

2025-03-11

Beslut



Pensionsmyndigheten
genom styrelsens ordförande
Box 38190
100 64 Stockholm

FI dnr 24-3153

Finansinspektionen
Box 7821
SE-103 97 Stockholm
[Brunnsgatan 3]
Tel +46 8 408 980 00
finansinspektionen@fi.se
www.fi.se

Anmärkning

Finansinspektionens beslut (att meddelas den 12 mars 2025 kl. 8.00)

Finansinspektionen ger Pensionsmyndigheten (202100-6255) en anmärkning.

(6 kap. 6 och 7 §§ lagen [2017:230] om Pensionsmyndighetens försäkringsverksamhet i premiepensionssystemet)

Hur man överklagar, *se bilaga*.

Sammanfattning

Finansinspektionen har undersökt om Pensionsmyndigheten har följt de bestämmelser som gäller för dess investeringsverksamhet i samband med Pensionsmyndighetens investeringar i fastighetsbolaget Heimstaden Bostad AB. Undersökningen avser perioden 2021–2023.

Enligt den lagbestämmelse om riskkontroll som gäller för Pensionsmyndighetens investeringsverksamhet (3 kap. 5 § lagen [2017:230] om Pensionsmyndighetens försäkringsverksamhet i premiepensionssystemet) får myndigheten bara investera i tillgångar vars risker myndigheten kan identifiera och hantera. Pensionsmyndigheten har under den aktuella perioden investerat drygt 2 500 miljoner kronor i Heimstaden Bostad AB. Finansinspektionens undersökning visar att bolagsordningen i Heimstaden Bostad AB och de aktieägaravtal som Pensionsmyndigheten har ingått ger upphov till en förhöjd risk för att de medel som Pensionsmyndigheten har investerat i Heimstaden Bostad AB går helt eller delvis förlorade. Det handlar bland annat om skillnader i incitament och inflytande mellan ägarna, avtalat pris på aktier och skyldighet att återinvestera medel i bolaget. Inspektionens undersökning visar vidare att Pensionsmyndigheten

visserligen har vidtagit åtgärder för att skaffa sig kunskap om de omständigheter som påverkar risken för förlust av investerade medel. Dessa åtgärder har emellertid inte varit tillräckliga. Myndigheten har inte heller förvissat sig om att den kan hantera den risken. Härigenom har Pensionsmyndigheten brustit i sin riskkontroll och agerat i strid med den ovan nämnda lagbestämmelsen.

Finansinspektionen bedömer att överträdelserna har varit sådana att det finns skäl att ingripa mot Pensionsmyndigheten. Inspektionen ger därför Pensionsmyndigheten en anmärkning.

1 Bakgrund

1.1 Om Pensionsmyndigheten och dess verksamhet

Pensionsmyndigheten är förvaltningsmyndighet för ålderspensionssystemet. Det innebär att myndigheten har i uppdrag att administrera och betala ut pensioner. Den största delen av Pensionsmyndighetens verksamhet består i att sköta den allmänna ålderspensionen, det vill säga den pension som alla får som har arbetat eller bott i Sverige.

Huvuddelen av den allmänna ålderspensionen är den inkomstgrundade ålderspensionen, som grundar sig på de inkomster som den enskilda pensionsspararen har haft från bland annat anställning och näringsverksamhet. Den inkomstgrundade ålderspensionen är i sin tur indelad i inkomstpension och premiepension. Storleken på inkomstpensionen bestäms av de inkomster som pensionsspararen har haft, medan premiepensionen beror på hur mycket pengar som har avsatts och placerats i fonder inom premiepensionssystemet. Under den tid som den enskilda pensionsspararen sparar ihop sin premiepension fungerar den som en fondförsäkring för pensionsspararen och det är pensionsspararen som står den finansiella risken för värdeutvecklingen hos de fonderade medlen.

Pensionsmyndigheten är försäkringsgivare för premiepensionen. Myndigheten ska förvalta premiepensionsmedlen bland annat genom att placera dem i fonder.

Vid pensioneringen, när pensionsspararen ansöker om att ta ut sin premiepension, kan pensionsspararen välja mellan att ta ut premiepensionen i form av uttag från fondförsäkringen eller i form av en livränta med garanterade belopp, det vill säga genom en så kallad traditionell försäkring. Om pensionsspararen väljer uttag i form av livränta, övergår den finansiella risken för värdeutvecklingen på premiepensionsmedlen till Pensionsmyndigheten.

Den pensionssparare som väljer att ta ut sin premiepension i form av en livränta får alltid det garanterade beloppet. Därutöver kan pensionsspararen få ett tilläggsbelopp, om Pensionsmyndighetens tillgångsförvaltning har gett ett överskott i förhållande till det garanterade beloppet. Tilläggsbeloppet kan, till skillnad från det garanterade beloppet, öka eller minska i storlek.

Pensionsmyndigheten delar i sin förvaltning in de premiepensionsmedel som pensionsspararna har valt att ta ut i form av livränta i två portföljer. De tillgångar som svarar mot de garanterade beloppen förvaltas i en portfölj med räntebärande värdepapper, medan de tillgångar som svarar mot tilläggsbeloppen förvaltas i en portfölj kallad tillväxtportföljen. Den senare portföljen bestod fram till 2021 av tre upphandlade breda globala aktiefonder som vid utgången av 2020 uppgick till sammanlagt cirka 18 713 miljoner kronor, vilket då motsvarade cirka 35,1 procent av tillgångarna som förvaltades inom den traditionella försäkringen.

Under 2021 beslutade Pensionsmyndigheten att bredda investeringarna inom tillväxtportföljen till att även omfatta direkta innehav av onoterade aktier genom att köpa aktier i fastighetsbolaget Heimstaden Bostad AB (nedan Heimstaden Bostad).

1.2 Ärendet

Finansinspektionen inledde i januari 2024 en undersökning av Pensionsmyndighetens investeringar i Heimstaden Bostad. Syftet med undersökningen var att granska om Pensionsmyndigheten i samband med investeringarna följde lagbestämmelserna för dess försäkringsverksamhet i premiepensionssystemet. Undersökningen avser perioden 2021–2023.

Finansinspektionen har inom ramen för undersökningen tagit del av en stor mängd dokumentation och gjort flera platsbesök på Pensionsmyndigheten. Myndigheten har yttrat sig skriftligt över inspektionens iakttagelser samt dess preliminära bedömningar och överväganden.

2 Rättsliga utgångspunkter

Pensionsmyndighetens verksamhet inom ramen för premiepensionssystemet regleras i lagen (2017:230) om Pensionsmyndighetens försäkringsverksamhet i premiepensionssystemet (LPF). Regleringen liknar i många delar den som gäller för försäkringsgivare i privat sektor.

I 3 kap. LPF finns bestämmelser om bland annat investering av tillgångar. Pensionsmyndighetens tillgångar ska, enligt 3 kap. 3 § LPF, investeras på ett aktsamt sätt enligt 4–8 §§ i samma kapitel. Dessa bestämmelser ger uttryck för den så kallade aktsamhetsprincipen. I förarbetena till LPF anges att aktsamhetsprincipen i samband med investering och förvaltning av tillgångar bland annat innebär att dessa uppgifter ska handhas av personer med helhetssyn, relevant kunskap och tillräcklig erfarenhet – egen eller inhämtad på annat sätt (se prop. 2016/17:76 s. 24).

Enligt 3 kap. 5 § LPF, som handlar om riskkontroll, får investeringar endast göras i sådana finansiella instrument och andra tillgångar vars risker Pensionsmyndigheten kan identifiera, mäta, övervaka, hantera, kontrollera och rapportera.

Om Pensionsmyndigheten inte kan uppfylla det som bestämmelsen kräver får myndigheten alltså inte göra investeringen.

Bestämmelsen i 3 kap. 5 § LPF är utformad med förebild i 6 kap. 2 § försäkringsrörelselagen (2010:2043) (FRL) som gäller för de företag som driver försäkringsrörelse enligt den lagen. Den nämnda bestämmelsen i FRL har tillkommit för att i svensk rätt genomföra artikel 132.2 första stycket i Europaparlamentets och rådets direktiv 2009/138/EG av den 25 november 2009 om upptagande och utövande av försäkrings- och återförsäkringsverksamhet (Solvens II) (se prop. 2015/16:9 s. 578). Direktivbestämmelsen har i sak samma innehåll som 6 kap. 2 § FRL.

I förarbetena till LPF uttalade regeringen att investeringsbestämmelserna om bland annat aktsamhet och riskkontroll i 6 kap. FRL bör tillämpas även på försäkringsverksamheten i premiepensionssystemet (se prop. 2016/17:76 s. 24).

Med begreppet risk avses sannolikheten för att en händelse som ogillas inträffar (jfr prop. 2002/03:139 s. 278). En sådan risk kan till exempel bestå i sannolikheten för att en investering utvecklas på ett ogynnsamt sätt, det vill säga att investeringen sjunker i värde.

Bestämmelsen om riskkontroll ställer krav på att Pensionsmyndigheten identifierar riskerna hos en tillgång innan myndigheten investerar i den. Att Pensionsmyndigheten ska identifiera en risk innebär att myndigheten behöver skaffa sig kunskap om de faktiska omständigheter som påverkar risken med en investering i tillgången och vilken betydelse de omständigheterna har. Myndigheten måste också förvissa sig om att den kan hantera risken. Med att hantera risken avses att myndigheten ska kunna vidta nödvändiga åtgärder till följd av risken (se prop. 2015/16:9 s. 601).

3 Finansinspektionens iakttagelser och bedömningar

3.1 Inledning

Heimstaden Bostad är ett onoterat aktiebolag som, precis som när Pensionsmyndigheten initialt investerade i bolaget, ägs av Heimstaden Investment AB (nedan Heimstaden Invest) tillsammans med ett antal institutionella investerare. Heimstaden Invest hade under hela undersökningsperioden 2021–2023 röstmajoriteten i Heimstaden Bostad.

Heimstaden Invest ägs i sin tur av Heimstaden AB (publ) (nedan Heimstaden AB), som även äger Heimstaden Group Manager AB. Heimstaden AB är ett dotterföretag till det norska företaget Fredensborg AS.

Under undersökningsperioden gjorde Pensionsmyndigheten ett antal investeringar i aktier i Heimstaden Bostad till ett sammanlagt värde av 2 507 miljoner

kronor. Finansinspektionen tar i detta beslut ställning till om Pensionsmyndigheten har uppfyllt kravet på riskkontroll i 3 kap. 5 § LPF vid investeringarna.

Undersökningen har särskilt avsett risken för att investerade medel helt eller delvis går förlorade. Finansinspektionen har analyserat bolagsordningen i Heimstaden Bostad och två aktieägaravtal som Pensionsmyndigheten har ingått med övriga delägare i bolaget. Syftet har varit att undersöka vilka omständigheter i dessa som kan ge upphov till eller påverka en sådan risk och om Pensionsmyndigheten, inför investeringarna, har identifierat risken och förvärvat sig om att risken kan hanteras.

3.2 Översikt över Pensionsmyndighetens investeringar i Heimstaden Bostad

Pensionsmyndigheten beslutade den 11 mars 2021 att inom ramen för tillväxtportföljen investera en miljard kronor i aktier i Heimstaden Bostad inom loppet av tre år. Pensionsmyndigheten anslöt sig därefter, den 15 mars 2021, till ett aktieägaravtal, som övriga delägare i Heimstaden Bostad hade ingått den 20 januari 2021 (i fortsättningen 2021 års aktieägaravtal). För att finansiera den initiala investeringen i Heimstaden Bostad sålde myndigheten andelar i en av de globala aktiefonderna i tillväxtportföljen.

Samma dag som Pensionsmyndigheten anslöt sig till aktieägaravtalet gjorde myndigheten den första investeringen på 500 miljoner kronor i Heimstaden Bostad. I september 2021 beslutade myndigheten att investera ytterligare 750 miljoner kronor i aktier i Heimstaden Bostad, utöver det som tidigare hade beslutats.

Den 23 november 2021 investerade Pensionsmyndigheten dels de resterande 500 miljoner kronor som myndigheten initialt hade beslutat om, dels de ytterligare 750 miljoner kronor som myndigheten hade beslutat om i september det året.

I mars 2022 investerade Pensionsmyndigheten ytterligare 58 miljoner kronor. Av dessa var 29 miljoner kronor en frivillig återinvestering av aktieutdelning från Heimstaden Bostad, som gjordes utan att något formellt beslut om en ytterligare investering hade fattats. Resterande belopp var en återinvestering till följd av en så kallad rebalanseringsmekanism i aktieägaravtalet (se avsnitt 3.3.6).

Under 2022 omförhandlades aktieägaravtalet. Den 1 juli det året ingicks ett nytt aktieägaravtal (i fortsättningen 2022 års aktieägaravtal), som ersatte 2021 års aktieägaravtal.

Den 19 september 2022 beslutade Pensionsmyndigheten att investera ytterligare 600 miljoner kronor i aktier i Heimstaden Bostad. Den investeringen genomfördes den 21 december 2022.

Det sista beslutet under undersökningsperioden om att investera i aktier i Heimstaden Bostad fattade Pensionsmyndigheten den 22 februari 2023. Beslutet avsåg en frivillig återinvestering av en aktieutdelning från Heimstaden Bostad på 99 miljoner kronor. Den investeringen genomfördes den 9 mars 2023.

Vid utgången av 2023 hade Pensionsmyndigheten således investerat sammanlagt 2 507 miljoner kronor i aktier i Heimstaden Bostad. Därutöver hade myndigheten förvärvat ytterligare aktier i Heimstaden Bostad till ett värde av 190 miljoner kronor genom en återinvestering av utdelning inom ramen för en så kallad mekanisk rebalansering (se avsnitt 3.3.6). Den återinvesteringen behandlas inte i detta beslut.

Enligt årsredovisningen för 2023 uppgick värdet av de samlade investeringarna vid utgången av 2023 till cirka 2 286 miljoner kronor, vilket motsvarade cirka 3,2 procent av de totala tillgångarna i myndighetens traditionella försäkring respektive sju procent av tillgångarna i tillväxtportföljen. I årsredovisningen för 2023 hade Pensionsmyndigheten alltså skrivit ned värdet av sina samlade investeringar i Heimstaden Bostad med drygt 15 procent (cirka 411 miljoner kronor).

Heimstaden Invest ägde 34,8 procent av kapitalet i Heimstaden Bostad per den 31 december 2023. Pensionsmyndigheten ägde vid samma tidpunkt 2,1 procent av kapitalet och hade en röstandel om 1,6 procent.

Investeringarna i Heimstaden Bostad var Pensionsmyndighetens första investeringar i ett onoterat bolag. För att möjliggöra investeringar med inriktning på fastigheter, som den i Heimstaden Bostad, behövde myndigheten ändra sin placeringspolicy. Ändringen gjordes i augusti 2020. Pensionsmyndigheten har inte genomfört några organisatoriska förändringar i sin investeringsverksamhet till följd av den nya typen av investering.

3.3 Villkoren för Pensionsmyndighetens investeringar i Heimstaden Bostad

I det följande redovisas kort ett antal förhållanden som följer av Heimstaden Bostads bolagsordning eller av aktieägaravtalen och som enligt Finansinspektionens mening är av betydelse för bedömningen av vilken risk som investeringarna var förenade med. Det handlar om aktieägarnas möjligheter att avyttra sina aktieinnehav (avsnitt 3.3.1), förekomsten av olika aktieslag i bolaget och den betydelse som detta har för aktieägarnas inflytande och rätt till vinstandel (avsnitt 3.3.2), makten över och finansieringen av bolagets förvaltning (avsnitt 3.3.3), inflytandet över styrelsebeslut och andra viktiga beslut inom bolaget (avsnitt 3.3.4), regleringen av ägande och kontroll ägarna emellan (avsnitt 3.3.5) och den så kallade rebalanseringsmekanism som aktieägarna har avtalat om (avsnitt 3.3.6).

3.3.1 Avtalstid och utträdesmöjligheter

En aktieägare har i allmänhet, som utgångspunkt, rätt att fritt överlåta sina aktier. Denna fria överlåtelse rätt kan emellertid begränsas genom bestämmelser i bolagsordningen eller genom aktieägaravtal. I Heimstaden Bostad har – såvitt nu är av intresse – den fria överlåtelse rätten begränsats genom de båda aktieägaravtalen.

Varje avtalspart har i och för sig, enligt båda aktieägaravtalen, en rätt att överlåta hela eller delar av sitt aktieinnehav i Heimstaden Bostad till tredje man. Det förutsätter dock att de aktier som ska säljas först erbjuds till övriga avtalsparter. En överlåtelse av aktier till tredje man får dessutom ske endast till en part som uppfyller vissa krav. Det krävs också att den nya parten tillträder aktieägaravtalet och att överlåtelsen sker så nära som möjligt en viss i avtalet fastställd värdekvot mellan stamaktier och B-aktier (se avsnitt 3.3.5).

Därutöver finns enligt båda aktieägaravtalen en rätt för aktieägarna i Heimstaden Bostad att börja avveckla sina innehav i Heimstaden Bostad genom ett visst förfarande som anges i avtalen. Den rätten inträder emellertid inte förrän under första halvåret 2045. Dessförinnan finns inte någon sådan rätt.

Rätten till avveckling av aktieinnehaven innebär att en eller flera aktieägare, som vid den aktuella tidpunkten 2045 gemensamt innehar mer än tio procent av stamaktierna, kan begära att samtliga aktier i Heimstaden Bostad ska säljas. En sådan försäljning ska utföras av en arbetsgrupp bestående av representanter för de tre största ägarna i bolaget samt Heimstaden AB. Arbetsgruppen och samtliga delägare ska verka för att en försäljning sker inom 24 månader. Om aktieägare som tillsammans innehar minst hälften av stamaktierna motsätter sig att en avveckling genomförs, ska en annan typ av arbetsgrupp tillsättas. Den arbetsgruppen ska verka för att aktierna som tillhör den som har påkallat avvecklingen säljs inom sex månader, och annars att Heimstaden Bostad löser in aktierna.

I 2022 års aktieägaravtal, som gäller fram till den 31 december 2047, utökades aktieägarnas möjligheter att avveckla sina aktieinnehav så att sådan avveckling under vissa förutsättningar kan komma till stånd även före 2045.

För det första skapades det då en möjlighet för aktieägare som gemensamt innehar mer än 75 procent av stamaktierna att vid vilken tidpunkt som helst begära att en avvecklingsprocess ska inledas. Fördelningen av [REDACTED]

För det andra infördes en möjlighet för en aktieägare att framställa en begäran om utträde till Heimstaden AB. Den aktieägare som begär sitt utträde ska placeras i en kö som sköts av Heimstaden AB. Heimstaden AB ska efter bästa förhållanden försöka tillgodose att aktieägarens aktier säljs till det värde för respektive aktieslag som definieras i aktieägaravtalet. Detta förutsätter dock att försäljningen inte får någon negativ effekt på kvarvarande aktieägare. Värde av de

aktier som säljs ska så nära som möjligt motsvara värdekvoten som är fastställd i aktieägaravtalet (se avsnitt 3.3.5). Det krävs vidare att en köpare av aktierna tillträder aktieägaravtalet. Heimstaden AB får även genomföra utträdet genom att Heimstaden Bostad återköper aktierna, om det inte leder till alltför negativa effekter för övriga aktieägare.

För att ändra 2022 års aktieägaravtal, till exempel på så sätt att begränsningarna i aktieägarnas möjligheter att avveckla sina aktieinnehav jämkas eller tas bort, krävs samtycke av ägarna till minst 90 procent av samtliga stamaktier. Det innebär i praktiken att [REDACTED]

3.3.2 De olika aktieslagen och deras egenskaper

Graden av inflytande som de olika aktieägarna har i Heimstaden Bostad och deras rätt till andel i bolagets vinst påverkas inte bara av hur många aktier respektive aktieägare innehar utan även av vilket slag av aktier som innehavet avser. Enligt bolagsordningen finns det fyra aktieslag i bolaget: stamaktier, preferensaktier av serie A (nedan A-aktier), preferensaktier av serie B (nedan B-aktier) och preferensaktier av serie C (nedan C-aktier). Av särskild betydelse är att aktieslagen inte är proportionellt fördelade mellan aktieägarna. Under hela undersökningsperioden ägde Pensionsmyndigheten och övriga institutionella investerare [REDACTED]

Stamaktier har en halv röst per aktie och ger rätt till utdelning efter det att A-aktier och B-aktier har fått full utdelning. I de båda aktieägaravtalen finns principer för fastställande av ett i avtalen definierat ”värde” av stamaktier. Detta värde används bland annat vid nyemissioner och rebalansering (se avsnitt 3.3.6). Principerna innebär att värdet ska motsvara marknadsvärdet av de fastigheter och finansiella instrument som ägs av Heimstaden Bostad och dess dotterföretag (nedan Heimstaden Bostad-koncernen), efter avdrag för skulder och värdet av de andra aktierna, dividerat med antalet stamaktier.

A-aktier har en tiondels röst per aktie och ger rätt till utdelning med företräde framför stamaktier och B-aktier. Den årliga utdelningen på A-aktier uppgår till 0,05 procent av marknadsvärdet av Heimstaden Bostad-koncernens fastigheter (bruttotillgångsvärdet), som det värdet har fastställts för respektive kvartal. Om det inte görs någon utdelning under ett år ska det belopp som skulle ha delats ut i stället delas ut under nästkommande räkenskapsår, före annan utdelning.

Även B-aktier, det slag av preferensaktier som Pensionsmyndigheten äger, har en tiondels röst per aktie. Utdelningen på B-aktierna består av två delar. Den ena delen baseras på belåningsgraden i Heimstaden Bostad-koncernen medan den andra delen baseras på avkastningen på Heimstaden Bostads eget kapital. Den första delen, det vill säga utdelningen som baseras på belåningsgraden i Heimstaden Bostad-koncernen, uppgår till högst 4,5 procent av anskaffningskostnaden för respektive B-aktie. Den exakta procentsatsen beror på belånings-

graden. Den andra delen, som alltså baseras på avkastningen på Heimstaden Bostads eget kapital, betalas endast ut om avkastningen överstiger fem procent. Den delen av utdelningen är i normalfallet mindre än den som baseras på belåningsgraden.

När det gäller B-aktierna innehåller aktieägaravtalen bestämmelser om att teckningskursen (priset) för varje aktie ska vara 2 000 kronor. Samma pris ska gälla vid eventuella framtida emissioner. Dessutom ska detta fasta pris tillämpas på B-aktier även vid rebalansering (se avsnitt 3.3.6). Teckningskursen plus eventuell upplupen utdelning utgör tillsammans det som enligt avtalen benämns anskaffningskostnaden (värdet) för en B-aktie. Denna anskaffningskostnad får enligt avtalen betydelse vid såväl utdelning som försäljning.

C-aktierna, [REDACTED], ger inte någon rätt till utdelning men har ett röstvärde på en röst per aktie.

För att det över huvud taget ska kunna bli fråga om aktieutdelning finns det – förutom när det gäller A-aktier enligt 2021 års aktieägaravtal – två villkor i de båda aktieägaravtalen som behöver vara uppfyllda. Det första villkoret är att Heimstaden Bostad-koncernens belåning inte motsvarar mer än 65 procent av marknadsvärdet av koncernens fastigheter. Det andra villkoret är att stamaktiernas värde efter den tänkta utdelningen är minst 35 procent av det samlade värdet av stamaktierna och B-aktierna. Belåningen får alltså inte vara för hög och stamaktierna får inte ha ett för lågt värde i förhållande till B-aktierna.

Enligt aktieägaravtalen kan bolagets överskott – på visst sätt som beskrivs närmare i avsnitt 3.3.6 – tas i anspråk genom rebalansering. Rebalansering ska ha företräde framför utdelning. Om förutsättningarna för utdelning inte är uppfyllda ska dock ingen rebalansering utföras. I stället ska den upplupna utdelningen, enligt båda aktieägaravtalen, adderas till anskaffningskostnaden.

3.3.3 Förvaltningsavtalen

I ärendet har frågan uppkommit om det som enligt aktieägaravtalen och andra avtal gäller angående förvaltningen av Heimstaden Bostad kan ha betydelse för Pensionsmyndighetens inflytande över Heimstaden Bostads verksamhet och avkastningen på investeringarna.

I den delen kan följande antecknas.

Till 2021 års aktieägaravtal fanns bilagt ett tillgångsförvaltningsavtal som reglerade styrningen av Heimstaden Bostad. Heimstaden Bostad, Heimstaden AB och flera av Heimstaden AB:s dotterbolag var avtalsparter. Enligt tillgångsförvaltningsavtalet hade Heimstaden AB och vissa av dess dotterbolag hela det operativa ansvaret för Heimstaden Bostad. Det ansvaret innefattade bland annat att styra, leda och kontrollera ekonomisk och kommersiell förvaltning av Heimstaden Bostad-koncernen. Enligt tillgångsförvaltningsavtalet skulle ett arvode betalas av Heimstaden Bostad till ett konto som Heimstaden AB hade

anvisat. Arvodet skulle, enligt ett tilläggsavtal till tillgångsförvaltningsavtalet, vara 0,05 procent per kvartal av bruttotillgångsvärdet på Heimstaden Bostad-koncernens fastigheter.

När 2021 års aktieägaravtal ersattes av 2022 års aktieägaravtal ersattes även tillgångsförvaltningsavtalet av ett nytt avtal, som benämns gruppförvaltningsavtal. Enligt gruppförvaltningsavtalet ska Heimstaden Group Manager AB, ett helägt dotterföretag till Heimstaden AB, ha det operativa ansvaret för Heimstaden Bostad. Avtalsparter är Heimstaden Bostad och Heimstaden Group Manager AB. Enligt gruppförvaltningsavtalet har Heimstaden Group Manager AB rätt till ett arvode på samma nivå som arvodet enligt det tidigare tillgångsavtalet.

3.3.4 Förordnande av styrelseledamöter och särskilda majoritetskrav för beslut

En aktieägars ställning och inflytande i ett bolag kan vara beroende av om han eller hon är representerad i bolagets styrelse eller i vart fall har möjlighet att nominera styrelseledamöter. Också en aktieägare som inte är representerad i styrelsen kan vara skyddad genom att det i ett aktieägaravtal föreskrivs att vissa slag av beslut förutsätter samtycke från en viss andel av aktieägarna.

När det gäller Pensionsmyndighetens rättigheter i dessa avseenden kan följande noteras.

Pensionsmyndigheten är inte representerad i Heimstaden Bostads styrelse. Enligt båda aktieägaravtalen har [REDACTED] Heimstaden Bostad.

I en bilaga till båda aktieägaravtalen finns en förteckning över styrelse- och bolagsstämmobeslut i Heimstaden Bostad som, för att fattas, kräver att det finns en särskild majoritet bland aktieägarna. Beslut om investeringar är dock inte upptagna i förteckningen och förutsätter därför inte någon särskild majoritet. Såvitt det går att bedöma är Pensionsmyndigheten därför inte tillförsäkrad något inflytande över vilka, och hur omfattande, investeringar Heimstaden Bostad gör.

3.3.5 Reglering av ägande och kontroll

Finansinspektionen har bedömt att Pensionsmyndighetens inflytande i bolaget också är beroende av den reglering som aktieägaravtalen innehåller om värdeförhållandet mellan de skilda aktieslagen, särskilt som denna reglering också får effekter för fördelningen av de aktieslagen på olika aktieägare. Graden av inflytande påverkas också av vad som sägs i avtalen om rätten till röstmajoritet i Heimstaden Bostad.

I den här delen kan följande noteras.

Enligt båda aktieägaravtalen ska stamaktiernas värde motsvara 35 procent av summan av det totala värdet av stamaktierna och B-aktierna. B-aktierna ska

alltså motsvara resterande 65 procent av värdet. Den önskade fördelningen av värdet mellan aktieslagen benämns i 2022 års aktieägaravtal som 65/35-värdet förhållandet.

För att denna fördelning ska kunna upprätthållas har parterna avtalat om en så kallad rebalanseringsmekanism (se avsnitt 3.3.6). Därutöver innehåller aktieägaravtalen en fastställd värdekvot som gäller för Pensionsmyndigheten och de övriga institutionella investerarna i Heimstaden Bostad. Den innebär att värdet på respektive institutionell investerares aktieinnehav ska ha en [REDACTED]

[REDACTED] Det önskade värdet av de institutionella investerarnas innehav i Heimstaden Bostad ska alltså bestå av [REDACTED]

[REDACTED]. Tillsammans med [REDACTED]

[REDACTED] Samma principer gäller även vid nyemissioner och rebalansering (se avsnitt 3.3.6).

I båda aktieägaravtalen anges också att [REDACTED]

[REDACTED] Heimstaden Bostad, så länge [REDACTED]

[REDACTED]. Under förutsättning att [REDACTED]

[REDACTED] Heimstaden Bostad.

3.3.6 Rebalanseringsmekanismen

Som redan har framgått innehåller båda aktieägaravtalen bestämmelser om en så kallad rebalanseringsmekanism. Syftet med denna mekanism var enligt aktieägaravtalet från 2021 att upprätthålla 65/35-värdeförhållandet. Enligt aktieägaravtalet från 2022 ska mekanismen även upprätthålla den fastställda värdekvoten för institutionella investerare.

Rebalanseringsmekanismen får i detta sammanhang framför allt betydelse på så sätt att den innebär en skyldighet för aktieägarna att under vissa förutsättningar återinvestera utdelning på B-aktier i nya B-aktier. Som framgår ovan har Pensionsmyndigheten och övriga institutionella investerare [REDACTED]

[REDACTED].

Rebalanseringsmekanismen innebär närmare bestämt att aktieägarna är skyldiga att – för det fall att värdet av stamaktierna överstiger 35 procent av det sammanlagda värdet av stamaktier och B-aktier – kvitta hela eller delar av sin utdelning på B-aktier mot teckning av nya B-aktier i proportion till sitt tidigare innehav.

Enligt 2021 års aktieägaravtal skulle det belopp som till följd av rebalanseringsmekanismen inte delades ut på B-aktier användas för att lösa in stamaktier, så att värdet av stamaktierna hamnade så nära som möjligt – men inte under – 35 procent av det sammanlagda värdet. Detta ändrades i 2022 års aktieägaravtal, så att någon inlösen av stamaktier inte ska genomföras. I stället ska det göras en utdelning på stamaktier. Utdelningen ska helt eller delvis motsvara det belopp

som till följd av rebalanseringsmekanismen inte har delats ut på B-aktierna. Om utdelningen på stamaktier inte är tillräcklig för att upprätthålla 65/35-värdeförhållandet, får Heimstaden AB besluta om att ytterligare en utdelning ska göras på stamaktierna, om förutsättningarna för utdelning är uppfyllda.

I 2022 års aktieägaravtal finns det därutöver en så kallad mekanisk rebalansering. Den ska tillämpas om den rebalansering som nämns ovan inte till fullo har uppfyllt sitt syfte. Inom ramen för den mekaniska rebalanseringen utförs inga utbetalningar av utdelning. I stället görs en utdelning på stamaktierna som återinvesteras i en nyemission av stamaktier och B-aktier. Fördelningen mellan stamaktier och B-aktier i nyemissionen ska vara sådan att 65/35-värdeförhållandet och den fastställda värdekvoten uppnås.

3.4 Underlagen som togs fram inför Pensionsmyndighetens investeringar i Heimstaden Bostad

Inför Pensionsmyndighetens första beslut att förvärva aktier i Heimstaden Bostad gjorde myndigheten en egen analys av riskerna med en sådan investering. I analysen berörde myndigheten inte någon av de särskilda omständigheter som Finansinspektionen behandlar i följande avsnitt.

Pensionsmyndigheten anlidade också en advokatbyrå för att analysera aktieägaravtalet. Advokatbyrån skulle, enligt vad den uppgav vid redovisningen av uppdraget, analysera aktieägaravtalet och utifrån analysen redovisa väsentliga juridiska konsekvenser av ett eventuellt förvärv av aktier i Heimstaden Bostad. Den version av aktieägaravtalet som advokatbyrån bedömde är daterad till den 28 oktober 2020. Advokatbyrån gick dock även igenom ett utkast till ett nytt aktieägaravtal. Utkastet är daterat till den 18 januari 2021. Pensionsmyndigheten anlidade samma advokatbyrå för löpande juridisk rådgivning om investeringarna i Heimstaden Bostad. I sin analys pekade advokatbyrån på de begränsade veto-rättigheter som myndigheten och övriga institutionella investerare har.

Pensionsmyndigheten anlidade därutöver ett konsultföretag för att göra en företagsbesiktning (due diligence) av Heimstaden Bostad. Konsultföretaget pekade i sin rapport på att det finns incitamentsskillnader mellan å ena sidan de institutionella investerarna och å andra sidan Heimstaden Invest. Detta på grund av hur utdelning görs på stamaktier och A-aktier, och på grund av den ersättning som betalas ut enligt tillgångsförvaltningsavtalet till Heimstaden AB. Konsultföretaget angav dessutom att förvärv och investeringar premieras och att detta riskerar att ske på bekostnad av avkastning, om inte rätt incitament och avkastningsprofil påverkar ägandet.

Pensionsmyndigheten beställde också en rapport från en redovisningsbyrå för att få klarhet i hur myndigheten ska redovisa, värdera och rapportera tillgången i bokslut och årsredovisning.

3.5 Pensionsmyndighetens inställning

Pensionsmyndigheten anför i huvudsak följande.

Myndigheten har inte brutit mot bestämmelsen om riskkontroll i 3 kap. 5 § LPF eftersom myndigheten vid investeringarna i Heimstaden Bostad uppfyllde kravet på att myndigheten ska kunna identifiera, mäta, övervaka, hantera, kontrollera och rapportera risker. Syftet med investeringarna i Heimstaden Bostad är att diversifiera tillgångarna i den traditionella försäkringen. Investeringarna har hållits på låga nivåer men förväntas ge en långsiktigt god avkastning för pensionärerna.

Inför beslutet att investera i onoterade aktier i fastighetsbolag analyserade Pensionsmyndigheten olika alternativ. Att direktinvestera i fastigheter enskilt eller tillsammans med andra ansågs inte vara lämpligt, eftersom Pensionsmyndigheten har valt att inte bygga upp en egen organisation för förvaltning av enskilda fastigheter.

Heimstaden Bostad har en fondliknande struktur och investeringarna är förenade med sådana villkor som är möjliga att uppnå för en mindre institutionell investerare som vill investera i onoterade svenska fastigheter. I likhet med Heimstaden Bostad är många fastighetsfonder konstruerade med ett svenskt aktiebolag som grund där en förvaltare är utsedd att skapa och förvalta en portfölj av fastigheter. En fastighetsfond kan antingen ha en fast löptid, vanligen på 10–15 år, eller sakna fast löptid (det vill säga ha en så kallad evergreen-struktur).

I och med att den traditionella försäkringens portfölj har en "evig" löptid har Pensionsmyndigheten bedömt att det är lämpligt att investera i en evergreen-struktur likt den som Heimstaden Bostad har. I en sådan struktur finns det behov av att kunna avyttra aktier. Pensionsmyndigheten har enligt aktieägaravtalet möjlighet att avyttra sina aktier till en annan part, alternativt att låta Heimstaden Bostad återköpa aktierna.

Om en investering i Heimstaden Bostad är att anse som otillåten enligt aktsamhetsprincipen skulle det innebära begränsningar i försäkringsgivares möjligheter att investera i onoterade tillgångar, givet hur sådana investeringsmöjligheter för närvarande vanligen är utformade.

Pensionsmyndigheten har varit medveten om att en investering i Heimstaden Bostad är förenad med risker. Pensionsmyndigheten har mycket små möjligheter att påverka innehållet i aktieägaravtalet och beslut som rör Heimstaden Bostad. Myndighetens inflytande över styrningen av Heimstaden Bostad är mycket begränsat, [REDACTED]. Det har Pensionsmyndigheten varit medveten om och beaktat. Givet den önskade fondliknande strukturen ansåg, och anser, myndigheten att begränsningarna är en naturlig följd och att de är acceptabla. Det är inte rimligt att förvänta sig att

Pensionsmyndigheten, med sin lilla ägarandel, genom särskilda majoritetskrav i aktieägaravtalet skulle kunna skaffa sig ett veto över bolagsfrågor i en struktur som Heimstaden Bostad.

Pensionsmyndigheten har övervägt att ha en representant i styrelsen men avstått eftersom myndigheten bedömde att det vore olämpligt för den att vara representerad i ett kommersiellt bolags styrelse med tanke på myndighetens uppdrag. De två största institutionella investerarna har också enligt Pensionsmyndigheten likartade intressen som myndigheten och kan – med eller utan myndighetens medverkan – utöva inflytande över Heimstaden Bostad.

Det finns även delar av aktieägaravtalets konstruktion som medför att huvudägaren och övriga investerare får skilda ekonomiska incitament för styrningen av Heimstaden Bostad. Intressekonflikterna i det aktuella aktieägaravtalet liknar enligt Pensionsmyndigheten de som finns mellan en huvudägare, tillika förvaltare, av en onoterad fastighetsfond och övriga ägare av fonden.

Huvudägarens förmögenhetsutveckling bestäms, i likhet med Pensionsmyndighetens, till övervägande del av kvaliteten och värdeutvecklingen av fastighetsinnehaven i Heimstaden Bostad. [REDACTED]

[REDACTED] en större exponering [REDACTED] Heimstaden Bostad. Den större exponeringen balanserar intressena mellan ägarna. Dessutom är den långsiktiga utvecklingen av investeringen mycket viktigare för Heimstaden AB än ersättningen för utförda förvaltnings tjänster.

Riskerna med investeringarna har hanterats genom att avtalets innehåll har analyserats. Myndigheten har gjort en helhetsbedömning av riskerna och en utvärdering av Heimstaden AB som förvaltare, innan beslutet om investeringarna togs.

När det gäller rebalanseringsmekanismen har Pensionsmyndigheten beaktat den även om det inte framgår av det riskanalysdokument som myndigheten upprättade. Myndighetens utgångspunkt var att om möjligt återinvestera utdelningen i aktier i Heimstaden Bostad, eftersom den traditionella försäkringen väntas ha ett nettoinflöde av premier de kommande åren och myndigheten ville behålla fastighetsinvesteringarnas andel av investeringsportföljen. Att Pensionsmyndigheten under vissa omständigheter är skyldig att återinvestera utdelningen, ser myndigheten inte som ett problem och därmed inte som en risk.

3.6 Finansinspektionens bedömningar

3.6.1 Inledning

Det Finansinspektionen ska pröva är om Pensionsmyndighetens investeringar i Heimstaden Bostad har varit tillåtna enligt 3 kap. 5 § LPF. Som anges i avsnitt 3.1 är prövningen inriktad på risken för att investerade medel helt eller delvis går

förlorade. För att investeringarna ska anses ha varit tillåtna krävs att Pensionsmyndigheten har utövat sådan riskkontroll som bestämmelsen kräver, det vill säga att myndigheten har agerat så att den har kunnat identifiera, mäta, övervaka, hantera, kontrollera och rapportera risken. Alla delar av riskkontrollen behöver finnas på plats, men Finansinspektionens undersökning är – som också anges i avsnitt 3.1 – inriktad på frågan om huruvida Pensionsmyndigheten har identifierat risken och förvässat sig om att den kan hanteras.

Att utöva riskkontroll i LPF:s mening betyder inte att Pensionsmyndigheten ska avstå från att ta risker i sin kapitalförvaltning. Det är tvärtom naturligt att Pensionsmyndigheten tar risker inom sin förvaltning av medlen i den traditionella försäkringen inom premiepensionen. Det krävs för att medlen ska generera tillräcklig avkastning. Det anses inte vara förenligt med den aktsamhetsprincip som gäller för kapitalförvaltningen att ta för låg risk, eftersom detta kan leda till för låg avkastning (se prop. 2004/05:165 s. 102 och prop. 2018/19:158 s. 261).

Det är också naturligt att inte alla investeringar som Pensionsmyndigheten gör faller väl ut. Om en investering förväntas ge högre avkastning innebär det som huvudregel att riskerna med investeringen är större. Det är oundvikligt att riskerna ibland förverkligas och att investerade medel då går förlorade helt eller delvis. Att det finansiella utfallet i en enskild investering visar sig bli negativt behöver därför inte innebära att Pensionsmyndigheten har brustit i sin riskkontroll.

Vid prövningen av om Pensionsmyndigheten har utövat sådan riskkontroll som lagen kräver gör Finansinspektionen först en analys av vilka konkreta omständigheter i bolagsordningen och de båda aktieägaravtalen som påverkar risken för att de investerade medlen ska gå förlorade helt eller delvis (avsnitten 3.6.2 och 3.6.3). När den analysen har gjorts, övergår Finansinspektionen till att bedöma om Pensionsmyndigheten har utövat riskkontroll på det sätt som krävs (avsnitt 3.6.4).

3.6.2 Skillnaderna mellan ägarnas inflytande och incitament ökar risken för förlust

I vilken utsträckning det finns en risk för att Pensionsmyndighetens investeringar i Heimstaden Bostad ska gå förlorade beror inte minst på utformningen av bolagsordningen och de två aktieägaravtalen.

I båda aktieägaravtalen är det reglerat att [REDACTED] Heimstaden Bostad. I avtalen anges också att [REDACTED]

[REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED]

Heimstaden Bostad fattar. Därtill kommer att ansvaret för förvaltningen av Heimstaden Bostad inledningsvis låg på Heimstaden Invests moderföretag (enligt tillgångsförvaltningsavtalet) och nu på Heimstaden Invests systerföretag (enligt gruppförvaltningsavtalet). Dessa förhållanden innebär sammantaget att

Heimstaden Invest har ett mycket stort inflytande över styrningen av Heimstaden Bostad.

[REDACTED]
[REDACTED] Heimstaden Bostads delägare. [REDACTED]
[REDACTED]. Som ägare av [REDACTED]
[REDACTED] Heimstaden Bostads [REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED] Heimstaden Bostad-koncernens fastigheter. [REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED].

Konstruktionen av det arvode som betalades ut till Heimstaden Invests moderföretag Heimstaden AB enligt tillgångsförvaltningsavtalet – och som numera betalas ut till Heimstaden Bostads systerföretag, Heimstaden Group Manager AB, enligt gruppförvaltningsavtalet – [REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED] Heimstaden Bostad-koncernens fastigheter – ska utgå till det bolag som ansvarar för förvaltningen av Heimstaden Bostad. Att arvodet har kopplats till värdet av Heimstaden Bostad-koncernens fastigheter snarare än till det arbete som ska utföras får arvodet att framstå som en ytterligare mekanism för överföring av medel från Heimstaden Bostad till Heimstaden AB.

För Pensionsmyndigheten och övriga aktieägare i Heimstaden Bostad, [REDACTED]
[REDACTED], och inte heller har eller har haft rätt till någon ersättning enligt tillgångsförvaltningsavtalet respektive gruppförvaltningsavtalet, ser incitamenten annorlunda ut. Utdelningen på B-aktier, den typ av preferensaktier som Pensionsmyndigheten äger, är knuten till belåningsgraden i Heimstaden Bostad-koncernen och till avkastningen på eget kapital. Ett ökat värde på fastigheterna i Heimstaden Bostad-koncernen ger inte Pensionsmyndigheten rätt till vare sig någon ökad utdelning eller något ökat förvaltningsarvode.

[REDACTED]
[REDACTED] Heimstaden Bostad. Även om det [REDACTED] Heimstaden Bostad kan [REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED].

Pensionsmyndigheten menar att [REDACTED]
[REDACTED] Heimstaden Bostad [REDACTED]
[REDACTED]. Finansinspektionen delar inte den bedömningen. Även med beaktande av Heimstaden Invests [REDACTED]
[REDACTED] finns det markanta incitamentsskillnader mellan å ena sidan Heimstaden Invest och å andra sidan Pensionsmyndigheten, på grund av hur

[REDACTED]
[REDACTED]

Pensionsmyndigheten gör även gällande att Heimstaden Bostads långsiktiga utveckling är viktigare för Heimstaden AB än ersättningen för utförda förvaltningstjänster. Även om så skulle vara fallet kvarstår dock enligt Finansinspektionens bedömning bilden av att [REDACTED] Pensionsmyndigheten har olika incitament i fråga om Heimstaden Bostads verksamhet och utveckling. Det kan i sammanhanget noteras att Heimstaden AB och dess dotterföretag har rätt till ersättning för utförda förvaltningstjänster även vid en negativ resultatutveckling i Heimstaden Bostad, medan Pensionsmyndigheten inte har någon motsvarande intäktsström från Heimstaden Bostad.

[REDACTED] Heimstaden Bostad har [REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED] Heimstaden Bostad-koncernen – [REDACTED]
[REDACTED] Heimstaden Bostad.

[REDACTED] öka det samlade fastighetsvärdet i Heimstaden Bostad-koncernen kan alltså leda till att Heimstaden Bostad genomför fastighetsförvärv med en hög grad av lånefinansiering och en oönskat hög finansiell risk, i strid med Pensionsmyndighetens intressen. Risken för att de medel som Pensionsmyndigheten har investerat i aktier i Heimstaden Bostad går förlorade, eller att värdet av aktierna förändras negativt, är på grund av den beskrivna incitamentsskillnaden större än vid fastighetsinvesteringar i allmänhet.

3.6.3 Tvingande återinvestering av utdelning och fast pris på B-aktier ökar risken för förlust

Som beskrivs i avsnitt 3.3.6 innehåller de båda aktieägaravtalen bestämmelser som förpliktar Pensionsmyndigheten att under vissa förhållanden återinvestera utdelning i Heimstaden Bostad genom att teckna nya aktier i en nyemission (rebalanseringsmekanismen). Det kan också hända att Pensionsmyndigheten framöver ställs inför frågan om huruvida myndigheten genom teckning av aktier i en sedvanlig nyemission ska tillskjuta medel till Heimstaden Bostad. En åtgärd av det sistnämnda slaget skulle i en enskild situation kunna vara närmast nödvändig för att bevara värdet av de medel som Pensionsmyndigheten tidigare har investerat i Heimstaden Bostad.

Det är mot den bakgrunden en omständighet av central betydelse att Pensionsmyndigheten i de båda aktieägaravtal som är aktuella i ärendet har förbundit sig att vid nyemissioner i Heimstaden Bostad betala ett pris på 2 000 kronor per B-aktie, ett pris som inte förändras vid upp- och nedgångar på fastighetsmarknaden eller i marknadsräntorna. Att utvecklingen på fastighetsmarknaden påverkar värdet av aktierna i ett fastighetsbolag är närmast självklart. Upp- och nedgångar i marknadsräntorna påverkar det relativa värdet av den avkastning som B-

aktierna ger rätt till, och därmed aktiernas värde. Återinvesteringsskyldigheten gäller dock oavsett hur Pensionsmyndigheten bedömer den framtida utvecklingen på fastighetsmarknaden. Till följd av regleringen i aktieägaravtalen förblir också priset på en B-aktie 2 000 kronor, om inte ägarna kan enas om ett annat pris.

Som framgår ovan ska rebalansering ske om värdet av stamaktierna överstiger 35 procent av det samlade värdet av stam- och B-aktierna. Rebalansering ska också, enligt 2022 års aktieägaravtal, ske om värdet av en institutionell investerars innehav av stamaktier överstiger det önskade värdet (se avsnitt 3.3.5).

Aktieägaravtalet skapar på detta sätt en förpliktelse för Pensionsmyndigheten att i vissa lägen delta i nyemissioner av B-aktier i stället för att få utdelning i pengar och myndigheten är då skyldig att betala ett fast pris på 2 000 kronor för varje nyemitterad B-aktie. Skyldigheten att återinvestera utdelningen och att då betala 2 000 kronor för varje aktie gäller alldeles oavsett om en B-aktie då faktiskt är värd 2 000 kronor. Mekanismen kan därför innebära att Pensionsmyndigheten gör en omedelbar förlust, om en B-aktie inte är värd 2 000 kronor när rebalanseringen sker.

Pensionsmyndighetens avtalsförpliktelse att betala 2 000 kronor per B-aktie vid en nyemission kan även behöva uppfyllas vid andra nyemissioner än sådana som sker till följd av den ovan nämnda rebalanseringsmekanismen. Ett exempel är om Heimstaden Bostad skulle behöva ytterligare kapital samtidigt som koncernens fastighetsvärde har minskat. Som avtalen är utformade leder det till att teckningskursen för stamaktierna – [REDACTED] – blir mycket låg. Pensionsmyndigheten blir i samma scenario skyldig att betala ett överpris för de B-aktier som myndigheten tecknar. Myndigheten kan givetvis välja att inte delta i nyemissionen men riskerar då att en nödvändig nyemission inte kan genomföras. Det kan i sin tur leda till att Heimstaden Bostad får sänkt kreditbetyg och därmed får svårt att skaffa sig extern finansiering. Detta är i så fall ägnat att minska värdet av Pensionsmyndighetens investeringar.

3.6.4 Har Pensionsmyndigheten utövat den riskkontroll som lagen kräver?

Som Finansinspektionen konstaterar ovan ger bolagsordningen i Heimstaden Bostad och de båda aktieägaravtalen upphov till en förhöjd risk för att de medel som Pensionsmyndigheten har investerat i Heimstaden Bostad går helt eller delvis förlorade. Den risken har Pensionsmyndigheten varit skyldig att förhålla sig till i enlighet med kravet på riskkontroll i 3 kap. 5 § LPF.

För att Pensionsmyndigheten vid en helhetsbedömning ska anses ha utövat den riskkontroll som regelverket kräver fordras att myndigheten – såvitt är av intresse för prövningen i ärendet – har identifierat och kunnat hantera risken för förlust som förknippas med investeringarna.

Det sagda innebär enligt Finansinspektionens mening att Pensionsmyndigheten har varit skyldig att göra en genomlysning av omständigheterna kring investeringarna och att denna genomlysning måste ha varit så ingående att den gett tillfredsställande kunskap om risken med investeringarna, det vill säga eventuella risker ska identifieras. För att Pensionsmyndigheten ska ha uppfyllt kravet på att risken ska kunna hanteras krävs det att myndigheten har förvissat sig om att den har tillräckliga möjligheter att vidta åtgärder mot riskens förverkligande.

Finansinspektionen behandlar först frågan om Pensionsmyndigheten har identifierat risken.

När det gäller Pensionsmyndighetens kunskap om de omständigheter som påverkar risken för förlust av de medel som investeras i Heimstaden Bostad (jfr avsnitt 3.6.2) konstaterar Finansinspektionen följande. Pensionsmyndigheten har inför investeringarna känt till vilka skillnader som fanns i inflytande och incitament mellan de olika aktieägarna. De skillnaderna behandlas i underlagen från de konsulter som Pensionsmyndigheten anlidade. Det framgår också av det som Pensionsmyndigheten själv uppger i ärendet, att myndigheten hade insikt i vilka skillnader som fanns mellan å ena sidan myndigheten och de övriga institutionella investerarna och å andra sidan Heimstaden Invest. De skillnaderna sågs, enligt vad Pensionsmyndigheten uppger, som ofrånkomliga vid investeringar av det aktuella slaget. I denna del får Pensionsmyndigheten anses ha inhämtat kunskap både om de omständigheter som gav anledning att räkna med en risk för förlust och om deras betydelse.

Pensionsmyndigheten har inte inhämtat lika god kunskap om den skyldighet att återinvestera aktieutdelning som följer av de båda aktieägaravtalens bestämmelser om rebalansering (jfr avsnitt 3.6.3). På ett allmänt plan har Pensionsmyndigheten förstått att en sådan skyldighet kan uppstå. Det framgår av vad Pensionsmyndigheten uppger om att skyldigheten att återinvestera utdelning inte sågs som en risk, eftersom den traditionella försäkringen väntas ha ett nettoinflöde av premier de kommande åren och myndigheten ville behålla fastighetsinvesteringarnas andel av investeringsportföljen. Finansinspektionen bedömer dock att myndighetens kunskap om återinvesteringsskyldigheten och dess betydelse har varit ofullständig. Pensionsmyndigheten har inte knutit samman återinvesteringsskyldigheten med villkoret att Pensionsmyndigheten är skyldig att betala ett pris på 2 000 kronor per aktie vid nyemissioner av B-aktier. Som påpekas i avsnitt 3.6.3 kan återinvesteringar till det i aktieägaravtalet bestämda priset leda till omedelbara förluster för Pensionsmyndigheten. Pensionsmyndigheten har inte heller uppmärksammat de effekter som det fasta priset på B-aktier kan få vid nyemissioner av annat slag.

Pensionsmyndighetens kunskap om omständigheterna vid investeringarna i Heimstaden Bostad har därför inte innefattat betydelsen av vissa av de centrala omständigheterna. Därmed kan Pensionsmyndigheten inte anses ha gjort en tillräcklig genomlysning av investeringarna. Myndigheten kan därför inte anses ha identifierat den aktuella risken i den mening som avses i 3 kap. 5 § LPF.

Finansinspektionen övergår därefter till frågan om Pensionsmyndigheten förvissat sig om att den kan hantera risken med investeringarna.

Som framgår ovan anser Finansinspektionen att det har funnits en förhöjd risk för att de investerade medlen går förlorade helt eller delvis (jfr avsnitt 3.6.2 och 3.6.3). Pensionsmyndighetens möjligheter att hantera denna risk är enligt Finansinspektionens mening klart begränsade.

Det sammanhänger med att det nu gällande aktieägaravtalet, liksom det tidigare aktieägaravtalet, har en mycket lång giltighetstid och [REDACTED]. Likaså får de begränsningar i rätten att överlåta aktier (se avsnitt 3.3.1) som gäller enligt avtalet – och som väsentligen gällde även enligt det tidigare avtalet – till följd att det är mycket svårt för Pensionsmyndigheten att avveckla investeringarna. Till detta kommer att Pensionsmyndigheten har ett mycket begränsat inflytande över styrningen av Heimstaden Bostad. Myndighetens möjligheter att skydda sina intressen genom att åberopa lag, bolagsordning eller aktieägaravtal måste sammantaget betecknas som små.

Enligt Finansinspektionens mening hade Pensionsmyndigheten därför, när den företog investeringarna, inte förvissat sig om att den kunde hantera risken för förlust av investerade medel.

Finansinspektionens bedömningar innebär sammantaget att Pensionsmyndigheten, vid de investeringar som behandlas i detta beslut, inte har utövat sådan riskkontroll som krävs enligt 3 kap. 5 § LPF.

4 Överväganden om ingripande

4.1 Pensionsmyndighetens inställning

När det gäller ett eventuellt ingripande anför Pensionsmyndigheten följande.

Om Finansinspektionen bedömer att Pensionsmyndigheten har åsidosatt sina skyldigheter enligt LPF genom investeringarna i Heimstaden Bostad bör överträdelsen anses som ringa eller ursäktlig. Pensionsmyndighetens totala portfölj i den traditionella försäkringen kan med hög säkerhet infria de garanterade åtagandena gentemot pensionärerna.

Om de aktuella investeringarna inte anses ha skett på ett aktsamt sätt kan detta få betydelse för all försäkringsverksamhet som investerar i liknande onoterade tillgångar och som direkt eller analogivis lyder under FRL. För försäkringsgivare som ska följa aktsamhetskravet innebär en sådan bedömning en begränsning av möjligheten att investera i onoterade tillgångar, givet hur sådana investeringsmöjligheter för närvarande vanligen är utformade. Även detta är skäl för att anse att en eventuell överträdelse är ringa eller ursäktlig.

4.2 Överträdelserna kräver ingripande

I 6 kap. 6 § 1 LPF anges att Finansinspektionen ska ingripa bland annat om Pensionsmyndigheten har åsidosatt sina skyldigheter enligt LPF. Enligt 6 kap. 8 § samma lag får Finansinspektionen dock avstå från ingripande om en överträdelse är ringa eller ursäktlig, om Pensionsmyndigheten gör rättelse eller om någon annan myndighet har vidtagit åtgärder mot Pensionsmyndigheten och dessa åtgärder bedöms tillräckliga.

Pensionsmyndigheten gör gällande att överträdelserna bör anses som ringa eller ursäktliga. Finansinspektionen fäster i detta avseende vikt vid att Pensionsmyndigheten vid flera tillfällen under undersökningsperioden har överträtt bestämmelsen i LPF om riskkontroll, som är ett centralt moment i lagens skydd för pensionsspararna. Det har också betydelse att investeringarna uppgår till betydande belopp samt att förluster i tillväxtportföljen slår direkt mot pensions-spararna, på så sätt att tilläggsbeloppen som betalas ut blir lägre. Pensionsmyndigheten har dessutom gjort investeringarna trots att myndigheten har blivit uppmärksam på flera av de omständigheter som gett upphov till eller påverkat risken.

Finansinspektionen beaktar å andra sidan att Pensionsmyndighetens investeringar i Heimstaden Bostad är en relativt liten andel av den totala tillgångs-portföljen i den traditionella försäkringen. Pensionsmyndigheten anser sig med stor säkerhet kunna fullgöra de garanterade åtagandena, vilket Finansinspektionen saknar anledning att ifrågasätta. Det bör också framhållas att Pensionsmyndigheten vidtog flera riskkontrollåtgärder, bland annat genom att anlita extern expertis, låt vara att dessa visade sig inte vara tillräckliga.

Däremot anser Finansinspektionen att det som Pensionsmyndigheten anför om vilka villkor som i allmänhet gäller vid investeringar av det aktuella slaget saknar betydelse för frågan om Pensionsmyndighetens överträdelser kan anses ringa eller ursäktliga. Det förhållandet att investeringsavtal på finansmarknaden ofta utformas på ett visst sätt ger inte anledning att sänka kraven på riskkontroll.

Vid en samlad bedömning kan överträdelserna, enligt Finansinspektionens mening, inte anses som ringa eller ursäktliga. Ingen annan myndighet har vidtagit åtgärder mot Pensionsmyndigheten på grund av överträdelserna. Pensionsmyndigheten har inte heller gjort rättelse. Det finns därför inte förutsättningar för Finansinspektionen att med stöd av 6 kap. 8 § LPF avstå från att ingripa mot Pensionsmyndigheten. Ett ingripande ska därför ske.

4.3 Val av ingripande

Enligt 6 kap. 7 § LPF kan Finansinspektionen ingripa genom att förelägga Pensionsmyndigheten att göra rättelse, genom att förbjuda Pensionsmyndigheten att verkställa beslut eller genom att ge Pensionsmyndigheten en anmärkning.

Pensionsmyndigheten är bunden av det nu gällande aktieägaravtalet under lång tid framöver och har, som framgår ovan, små möjligheter att avyttra sitt aktieinnehav i Heimstaden Bostad under avtalets giltighetstid. Med hänsyn till detta anser Finansinspektionen att ett ingripande inte bör bestå i att förelägga Pensionsmyndigheten att göra rättelse. Ett ingripande genom att förbjuda Pensionsmyndigheten att verkställa beslut är inte heller aktuellt, eftersom investeringarna redan är gjorda och aktieägaravtalet ingånget. Det finns därmed inte något beslut som Pensionsmyndigheten kan förbjudas att verkställa. Följaktligen är det enda alternativ som återstår att Finansinspektionen ger Pensionsmyndigheten en anmärkning. Detta blir därför Finansinspektionens beslut.

FINANSINSPEKTIONEN

Beatrice Ask
Styrelseordförande

Carl von Feilitzen
Jurist

Elias Svensson
Jurist

Beslut i detta ärende har fattats av Finansinspektionens styrelse (Beatrice Ask, ordförande, Maria Bredberg Pettersson, Martin Flodén, Stefan Lundgren, Cecilia Renfors, Roine Vestman och Charlotte Zackari) efter föredragning av juristerna Carl von Feilitzen och Elias Svensson. I den slutliga handläggningen av ärendet har även chefsjuristen Erik Blommé, den tillförordnade områdeschefen Erika Goldkuhl, avdelningschefen Leonard Weber Landgren, den seniora finansinspektören Jimmy Hollén och den seniora analytikern Torbjörn Thufvesson deltagit.

Bilaga – Hur man överklagar

Kopia: Pensionsmyndighetens generaldirektör

Finansinspektionens beslut om anmärkning

Handling:

Beslut om anmärkning för Pensionsmyndigheten meddelat den 12 mars 2025.

Jag har i dag, i egenskap av behörig firmatecknare eller ombud, tagit emot handlingen.

..... Datum	 Namnteckning
	 Namnförtydligande
	 Eventuellt ny adress
	
	
	

Genom att skriva under delgivningskvittot bekräftar du bara att du har tagit emot handlingen. Det är inte ett bevis på att du godkänner innehållet i den.

Det är viktigt att du skickar tillbaka kvittot till Finansinspektionen så fort som möjligt. Om du inte gör det kan vi delge dig på annat sätt, till exempel genom en stämningsman.

Glöm inte att ange vilket datum du tog emot handlingen.

Hur man överklagar

Om ni anser att beslutet är felaktigt kan ni överklaga det genom att skriva till förvaltningsrätten. Ställ överklagandet till Förvaltningsrätten i Stockholm, men skicka det till Finansinspektionen, Box 7821, 103 97 Stockholm, eller till finansinspektionen@fi.se.

Ange följande i överklagandet:

- Namn, personnummer eller organisationsnummer, postadress, e-postadress och telefonnummer
- Vilket beslut ni överklagar och ärendets nummer
- Vilken ändring ni vill ha och varför ni anser att beslutet ska ändras.

Om ni anlitar ett ombud, ska ombudets namn, postadress, e-postadress och telefonnummer anges.

Överklagandet ska ha kommit in till Finansinspektionen inom tre veckor från den dag ni fick del av beslutet.

Om överklagandet har kommit in i rätt tid kommer Finansinspektionen att pröva om beslutet ska ändras och sedan skicka överklagandet, handlingarna i det överklagade ärendet och eventuellt nytt beslut till Förvaltningsrätten i Stockholm.