



**McKinsey&Company**

**Finansdepartementet**

**Bedömning av kvaliteten i AP-  
fondernas presenterade  
avkastningshistorik**

KPMG AB

*Antal sidor: 23*

## Innehåll

1.	Inledning	1
1.1	Bakgrund	1
1.2	Uppdrag	1
1.2.1	Datainsamling	1
1.3	Avgränsning	1
1.4	Översikt av rapporten	2
1.5	Beskrivning av genomförd analys	2
1.5.1	Redovisning av avkastning och risktagande	2
1.5.2	Bedömning av valt benchmark	2
1.5.3	Anpassning till respektive AP-fonds rapport	3
1.6	Slutsatser	3
2.	Första AP-fonden	6
2.1	Kort beskrivning av Första AP-fonden	6
2.2	Granskningens ansats och genomförande	7
2.3	Resultat av granskning	8
3.	Andra AP-fonden	9
3.1	Kort beskrivning av Andra AP-fonden	9
3.2	Granskningens ansats och genomförande	9
3.3	Resultat av granskning	10
4.	Tredje AP-fonden	11
4.1	Kort beskrivning av Tredje AP-fonden	11
4.2	Granskningens ansats och genomförande	12
4.3	Resultat och iakttagelser från granskningen	13
5.	Fjärde AP-fonden	14
5.1	Kort beskrivning av Fjärde AP-fonden	14
5.2	Granskningens ansats och genomförande	15
5.3	Resultat av granskning	16
6.	Sjätte AP-fonden	18
6.1	Kort beskrivning av Sjätte AP-fonden	18
6.2	Granskningens ansats och genomförande	19
6.3	Resultat av granskning	20
7.	Sjunde AP-fonden	21

7.1	Kort beskrivning av Sjunde AP-fonden	21
7.2	Granskningens ansats och genomförande	21
7.3	Resultat av granskning	21

# 1. Inledning

## 1.1 Bakgrund

Enligt Lag (2000:192) om allmänna pensionsfonder skall regeringen årligen göra en sammanställning av de allmänna pensionsfondernas (AP-fondernas) årsredovisningar samt utvärdera fondmedlens förvaltning.

I denna rapport redogörs för bedömningen av kvaliteten i AP-fondernas presenterade avkastningshistorik.

## 1.2 Uppdrag

I den årliga granskningen av AP-fondernas verksamhet, som 2009 utförs av McKinsey&Company på uppdrag av Finansdepartementet, har KPMG fått som ett deluppdrag att bedöma kvaliteten i de avkastningstal och riskmått som AP-fonderna presenterar. Det innebär att granska att

- AP-fonderna redovisar avkastning och risktagande i enlighet med best practice<sup>1</sup>,
- valda benchmark utgör en rättvis och rimlig jämförelsemängd.

Uppdraget har genomförts under perioden februari – mars månad 2009.

### 1.2.1 Datainsamling

Analysen och slutsatserna i rapporten är baserade på information som KPMG erhållit direkt från AP-fonderna och från hewitt wassum investment partners som under åren 2005 – 2008 haft ett liknande uppdrag samt andra externa källor.

Under uppdragets gång har KPMG haft minst ett möte med varje AP-fond. Utöver sammanträden har KPMG löpande kvalitetsgranskat data i samråd med AP-fonderna. Rapporten har även gått på remiss till AP-fonderna.

KPMG har under uppdraget haft löpande kontakt med McKinsey&Company för att diskutera uppdraget och dess slutsatser.

## 1.3 Avgränsning

Rapporten är skriven i så kallad avvikelseform, dvs. KPMG redovisar de eventuella kvalitetsbrister och avvikelser som vi finner, baserat på den genomförda analysen, vilket innebär

---

<sup>1</sup> Med best practice avses en gängse metod i branschen (i detta fall kapitalförvaltande organisationer) som möter höga kvalitetskrav.

att vi redogör för iakttagelser som varit föremål för fördjupad granskning och kan vara en potentiell avvikelse från best practice. KPMG har genomfört granskningen utifrån principerna om risk och väsentlighet, vilket bland annat inneburit att kontrollberäkningar skett stickprovvis.

KPMG har ej via egna kontroller i källsystem eller dylikt kvalitetssäkrat datamängderna som erhållits från AP-fonderna.

## 1.4 Översikt av rapporten

Avsnitt 1 är en beskrivning av KPMGs uppdrag samt en redogörelse för granskningens slutsatser.

Avsnitt 2 – 7 beskriver genomförd analys för respektive AP-fond. För varje fond återfinns:

- En kort beskrivning som är fokuserad på skillnader i förvaltningsmetod som på olika sätt påverkar fondens redovisning av avkastning och risk, dvs. väsentliga frågor ur perspektivet för denna granskning.
- En redogörelse för granskningens ansats, vilken data som utgör KPMGs jämförelsemängd i analysen (dvs. vilken numerisk information som KPMG haft som jämförelse) och genomförda analysmoment.
- En redogörelse för granskningens resultat och KPMGs bedömning.

## 1.5 Beskrivning av genomförd analys

### 1.5.1 Redovisning av avkastning och risktagande

KPMG har bedömt om historiska avkastningar och risker som redovisas av AP-fonderna är beräknade enligt best practice. Granskning har skett på en övergripande nivå och omfattar samtliga tillgångsslag.

Granskningen baseras dels på intervjuer med nyckelpersoner på AP-fonderna och inläsning av relevant dokumentation för att kartlägga AP-fondernas metodik och val vid beräkning av avkastning och risk, dels på genomförda stickprov avseende perioden 2004 – 2008. Stickprovet syftar till att säkerställa att AP-fonderna följer den metodik som fonden har valt och att kontrollera att beräkningarna är korrekta. Urvalet av stickprov har skett av KPMG. Detta innebär att KPMG inte har granskat och verifierat alla avkastnings- och risktal som redovisas. För mer detaljer kring avgränsningar se avsnitt 1.3 ovan.

### 1.5.2 Bedömning av valt benchmark

KPMG har bedömt om de index, alternativt andra avkastningsmål, som respektive AP-fond har valt att använda utgör ett rättvisande benchmark<sup>2</sup>. Vanligtvis är benchmark beräknat utifrån en

---

<sup>2</sup> Benchmark= jämförelsemängd

uppsättning av publika och/eller anpassade marknadsindex, eller någon form av avkastningsmål. KPMGs bedömning utvisar om valt benchmark är en rättvis och rimlig jämförelsemängd. I bedömningen ingår att jämföra med best practice. Bedömningen avser hela femårsperioden.

Granskningen baseras dels på intervjuer med nyckelpersoner på AP-fonderna och inläsning av relevant dokumentation för att kartlägga AP-fondernas metodik och val vid beräkning av benchmark, dels på genomförda stickprov avseende perioden 2004 – 2008. Stickprovet syftar till att säkerställa att AP-fonderna följer den metodik som fonden valt och att kontrollera att beräkningarna är korrekta. Urvalet av stickprov har skett av KPMG. Detta innebär att KPMG inte har granskat och verifierat alla avkastnings- och risktal som redovisas avseende benchmark. För mer detaljer kring avgränsningar se avsnitt 1.3 ovan.

### **1.5.3 Anpassning till respektive AP-fonds rapport**

Den genomförda analysen är utförd utifrån respektive AP-fonds valda sätt att redovisa avkastning, riskmått och benchmark. För varje AP-fond beskrivs nedan hur fonden har valt att redovisa sin avkastning. Skillnader AP-fonderna emellan behöver inte i sig betyda avvikelser mot best practice eller några andra brister, utan kan rymmas inom ramen för god marknadspraxis. Iakttagelser som innebär avvikelse mot best practice och/eller AP-fondens val redovisas.

Skillnaderna mellan AP-fonderna medför att det finns vissa svårigheter att jämföra avkastning inom ett tillgångsslag mellan olika AP-fonder. Vidare har fonderna valt olika principer för värderingstidpunkten avseende private equity, vilket försvårar jämförelsen på totalnivå även mellan fonderna. I möjligaste mån redogör rapporten för sådana skillnader. KPMGs uppdrag innefattar ej en jämförelse mellan fonderna, varför skillnaderna i dessa principer inte utgör ett problem för KPMGs uppdrag.

## **1.6 Slutsatser**

Varje AP-fond har en hög grad av självständighet och kan i stor utsträckning etablera den förvaltningsmodell som fonden själv önskar. Inom det granskade området kan nämnas att Första – Fjärde AP-fonden tillsammans har skapat ett gemensamt dokument, ”AP-fondernas Redovisnings- och Värderingsprinciper”. Dokumentet anger principer för värdering och redovisning av finansiella instrument samt principer för beräkning av avkastning och risk. Sjätte AP-fonden är främst en förvaltare av private equity, ett verksamhetsområde som har egna branschstandarder för beräkning av avkastning och risk. Till följd av Sjätte AP-fondens karaktär kan fonden dock ej fullt ut redovisa utifrån private equity-branschens standarder, utan utnyttjar även beräkningsmodeller från den traditionella kapitalförvaltningsindustrin. Sjunde AP-fonden utgår i mångt och mycket från normer och regler som gäller för fonder och fondbolag.

AP-fondernas frihetsgrader och de olika normverken innebär att det finns inte oväsentliga skillnader i redovisningen och beräkningen av avkastning och risk. Bland de mest framträdande kan nämnas<sup>3</sup>:

---

<sup>3</sup> Hur respektive AP-fond redovisar och beräknar avkastning och risktal framgår i avsnittet för den AP-fonden.

*Tidpunkten för värdering av private equity i bokslutet.* Inom private equity värderas ofta tillgångarna med en eftersläpning på ett kvartal. I boksluten för 2008 har AP-fonderna använt olika modeller; värdering per kvartal 3, en uppskattad avkastning under kvartal 4 baserad på värdering per kvartal 3, och värdering per kvartal 4.

*Val av benchmark för private equity.* Det saknas väletablerade index på marknaden för private equity, vilket leder till att kapitalförvaltare använder andra former av avkastningsmål. Dessa kan vara en given avkastning över ett antal år (till exempel 10 % över tre år), ett aktieindex med någon form av riskpåslag eller annan modell. Vissa aktörer avstår helt från att sätta benchmark på private equity. Hos AP-fonderna finns flera olika modeller representerade.

*Implementering av förvaltningsmodell.* En kapitalförvaltare kan välja att gruppera sina tillgångar på olika sätt för att på så sätt dela upp ansvaret för förvaltningen utifrån grupperingen på olika organisatoriska enheter. Detta leder bland annat till olika grader av transparens av strategiska förvaltningsbeslut och operativa förvaltningsresultat, samt till att teknik för redovisning av valutareultat kan implementeras på flera olika sätt.

Sammantaget innebär ovan nämnda skillnader (och även andra men mindre väsentliga) att endast avkastningen på totalnivå är jämförbar mellan AP-fonderna, dvs. utvecklingen av fondkapitalet<sup>4</sup>. All jämförelse på andra nivåer är vanskelig och fordrar en god förståelse av vad som ingår i redovisningen av avkastningen samt beräkningsgrunder.

Dock påverkar ovan nämnda skillnader mellan AP-fonderna inte KPMGs uppdrag då det avser att uttala sig specifikt om respektive fond.

KPMGs slutsats baserat på den utförda granskningen är att vi inte funnit något som tyder på att AP-fonderna inte

- redovisar avkastning och risk i enlighet med best practice samt att beräkningarna är korrekta,
- redovisar ett rättvist och korrekt beräknat benchmark.

KPMG har dock gjort några iakttagelser som är värda att lyfta fram och som kortfattat beskrivs nedan och mer utförligt återfinns i påföljande avsnitt.

- Första AP-fonden redovisar för 2008 en något för hög totalrisk för portföljen och benchmark, till följd av ett smärre fel i en beräkningsalgoritm. För 2004 gäller motsatt förhållande av samma skäl.
- Andra AP-fonden använder en riskfri ränta i sin beräkning av Sharpekvot som inte följer det gemensamma dokumentet ”AP-fondernas Redovisnings- och Värderingsprinciper”.

---

<sup>4</sup> Eftersom AP-fonderna har olika värderingstidpunkter för private equity i bokslutet 2008 är inte heller totalavkastningen fullt jämförbar för 2008. Sett över flera år kan dock avkastningen på totalt kapital vara jämförbar.

- Tredje AP-fonden genomför omräkningen av standardavvikelse och aktiv risk på sina marknadsnoterade tillgångar från daglig bas till årsbas med ett för lågt tal, vilket leder till att de redovisade riskmåten är något underskattade.
- Fjärde AP-fonden och Sjunde AP-fonden inkluderar fastigheter och private equity i sin beräkning av standardavvikelse och aktiv risk, vilket ger en något lägre standardavvikelse respektive en något högre aktiv risk än de verkliga utfallen.
- Sjätte AP-fondens redovisning innehåller både avkastningstal beräknade som Time-Weighted-Return och avkastningstal beräknade som Internal-Rate-of-Return<sup>5</sup>, vilket försvårar jämförelser med andra aktörer.

---

<sup>5</sup> Se avsnitt 6 för förklaring av begreppen.



## 2. Första AP-fonden

### 2.1 Kort beskrivning av Första AP-fonden

Avsnittet utgör en kort beskrivning av Första AP-fonden. Avsnittet är fokuserat på skillnader i förvaltningsmetod som på olika sätt påverkar fondens redovisning av avkastning och risk, dvs. väsentliga frågor ur granskningens perspektiv.

Första AP-fonden förvaltar aktier, räntebärande värdepapper och alternativa tillgångar i form av fastigheter och private equity.

Förvaltningsmodellen utgår från den tillgångsfördelning som fastställs av styrelsen i den långsiktiga ALM-portföljen. Referensportföljen är den portfölj som kan beslutas av styrelsen som avviker från ALM-portföljens syn på medellång sikt. Referensportföljen utgör grunden till jämförelseportföljen som är förvaltningens neutrala position i förhållande till benchmark. Under granskningsperioden har ALM-portföljen och referensportföljen varit i princip desamma fram till mars 2007. Efter mars 2007 har referensportföljen skiljts från ALM-portföljen och numera ingår även modelldrivna- och diskretionära beslut i den indexviktsbestämmande referensportföljen. Inledningsvis skedde rebalanseringar av referensportföljen varje månad baserat på portföljteori. Frekvensen ändrades sedan till var tredje månad med hänsyn till det praktiska genomförandet och kostnader. Mellan tidpunkterna för rebalanseringarna flyter indexvikterna med marknadsutvecklingen.

De rebalanseringar som skedde under första halvåret 2008 drevs av att Första AP-fonden ämnade stegvis implementera en ny ALM-portfölj, men implementeringen stoppades och under hösten återgick Första AP-fonden till samma ALM-portfölj som vid årets inledning. Första AP-fonden valde även att avveckla de strategiska allokeringarna i referensportföljen och endast viss valutastrategi finns kvar. Första AP-fonden uppger att de rebalanseringar av portföljen som skett under andra halvåret 2008 har drivits av marknadsskäl.

De index och risktal som Första AP-fonden presenterar är baserade på referensportföljen, dvs. marknadsnoterade tillgångar. Ett jämförelseindex för den totala portföljen inklusive alternativa investeringar presenteras ej.

De index som Första AP-fonden använder sig av är baserade på indexserier levererade av extern motpart. Detta gäller även de index som är valutahedgade<sup>6</sup>. Inga anpassningar sker till etiska ställningstaganden.

Fonden presenterar avkastningen för globala aktie- respektive ränteplaceringar med 100 procent intern valutasäkring baserad på en teoretisk terminssäkring med en månads löptid. Det är samma metod som används av indexleverantörerna. Den faktiska externa valutasäkringen baseras på samma metodik, men görs delvis med en längre löptid på valutaterminerna då det är svårt pga. hedgeportföljens storlek att replikera index korta löptid på valutaterminerna. Skillnaden mellan resultatet av den faktiska hanteringen av valutahedgen och den teoretiskt beräknade valutahedgen

---

<sup>6</sup> En hedge är en position avsedd att neutralisera prisrisk. En valutahedge är avsedd att neutralisera risken i växelkursfluktuationer.

motiveras av den förenkling och transparens som uppnås vid analysen mot jämförelseindex. Den faktiska valutasäkringen är lägre än 100 procent då fonden har en öppen valutaposition i referensportföljen och därutöver tre separata valutamandat.

Värdering av portföljens innehav i noterade aktier, och obligationer sker dagligen enligt de gemensamma värderingsprinciper som Första – Fjärde AP-fonden sammanställt i dokumentet ”AP-fondernas Redovisnings- och Värderingsprinciper”. Fastigheter och private equity värderas normalt två alternativt fyra gånger per år. Första AP-fonden har för bokslutet 2008 redovisat private equity utifrån en mix av värderingen per tredje kvartalet 2008 och inslag av prognoser från förvaltare vilket gav en nedskrivning på cirka 10 procent.

Likvida medel inklusive transaktionslikviditet hanteras av internbanken inom Första AP- fonden. Varje portfölj tilldelas likviditet via s.k. cash buckets (interna konton) som ingår i portföljmarknadsvärdet, och avkastningsberäkningarna på en portfölj tar hänsyn till de likvida medlen i respektive cash bucket.

## 2.2 Granskningens ansats och genomförande

I detta avsnitt görs en redogörelse av granskningens ansats, vilken data som utgör KPMGs jämförelsemängd (dvs. vilken numerisk information som KPMG har haft som jämförelse) i analysen, och genomförda analysmoment. För fler detaljer kring avgränsningar se avsnitt 1.3 ovan.

KPMGs granskning avser följande information som Första AP-fonden redovisar i sin årsredovisning 2008:

### *Portföljsammansättning*

KPMG har granskat portföljsammansättningen för 2008.

### *Femårsöversikt*

KPMG har särskilt granskat avsnittet *Avkastning och risk marknadsnoterad portfölj*. KPMG har granskat all data för hela femårsperioden.

KPMG har genomfört granskningen genom att göra en analys av processen för att beräkna avkastningsserier och riskmått. Vi har stickprovsvis genomfört kontroller av de beräkningar som ingår i processen och även genomfört rimlighetsbedömningar av avkastningen på portföljer och jämförelseindex samt jämfört dessa med marknadsavkastning.

KPMG har fått data direkt från Första AP-fonden i samband med årets granskning avseende samtliga år 2004 – 2008. Årsredovisningen 2008 redogör för motsvarande period, därför har ingen granskning skett av tidigare årsredovisningar eller tidigare granskningsmaterial.

## 2.3 Resultat av granskning

Detta avsnitt utgör en redogörelse för granskningens resultat och KPMGs bedömning. Rapporten avser att vara i avvikelseform, vilket innebär att vi redogör för iakttagelser som varit föremål för fördjupad granskning och innebär en potentiell avvikelse från best practice. För fler detaljer kring avgränsningar se avsnitt 1.3 ovan.

### *Riskberäkning*

Den redovisade risken (standardavvikelse) under *avkastning och risk marknadsnoterad portfölj* är felaktigt beräknad för den marknadsnoterade portföljen och index. Risken för portföljen respektive index är för 2008 överskattad med 0,3 % respektive 0,2 %. År 2004 var differensen i risken för portfölj respektive index underskattad med 0,2 % respektive 0,1 %. Övriga år var differensen obetydlig.

År 2008 var överavkastningen i den marknadsnoterade portföljen negativ i jämförelse med den riskfria räntan, därför påverkade den ovan felaktiga standardavvikelsen inte den redovisade Sharpekvoten. Genomslaget av differensen i standardavvikelsen år 2004 ryms vid beräkning av Sharpekvoten inom avrundningen.

KPMGs bedömning är att avvikelsen följer av ett beräkningsfel i excel och är inte något underliggande metodfel.

### *Benchmark*

Första AP-fondens val av förvaltningsmodell innebär enligt KPMGs bedömning, att genom att välja referensportföljens fördelning som vikter för jämförelseindex kommer den faktiska portföljens fördelning exklusive taktisk allokering att ligga nära jämförelseindex. Den skillnad i avkastning mellan portfölj och jämförelseindex som redovisas återspeglar avvikelser som uppkommer från taktisk tillgångsallokering på kort sikt och värdepappersval i aktivt förvaltade portföljer.

Det interna avkastningskravet för utvärdering av private equity är MSCI World med fyra procentenheters påslag. Det är ett val som inte är så vanligt förekommande men som dock har fördelar. En del aktörer har ett fast avkastningsmål, men ett sådant mål saknar följsamhet med avkastningen som varierar på tillgångarna. Storleken på påslaget är en följd av Första AP-fondens tolkning av riskpremien i private equity kontra aktier, KPMG bedömer dock inte fyra procentenheter som orimligt.

### *Bedömning*

KPMG anser att de iakttagelser som gjorts inte påverkar redovisad avkastning eller risk på ett sådant sätt att de avviker substantiellt från best practice.

Dock bör den felaktiga beräkningen av risk korrigeras.

## **3. Andra AP-fonden**

### **3.1 Kort beskrivning av Andra AP-fonden**

Avsnittet utgör en kort beskrivning av Andra AP-fonden. Avsnittet är fokuserat på skillnader i förvaltningsmetod som på olika sätt påverkar fondens redovisning av avkastning och risk, dvs. väsentliga frågor ur granskningens perspektiv.

I Andra AP-fonden sker förvaltningen av aktier, private equity, räntebärande värdepapper och fastigheter.

Andra AP-fonden fastställer årligen en fördelning av tillgångarna via en strategisk portfölj. Den strategiska portföljen uttrycker Andra AP-fondens syn hur portföljens tillgångar bör vara fördelade över sikt baserade på ALM-analys. Den löpande förvaltningen sker således utifrån den strategiska portföljens fördelning. Andra AP-fondens jämförelseindex har sin utgångspunkt i den strategiska portföljens fördelning. Fram till mars 2008 var vikterna i jämförelseindex fasta, och portföljen allokerades utifrån de fasta vikterna (en daglig justering skedde i terminsmarknaden). Sedan mars 2008 tillåts vikterna på de index som ingår i jämförelseindex driva med marknadsutvecklingen. När vikterna bryter vissa nivåer rebalanseras jämförelseindex utifrån en given modell, och motsvarande rebalansering av tillgångarna sker.

Fram till mars 2008 hanterades valutahedgar inom respektive tillgångsslag, men sedan dess sker valutaförvaltningen gemensamt med ett valutapåslag över tillgångarna, s.k. overlay. Avkastningen inom tillgångsslagen presenteras ohedgad i svenska kronor.

Värdering av portföljens innehav av noterade aktier, räntebärande värdepapper sker dagligen enligt de gemensamma värderingsprinciper som Första – Fjärde AP-fonden har sammanställt i dokumentet ”AP-fondernas Redovisnings- och Värderingsprinciper”. Fastigheter och private equity värderas två alternativt fyra gånger per år. Andra AP-fonden har för bokslutet 2008 redovisat private equity utifrån värderingen per tredje kvartalet 2008, dvs. i enlighet med ovanstående nämnda dokument

Likvida medel inklusive transaktionslikviditet återfinns och hanteras inom respektive tillgångsslag.

Index beräknas för räntebärande värdepapper och aktier baserat på leverantörers indexserier, ojusterade för etik och motsvarande. För fastigheter är index Svenskt Fastighetsindex (SFI). Index för private equity är ett fast avkastningsmål om 11 procents avkastning.

### **3.2 Granskningens ansats och genomförande**

Detta avsnitt utgör en redogörelse för granskningens ansats, vilken data som utgör KPMGs jämförelsemängd i analysen (dvs vilken numerisk information som KPMG har haft som jämförelse) och genomförda analysmoment. För mer detaljer kring avgränsningar se avsnitt 1.3 ovan.

KPMGs granskning avser följande information som Andra AP-fonden redovisar i sin årsredovisning 2008:

*Riskjusterad avkastning för totalportföljen, utvärderingsmått på årsbasis*

KPMG har granskat portföljavkastning, den strategiska portföljens avkastning och riskmått baserat på information från Andra AP-fonden avseende hela femårsperioden.

*Noterade portföljens utveckling under 2008*

KPMG har granskat portföljavkastning och relativ avkastning baserat på information från Andra AP-fonden avseende hela femårsperioden.

Det är värt att notera att förändringen av valutahantering inte innebar någon omberäkning av avkastning och risk, dvs. redovisad avkastning till tidpunkten för förändring är inklusive valutahedje enligt policy och ohedgad i SEK därefter.

KPMG har genomfört granskningen genom att göra en analys av processen för att beräkna avkastningsserier och riskmått. Vi har stickprovsvis genomfört kontroller av de beräkningar som ingår i processen och även genomfört rimlighetsbedömningar av avkastningen på portföljer och jämförelseindex samt jämfört dessa med marknadsavkastning.

KPMG har fått data direkt från Andra AP-fonden i samband med årets granskning avseende samtliga år 2004 – 2008. Årsredovisningen 2008 redogör för motsvarande period, och därför har ingen granskning skett av tidigare årsredovisningar eller tidigare granskningsmaterial.

### **3.3 Resultat av granskning**

Detta avsnitt utgör en redogörelse för granskningens resultat och KPMGs bedömning. Rapporten avser att vara i avvikelseform, vilket innebär att vi redogör för iakttagelser som varit föremål för fördjupad granskning och innebär en potentiell avvikelse från best practice. För fler detaljer kring avgränsningar se avsnitt 1.3 ovan.

*Sharpekvot*

I den redovisade Sharpekvoten är riskfri ränta satt till 3-månaders Stibor per sista december varje år. Det avviker mot det gemensamma dokumentet ”AP-fondernas Redovisnings- och Värderingsprinciper” som stipulerar att riskfri ränta ska sättas till yield på en 12-månaders statsskuldväxel vid ingången av året. Detta innebär att ränteperioden inte är representativ för mätperioden, vidare kan noteras att Stibor-räntan innehåller viss kreditrisk. Detta medför att fonden skulle redovisa en lägre Sharpekvot än om fonden använt sig av riskfri ränta, förutsatt att räntan står still under året. Om räntan har rört sig under året kan Sharpekvoten även bli missvisande då den använda räntan är från en annan tidpunkt än ingången på året.

### *Benchmark*

Benchmark för private equity är 11 procent. KPMGs syn är att det saknas en entydig praxis vad gäller val av benchmark för private equity. En del andra aktörer har ett benchmark som består av ett aktieindex med påslag av en riskpremie. Andra AP-fondens fasta avkastningsmål saknar den följsamhet som ett sådant benchmark har, dock bedömer KPMG inte 11 procent som orimligt.

### *Bedömning*

De iakttagelser som KPMG har gjort anses inte påverka redovisad avkastning eller risk på ett sådant sätt att de avviker substantiellt från best practice.

Dock innebär valet av riskfri ränta i Sharpekvoten en smärre avvikelse från best practice. Ett år som 2008 är detta inte av någon större betydelse då tolkningen av detta mått är beroende av positiv avkastning utöver den riskfria räntan.

## **4. Tredje AP-fonden**

### **4.1 Kort beskrivning av Tredje AP-fonden**

Avsnittet utgör en kort beskrivning av Tredje AP-fonden. Avsnittet är fokuserat på skillnader i förvaltningsmetod som på olika sätt påverkar fondens redovisning av avkastning och risk, dvs. väsentliga frågor ur granskningens perspektiv.

Tredje AP-fonden förvaltar inom tre områden; alternativa investeringar i form private equity, fastigheter och ”nya strategier”, marknadsnoterade tillgångar i form av aktier och räntebärande värdepapper samt strategiska positioner.

Fonden har under granskningsperioden gått från en traditionell förvaltningsmodell, där en portfölj med tillgångar vanligtvis innehåller både marknadsrisk (beta) och aktiv risk från de avvikelser man har från index för att försöka generera meravkastning (alfa), till ett nytt angreppssätt i vilket fonden strävar efter att separera dessa begrepp. Separeringen innebär att ett mandat förvaltar efter index och ett annat mandat försöker generera meravkastning utöver index<sup>7</sup>. Övergången till den nya förvaltningsmodellen var till stor del färdig under fjärde kvartalet 2008, och är implementerad inom de marknadsnoterade tillgångarna.

Grunden för Tredje AP-fondens tillgångsfördelning är en så kallad normalportfölj som är den långsiktiga synen på lämplig tillgångsmix. Utöver normalportföljen har man en strategisk portfölj som utformas efter den medelfristiga (1-3 år) synen på tillgångsfördelningen.

Värdering av portföljens innehav i noterade aktier och räntebärande värdepapper sker dagligen enligt de gemensamma värderingsprinciper som Första – Fjärde AP-fonden har sammanställt.

---

<sup>7</sup> Det finns en trend inom kapitalförvaltande organisationer som syftar till att separera alfa- och betaavkastning. Tredje AP-fonden är en av många organisationer som har valt att implementera en sådan förvaltningsmodell.

Fastigheter och private equity värderas två alternativt fyra gånger per år. Tredje AP-fonden har 2008 redovisat private equity utifrån värderingen per tredje kvartalet 2008.

Likvida medel inklusive transaktionslikviditet återfinns och hanteras inom respektive tillgångsslag.

Jämförelseindex för Tredje AP-fonden baseras på normalportföljens fördelning och beräknas för de marknadsnoterade tillgångarna. I jämförelsen mellan portföljens avkastning och jämförelseindex exkluderas alltså alternativa investeringar och strategiska positioner.

Den valda strategiska fördelningen, dvs. avvikelser från normalportföljens fördelning, implementeras i strategiska positioner. Strategiska positioner implementeras så långt det är möjligt i overlaystrukturer. Alternativa investeringar och strategiska positioner följs upp internt mot definierade avkastningsmål.

## 4.2 Granskningens ansats och genomförande

Detta avsnitt utgör en redogörelse för granskningens ansats, vilken data som utgör KPMGs jämförelsemängd i analysen (dvs vilken numerisk information som KPMG har haft som jämförelse) och genomförda analysmoment. För fler detaljer kring avgränsningar se avsnitt 1.3 ovan.

KPMGs granskning avser följande information som Tredje AP-fonden redovisar i sin årsredovisning 2008:

### *Analys av fondens resultat 2008*

Tredje AP-fondens avsikt är att visa avkastningen på ett pedagogiskt sätt utifrån deras förvaltningsmodell, därför sker en viss omfördelning av resultat mellan strategiska positioner och marknadsnoterade tillgångar. Beräkningarna avseende omfördelningen innehåller vissa approximationer och residualposter. KPMG har granskat avkastning per tillgångsslag.

### *Tabelldel, Avkastning och kostnader totalportfölj*

KPMG har granskat totalportföljavkastningen för samtliga tillgångsslag. För åren 2004 – 2007 har KPMG granskat portföljavkastning och aktiv avkastning baserade på information från tidigare års granskningar av AP-fonderna.

### *Tabelldel, Avkastningar och risk marknadsnoterad portfölj*

KPMG har granskat all data avseende 2008.

KPMG har genomfört granskningen genom att göra en analys av processen för att beräkna avkastningsserier och riskmått. Vi har stickprovsvis genomfört kontroller av de beräkningar som ingår i processen och även genomfört rimlighetsbedömningar av avkastningen på portföljer och jämförelseindex samt jämfört dessa med marknadsavkastning.

KPMG har slutligen jämfört resultaten av beräkningarna ovan med de data som presenteras i årsredovisningarna 2004 – 2008.

### 4.3 Resultat och iakttagelser från granskningen

Detta avsnitt utgör en redogörelse för granskningens resultat och KPMGs bedömning. Rapporten avser att vara i avvikelseform, vilket innebär att vi redogör för iakttagelser som varit föremål för fördjupad granskning och innebär en potentiell avvikelse från best practice. För fler detaljer kring avgränsningar se avsnitt 1.3 ovan.

#### *Benchmark och avkastning*

De marknadsnoterade tillgångarna är allokerade utifrån normalportföljens fördelning. Eftersom jämförelseindexet för Tredje AP-fonden är baserat på normalportföljens fördelning och endast mäts mot de marknadsnoterade tillgångarna, syns bidraget av den strategiska allokeringen inte i jämförelse mot index. Eventuella positionstaganden från normalportföljens fördelning tas inom strategiska positioner, vars resultat separeras i årsredovisningen.

I den tidigare förvaltningsmodellen implementerades de strategiska allokeringsbesluten inom de marknadsnoterade tillgångarna, vars jämförelseindex anpassades till det strategiska beslutet.<sup>8</sup> För att analysera strategiska allokeringsbeslut, krävs för den tidsperioden en analys av avkastningen i den strategiska portföljen kontra normalportföljen.

De strategiska positionernas bidrag till totalportföljen redovisas som ett resultat i kronor i relation till ingående balans i totalportföljen. Ett fåtal strategiska positioner har inte separerats från de marknadsnoterade tillgångarna, varför en omfördelning sker av resultatet mellan strategiska positioner och marknadsnoterade tillgångar. Bidraget från de strategiska positionerna bör därmed ses som en approximation. På totalresultatet påverkar detta dock inte avkastningen.

Enligt tillgångsfördelningen i årsredovisningen ingår i posten fastigheter även en portfölj av bostadsobligationer. Bakgrunden är att Tredje AP-fonden på sikt avser att öka investeringarna i fastigheter, och det kapital som allokerats till fastigheter (men ej ännu investerats) tills vidare har placerats i bostadsobligationer. Principiellt är det tveksamt om bostadsobligationer bör redovisas under fastigheter, då bostadsobligationer till allra största delen är bärare av ränte- och kreditrisk, ej pris- och direktavkastningsrisk som är typisk för fastigheter. I 2008 års redovisning är dessa bostadsobligationer ur ett avkastningsperspektiv ej medräknade som avkastning för fastigheter utan ligger under strategiska positioner.

#### *Risk*

I Tredje AP-fondens årsredovisning presenteras standardavvikelse och aktiv risk. Dessa mått har 262 observationsdagar som beräkningsgrund men är uppräknade till årsbas baserat på 250 observeringspunkter. De presenterade riskmåttarna blir därför något lägre än vad de skulle vara om omräkningen görs med det faktiska antalet observeringspunkter. Standardavvikelsen stiger från 16,6 procent till 17,0 procent, förändringen på aktiv risk rymms inom avrundningsmarginalen och

---

<sup>8</sup> I huvudsak i likhet med aktuella förvaltningsmodeller för Första och Fjärde AP-fonden.



är oförändrat 0,8 procent<sup>9</sup>. AP-fondernas Redovisnings- och Värderingsprinciper stipulerar att 260 dagar ska användas som antalet observationspunkter, vilket bör tolkas att i praktiken bör skalning ske med det faktiska antalet observationspunkter.

#### *Bedömning*

KPMG anser att de iakttagelser som gjorts inte påverkar redovisad avkastning eller risk på ett sådant sätt att de avviker substantiellt från best practice.

Dock innebär metoden för beräkning av standardavvikelse och aktiv risk en mindre avvikelse från best practice.

## **5. Fjärde AP-fonden**

### **5.1 Kort beskrivning av Fjärde AP-fonden**

Avsnittet utgör en kort beskrivning av Fjärde AP-fonden. Avsnittet är fokuserat på skillnader i förvaltningsmetod som på olika sätt påverkar fondens redovisning av avkastning och risk, dvs. väsentliga frågor ur granskningens perspektiv.

I Fjärde AP-fonden sker förvaltning av aktier inklusive private equity, räntebärande värdepapper och fastigheter.

Fjärde AP-fonden fastställer beslut om en fördelning av tillgångarna på lång sikt via en normalportfölj. På medellång sikt uttrycker Fjärde AP-fonden sin marknadssyn via den strategiska portföljen. Den löpande förvaltningen sker således utifrån den strategiska portföljens fördelning.

Fjärde AP-fondens jämförelseindex har sin utgångspunkt i den strategiska portföljens fördelning. Vikterna på de index som ingår i jämförelseindex tillåts driva med marknadsutvecklingen.

Periodiskt rebalanseras jämförelseindex, och normalt sker motsvarande rebalansering av tillgångarna undantaget det positionstagande som sker i den taktiska allokeringen. Det innebär t.ex. att på morgonen en rebalanseringsdag har den strategiska portföljen och den faktiska portföljen samma fördelning, med ovan nämnda undantag. Rebalanseringen har tidigare skett på i förhand bestämda datum, men av olika skäl har Fjärde AP-fonden valt att under 2008 istället rebalansera efter diskretionärt beslut av VD baserat på när det finns tillräckligt goda marknadsförutsättningar för en rebalansering.

Fastigheter och private equity ingår i både normalportföljen och den strategiska portföljen med sina faktiska vikter, då Fjärde AP-fonden inte anser att det finns möjlighet att på motsvarande tidshorisont styra allokeringen i dessa tillgångslag.

---

<sup>9</sup> Den faktiska förändringen är 0,019 procentenheter.

Valutaförvaltning sker som en overlay, och avkastningen inom tillgångsslagen presenteras med en i det närmaste perfekt valutahedge, dvs. det är en teoretisk valutahedge inom tillgångsslagen och den verkliga återfinns i overlayen.

Värdering av portföljens innehav i noterade aktier och räntebärande värdepapper sker dagligen enligt de gemensamma värderingsprinciper som Första till Fjärde AP-fonden har sammanställt. Fastigheter och private equity värderas två alternativt fyra gånger per år. Fjärde AP-fonden har 2008 valt att göra en uppskattning av verkliga värden inom private equity per 31 december 2008, och redovisning av Fjärde AP-fondens avkastning sker utifrån dessa värden.

All tillgänglig likviditet, exklusive likvida medel som har ställts som säkerheter för derivatpositioner, är samlad i en portfölj. Fjärde AP-fonden har en central kassa, men ränteportföljen och taktisk tillgångsallokerings-portföljerna har en viss kassa för att hålla marginalsäkerheter. Aktieportföljer har ingen kassa, utan är fullinvesterade varje dag. Utdelningar (kontanta) går direkt till centrala kassan, men redovisas som ett uttag som därmed tillser att aktieportföljen får avkastningseffekten.

Index beräknas för räntebärande värdepapper och aktier på emerging markets baserat på leverantörers indexserier. Inom aktier i övrigt (Sverige och developed markets<sup>10</sup>) beräknas indexavkastningen i lokal valuta internt av Fjärde AP-fonden enligt samma principer som används av respektive indexleverantör, dvs. baserat på indexvikter, priser, utdelningar med flera faktorer för i indexen ingående värdepapper. Den valutahedgade indexavkastningen beräknas därefter enligt samma principer som valutahedgade portföljavkastningen. Sedan augusti 2008 exkluderas de värdepapper Fjärde AP-fonden inte kan investera i enligt sin etikpolicy. För fastigheter sätts index såsom avkastningen som Vasakronan AB ger. Index för private equity är beslutad av Fjärde AP-fonden till indexavkastning på globala aktier (exklusive emerging markets) med tillägg av fyra procentenheter.

## 5.2 Granskningens ansats och genomförande

Detta avsnitt utgör en redogörelse för granskningens ansats, vilken data som utgör KPMGs jämförelsemängd i analysen (dvs. vilken numerisk information som KPMG har haft som jämförelse) och genomförda analysmoment. För fler detaljer kring avgränsningar se avsnitt 1.3 ovan.

KPMGs granskning avser följande information som Fjärde AP-fonden redovisar i sin årsredovisning 2008:

### *Placeringsstillgångarnas avkastning och fördelning*

KPMG har granskat portföljavkastning och aktiv avkastning baserat på information från Fjärde AP-fonden avseende 2008.

---

<sup>10</sup> Developed markets kan ses som globala aktier exklusive emerging markets.

### *Femårsöversikt*

KPMG har granskat portföljavgkastning och aktiv avgkastning baserat på information från tidigare års granskningar av AP-fonderna. Till följd av byte av datasystem på Fjärde AP-fonden samt datamängdens komplexitet är det förenat med stora svårigheter att återskapa alla fem år i en uniform databas. Detta har gjort att det ej varit möjligt att stickprovsvis granska historiska avgkastningar äldre än 2008 ur den nya datamängden utan granskningen var hänvisad till datamängder från tidigare år.

### *Placeringsstillgångarnas avgkastning och risk*

KPMG har granskat all data, denna avser 2008.

KPMG har genomfört granskningen genom att göra en analys av processen för att beräkna avgkastningsserier och riskmått. Vi har stickprovsvis genomfört kontroller av de beräkningar som ingår i processen och även genomfört rimlighetsbedömningar av avgkastningen på portföljer och jämförelseindex samt jämfört dessa med marknadsavgkastning.

Vi har slutligen jämfört resultaten av beräkningarna ovan med de data som presenteras i årsredovisningarna 2004 – 2008.

## **5.3 Resultat av granskning**

Detta avsnitt utgör en redogörelse för granskningens resultat och KPMGs bedömning. Rapporten avser att vara i avvikelseform, vilket innebär att vi redogör för iakttagelser som varit föremål för fördjupad granskning och innebär en potentiell avvikelse från best practice. För fler detaljer kring avgränsningar se avsnitt 1.3 ovan.

### *Kassahantering*

Fjärde AP-fondens metod att hantera kassamedel innebär å ena sidan en bättre samstämmighet med index, då det senare inte heller har någon kassaposition. Å andra sidan är det marknadspraxis att redovisa avgkastning av en viss tillgång inklusive en transaktionslikviditet. Exempelvis ställer GIPS<sup>11</sup> krav på att alla portföljer ska inkludera en transaktionslikviditet.

### *Riskberäkning*

Vid beräkning av risk för totalportföljen ingår i förmögenhetsbasen illikvida tillgångar, såsom private equity, vars marknadsvärden inte uppdateras dagligen utan 2 till 4 gånger per år. Eftersom marknadsvärdet för de illikvida tillgångarna inte uppdateras lika ofta såsom övriga tillgångar påverkas beräkningen för risk, såsom standardavvikelse. Vid beräkning av risk för totalportföljen, där de illikvida tillgångarna har medräknats, innebär detta i normalfallet att risken blir något underskattad enligt KPMGs bedömning. På motsvarande sätt blir ett mått som aktiv risk ej heller

---

<sup>11</sup> Global Investment Performance Standards, en allmänt accepterad standard för redovisning av avgkastning inom kapitalförvaltning.

fullt representativt som mått för den avvikelse man har från index. Ett alternativ är att redovisa riskmått exklusive fastigheter och private equity.

### *Benchmark*

Fjärde AP-fonden har etablerat en princip att minimera oönskade bidrag till den aktiva risken på portföljen med en metodik som beskrivs ovan. Genom att välja den strategiska portföljens fördelning som vikter för jämförelseindex kommer den faktiska portföljens fördelning exklusive taktisk allokering att ligga nära jämförelseindex. Den skillnad i avkastning mellan portfölj och jämförelseindex som redovisas återspeglar avvikelser som jämförelseindex uppkommer från taktisk tillgångsallokering på kort sikt och värdepappersval i likvida portföljer. Genom att rebalansering sker som ett diskretionärt beslut, kan Fjärde AP-fonden välja de tillfällen då fonden bedömer att rebalanseringen kan få minsta möjliga påverkan på den relativa avkastningen och aktiva risken.

Eftersom fastigheter och private equity ingår i båda jämförelseportföljerna med sina faktiska vikter, ger de inte något allokeringsbidrag, annat än marginellt på grund av marknadsdrift. Fastigheter ger inte heller ett något bidrag till den aktiva avkastningen, då dess index sätts till avkastningen. Fjärde AP-fonden menar att deras fastighetsförvaltning är en passiv förvaltning som därmed bör ha den egna tillgången som index.

Benchmark för private equity är MSCI World med fyra procentenheters påslag. KPMGs syn är att det saknas en entydig praxis när det gäller val av benchmark för private equity. En del andra aktörer har ett fast avkastningsmål, men ett sådant mål saknar följsamhet med avkastningen på tillgångarna som kommer att variera. Storleken på påslaget utöver ett aktieindex för marknadsnoterade aktier är en individuell tolkning av riskpremien i private equity kontra aktier, dock bedömer inte KPMG fyra procentenheter som orimligt.

Den svenska portföljen innehåller en viss mängd nordiska aktier. Fjärde AP-fonden menar att den friheten jämfört med det valda indexet är ett medvetet beslut och rymms inom riskbudgeten.

Sammantaget bedömer KPMG, att till följd av ovan nämnda skäl, att avvikelserna mellan förvaltd portfölj och jämförelseindex över tiden kommer att vara små. För att analysera allokeringsbeslut som ej kan hänföras till den taktiska allokeringen, behövs en analys av avkastningen i den strategiska portföljen kontra normalportföljen.

### *Bedömning*

KPMG anser att de iakttagelser som gjorts inte påverkar redovisad avkastning eller risk på ett sådant sätt att de avviker substantiellt från best practice

Dock innebär metoden för beräkning av standardavvikelse och aktiv risk en smärre avvikelse mot best practice. För Fjärde AP-fonden innebär detta att den redovisade standardavvikelsen blir något lägre och den aktiva risken något högre än vad som annars vore fallet enligt KPMGs bedömning.

Även hanteringen av kassa innebär en smärre avvikelser från best practice, vilket får effekt för beräkning av risk och avkastningssiffror för tillgångsslagen. På totalnivå har detta dock ingen betydelse.

## 6. Sjätte AP-fonden

### 6.1 Kort beskrivning av Sjätte AP-fonden

Avsnittet utgör en kort beskrivning av Sjätte AP-fonden. Avsnittet är fokuserat på skillnader i förvaltningsmetod som på olika sätt påverkar fondens redovisning av avkastning och risk, dvs. väsentliga frågor ur granskningens perspektiv.

Sjätte AP-fonden investerar

- Direkt i små och medelstora företag noterade eller noterade, via egna direktinvesteringar eller genom saminvesteringar med partners.
- Indirekt genom private equity fonder, aktiefonder och investmentbolag.

Riskpremiemodellen är ett verktyg som Sjätte AP-fondens styrelse använder för att sätta mål och styra med, genom att inför varje år sätta ett estimat på avkastningskrav med stöd av riskpremiemodellen. Ingående parametrar är reporänta med påslag, riskpremie som justeras med beta, illikviditetspremier samt förväntad allokering. Riskpremierna är fasta, men efter årets slut justeras avkastningskravet med faktisk reporänta samt väsentliga allokeringstilljusteringar. Inom verksamheten använder sig Sjätte AP-fonden av riskpremiemodellen för framåtblickande investeringsbeslut.

Sjätte AP-fonden använder sig även (förutom riskpremiemodellen) av ett Public market equivalent index (PME). Syftet med detta index är att visa en jämförbar avkastning om de kassaflöden som har placerats eller erhållits inom de olika affärsområdena skulle ha placerats på marknaden. Marknaden representeras i PME av ett för Sjätte AP-fonden beräknat småbolagsindex från Handelsbanken (före 2004 fanns andra leverantörer).

Inom förvaltningen kan grupperingar av investeringsobjekten skapas på många olika sätt. Ett investeringsobjekt blir kategoriserat inom bland annat tre grupper vilka är Affärsområde, Bransch (sektor) och Typ (fas). Inom Affärsområde finns det fem undergrupper samt AP konvertibel, inom Marknad finns det fem och inom Typ finns det sex. Affärsområde ändras normalt inte för en investering men en investering kan gå från en fas till en annan under investeringens livscykel.

Värderingar av indirekta investeringar sker tertialvis. Sjätte AP-fonden använder EVCAs<sup>12</sup> principer som utgångspunkt för värdering av de direktägda innehaven, som värderas årligen. För de indirekta innehaven brukar Sjätte AP-fonden följa förslag till värderingar som kommer från förvaltarna av de fonder Sjätte AP-fonden har investerat i.

---

<sup>12</sup> EVCA: European Private Equity & Venture Capital Association

Det kapital som inte är investerat inom investeringsverksamheten hanteras av Internbanken.

Alla investeringarna är för bokslutet 2008 värderade per kvartal 4.

I årsredovisningen presenteras olika mått på avkastning:

- Internal Rate of Return (IRR),
- procentuell årlig utveckling av kapital och
- ett avkastningsmått baserat på resultatet genom det genomsnittliga investerade kapitalet.

## 6.2 Granskningens ansats och genomförande

Detta avsnitt utgör en redogörelse för granskningens ansats, vilken data som utgör KPMGs jämförelsemängd i analysen (dvs. vilken numerisk information som KPMG haft som jämförelse) och genomförda analysmoment. För fler detaljer kring avgränsningar se avsnitt 1.3 ovan.

Vi har granskat Sjätte AP-fonden historiska avkastningssiffror med utgångspunkt i 2008 års årsredovisning.

### *Sjätte AP-fonden i korthet*

KPMG har granskat "Fondkapitalets utveckling" och "Resultat fördelat per segment". Det först nämnda är en beräkning av fondkapitalets procentuella årliga utveckling, det senare är en IRR.

### *Sjätte AP-fondens utveckling 1996-2008*

KPMG har granskat avkastningsutvecklingen, som är en beräkning av fondkapitalets procentuella årliga utveckling. De historiska utvecklingstalen för 2004-2007 har blivit reviderade jämfört med tidigare årsredovisningar baserat på den avkastningsmodell som förordades av hewitt wassum investment partners i utvärderingen t.o.m. 2007 års verksamhet<sup>13</sup>.

### *Sjätte AP-fondens resultat och fondkapital per affärsområde*

KPMG har granskat avkastningen per affärsområde. Vid redovisningen av resultatet per affärsområde är den redovisade avkastningen för affärsområdet resultatet före kostnader genom det genomsnittliga förvaldade kapitalet under året. Fonden har reviderat tidigare siffror så att de årliga avkastningssiffrorna som presenteras är framtagna på samma sätt som beskrivs i föregående mening. Endast den avkastning som presenteras i årsredovisningen 2008 har granskats.

---

<sup>13</sup> Reviderade totalavkastningar har skett för år (tidigare publicerad avkastning inom parentes) 2004: 8,7 % (8,6 %), 2006: 13,7 % (13,8%), 2007 14,1 % (13,1%). Revideringen beror på byte av beräkningsteknik.

KPMG har i samband med årets granskning fått data direkt från Sjätte AP-fonden avseende samtliga år 2004 – 2008 och årsredovisningen 2008 redovisar avkastningsdata för motsvarande period. Ingen granskning har skett av årsredovisningarna 2004 - 2007.

## 6.3 Resultat av granskning

Detta avsnitt utgör en redogörelse för granskningens resultat och KPMGs bedömning. Rapporten avser att vara i avvikelseform, vilket innebär att vi redogör för iakttagelser som varit föremål för fördjupad granskning och innebär en potentiell avvikelse från best practice. För fler detaljer kring avgränsningar se avsnitt 1.3 ovan.

### *Avkastningberäkning*

Eftersom Sjätte AP-fonden är en sluten fond utan in eller utbetalningar motsvaras den procentuella årliga utvecklingen av fondkapital av en så kallad Time Weighted Return (TWR) avkastningsberäkning, en avkastningsberäkning som är vanlig inom kapitalförvaltningsbranschen. I det fall en jämförelse görs mot andra aktörer är det således denna uppgift som kan betraktas som jämförbar.

Sjätte AP-fonden använder sig av IRR (Internal Rate of Return) för presentation av avkastning per segment. IRR är ett vanligt avkastningsmått inom private equity branschen. Som jämförelse presenteras riskpremiemodellens avkastningskrav, en annualiserad avkastning baserad på historiska årsvärden, och PME som är en IRR beräkning. IRR är ett mått på kvaliteten i investeringen men tar ej hänsyn till möjliga alternativinvesteringar.

För presentation av avkastning för de olika affärsområdena har Sjätte AP-fonden valt att presentera dessa såsom en procentuell avkastning baserat på affärsområdets resultat före kostnader genom det genomsnittliga förvaltade kapitalet under året. Som avkastningsmått är detta ovanligt inom den finansiella branschen, och motsvarar inte TWR. Den avkastning som presenteras bör inte jämföras med andra aktörer, utan endast mellan de olika affärsområdena och över åren. Till följd av att kapitalet inom affärsområdena är relativt stabilt, torde dock avvikelser mot en sann TWR inte vara alltför stor.

### *Benchmark*

Riskpremiemodellen ger ett avkastningskrav som utgår från riskfri ränta och därefter har olika riskpåslag för en specifik investering beroende på de olika egenskaper som investeringsobjektet har. Modellen har olika påslag beroende på om investeringen är noterad eller onoterad, bransch, fas och belåningsgrad. Riskpåslagen innehåller ett visst mått av subjektivitet och kan i vissa fall tyckas kontraintuitivt i relation till hur investeringsklimatet ser ut. Riskpremiemodellen har i sina olika typer riskpåslag inslag som kan ha en viss motverkande effekt på avkastningskravet, dvs. utfallen på avkastningskrav har relativt små differenser.

### *Bedömning*

KPMG anser att de iakttagelser som gjorts inte påverkar redovisad avkastning eller risk på ett sådant sätt att de avviker substantiellt från best practice.

Till följd av Sjätte AP-fondens karaktär och uppdrag kan olika normer användas, vilket också sker. Läsaren av årsredovisningen bör vara medveten om att avkastningsmått som presenteras har olika beräkningsgrunder. Man bör ta hänsyn till vilket sätt som avkastningen har beräknats för att veta vad det är för avkastning som erhållits.

## **7. Sjunde AP-fonden**

### **7.1 Kort beskrivning av Sjunde AP-fonden**

Avsnittet utgör en kort beskrivning av Sjunde AP-fonden. Avsnittet är fokuserat på skillnader i förvaltningsmetod som på olika sätt påverkar fondens redovisning av avkastning och risk, dvs. väsentliga frågor ur granskningens perspektiv.

Sjunde AP-fonden förvaltar fonderna Premiesparfonden och Premievalsfonden. Inom fonderna förvaltas aktier, private equity, räntebärande värdepapper, valuta samt hedgefonder. Internt förvaltas allokering av tillgångsslagen, räntebärande värdepapper, den svenska aktiva förvaltningen samt valutasäkring. Övrig förvaltning sker i extern regi. Sjunde AP-fonden har valt att i regel valutasäkra 50 procent av valutaexponeringen i de stora valutorna (euro, pund, dollar och yen). Undantagen är hedgefonder som valutasäkras till 100 procent samt övriga valutor som inte valutasäkras alls. Valutaexponeringen förvaltas aktivt vilket innebär att man kan avvika från denna exponering. Fonden beräknar dagligen klockan 16.00 NAV-kurser för sina fonder, det är till dessa NAV – kurser som PPM köper eller säljer andelar i fonderna. Kursernas avkastning redovisas i årsredovisningen tillsammans med avkastningsserier beräknade på kurser från respektive marknads stängning.

### **7.2 Granskningens ansats och genomförande**

Detta avsnitt utgör en redogörelse för granskningens ansats, vilken data som utgör KPMGs jämförelsemängd i analysen (dvs. vilken numerisk information som KPMG har haft som jämförelse) och genomförda analysmoment. För fler detaljer kring avgränsningar se avsnitt 1.3 ovan.

I årsredovisningen 2008 presenteras avkastning och riskdata för både NAV-kurs och stängningskursberäknade performance serier, samt ett antal riskmått. KPMG har granskat avkastning beräknat på NAV-kurser och stängningskurser, portföljernas standardavvikelse, aktiv risk, informationskvot och Sharpekvot baserat på stängningskurser samt avkastning på index.

### **7.3 Resultat av granskning**

Detta avsnitt utgör en redogörelse för granskningens resultat och KPMGs bedömning. Rapporten avser att vara i avvikelseform, vilket innebär att vi redogör för iakttagelser som varit föremål för fördjupad granskning och innebär en potentiell avvikelse från best practice. För fler detaljer kring avgränsningar se avsnitt 1.3 ovan.



### *Risk*

Vid beräkning av risk för totalportföljen ingår i förmögenhetsbasen illikvida tillgångar, såsom private equity, vars marknadsvärden inte uppdateras dagligen utan månatligen. Eftersom marknadsvärdet för de illikvida tillgångarna inte uppdateras lika ofta såsom övriga tillgångar påverkas beräkningen för risk, såsom standardavvikelse. Vid beräkning av risk för totalportföljen, där de illikvida tillgångarna har medräknats, innebär detta i normalfallet att risken blir något underskattad enligt KPMGs bedömning. På motsvarande sätt blir ett mått som aktiv risk ej heller fullt representativt som mått för den avvikelse man har från index. Ett alternativ vore att jämföra risken mätt som standardavvikelse på de likvida tillgångarna.

### *Benchmark*

Sjunde AP-fonden beslutar om en fördelning av tillgångarna via en normportfölj, som är deras långsiktiga tillgångsfördelning för respektive fond. Normportföljen visar den strategiska fördelningen av fondernas tillgångsslag. Sjunde AP-fondens jämförelseindex har sin utgångspunkt i den strategiska portföljens fördelning, innebärande att på morgonen en rebalanseringsdag har den strategiska portföljen och den faktiska portföljen exakt samma fördelning. Den faktiska portföljens och jämförelseindexets vikter tillåts sedan driva med avkastningen. Rebalanseringar av portföljen kan ske mellan de strategiska besluten om ett tillgångsslag har över eller underskridit en limit. Generellt ändras därmed index i samband med att den strategiska portföljen rebalanseras. Eventuella bidrag från strategiska allokeringar fångas därmed ej upp gentemot jämförelseindex.

Under perioden 2004 fram till 15 maj 2007 har Sjunde AP-fonden för private equity använt sig av samma index som för den globala aktieförvaltningen. Ett rimligt antagande är att en investerare bör kräva högre avkastning i ett tillgångsslag som har sämre likviditet jämfört med ett annat. Sjunde AP-fonden har efter 15 maj 2007 anammat detta och har numera ett index som består av det globala avkastningsindexet plus fyra procent. Detta index är ur denna synvinkel mer representativt. KPMGs syn är att det saknas en entydig praxis när det gäller val av benchmark för private equity. En del andra aktörer har ett fast avkastningsmål, men ett sådant mål saknar följsamhet med avkastningen på tillgångarna som kommer att variera. Storleken på påslaget utöver ett aktieindex för marknadsnoterade aktier är en individuell tolkning av riskpremien i private equity kontra aktier, dock bedömer inte KPMG fyra procentenheter som orimligt.

Under perioden 2004 fram till 15 maj 2007 har fonden använt sitt egenkonstruerade kassaindex som benchmark gentemot hedgefundsplaceringarna. Approximativt så avkastar kassaindexet i närheten av den korta räntemarknaden dvs. i närheten av stadsskuldsväxlar. För den ökade risken som det torde innebära att investera i hedgefonder gentemot att investera i korta räntebärande värdepapper, bör investeraren förvänta sig en högre avkastning. Detta har Sjunde AP-fonden uppmärksammat och ändrade detta index per 15 maj 2007 till ett obligationsindex plus 2 procent.

### *Bedömning*

KPMG anser att de iakttagelser som gjorts inte påverkar redovisad avkastning eller risk på ett sådant sätt att de avviker substantiellt från best practice

Dock innebär metoden för beräkning av standardavvikelse och aktiv risk en smärre avvikelse. För Sjunde AP-fonden innebär detta att den redovisade standardavvikelsen blir något lägre och den aktiva risken något högre än vad som annars vore fallet enligt KPMGs bedömning.