillgodoses. Det kan ske genom följande tillägg i 4 kap. 1§ i den Nya AP-lagen.

Andra–Fjärde AP-fonderna ska förvalta fondmedlen på sådant sätt att de blir till största möjliga nytta för försäkringen för inkomstgrundad ålderspension.

Den totala risknivån i fondernas placeringar ska vara låg. Såvitt avser Andra AP-fonden ska den valda risknivån beakta den tillåtna andel av illikvida tillgångar som gäller enligt 4 kap. 8§. Fondmedlen ska, vid vald risknivå, placeras så att långsiktigt hög avkastning uppnås.