

Regeringens skrivelse

2002/03:130

Redovisning av AP-fondernas verksamhet 2002

Skr.
2002/03:130

Regeringen överlämnar denna skrivelse till riksdagen.

Stockholm den 15 maj 2003

Göran Persson

Gunnar Lund
(Finansdepartementet)

Skrivelsens huvudsakliga innehåll

I skrivelsen lämnar regeringen en redovisning av de allmänna pensionsfondernas (AP-fondernas) verksamhet under 2002. I redovisningen ingår bl.a. en sammanställning av AP-fondernas årsredovisningar och en utvärdering av deras förvaltning, vilket inkluderar en bedömning av Första–Fjärde AP-fondernas förluster under 2001–2002. Därtill granskas översiktligt AP-fondernas förvaltningskostnader och Första–Fjärde AP-fondernas ägarstyrning.

Sammanställningen av AP-fondernas årsredovisningar visar att resultatet för buffertfonderna sammantagna, dvs. Första–Fjärde samt Sjätte AP-fonderna, uppgick till -85,6 miljarder kr 2001. Det summerade buffertkapitalet uppgick vid årets utgång till cirka 487,5 miljarder kr, vilket var 77,6 miljarder kr lägre än året innan. AP-fondernas förluster uppvägdes i någon mån av att inbetalningarna av pensionsavgifter översteg utbetalningarna av pensioner med 7,9 miljarder kr under året, efter avdrag av kostnaderna för ålderspensionssystemets administration med drygt en miljard kr.

Buffertfondernas resultat uttryckt som avkastning blev -15,0 procent 2002. Som en konsekvens av det uppgick den genomsnittliga avkastningen under femårsperioden 1998–2002 till 0,5 procent per år. Det kraftigt negativa resultatet 2002 och den påtagliga försämringen av buffertkapitalets långsiktiga avkastning jämfört med tidigare femårsperioder, är i allt väsentligt en konsekvens av Första–Fjärde AP-fondernas snabbt genomförda förändring av fondernas placeringsinriktning genom att i stor omfattning köpa aktier i ett, som det skulle visa sig, tidigt skede av börsfallet.

Första–Fjärde AP-fondernas förluster är av den storleksordningen att förlusterna i sig motiverar kritik. Det kan ifrågasättas om det var lämpligt

att köpa aktier i stor omfattning i ett skede när risken var betydande för att marknadernas grundläggande värdering i ett långsiktigt perspektiv var alltför högt uppdriven. Den kritik som kan riktas mot AP-fondernas styrelser i detta avseende träffar emellertid i minst lika stor omfattning branschen i stort. Det bör samtidigt beaktas att börsutvecklingen 2001–2002 i betydande utsträckning påverkats av omständigheter som inte var kända och endast svårigen kunde förutses vid ingången av 2002.

Första–Fjärde AP-fonderna redovisar en avkastning i närheten av jämförelseindex under 2001–2002. Detta gäller även Sjunde AP-fonden som inledde verksamhet hösten 2000, dvs. något tidigare. I dessa fall bör fondernas resultat tolkas med försiktighet mot bakgrund av den korta period för utvärdering som står till buds.

Första–Fjärde samt Sjätte AP-fondernas redovisade avkastning (procent p.a.).

	2001	2001	2000	1999	1998	1998-2002
Första AP-fonden	-13,8	-5,6				
Andra AP-fonden	-15,3	-3,7				
Tredje AP-fonden	-12,4	-4,4				
Fjärde AP-fonden	-16,8	-5,0				
Sjätte AP-fonden	-30,9	-8,0	-1,3	55,8	8,4	1,2
Totalt	-15,0	-4,4	3,9	11,0	9,6	0,5

Anm. För Andra AP-fonden och summan av fonder är avkastningen beräknad efter kostnader, i övrigt är avkastningen beräknad före kostnader.

Sjätte AP-fonden har uppnått styrelsens mål för fonden som helhet under femårsperioden 1998–2002. Fondens genomsnittliga avkastning under perioden översteg jämförelseindex, som föll med 1,5 procent per år. Sjätte AP-fondens förvaltning av onoterade aktier har gett en genomsnittlig avkastning sedan verksamhetens start på 5,2 procent per år, vilket inte når upp till styrelsens långsiktiga mål. I detta fall kan det dock finnas skäl att iakttä en något längre period för utvärdering, eftersom onoterade aktier kan värderas med säkerhet först när de avyttras genom börsnotering eller försäljning till industriella köpare.

Sjunde AP-fondens avkastning (procent).

	2002	2001	Del av 2000*
Premiesparfonden	-26,7	-10,6	-7,4
Premievals-fonden	-30,3	-12,5	-8,0

*) Premiesparfondens förvaltning inleddes den 2 november 2000 medan Premievals-fonden startade den 26 september samma år, dvs. något tidigare.

I skrivelsen noteras att AP-fonderna förefaller bedriva en rimligt kostnadseffektiv förvaltning, under förutsättning att förvaltningen är påtagligt aktiv, dvs. inte följer index i alltför stor omfattning. Av skrivelsen framgår även att Första–Fjärde AP-fonderna kan bedömas ta det ägaransvar som följer av rollerna som förvaltare av allmänna pensionsmedel och betydande ägare av bl.a. svenska börsföretag.

1	Inledning.....	4
2	AP-fonderna och ålderspensionssystemet	6
2.1	Historik.....	6
2.2	AP-fonderna i det reformerade ålderspensionssystemet.....	8
2.3	Ändrad placeringsinriktning	10
3	AP-fondernas samlade resultat	13
3.1	Bakgrund och grundläggande termer.....	13
3.2	Utvecklingen på de finansiella marknaderna 2001–2002	15
3.3	Buffertfondernas samlade resultat	19
4	Sammanställning av AP-fondernas resultat 2002.....	22
4.1	Första–Fjärde AP-fonderna.....	22
4.1.1	Första AP-fondens resultat.....	22
4.1.2	Andra AP-fondens resultat.....	23
4.1.3	Tredje AP-fondens resultat	24
4.1.4	Fjärde AP-fondens resultat	25
4.2	Sjätte AP-fonden	26
4.3	Sjunde AP-fonden	30
4.4	Avvecklingsfonderna	31
5	Regeringens utvärdering av AP-fondernas verksamhet	33
5.1	Utvärdering av AP-fondernas mål	34
5.1.1	Utvärdering av Första–Fjärde AP-fondernas mål	37
5.1.2	Utvärdering av Sjätte AP-fondens mål	47
5.1.3	Utvärdering av Sjunde AP-fondens mål	48
5.2	Utvärdering av AP-fondernas förvaltning i förhållande till målen.....	52
5.2.1	Utvärdering av Första–Fjärde AP-fondernas förvaltning.....	52
5.2.2	Utvärdering av Sjätte AP-fondens förvaltning.....	60
5.2.3	Utvärdering av Sjunde AP-fondens förvaltning.....	62
5.3	Utvärdering av AP-fondernas kostnader.....	64
5.4	Utvärdering av Första–Fjärde AP-fondernas ägarstyrning	68
Bilaga 1	Årsredovisning Första AP-fonden	
Bilaga 2	Årsredovisning Andra AP-fonden	
Bilaga 3	Årsredovisning Tredje AP-fonden	
Bilaga 4	Årsredovisning Fjärde AP-fonden	
Bilaga 5	Årsredovisning Sjätte AP-fonden	
Bilaga 6	Årsredovisning Sjunde AP-fonden	
Bilaga 7	Underlag från Wassum Investment Consulting	
Bilaga 8	Underlag från KPMG	

De allmänna pensionsfonderna (AP-fonderna) ingår i ålderspensions-systemet vid sidan av statsbudgeten. Detta består i sin tur av ett fördelningssystem och av ett premiereservsystem. Pensioner inom fördelningssystemet finansieras i princip av de pensionsavgifter som betalas in löpande, medan premiereservsystemet är i sin helhet fonderat.

Första–Fjärde samt Sjätte AP-fonderna förvaltar buffertkapitalet inom fördelningssystemet och kan därför sägas fullgöra funktionen som buffertfonder. Fonderna ingår bland pensionssystemets tillgångar utan att ensamma utgöra dessa tillgångar. Buffertfonderna utjämnar svängningar i flödet av pensionsavgifter och pensionsbetalningar och förväntas dessutom bidra till pensionssystemets långsiktiga finansiering. Efter cirka 2010 förväntas pensionsbetalningarna beloppsmässigt överstiga pensionsavgifterna, vilket då kommer att ställa krav på årliga nettotillskott från buffertfonderna. Sjunde AP-fonden förvaltar, liksom ett stort antal privata fondförvaltare, det fonderade kapitalet i premiepensionssystemet.

Första–Fjärde AP-fonderna fick nya uppdrag 2000 med verkan fr.o.m. 2001. Som ett led i reformerna på pensionsområdet har fondernas roll som buffert och långsiktig finansiär av inkomstpensionen renodlats. Fondernas styrelser fastställer operationella mål för verksamheten på basis av allmänna riktlinjer i lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder) och dess förarbeten (prop. 1999/2000:46). Eftersom riktlinjerna är desamma för de fyra buffertfonderna är de underliggande uppdragen identiska. Första–Fjärde AP-fonderna förvaltar var och en diversifierade globala portföljer bestående av aktier och räntebärande instrument.

AP-fondernas verksamhet under de första åren efter reformerna har präglats av den mycket negativa utvecklingen på världens aktiemarknader. Den anpassning till nya mål som genomfördes av Första–Fjärde AP-fonderna kom att genomföras förhållandevis tidigt i ett skede av markant fallande aktiekurser. Premiepensionssystemet sjuöptes under samma förhållanden, vilket har haft stark påverkan på Sjunde AP-fondens resultat. Slutligen har Sjätte AP-fonden genom en hög aktieandel förlorat den värdeökning som kom fonden till del under den stigande börstrenden i slutet av 1990-talet.

Regeringens utvärdering av AP-fondernas verksamhet handlar denna gång om AP-fondernas mål, som de kommit till uttryck i styrelsernas beslut om normalportföljer, om fondernas anpassning till det nya uppdraget och om avkastningen i förhållande till styrelsernas mål. För Första–Fjärde respektive Sjunde AP-fondernas del blir den undersökta perioden förhållandevis kort, endast två år eller strax däröver, varför förvaltningsresultaten än så länge bör tolkas med försiktighet. Sjätte AP-fonden däremot kan utvärderas över en längre period.

AP-fondernas kostnader utvärderas också, på basis av en jämförande studie av förvaltningskostnader i pensionsfonder och liknande institutioner av jämförbar storlek i Storbritannien och USA. Mot bakgrund av det betydande intresse som på senare tid riktats mot ägarfrågor och företagsstyrning har det även ansetts motiverat att inkludera en översiktlig granskning av AP-fondernas verksamhetsplaner

vad avser ägarinflytande och utnyttjandet av aktiernas rösträtt. Denna granskning har begränsats till att omfatta Första–Fjärde AP-fonderna mot bakgrund av de speciella villkor som gäller för de andra AP-fonderna på detta område.

Fonderna skall årligen överlämna årsredovisning och revisionsberättelse till regeringen. Sjätte AP-fonden skall därtill lämna en egen utvärdering av fondens förvaltning. Regeringen skall därpå göra en sammanställning av fondernas årsredovisningar och utvärdera förvaltningen av fondkapitalet. Fondernas årsredovisningar, regeringens sammanställning och regeringens utvärdering av förvaltningen skall överlämnas till riksdagen.

I skrivelsen lämnar regeringen i avsnitt 2 en redogörelse för AP-fondernas verksamhet och organisation, mot bakgrund av de omfattande reformer som ägt rum. I avsnitt 3 redovisas det samlade resultatet för fördelningssystemets buffertfonder. I avsnitt 4 ges en sammanfattning av resultaten för varje fond med fondernas årsredovisningar som underlag. Därefter följer i avsnitt 5 regeringens utvärdering av verksamheten. Även i år har regeringen anlitat extern expertis för att bistå vid utvärderingen. Konsulternas underlag återfinns i bilagorna 7 och 8.

2 AP-fonderna och ålderspensionssystemet

2.1 Historik

Riksdagen fattade beslut om det reformerade pensionssystemet 1998 (prop. 1997/98:151 och 152, bet. 1997/98:SfU13 och SfU14, rskr. 1997/98:315 och 320). Detta system omfattar inkomstgrundad ålderspension och garantipension. Den inkomstgrundade ålderspensionen i sin tur består av inkomstpension, tilläggspension och premiepension. Den genomgripande reformen av ålderspensionssystemet utgör bakgrunden till de förändringar av AP-fondernas regelverk som inleddes 2000 och fullföljdes året efter.

Den inkomstgrundade ålderspensionen finansieras i sin helhet av en fast pensionsavgift och därutöver av det fonderade kapitalet, inklusive avkastningen på detta kapital. Därmed är den inkomstgrundade ålderspension en självständig (autonom) försäkringsgren i förhållande till statsbudgeten.¹ Inkomstpensionen finansieras under överblickbar tid i allt väsentligt av löpande inkomster i form av pensionsavgifter och sägs därför utgöra ett fördelningssystem. Det fonderade kapitalet utgör en mindre del av fördelningssystemets tillgångar och kan därför beskrivas som ett buffertkapital. På längre sikt förväntas även buffertkapitalet tas i anspråk för att täcka ett underskott av pensionsavgifter i förhållande till pensionsbetalningar. Premiepensionen däremot är fullständigt fonderad, eftersom det inte finns några tillgångar utöver det fonderade kapitalet. Detta kompletterande system benämns premiepensionssystemet. Grundskyddet i form av garantipension, däremot, finansieras över statsbudgeten.

Som en konsekvens av reformarbetet har AP-fondernas roll som buffert och långsiktig finansiär av det reformerade pensionssystemet tydliggjorts. AP-fondernas nya regelverk beslutades av riksdagen den 12 april 2000 (prop. 1999/2000:46, bet. 1999/2000:FiU19, rskr. 1999/2000:181). En ny organisatorisk struktur trädde i kraft den 1 maj 2000 och de nybildade Första–Fjärde AP-fondernas placeringsbestämmelser började gälla den 1 januari 2001. Sedan riksdagen i maj 2001 beslutat propositionen om automatisk balansering av ålderspensionssystemet (prop. 2000/01:70, bet. 2000/01:SfU13, rskr. 2000/01:210) definieras även Sjätte AP-fonden som buffertfond inom fördelningssystemet genom att inkluderas bland pensionssystemets tillgångar.

Den ursprungliga AP-fonden inrättades i samband med 1960 års pensionsreform och införandet av Allmän tilläggspension (ATP). Motivet bakom fondbildningen var ett samhällsekonomiskt intresse av att hålla uppe sparandet i ekonomin, mot bakgrund av pensionssystemets utformning som ett rent fördelningssystem (dvs. varje års pensioner finansierades genom avgifter på den aktiva befolkningens inkomster under samma år). Om sparandet hade minskat till följd av reducerad osäkerhet om framtida pensionsvillkor så hade det riskerat att påverka tillväxten negativt och därmed förutsättningarna att finansiera pensionsutgifterna långsiktigt. Det fanns även ett behov av att bygga upp

¹ I budgetsammanhang används termen Ålderspensionssystemet vid sidan av statsbudgeten.

en buffert för att jämna ut kortsiktiga skillnader mellan avgiftsinkomster och pensionsutbetalningar.

Inledningsvis gick uppdraget att förvalta fonden till tre fondstyrelser – första, andra och tredje fondstyrelserna. Fondstyrelserna skulle enligt lag placera medlen i svenska räntebärande instrument och, fr.o.m. 1988, även i fastigheter. För att bredda den tidigare AP-fondens placeringsmöjligheter till att omfatta även aktier inrättades en fjärde fondstyrelse 1974 och därpå en femte fondstyrelse 1988. Vidare inrättades den 1 juli 1996 en sjätte fondstyrelse med uppgift att placera på riskkapitalmarknaden med inriktning mot små och medelstora företag. I samband med reformen den 1 maj 2000 namnändrade första, andra, fjärde, sjätte och sjunde fondstyrelserna till Första, Andra, Fjärde, Sjätte och Sjunde AP-fonderna. Den dåvarande tredje fondstyrelsen avvecklades medan femte fondstyrelsen bytte namn till Tredje AP-fonden. Av den anledningen finns det i dag inte någon femte AP-fond.

Under våren 1998 fattade riksdagen beslut om det reformerade ålderspensionssystemet. Genom övergångsbestämmelser regleras urfasningen av ATP-systemet fram till 2018, då inbetalningen av pensionsavgifter till ATP upphör. Den pension som intjänats enligt gamla regler benämns under övergångsperioden tilläggspension (utbetalningar av tilläggspension väntas fortgå in på 2030-talet). Under denna tid utgår således både inkomstpension och tilläggspension från fördelnings-systemet. Första–Fjärde samt Sjätte AP-fonderna finansierar således inkomstpension och tilläggspension medan Sjunde AP-fonden förvaltar en del av premiepensionskapitalet, dvs. det kapital som vid pensionering ligger till grund för utbetalning av premiepension.

Reformen innebar att åtagandet för grundskyddet i form av garantipension överfördes från pensionssystemet till statsbudgeten, samtidigt som staten enligt de nya reglerna ålades att betala avgifter för pensionsgrundande ersättningar från social- eller arbetslöshetsförsäkring och för pensionsgrundande belopp i form av förtidspension, barnår, studier eller plikttjänst. Det ansågs mot den bakgrunden motiverat att kompensera statsbudgeten genom en kapitalöverföring från buffert-fonderna. Riksdagen har hittills beslutat om överföringar från AP-fonderna till Riksgäldskontoret som sammantaget uppgår till 245 miljarder kr vid tre tillfällen 1999–2001.² Under 1999 och 2000 överfördes 45 miljarder kr respektive år och 2001 överfördes 155 miljarder kr. Överföringarnas slutgiltiga storlek bestäms vid en kontrollstation 2004 och en eventuell sista överföring görs den 1 januari 2005.

Under 2000 arbetade en särskild utredare (dir. 2000:8) med att föreslå sammansättningen av de 155 miljarder kr som AP-fonderna skulle inleverera till Riksgäldskontoret vid det följande årsskiftet. Utredaren hade också i uppdrag att föreslå hur tillgångarna skulle fördelas mellan Första–Fjärde AP-fonderna vid samma tidpunkt. Utredaren föreslog därtill bl.a. att onoterade fordringsrätter och aktier som inte får innehas enligt de nya placeringsreglerna skulle överföras till särskild förvaltning i Första respektive Fjärde AP-fonden. De av utredaren föreslagna lag-

² Detta belopp motsvarar 258 miljarder kr omräknat till en engångsvis överföring per den 1 januari 1999.

ändringarna genomfördes sedermera (prop. 2000/01:14, bet. 2000/01:FiU13, rskr. 2000/01:47). Regeringen fattade beslut i december 2000 om hur tillgångarna som tidigare förvaltades av första–femte fondstyrelserna skulle fördelas på Första–Fjärde AP-fonderna samt vilka tillgångar som skulle överföras till Riksgäldskontoret. Denna fördelning av tillgångar genomfördes därefter vid årsskiftet 2000/2001.

2.2 AP-fonderna i det reformerade ålderspensions-systemet

I det reformerade ålderspensionssystemet fastställs årligen en pensionsrätt motsvarande 18,5 procent av pensionsgrundande inkomster jämte vissa tillkommande belopp. Huvuddelen av pensionsrätten, ett belopp motsvarande 16,0 procent av pensionsunderlaget, ger rätt till inkomstpension och tillgodoräknas därför den enskilde inom ramen för fördelningssystemet. Resten, 2,5 procent av pensionsunderlaget, förs till premiepensionssystemet där det förvaltas i fonder enligt individens önskemål. För de som inte uttryckt några sådana önskemål förs motsvarande premiepensionsmedel till Sjunde AP-fondens Premiesparfond.

Det har varit ett mål för reformarbetet inom pensionsområdet att inkomstpensionen, gällande pensionsrätter såväl som utgående pensioner, skall räknas upp med genomsnittsinkomsten i samhället. Därmed tillgodoses grundläggande krav på neutralitet mellan generationer. Det har därtill ansetts önskvärt att räkna om individens intjänade pensionsrätt vid pensionstillfället till en årlig pension med hjälp av ett fast delningstal från 65 års ålder, innebärande att individens pension därefter inte skall förändras på grund av förändrad medellivslängd.

Målet att räkna upp pensionsrätter med genomsnittsinkomsten skulle i princip kunna hota systemets finansiella stabilitet på längre sikt eftersom de pensionsavgifter som finansierar systemet växer med inkomstsumman, dvs. produkten av genomsnittsinkomst och antal förvärvsarbete. Om antalet förvärvsarbete går ner, t.ex. genom att förvärvsfrekvensen sjunker, växer troligtvis inkomstsumman och därmed avgiftsinkomsterna långsammare än genomsnittsinkomsten som bestämmer pensionsskuldens tillväxt. Om pensionssystemets avgiftsinkomster långsiktigt växer i en långsammare takt än tillväxten av pensionsskulden hotas den finansiella stabiliteten i systemet. Trots denna komplikation har det varit möjligt att konstruera ett autonomt pensionssystem vid sidan av statsbudgeten. Förklaringen är att pensionssystemet är avgiftsbestämt och inte, som tidigare, förmånsbestämt och att det kan visas vara finansiellt stabilt. Att systemet är avgiftsbestämt innebär att det råder en grundläggande symmetri mellan inbetalning av avgifter och den pensionsrätt som tillgodoräknas den enskilde. Att systemet kan visas vara finansiellt stabilt, även under svåra demografiska påfrestningar, beror på de fasta delningstalen som anpassar pensionerna till observerad medellivslängd och den av riksdagen beslutade automatiska balanseringen som därutöver eliminerar

riskerna för varaktiga underskott (prop. 2000/01:70, bet. 2000/01:SfU13, Skr. 2002/03:130 rskr. 2000/01:210).

Den automatiska balanseringen av ålderspensionssystemet innebär i korthet att uppräkningsgraden av pensionsrätter och pensioner reduceras i förhållande till genomsnittsinkomsten när systemets tillgångar understiger pensionsskulden. Relationen mellan tillgångar och skulder i pensionssystemet uppskattas med hjälp av det s.k. balanstalet.³ Pensionssystemets tillgångar beräknas med utgångspunkt i hur pensionsrätter intjänas och pension utbetalas. Den med beloppen vägda genomsnittliga tidrymden från det att pensionsrätter intjänas till det att de utbetalas är i dag cirka 32 år, varav cirka 22 år avser intjänandetid och cirka 10 år avser utbetalningstid. Med kännedom om denna s.k. omsättningstid kan det årliga avgiftsflödet enkelt omvandlas till ett kapitalbelopp, den s.k. avgiftstillgången. Denna kan under vissa förutsättningar beskrivas som nuvärdet av alla framtida inbetalningar av pensionsavgifter.⁴ Pensionssystemets tillgångar kan därefter definieras som summan av den på detta sätt beräknade avgiftstillgången och buffertfondernas förmögenhet. Pensionssystemets skulder består av beräknad skuld till förvärvsaktiva och pensionärer. Om tillgångarna understiger skulderna blir balanstalet lägre än talet ett och den automatiska balanseringen aktiveras, varvid pensionsskulden börjar indexeras i långsammare takt än som annars skulle vara fallet.⁵ Riksförsäkringsverket (RFV) har beräknat balanstalet för 2003 till 1,03.

Buffertfondernas roll i det reformerade pensionssystemet är att utjämna svängningar i avgiftsinbetalningar och pensionsutbetalningar, vilket på längre sikt är liktydigt med att bidra till systemets finansiering. Första–Fjärde AP-fonderna finansierar dessutom pensionssystemets administration.⁶ I dessa delar fullgör buffertfonderna uppgifter inom ramen för både inkomstpension och tilläggspension. Genom det reformerade pensionssystemets autonoma konstruktion har emellertid buffertfondernas roll klarlagts ytterligare, vilket möjliggjort närmare analyser av fondernas åtaganden i det reformerade pensionssystemet.

På ett övergripande plan skall fondmedlen förvaltas så att de blir till största möjliga nytta för pensionssystemet avseende inkomstgrundad ålderspension. Av förarbetena (prop. 1999/2000:46 s. 76) framgår att målet är att långsiktigt maximera avkastningen i förhållande till risken i placeringarna, där risk och avkastning skall tolkas i termer av utgående pensioner. Den totala risknivån i förvaltningen skall vara låg. Kravet på låg risk gäller emellertid inte Sjunde AP-fondens förvaltning av Premievals-fonden eftersom denna är fullt konkurrensutsatt. Hänsyn till miljö och etik skall tas i placeringsverksamheten utan att avkall görs på det övergripande målet om hög avkastning.

³ Balanstal = (avgiftstillgång + buffertfond)/pensionsskuld

⁴ Avgiftstillgång = pensionsavgifter x omsättningstid. En förutsättning för beräkningarna är att inversen av omsättningstiden (dvs. siffran ett dividerad med omsättningstiden) är en lämplig diskonteringsränta.

⁵ När balanseringen aktiveras indexeras pensionsskulden först i en långsammare takt och därefter snabbare i förhållande till inkomstindex, till dess förlusterna återlagts och pensionsskulden återfått det värde den skulle ha haft om balanseringen aldrig aktiverats.

⁶ Administrationskostnaderna reducerar utestående pensionsbehållningar, dock inte pensioner som har börjat utbetalas. Denna reduktion ökar från 60 procent av kostnaderna idag, till 100 procent efter full infasning av det nya pensionssystemet.

För Första–Fjärde AP-fondernas del är innebörden att förvaltningen skall ta sin utgångspunkt i pensionssystemets åtagande. Eftersom belastningen på pensionssystemet till följd av demografiska faktorer kan förutses vara störst under perioden 2010–2050 måste analysen av åtagandesidan sträcka sig tiotals år in i framtiden. Dessutom sägs i förarbetena att stor vikt bör läggas vid att undvika att den automatiska balanseringen aktiveras samt att buffertfonderna i sin placeringsverksamhet bör sträva efter att vara neutrala mellan olika generationer (prop. 1999/2000:46 s. 79). Innebörden av detta är att risken för att den automatiska balanseringen skall aktiveras bör, så långt det är möjligt, vara ungefär lika på kort och lång sikt. Om risken inte är noll på lång sikt bör den följaktligen inte heller förutsättas vara noll på kort sikt (se avsnitt 5.1). Slutligen motiverar fondernas roll som buffert ett krav att upprätthålla nödvändig betalningsberedskap.

2.3 Ändrad placeringsinriktning

Första–Fjärde AP-fondernas styrelser beslutade om en förändrad placeringsinriktning under loppet av 2001. De värdepapper som i huvudsak fördelades lika mellan fonderna vid årets inledning innehöll en stor andel räntebärande placeringar och en viss andel huvudsakligen svenska aktier. Fondernas styrelser bedömde att denna sammansättning inte stämde överens med fondernas nya uppdrag. På basis av detta nya uppdrag placerades mer än hälften av fondkapitalet i aktier och en nästan lika stor andel av portföljen placerades i utländska aktier och räntebärande instrument (se avsnitt 3.3). Efter reformen gäller ett övergripande mål om långsiktigt hög avkastning i förhållande till risken i placeringarna (prop 1999/2000:46 s. 76).

Sjätte AP-fonden ingick inte i pensionsöverenskommelsen och har därför arbetat med oförändrade förutsättningar sedan starten 1996. Sjunde AP-fonden inrättades ursprungligen 1998 och inledde verksamhet hösten 2000 när valen av fonder för första gången ägde rum inom premiepensionssystemet.

Enligt det nu gällande uppdraget skall Första–Fjärde AP-fonderna förvalta diversifierade portföljer bestående av marknadsnoterade och omsättningsbara värdepapper samt aktier eller andra andelar som inom ett år avses bli noterade vid en börs eller annan reglerad marknad (se tabell 1). Minst 30 procent av det marknadsvärderade kapitalet skall placeras i räntebärande instrument med låg kredit- och likviditetsrisk. Var och en av Första–Fjärde AP-fonderna får inneha noterade svenska aktier till ett belopp som uppgår till högst 2 procent av aktiernas totala marknadsvärde. Det kvarstår sedan tidigare en begränsning vid maximalt 10 procent av röstetalet i börsnoterade företag. Maximalt 5 procent av det marknadsvärderade fondkapitalet får placeras i aktier eller andra andelar i onoterade riskkapitalbolag, i onoterade fordringsrätter eller i fonder som huvudsakligen placerar i onoterade instrument. Beträffande onoterade riskkapitalbolag gäller begränsningen maximalt 30 procent av kapital eller röster. Första–Fjärde AP-fondernas aktieplaceringar i onoterade fastighetsbolag är undantagna från begränsningarna avseende marknadsvärde eller röstetal. Dessa placeringar begränsas i stället av en

generell princip om riskspridning. Under 2002 fick högst 20 procent av Första–Fjärde AP-fondernas marknadsvärderade tillgångar vara utsatta för valutarisk. Denna tillåtna högsta andel ökar med 5 procentenheter per år upp till maximalt 40 procent. Minst 10 procent av fondkapitalet skall förvaltas externt.

Tabell 1. Första–Fjärde AP-fondernas placeringsregler i sammandrag

Typ av instrument	Tillåtna placeringar
Generellt	Alla förekommande instrument på kapitalmarknaden. Aktier och fordringsrätter skall vara marknadsnoterade och omsättningsbara (fastighetsaktier undantagna).
Onoterade värdepapper	Högst 5 procent av en fonds tillgångar får vara placerade i onoterade men omsättningsbara värdepapper. Onoterade aktier får endast ägas indirekt via fond eller riskkapitalbolag (fastighetsaktier undantagna).
Räntebärande instrument	Minst 30procent av en fonds tillgångar skall vara placerade i räntebärande värdepapper med låg kredit- och likviditetsrisk.
Derivat	Främst i syfte att effektivisera förvaltningen eller minska risker. Ej derivat med råvaror som underliggande tillgång.
Krediter	Bankinlåning och utlåning på dagslänemarknaden. Direktlån till egna fastighetsbolag. Repor och värdepapperslån, främst i syfte att effektivisera förvaltningen.
Utländsk valuta	Högst 40 procent av tillgångarna får vara exponerade för valutarisk. Upptäckning med 5 procentenheter per år från den gräns på 20 procent som gällde vid utgången av 2002.
Upplåning	Kortfristig upplåning vid tillfälliga behov. Möjlighet till lån i Riksgäldskontoret vid fondtömning.
Stora exponeringar	Högst 10 procent av en fonds tillgångar får exponeras mot en enskild emittent eller grupp av emittenter med inbördes anknytning.
Svenska aktier	Marknadsvärdet av varje fonds innehav av noterade aktier i svenska bolag får uppgå till högst 2 procent av värdet av de svenska aktier som är noterade vid svensk börs eller auktoriserad marknadsplats.
Röstetal	Högst 10 procent i ett börsnoterat enskilt företag (egna fastighetsbolag undantagna). Högst 30 procent i onoterade företag (riskkapitalbolag).
Externa förvaltningsuppdrag	Minst 10 procent av kapitalet i varje fond skall skötas av utomstående förvaltare genom köp av fondandelar eller uppdrag om diskretionär förvaltning.

Sjunde AP-fonden, den tidigare sjunde fondstyrelsen, är en av flera förvaltare av de avgifter som finansierar premiepensionen.⁷ Sjunde AP-fonden lyder under samma övergripande regelverk som gäller för Första–Fjärde AP-fonderna (dock ej placeringsreglerna), och dessutom under tillämpliga delar av lagen (1990:1114) om värdepappersfonder. Utöver den senare lagens bestämmelser om placeringsinriktning är Sjunde AP-fonden förhindrad att förvärva mer än 5 procent av röstetalet i ett svenskt eller utländskt aktiebolag och är i normalfallet förhindrad att utöva rösträtt i ett svenskt aktiebolag. För Sjunde AP-fonden gäller ingen föreskrift om minsta andel extern förvaltning.

⁷ Vid utgången av 2002 ingick det i premiepensionssystemet 87 fondbolag som tillsammans förvaltade totalt 643 fonder.

De tidigare gällande reglerna avseende Sjätte AP-fonden har överförts oförändrade till lagen (2000:193) om Sjätte AP-fonden och gäller därför alltså. Det innebär bl.a. obegränsade möjligheter att investera i onoterade företag och börsnoterade riskkapitalbolag. Sjätte AP-fonden får äga maximalt 30 procent av aktiekapital eller röster i svenska noterade aktieföretag. Skr. 2002/03:130

3.1 Bakgrund och grundläggande termer

Vid utvärdering av AP-fondernas förvaltningsresultat, jämförs portföljernas avkastning med avkastningen på de marknader där fonderna placerat medel. En marknadsvärdering av tillgångarna medför att resultatet kan variera kraftigt från år till år, som ett resultat av temporära svängningar i marknadspriserna. Sett över en längre period tenderar sådana tillfälliga fluktuationer i resultatet att utjämnas. Utvärderingsperioden bör därför sträcka sig över flera år. En alltför lång utvärderingsperiod kan dock medföra incitamentsproblem i förvaltningen, varför regeringen funnit att femåriga perioder är en lämplig avvägning. Endast Sjätte AP-fonden har i föreliggande utvärdering en tillräckligt lång historik. Första–Fjärde samt Sjunde AP-fonderna har verkat under två, respektive drygt två år. Mot bakgrund av den förhållandevis korta tidrymden bör resultaten för dessa fonders del än så länge tolkas med viss försiktighet.

Vid en utvärdering måste hänsyn tas till de omvärldsfaktorer och restriktioner som påverkar fondernas avkastning. Även om fondens värde minskat kan förvaltningen av kapitalet ha varit framgångsrik vid en jämförelse med relevanta index eller andra förvaltare. En allsidig utvärdering av förvaltningen förutsätter även att den erhållna avkastningen kan relateras till något mått på den risk förvaltningen inneburit. En hög avkastning kan bero på skicklig förvaltning, på ett stort mått av risktagande eller på en kombination av båda.

I skrivelsen används en rad riskbegrepp. Risk definieras ofta med utgångspunkt i statistiska spridningsmått som beskriver hur tillgångspriser eller räntor varierar omkring ett medelvärde. Ett sådant ofta använt spridningsmått är *standardavvikelse*, som i detta fall mäts procent. För portföljer av värdepapper kan man beräkna *portföljbeta* som anger portföljens känslighet för variationer i marknadspriser som de kommer till uttryck i jämförelseindex. Ett portföljbeta som överstiger ett indikerar att portföljen tenderar att röra sig mer än jämförelseindex. Motsatsen, dvs. en defensiv portfölj som rör sig mindre än marknaden, har ett portföljbeta understigande ett.

Ofta redovisas den *riskjusterade avkastningen*. Ett vanligt mått på riskjusterad avkastning är *Sharpekvoten* som är avkastning utöver den s.k. riskfria räntan dividerad med avkastningens standardavvikelse.⁸ Man kan alternativt uttrycka det som att Sharpekvoten mäter erhållen riskpremie per enhet standardavvikelse. Ett alternativt mått på riskjusterad avkastning är *alfa* (ibland *Jensen's alfa*). Detta mått uppskattas med hjälp av statistiska metoder, i likhet med beta, och beskriver den andel av portföljens avkastning som uppkommit oberoende av förändringarna i jämförelseindex under den studerade perioden.

Ett riskmått som är viktigt för förvaltare är *aktiv risk*. Den aktiva risken visar i hur hög grad en förvaltare valt att avvika från jämförelseindex. Den aktiva risken mäts t.ex. med *tracking error* som i princip är standardavvikelsen avseende förvaltarens överavkastning i förhållande

⁸ Sharpekvot = (avkastning – riskfri ränta)/standardavvikelse

till jämförelseindex. Ett mått på riskjusterad avkastning som utgår från graden av avvikelse från jämförelseindex är *informationskvoten* som jämför överavkastning i förhållande till jämförelseindex med aktiv risk mått med tracking error⁹. Därmed uttrycker informationskvoten fondens överavkastning i förhållande till index, eller aktiva avkastning, per enhet aktiv risk.

Avkastningen på det totala fondkapitalet beräknas som en *kapitalvägd avkastning* i form av en *internränta*.¹⁰ Därmed beaktas inte bara ingående och utgående fondkapital utan också effekterna av alla flöden till och från den aggregerade buffertfonden. Dessa flöden, som i normalfallet består av inbetalning av pensionsavgifter, utbetalning av pensioner samt administrationskostnader, administreras av Riksförsäkringsverket. Den kapitalvägda avkastningen ger ett korrekt uttryck för den procentuella avkastning som kommit pensionssystemet till del, justerad för flödeseffekter, och kan därför jämföras med inflationen eller med andra förvaltares resultat. Alternativet är att beräkna en *tidsvägd avkastning*, som bortser från konsekvenserna av flöden. Den tidsvägda avkastningen mäter den hypotetiska avkastning som skulle ha blivit resultatet om det inte förekommit några flöden alls. Detta senare mått anses vara relevant vid utvärdering av fondförvaltare eftersom dessa inte rör över andelsägarnas beslut att köpa och sälja fondandelar eller när i tiden dessa beslut genomförs. AP-fonderna rapporterar en tidsvägd avkastning, eftersom de inte har inflytande över flödet av pensionsavgifter och pensionsbetalningar. Vid regeringens utvärdering av Sjätte AP-fondens onoterade portfölj tillämpas EVCA:s riktlinjer (European Private Equity & Venture Capital Association), som är ett undantag från denna princip.

Enligt dessa riktlinjer skall avkastningsberäkningar avseende onoterade aktier ske med hjälp av en internränta, dvs. en kapitalvägd avkastning, eftersom förvaltaren bestämmer tidpunkten för nya investeringar och deras omfattning. Enligt EVCA:s riktlinjer skall därtill värderingen av onoterade aktier baseras på en konservativ värdering (*conservative value*) alternativt en skälig värdering (*fair market value*). Sjätte AP-fonden tillämpar en konservativ värdering enligt vilken onoterade aktier värderas till bokfört värde till dess det sker en transaktion med tredje part till ett annat pris. Nedvärderingar i multiplar av 0,25 äger rum om vid en påtaglig och varaktig försämring av förutsättningarna.

Första–Fjärde samt Sjunde AP-fondernas mål har utformats efter en analys av pensionssystemets åtagande. En sådan analys, varigenom man studerar olika tillgångsportföljer på basis av deras förenlighet med fondens grundläggande uppdrag, kallas en *ALM-studie* (Asset Liability Modelling). Ett viktigt inslag i en sådan studie är valet av antaganden beträffande de olika tillgångsslagens förväntade avkastning och risk på längre sikt. Andra betydelsefulla inslag är analysen av mål och restriktioner på basis av fondernas roll i pensionssystemet samt valet av teknik för att omsätta dessa avkastningsantaganden, mål och restriktioner till en samlad bedömning av förväntad avkastning i förhållande till den risk

⁹ Informationskvot = överavkastning/aktiv risk

¹⁰ Internräntan är den diskonteringsränta som jämställer nuvärdet av en portföljs alla kassaflöden, inklusive slutvärdet, med portföljens startvärde.

som placeringarna medför. Sådana analyser har legat till grund för styrelsernas beslut om normalportföljer. Skr. 2002/03:130

3.2 Utvecklingen på de finansiella marknaderna 2001–2002

Börsutvecklingen

Den omfattande börsnedgången under 2002 var den största på Stockholmsbörsen sedan 1931. Inklusivt aktieutdelningar var avkastningen på Stockholmsbörsen -14,9 procent 2001 och -35,9 procent 2002, mätt med SIX avkastningsindex. Världsindex inklusive aktieutdelningar, mätt med MSCI World index beräknat i dollar, gav under 2001 och 2002 en avkastning på -13,9 respektive -23,9 procent. Uppdelat på de enskilda marknaderna Förenta staterna och Europa visar detta index en årlig avkastning på -12,0 respektive -22,8 procent i Förenta staterna och -16,1 respektive -29,1 procent i Europa. Tokyobörsen har avkastat -18,8 respektive -18,1 procent, inklusive utdelningar, under 2001 och 2002.

Figur 1. Stockholmsbörsens utveckling 1998–2002 (SAX 1997-12-30 = 100).

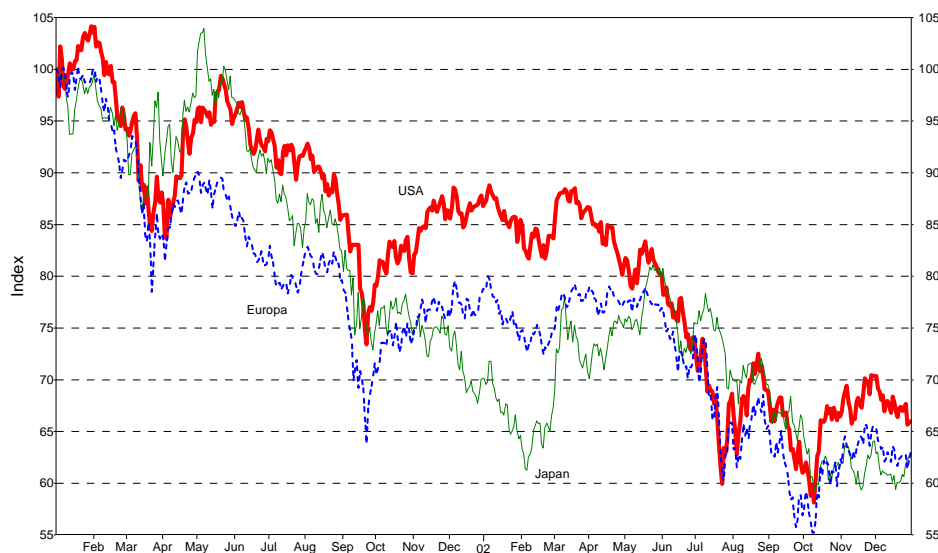


Källa: Ecowin

Den positiva börsutvecklingen under andra halvan av nittioalet har brutits markant och sedan våren 2000 har börsutvecklingen varit negativ. Den kraftiga uppgången i framför allt teknikaktier som inleddes under hösten 1999 drev utvecklingen för bl.a. Stockholmsbörsen och Nasdaqbörsen. I efterhand kan man konstatera att detta var en s.k. bubbla och under slutet av 2002 var index för Stockholmsbörsen och Nasdaqbörsen tillbaka på samma nivå som under Rysslandskrisen hösten 1998. Flera faktorer kan förklara de kraftigt stigande börskurserna under perioden fram till våren 2000. En balanserad ekonomisk utveckling i kombination med låga räntor och låg inflation är en förklaring till investerarnas reducerade krav på riskpremie för att investera i aktier jämfört med riskfria tillgångar. Höga aktiepriser motiverades med ökade

förväntningar om företagens framtida vinstutveckling, inte minst för företag inom informations- och kommunikationsteknologi (IKT-sektorn). Den kraftiga uppgången på Stockholmsbörsen förklaras till stor del av IKT-sektorns dåvarande stora andel av Stockholmsbörsen. En omfattande ökning av allmänhetens innehav av aktier och fonder bidrog sannolikt också till prisuppgångarna på Stockholmsbörsen genom ökad efterfrågan på aktier. Efter toppnoteringarna på börsen i mars 2000 inleddes en nedgång som kom att bli djupare och mer långvarig.

Figur 2. Aktieindex i gemensam valuta för USA, Europa och Japan 2001–2002 (2000-12-30 = 100).



Källa: Ecowin

Enronskandalen i oktober 2001 fick inledningsvis en relativt liten effekt på börsutvecklingen men under inledningen av 2002 påverkades investerarnas förtroende i hög grad av amerikanska myndigheters granskning av företagens redovisning och det minskade förtroendet för företagens räkenskaper. En längre nedgång inleddes i slutet av mars 2002 med vinstvarningar från flera stora högteknologiföretag. Under våren och inledningen av sommaren påverkades investerarnas förtroende negativt av ökade geopolitiska risker och av ytterligare en besvärande redovisningsskandal, konkursen i det amerikanska telekomföretaget WorldCom. I detta sammanhang uppmärksammades risker i försäkringssektorn, inklusive den specifikt marknadsrelaterade risken att försäkringsbolagen skulle tvingas sälja aktier av soliditetsskäl. Efter en kortare uppgång under augusti fortsatte den negativa börsutvecklingen till mitten av oktober. Under senhösten steg börserna kraftigt, bl.a. som en konsekvens av att flera företag presenterade kvartalsrapporter som var bättre än väntat. I början av december började Irakkonflikten i större utsträckning påverka marknaderna.

Under loppet av 2002 föll Nasdaqbörsen med 32 procent medan det bredare USA-indexet S&P 500 föll med 23 procent. Liksom under 2000 och 2001 var det företag inom IKT-sektorn som stod för en stor del av kursfallet på Stockholmsbörsen under 2002. Den utdragna börsnedgången har drabbat försäkringsbolagen hårt och försäkringsbolagens aktier föll kraftigt på börserna under 2002.

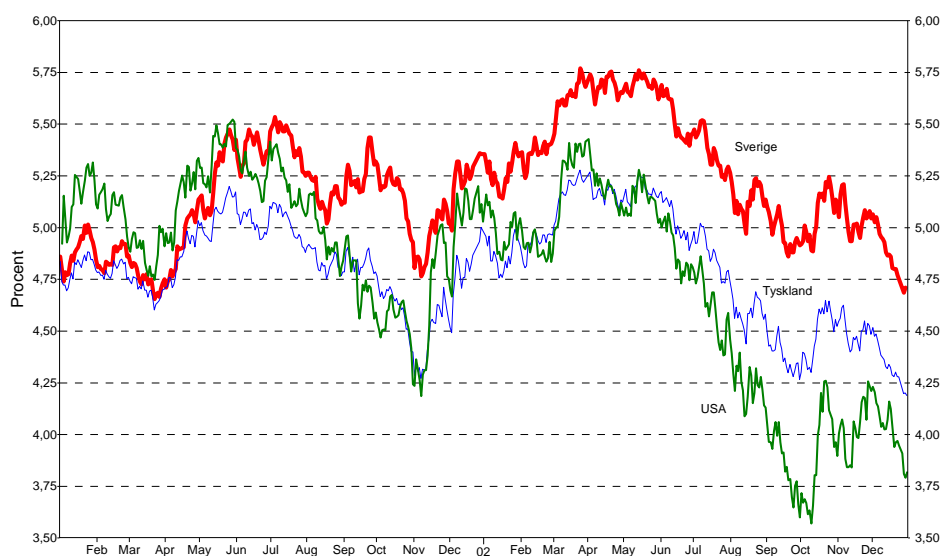
Stockholmsbörsen, mätt med SAX-index, backade med 37 procent. Ericssons B-aktie backade med 85 procent och SX Information Technology Price index med 79 procent. SX Insurance Price index backade med 69 procent. Även börserna i euroområdet föll rejält under 2002, EMU Stoxx-index backade med 35 procent och EMU Stoxx Insurance-index med 52 procent. Världsindex, mätt med MSCI World, backade med 21 procent under 2002.

Företagens vinsttillväxt var i fokus under 2002 då företagens prognoser för investeringar och försäljning skrevs ned. Sänkta vinstprognoser innebar dock att företagen under året i högre utsträckning infriade marknadens förväntningar, vilket bidrog till periodvis stigande börskurser. IKT-sektorn påverkade i hög grad börsutvecklingen även 2002. Den främsta orsaken till den fortsatt svaga börsutvecklingen var dock sannolikt investerarnas allt mer återhållsamma syn på förväntad avkastning på riskfyllda tillgångar efter tre år i rad med fallande börser. Redovisningsskandalerna i Förenta staterna, som fick investerare att tvivla på att företagens vinster var korrekta, hade sannolikt en kraftigt dämpande effekt på riskbenägenheten. Både företag och hushåll såg dessutom allt mer negativt på framtiden i takt med att konjunkturåterhämtningen dröjde. Detta och oro för nya terrorattacker och för utvecklingen i Irakkonflikten bidrog ytterligare till den försvagade riskbenägenheten och den volatila börsutvecklingen under 2002.

Ränteutvecklingen

Sedan 2000 har räntorna genomgående sjunkit, dock i något större utsträckning utomlands än i Sverige. Fallande räntor betyder hög avkastning på en obligationsportfölj. Avkastningen på den svenska obligationsstocken under 2001 och 2002 var 3,6 respektive 8,4 procent. Motsvarande avkastning i Förenta staterna var 7,3 respektive 16,7 procent och i Tyskland 7,5 respektive 14,2 procent.

Figur 3. Tioåriga obligationsräntor i Sverige, Tyskland och USA 2001–2002.



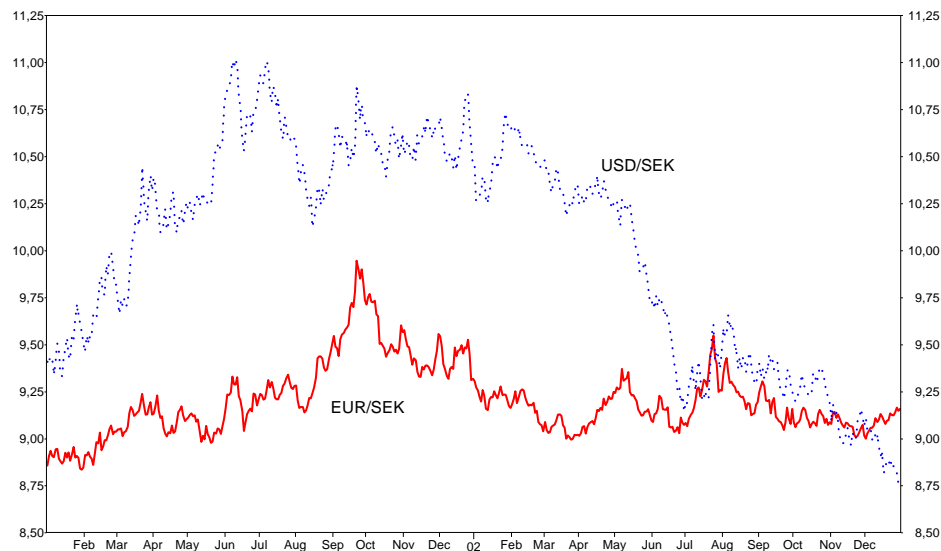
Konjunkturuppgången under slutet av 1990-talet ledde till stigande långräntor under 1999 och inledningen av 2000. Under 2000 dämpades förväntningarna på tillväxten och räntorna föll tillbaka. Under 2001 föll räntorna kraftigt till följd av bl.a. den svaga konjunkturutvecklingen och terrorattackerna i september.

Under 2002 har ränteutvecklingen varit relativt volatil. Efter en räntenedgång som varat sedan våren 2000 började marknadsräntorna stiga under hösten 2001, en uppgång som varade till april 2002 under inflytande av bl.a. ökad optimism om tillväxten i USA. Under april till september föll räntorna kraftigt när investerarnas förtroende för aktiemarknaderna urholkades. Osäkerheten fick investerarna att öka andelen statsobligationer i sina portföljer på bekostnad av aktier. I oktober återvände förtroendet för aktiemarknaderna till viss del och marknadsräntorna steg i linje med utvecklingen på börserna. Snart kom dock Irakkonflikten att hamna i fokus och i december vände marknadsräntorna åter ner.

Osäkerheten på marknaderna har bidragit till att räntedifferensen mellan svenska och tyska statsobligationer har varit fortsatt hög efter uppgången under 2001. Efter det räntefall som ägde rum under 2002 ligger obligationsräntorna, inte minst i USA, på rekordlåga nivåer.

Valutautvecklingen

Under 2002 utvecklades kronan relativt stabilt mot euron med en svagt apprecierande trend. Kronan försvagades tillfälligt under våren och sommaren, i samband med den svaga börsutvecklingen och oron på de finansiella marknaderna. Den kraftiga kronförsvagningen mellan juni 2000 och september 2001 förefaller till stor del kunna förklaras av finansiella faktorer, t.ex. den svaga börsutvecklingen och ökad diversifiering av institutionella placerares portföljer, samt strukturella faktorer såsom sämre framtidsutsikter för telekomindustrin. Bidragande till stabiliseringen av växelkursen mot euron därefter har sannolikt varit förväntningar om ett svenskt medlemskap i valutaunionen. Dollarns apprecierande trend bröts abrupt under 2002 och dollarns växelkurs har försvagats kraftigt under året. Företagsskandalerna under 2002 minskade förtroendet för den amerikanska kapitalmarknaden, vilket gav återverkningar på dollarn genom minskade finansiella flöden. Mot euron har kronans förändring varit mindre. Under loppet av 2002 stärktes kronan med ca 10 öre mot euron och med ca 1,70 kronor mot dollarn.



Källa: Ecowin

3.3 Buffertfondernas samlade resultat

Det samlade fondkapitalet i buffertfonderna minskade med 77,6 miljarder kr under loppet av 2002 till följd av ett negativt marknadsvärderat resultat på -85,6 miljarder kr. Därutöver belastades buffertfonderna av kostnaderna för ålderspensionssystemets administration som för året uppgick till drygt en miljard kr. Fondkapitalet tillfördes samtidigt 9 miljarder kr i form av ett överskott av pensionsavgifter utöver pensionsbetalningar (tabell 2).

Tabell 2. Det summerade fondkapitalets utveckling 1960-2002, marknadsvärde (miljarder kr).

	2002	2001	2000	1990	1980	1970	1960
Resultat	-85,6	-26,0	28,1	54,1	10,4	2,0	0,0
Pensionsavgifter	160,5	156,8	144,3	77,7	22,2	6,1	0,5
Pensioner	-151,5	-143,6	-138,8	-77,4	-19,0	-1,2	
Överfört till statsbudgeten		-155,0	-45,0				
Administration	-1,1	-1,0	-1,1	-0,5	-0,2	-0,1	
Tillfört kapital, netto	7,9	-142,8	-40,6	0,9	3,0	4,8	0,5
Summa fondkapital	487,5	565,2	733,9	407,6	146,7	35,9	0,5

Med ledning av detaljerade uppgifter om pensionsavgifter och pensionsbetalningar och tidpunkterna för dessa betalningsflöden är det möjligt att beräkna AP-fondernas samlade kapitalavkastning under året i form av en kapitalvägd avkastning (internränta). Mätt på detta sätt uppgick totalavkastningen 2002 till -15,0 procent (se tabell 3). Samtidigt uppgick inflationen under loppet av året till 2,3 procent, mätt med konsumentprisindex, varför buffertfondernas samlade reala avkastning blev -16,9 procent.¹¹ Detta är i allt väsentligt ett resultat av den negativa

¹¹ Denna är beräknad enligt $\frac{1 - 0,15}{1 + 0,023} - 1 = -0,169$

utvecklingen på aktiemarknaderna i kombination med Första–Fjärde AP-fondernas förhållandevis höga aktieandel.

Under den senaste femårsperioden uppgick den genomsnittliga avkastningen, beräknad på likartat sätt, till 0,5 procent per år.¹² Eftersom den genomsnittliga inflationen under samma period uppgick till 1,4 procent per år var den genomsnittliga reala avkastningen under femårsperioden -0,9 procent per år. För andra året i följd har den genomsnittliga reala avkastningen minskat påtagligt jämfört med närmast föregående femårsperiod, från en mycket god avkastning i förhållande till risken i placeringarna 1996–2000 till en real värdeminskning 1998–2002.

Tabell 3. Resultatsammanställning för summan av alla buffertfonder, dvs. Första–Fjärde samt Sjätte AP-fonderna, inklusive de två avvecklingsfonderna.

	2002	2001	2000	1999	1998	1998- 2002
Nettoflöde (mdkr)	7,9	-142,8	-40,5	-75,6	-33,4	
Utgående fondkapital (mdkr)	487,5	565,2	733,9	746,5	744,9	
Avkastning (procent p.a.)*	-15,0	-4,4	3,9	11,0	9,6	0,5
Real avkastning (procent p.a.)	-16,9	-7,1	2,5	9,7	10,3	-0,9

* Beräknad som kapitalvägd avkastning (internränta) med hänsyn tagen till flöden till och från den aggregerade buffertfonden, inklusive tidpunkten för dessa, under respektive år.

Buffertfondernas placeringar

När Första–Fjärde AP-fonderna inledde verksamhet på grundval av nya placeringsbestämmelser 2001 uppgick det sammanlagda marknadsvärderade kapitalet i buffertfonderna till 578,9 miljarder kr, med en sammansättning som avspeglade det dittills gällande förvaltningsuppdraget (se tabell 4). Det innebar bl.a. en förhållandevis hög andel svenska nominella räntebärande instrument och en förhållandevis låg andel utländska placeringar. Styrelsernas tolkning av det nya uppdraget innebar en kraftigt förändrad placeringsinriktning. De analyser som låg till grund för styrelsernas beslut rekommenderade en markant ökad exponering mot aktiemarknaderna och en ökad andel placeringar utomlands, i allt väsentligt på bekostnad av inhemska räntebärande instrument. Denna nya inriktning valde styrelserna att genomföra förhållandevis snabbt.

Under loppet av 2001 nära nog fördubblades aktieandelen till 57,5 procent av fondkapitalet, medan andelen utlandsplaceringar ökade från 12,5 procent till drygt hälften av fondkapitalet (se tabell 4). Förutom Första–Fjärde AP-fonderna ingår Sjätte AP-fonden samt de s.k. avvecklingsfonderna i denna sammanlagda buffertfond.¹³

Under loppet av 2002 har aktieandelen minskat något till 57,1 procent av det summerade fondkapitalet, medan andelen utlandsplaceringar fortsatt att öka till en nivå som motsvarar aktieandelen. Såväl andelen

¹² Detta är en korrekt kapitalvägd avkastning på kort och lång sikt i den mån fondkapitalet uteslutande påverkats av identifierade nettoflöden och av förvaltningsresultaten.

¹³ Avvecklingsfonderna förvaltar onoterade värdepapper som inte fördelats mellan Första–Fjärde AP-fonderna.

utländska aktier som andelen utländska obligationer har fortsatt att öka på bekostnad av svenska aktier och svenska räntebärande instrument. Fonderna fortsätter emellertid att ta mindre valutarisk än regelverket tillåter.¹⁴ Det innebär att huvuddelen av fondernas utlandsplaceringar har valutasäkrats genom försäljningar av terminskontrakt avseende utländsk valuta.

Tabell 4. Den sammanlagda buffertfondens sammansättning 2001–2002 (mdkr).

	2002-12-31	%	2001-12-31	%	2001-01-01	procent
Svenska aktier	86,6	17,8	114,9	20,3	152,0	26,3
Utländska aktier	191,6	39,3	210,1	37,2	13,9	2,4
Svenska räntebärande*	75,1	15,4	104,3	18,5	285,3	49,3
Utländska räntebärande*	87,4	17,9	77,7	13,7	58,2	10,0
Realränteobligationer*	29,7	6,1	39,8	7,0	49,1	8,5
Övrigt (inkl. fastigheter)	17,1	3,5	18,4	3,3	20,5	3,5
Summa	487,5	100	565,2	100	578,9	100
Varav utomlands*	279,0	57,2	287,8	50,9	72,1	12,5
Varav valutaexponering	55,0	11,3	54,3	9,6	34,7	6,0

*) Andra och Fjärde AP-fondernas räntebärande instrument 2002 har fördelats med ledning av fondernas normalportföljer. Svenska räntebärande instrument inkluderar dessutom kassa.

¹⁴ Den andel av fondkapitalet som var exponerat för valutarisk vid utgången av 2002 motsvarade 11,8 procent av Första–Fjärde AP-fondernas fondkapital. Denna andel var enligt lag begränsad till 20 procent.

4 Sammanställning av AP-fondernas resultat 2002

I detta avsnitt görs en sammanställning av AP-fondernas årsredovisningar avseende portföljer och redovisade resultat. Jämförelser bakåt i tiden begränsas av bristande jämförbarhet före respektive efter 2001 beträffande Första–Fjärde AP-fonderna. För Sjätte AP-fonden däremot, som verkat under samma regelverk sedan 1996, kan vissa jämförelser göras även över längre tid. Sjätte AP-fonden lämnar även en egen utvärdering som ligger till grund för avsnitt 4.2.

4.1 Första–Fjärde AP-fonderna

De reformerade Första–Fjärde AP-fonderna har i grunden identiska uppdrag att förvalta diversifierade portföljer av marknadsnoterade och omsättningsbara aktier och obligationer, inhemska såväl som utländska. Därtill har fonderna vissa möjligheter att investera i onoterade fastighetsaktier samt i riskkapitalbolag och fonder som i sin tur investerar i onoterade aktier.

4.1.1 Första AP-fondens resultat

Första AP-fondens resultat 2002 blev -18 665 miljoner kr (-7 711 miljoner kr föregående år), vilket motsvarar en avkastning före förvaltningskostnader på -13,8 procent (-5,6 procent). Fondens avkastning i förhållande till jämförelseindex var -0,4 procent (-1,0 procent), dvs. lägre än jämförelseindex både 2002 och 2001. Det negativa resultatet i förhållande till index 2001 kan i sin helhet föras till anpassningsperioden under första halvåret (se även avsnitt 5.2.1.1). Bortsett från denna period, dvs. från och med halvårsskiftet 2001, rapporterar fonden ett resultat strax över index för de följande 18 månaderna sammantagna.

Verksamhetens kostnader uppgick till 166 miljoner kr, vilket motsvarar 0,13 procent av ett schablonmässigt beräknat genomsnittligt fondkapital.

Tabell 5. Första AP-fondens redovisade avkastning 2002 (procent).

	Fonden	Index	Differens
Svenska aktier	-41,5	-42,1	0,6
Utländska aktier	-22,2	-22,3	0,1
Aktier tillväxtmarknader	-22,0	-21,2	-0,8
Svenska räntebärande	8,4	8,3	0,1
Utländska räntebärande	10,0	10,7	-0,7
Realränteobligationer	14,6	14,6	0,0
Fastigheter*	-1,3	-1,3	0
Valuta	-1,1	-1,5	0,4
Totalt 2002	-13,8	-13,4	-0,4
Totalt 2001	-5,6	-4,6	-1,0

*) Resultateffekter av innehavet i AP-fastigheter neutraliseras eftersom fonden definierar index som identiskt med innehavet. Avkastningsdifferensen blir därför definitionsmässigt noll.

Det negativa resultatet i förhållande till index 2002 förklaras av en övervikt av aktier under april och maj, samt av en ofördelaktig sammansättning och inriktning av den utländska obligationsportföljen.

Första AP-fonden har en, jämfört med övriga fonder, förhållandevis låg exponering mot svenska aktier, vilket mildrat resultateffekten av den mycket negativa utvecklingen på Stockholmsbörsen 2002 (tabell 6). Fondens exponering mot aktiemarknaderna minskade något under året medan innehaven av utländska obligationer ökade.

Tabell 6. Första AP-fondens portfölj 2001–2002.

	2002		2001	
	Mdkr	%*	Mdkr	%
Svenska aktier	12,5	10,7	15,8	12,1
Utländska aktier	50,5	43,1	60,4	46,2
Svenska räntebärande	12,2	10,4	15,9	12,2
Utländska obligationer	26,5	22,6	22,7	17,4
Realränteobligationer	9,9	8,5	10,2	7,8
Kassa	1,7	1,5	1,8	1,4
Övrigt (inkl. fastigheter)	3,8	3,2	4,0	3,1
Summa	117,1	100	130,8	100
Varav utomlands	77,0	65,8	83,1	63,5
Varav valutaexponering	17,9	15,3	12,4	9,5

*) Inklusive derivatpositioner var fondens faktiska exponering mot aktiemarknaderna, främst utländska aktier, 2,7 procentenheter högre än som framgår av portföljstrukturen, och fondens totala marknadsexponering 1,2 procentenheter högre än fondkapitalet.

4.1.2 Andra AP-fondens resultat

Andra AP-fondens resultat 2002 uppgick till -21 405 miljoner kr (-5 005 miljoner kr föregående år), vilket motsvarar en avkastning på -15,3 procent efter förvaltningskostnader. Fondens aktiva avkastning, dvs. avkastning i förhållande till jämförelseindex, var 0,4 procent efter kostnader. Fonden har överträffat jämförelseindex två år i följd.

Verksamhetens kostnader 2002 uppgick till 197 miljoner kr, vilket motsvarar 0,16 procent av ett schablonmässigt beräknat genomsnittligt fondkapital. I fondens kostnader ingår etableringskostnader med cirka 17 miljoner kr. Eftersom fonden rapporterar en avkastning med avdrag för kostnader skall dessa adderas för att erhålla en avkastning som är jämförbar med övriga fonder. Andra AP-fondens aktiva avkastning före kostnader 2002 uppgick därför till cirka 0,6 procent.

Tabell 7. Andra AP-fondens redovisade avkastning 2002 (procent).

	Fonden	Index	Differens
Svenska aktier	-36,7	-35,8	-0,9
Utländska aktier	-24,9	-27,0	2,1
Svenska räntebärande	8,9	8,9	0,0
Utländska räntebärande			
Realränteobligationer			
Fastigheter	5,5	-	-
Totalt 2002	-15,3	-15,7	0,4
Totalt 2001	-3,7	-5,4	1,7

Andra AP-fonden utnyttjar extern förvaltning i betydande grad och gjorde detta fullt ut när fonden inledde verksamheten 2001. Vid utgången av 2002 var ännu hälften av den svenska aktieportföljen och nära 2/3 av

den utländska aktieportföljen utlagda för extern förvaltning.¹⁵ Därför kan såväl den positiva avvikelser i förhållande till index i den utländska aktieportföljen som den negativa avvikelser i den svenska aktieportföljen i sin helhet knytas till externa mandat. Den interna aktiva förvaltningen av svenska aktier överträffade sitt jämförelseindex. Andra AP-fonden har en något större innehav av onoterade fastighetsbolag än övriga fonder, vilket är bakgrunden till att fondens avkastning i denna portfölj överstiger de övriga fondernas avkastning.¹⁶ Fondens avkastning i absoluta tal påverkades negativt av en förhållandevis hög exponering mot den svenska aktiemarknaden som utvecklats relativt sett sämre.

Tabell 8. Andra AP-fondens portfölj 2001–2002.

	2002		2001	
	Mdkr	%	Mdkr	%
Svenska aktier	22,8	19,5	26,2	19,6
Utländska aktier	46,1	39,4	53,8	40,3
Svenska räntebärande	}	43,4	49,4	37,0
Utländska obligationer				
Realränteobligationer				
Övrigt (inkl. fastigheter)	4,8	4,1	4,1	3,1
Summa	117,1	100	133,5	100
Varav utomlands	64,8	55,3	57,4	43,0
Varav valutaexponering	8,0	6,8	13,3	10,0

Anm. Avser exponering, dvs. inklusive positioner i derivat.

4.1.3 Tredje AP-fondens resultat

Tredje AP-fondens resultat 2002 var -17 514 miljoner kr (-5 774 miljoner kr), vilket motsvarade en avkastning på -12,4 procent exklusive förvaltningskostnader. Om även fastigheter exkluderas var avkastningen -12,9 procent, vilket fonden jämför med ett sammanvägt jämförelseindex som avkastade -13,5 procent. Fondens aktiva avkastning, dvs. avkastning utöver index, blev därmed 0,6 procent före kostnader.

Verksamhetens kostnader 2002 uppgick till 177 miljoner kr vilket motsvarar 0,14 procent av ett schablonmässigt beräknat genomsnittligt fondkapital. Fondens aktiva avkastning i förhållande till index efter kostnader blir med dessa förutsättningar cirka 0,4 procent.

Till fondens överavkastning 2002 har bidragit aktievalet i de svenska och utomeuropeiska portföljerna (tabell 9). För andra året i följd har förvaltningen av svenska aktier bidragit till fondens relativa avkastning. För andra året i följd har även den europeiska aktieförvaltningen lämnat ett negativt resultatbidrag. Ränteportföljerna bidrog i huvudsak positivt till fondens absoluta avkastning men negativt till fondens relativa resultat 2002. Vid utgången av året var 26 procent av fondkapitalet utlagt för extern förvaltning, varav huvuddelen förvaltades passivt eller indexnära.

¹⁵ Vid utgången av 2001 förvaltades mer än 80 procent av fondkapitalet externt.

¹⁶ Utöver intressebolaget AP Fastigheter, som Första–Fjärde AP-fonderna äger gemensamt, står Andra AP-fonden även för en tredjedel av ägandet i NS Holding AB (Fastighetsbolaget Norrporten AB). Det summerade marknadsvärdet för dessa innehav uppgår till 4,0 miljarder kr, exklusive förlagslån.

Tabell 9. Tredje AP-fondens redovisade avkastning 2002 (procent).

Skr. 2002/03:130

	Fonden	Index	Differens
Svenska aktier	-33,9	-35,9	2,0
Europeiska aktier	-32,6	-31,4	-1,2
Aktier övriga världen	-32,9	-33,6	0,7
Svenska räntebärande	7,6	8,5	-0,9
Utländska räntebärande	-1,2	-0,1	-1,1
Realränteobligationer	14,7	14,6	0,1
Fastigheter	2,5	2,6	-0,1
Totalt 2002 exkl. fastigheter	-12,9	-13,5	0,6
Totalt 2002 inkl. fastigheter*	-12,4	-	-
Totalt 2001 exkl. fastigheter	-4,4	-4,6	0,2

*) Svenskt Fastighetsindex 2002 publicerades sedan styrelsen fastställt förvaltningsberättelsen och återfinns därför inte i årsredovisningen.

Tredje AP-fondens exponering mot aktiemarknaderna ökade 2002 i förhållande till föregående år efter ett strategiskt beslut som styrelsen fattade under hösten 2001. Trots det har fonden alltså en lägre aktieandel än övriga AP-fonder, vilket varit gynnsamt i det negativa marknadsklimat som varit rådande. Som framgår av tabell 10 är det framför allt exponeringen mot utländska aktier som ökat. Trots detta har fondens valutaexponering ökat endast obetydligt mätt som andel av fondkapitalet.

Tabell 10. Tredje AP-fondens portfölj 2001–2002.

	2002		2001	
	Mdkr	%	Mdkr	%
Svenska aktier	19,4	16,1	23,8	17,9
Utländska aktier	48,2	40,1	44,6	33,6
Svenska obligationer	15,1	12,6	18,5	13,9
Utländska obligationer	19,5	16,2	27,8	20,9
Realränteobligationer	9,8	8,2	9,5	7,2
Fastigheter*	8,2	6,8	8,5	6,4
Summa	120,2	100	132,7	100
Varav utomlands	67,7	56,3	72,4	54,6
Varav valutaexponering	10,0	8,3	10,8	8,1

*) Tredje AP-fonden inkluderar upplåningen i AP Fastigheter och anger därför fondens andel (1/4) av fastighetsbolagets hela balansräkning. Därmed erhålls en renodlad fastighetsexponering utan hävstång som kan utvärderas mot Svenskt Fastighetsindex (SFI).

4.1.4 Fjärde AP-fondens resultat

Fjärde AP-fondens resultat 2002 blev -22 981 miljoner kr (-6 913 miljoner kr), vilket motsvarar en avkastning på -16,8 procent (-5,0 procent) före kostnader. I förhållande till jämförelseindex var detta en relativ avkastning på -0,5 procent (-0,5 procent). Fonden har därmed utvecklats sämre än jämförelseindex två år i följd. Verksamhetens kostnader uppgick till 165 miljoner kr, vilket motsvarar 0,13 procent av ett schablonmässigt beräknat genomsnittligt fondkapital, varför resultatet i förhållande till index efter kostnader kan uppskattas till cirka -0,6 procent 2002.

Fondens underavkastning beror främst på ett negativt resultat i den utländska aktieportföljen, bl.a. genom ett oförmånligt aktieval, men även övriga portföljer bidrar negativt till det sammanvägda resultatet. Dock

har valutaförvaltningen lämnat ett positivt bidrag till fondens avkastning i förhållande till jämförelseindex. Skr. 2002/03:130

Tabell 11. Fjärde AP-fondens redovisade avkastning 2002 (procent).

	Fonden	Index	Differens
Svenska aktier	-36,4	-35,9	-0,5
Utländska aktier	-35,1	-33,6	-1,5
Svenska räntebärande	9,4	9,8	-0,4
Utländska räntebärande			
Fastigheter	-1,2	-	-
Totalt 2002	-16,8	-16,3	-0,5
Totalt 2001	-5,0	-4,5	-0,5

Fjärde AP-fonden har en högre aktieandel än övriga fonder, vilket påverkat totalavkastningen negativt. Fonden har inte heller haft någon exponering mot realränteobligationer, som var det tillgångslag som gav bäst avkastning 2002. Styrelsen exkluderade realränteobligationer från normalportföljen med verkan fr.o.m. 2002. Det bör noteras att ränteportföljen trots detta haft ett relativt övriga fonder konkurrenskraftigt jämförelseindex att arbeta emot. Slutligen hade fonden vid årets utgång även en högre valutaexponering än övriga fonder, vilket påverkat resultatet negativt eftersom kronan stärktes under året.

Tabell 12. Fjärde AP-fondens portfölj 2001–2002.

	2002		2001	
	Mdkr	%	Mdkr	%
Svenska aktier	22,0	19,3	31,9	24,2
Utländska aktier	46,8	41,2	51,3	39,0
Svenska räntebärande	41,3	36,4	44,6	33,9
Utländska obligationer				
Fastigheter	3,6	3,1	3,8	2,9
Summa	113,6	100	131,6	100
Varav utomlands	69,5	61,2	74,9	56,9
Varav valutaexponering	19,1	16,8	17,8	13,5

4.2 Sjätte AP-fonden

Verksamheten i Sjätte AP-fonden är organiserad i två delar, dels kapitalförvaltningen som hittills investerat i noterade aktier, dels investeringsverksamheten som investerat i onoterade företag. Fonden har under 2002 gått från att vara fullinvesterad i aktier till att bli mer eller mindre fullinvesterad i onoterade aktier (*private equity*). Av tabell 13 framgår att halva fondkapitalet vid utgången av 2002 investerats i onoterade aktier. Detta är det kombinerade resultatet av fortsatta nyinvesteringar i onoterade bolag och det kraftigt negativa börsklimatet, som slagit särskilt hårt mot Stockholmsbörsen. Av årsredovisningen framgår att ytterligare 4,9 miljarder kr utfästs för kommande investeringar i riskkapitalfonder eller direktägda bolag. Summan av redan gjorda och utfästa investeringar innebär att fonden i praktiken är en renodlad aktör på riskkapitalmarknaden.

Genom det växande inslaget av onoterade aktier i portföljen och ett allt större behov av betalningsberedskap mot bakgrund av redan gjorda

åtaganden omorganiseras kapitalförvaltningen till en likviditetsförvaltning fr.o.m. 2003. Sjätte AP-fonden har, till skillnad från övriga buffertfonder, inga begränsningar vad gäller placeringar i onoterade företag bortsett från kravet att de måste vara svenska. Andelen onoterade aktier i Sjätte AP-fondens portfölj har ökat snabbt de senaste åren, från 20 procent för två år sedan och 36 procent för ett år sedan till 50 procent vid utgången av 2002. Som påpekats ovan bör även fondens redan utfästa kapital för framtida investeringar beaktas för att ett rättvisande mått på fondens placeringsinriktning skall erhållas.

Tabell 13. Sjätte AP-fondens struktur vid utgången av respektive år (miljoner kr).

	2002	2001	2000	1999	1998	Andel 2002
Investeringsverksamhet	5 853	5 983	3 727	2 550	906	50 %
Kapitalförvaltning	5 748	10 750	14 655	16 248	11 278	50 %
Total portfölj	11 601	16 733	18 382	18 789	12 184	
Övrigt	20	-5	26	38	-20	0 %
Fondkapital	11 621	16 728	18 408	18 836	12 164	100 %

Sjätte AP-fondens resultat 2002 var -5 107 miljoner kr (-1 680 miljoner kr föregående år), vilket motsvarar en avkastning på -30,9 procent (-8,0 procent) före kostnader. Detta resultat överträffar jämförelseindex som avkastade -35,7 procent (-14,2 procent) under året. Fondens avkastning har beräknats som en tidsvägd avkastning, vilket innebär en förändring jämfört med tidigare års beräkningar av investeringsverksamhetens avkastning respektive fondens totala avkastning. Som framgår av tabell 14 redovisar fonden en sammanvägd avkastning under fyraårsperioden 1999–2002, men inte under senaste femårsperiod. Under fyraårsperioden har fonden överträffat sitt jämförelseindex och det beror inte endast på den onoterade portföljen eftersom även kapitalförvaltningen (noterade aktier) har överträffat samma jämförelseindex.

Tabell 14. Sjätte AP-fondens redovisade avkastning (procent).

	2002	2001	2000	1999	Genom- snitt
Investeringsverksamhet	-21,7	11,1	17,0	33,3	7,9
Kapitalförvaltning	-34,7	-13,8	-6,3	60,4	-4,1
Totalavkastning	-30,9	-8,0	-1,3	55,8	-0,6
Jämförelseindex*	-35,7	-14,2	-11,9	67,4	-5,0
Differens	4,8	6,2	10,6	-11,6	4,4

*) SIX RX exklusive Nokia, som fonden inte får investera i.

Kostnaderna uppgick till 302 miljoner kr, vilket motsvarar 2,1 procent av ett schablonmässigt beräknat genomsnittligt fondkapital. Huvuddelen av kostnaderna avser Investeringsverksamheten, där styrelsen definierat ett avkastningsmål baserat på antagandet att kostnaderna motsvarar tre procent.

Sjätte AP-fondens förvaltning av onoterade värdepapper är uppdelad på fyra verksamhetsgrenar:

- Life Science Ventures Investeringar inom läkemedel, bioteknik och medicinsk teknik
- Technology Ventures Investeringar inom IT, telekom och media/underhållning
- Products & Services Investeringar i industri- och tjänsteföretag med stor tillväxtpotential i tillväxt- eller mognadsfaserna
- AP Direktinvesteringar Deltagande i utköpsaffärer alternativt finansiering av större och mer mogna företag

Med undantag för AP Direktinvesteringar sker investeringarna huvudsakligen indirekt, genom placeringar i riskkapitalfonder. Vid utgången av 2002 utgjorde AP Direktinvesteringar och Life Science Ventures de största verksamhetsgrenarna med 32 respektive 31 procent av Investeringsverksamhetens totala portfölj. Products & Services och Technology Ventures svarade för resten, med andelar på 26 respektive 11 procent.

För första gången sedan 1998, då verksamheten fortfarande befann sig i ett tidigt skede, redovisar Investeringsverksamheten förlust. Resultatet före kostnader blev -1 276 miljoner kr, efter en försiktig värdering av portföljen enligt EVCA:s riktlinjer (European Private Equity & Venture Capital Association). De fortsatta svårigheterna att avyttra innehaven genom börsnotering eller industriella försäljningar har påverkat resultatet negativt.

Tabell 15. Den onoterade portföljens resultat 1998-2002.

	%	Miljoner kr				
		2002	2001	2000	1999	1998
Life science	-26,2	-526	217	338	59	-
Technology	-29,9	-201	-145	324	312	-14
Products & Services	-22,2	-443	-	-	-	-
AP Direktinvesteringar	-6,7	-106	-	-	-	-
Totalt	-21,7	-1 276	503	624	504	-23

Som framgår av tabell 15 har alla verksamhetsområden bidragit till årets negativa resultat. Till följd av omorganisation saknas jämförbara uppgifter bakåt i tiden för Products & Services samt AP Direktinvesteringar. Det totala resultatet stämmer dock. Den sammanvägda avkastningen för Investeringsverksamheten 2002 uppgick, enligt Sjätte AP-fondens beräkningar, till -21,7 procent. Detta är en tidsvägd avkastning beräknad för detta år. Den högre avkastning som återges i avsnitt 5.2.2 avser en ackumulerad avkastning under femårsperioden 1998–2002.

Genom andelar i fonder och direkt ägande hade fonden vid senaste års-skiftet innehav i cirka 350 onoterade företag, varav majoriteten ägdes av de 42 riskkapitalfonder i vilka Sjätte AP-fonden investerat. Under 2002 har fonden gjort nyinvesteringar på 975 miljoner kr i onoterade aktier.

Genom den nya inriktningen mot indirekta investeringar via riskkapitalfonder utnyttjar Sjätte AP-fonden mer än 230 investeringsansvariga (med en egen personalstyrka på 37 vid utgången av året).

Kapitalförvaltningen

Under loppet av 1998 skedde en kraftig omfördelning av Sjätte AP-fondens placeringar från räntebärande placeringar till aktier. Från 1999 har fonden varit fullinvesterad i aktier. Kapitalförvaltningen har därför avsett investeringar i börsnoterade företag. Under andra hälften av 2002 gjorde fonden en omallokering i motsatt riktning, från aktier tillbaka till räntebärande placeringar. Mot bakgrund av Sjätte AP-fondens allt mer renodlade inriktning mot onoterade aktier och de åtaganden som följer därav byter Kapitalförvaltningen namn till Likviditetsförvaltningen fr.o.m. 2003. Det innebär likvida medel tillkommer som tillgångsslag och att externa fonder utnyttjas i ökad utsträckning.

Förvaltningen av Sjätte AP-fondens noterade aktieportfölj har hittills uppdelats på ett antal portföljer:

- Basportfölj Aktie- och likviditetsförvaltning
- Aktiva innehav Långsiktiga innehav där fonden agerar som aktiv ägare
- Externa fonder Förvaltningsuppdrag till utomstående parter
- Positionstagning Kortsiktig handel

Tabell 16. Den noterade portföljens resultat 1999-2002 (procent).

	2002	2001	2000	1999	Genomsnitt
Basportfölj	-35,5	-14,8	-13,5	69,9	-5,2
Aktiva innehav	-33,0	-4,0	49,7	3,6	-0,1
Externa fonder	-34,0	-33,0	-	-	-
Likvida medel	1,4	-	-	-	-
Asset Management totalt	-34,7	-13,8	-6,3	60,4	-4,1
SIX RXA exklusive Nokia	-35,7	-14,2	-11,9	67,4	-5,0
Avkastning utöver index	1,0	0,4	5,6	-7,0	0,9

Kassan utgjorde 56 procent av kapitalet inom Kapitalförvaltningen vid senaste årsskiftet. Basportföljen, som för ett år sedan utgjorde 81 procent av den noterade portföljen, var nere i 40 procent. Summan av basportföljen och kassan var således 96 procent av kapitalförvaltningen vid utgången av 2002. Därtill utgjorde externa fonder fyra procent. De aktiva innehaven har flyttats till Investeringsverksamheten och ingår från hösten 2002 i affärsområdet AP Direktinvesteringar.

Som framgår av tabell 16 var översteg avkastningen på alla portföljer jämförelseindex före kostnader 2002, varav basportföljen överträffade index knappt. Utöver de portföljer som redovisas i tabellen gav positionstagning ett negativt resultat på -1,6 miljoner kr. Under de fyra år

Sjätte AP-fondens Kapitalförvaltning huvudsakligen inriktats mot aktier har avkastningen överstigit jämförelseindex med 0,9 procent årligen före kostnader. Den huvudsakliga förklaringen till det förefaller vara de nu avvecklade aktiva innehaven.

Skr. 2002/03:130

4.3 Sjunde AP-fonden

Sjunde AP-fonden förvaltar två fonder inom premiepensionssystemet, Premiesparfonden och Premievalsfonden. För den individ som avstår från att välja någon annan fond skall premiepensionsmedlen föras till Premiesparfonden. Eftersom ett stort antal pensionssparare avstått från att välja annan fond, är Premiesparfonden den klart största premiepensionsfonden med en andel av det totala premiepensionskapitalet på 31,5 procent. Därutöver förvaltar Sjunde AP-fonden Premievalsfonden som är det valbara statliga alternativet inom premiepensionssystemet.

Tabell 17. Premiesparfondens avkastning (procent).

	2002	2001	Del av 2000	Genom- snitt*
Premiesparfonden	-26,7	-10,6	-7,4	-20,7
Jämförelseindex	-25,6	-10,6	-6,7	-19,8
Avkastning utöver index	-1,1	0,0	-0,7	-0,8
PPM-index**	-33,1	-10,6	-8,7	-24,4
Avkastning utöver PPM-index	6,4	0,0	1,3	3,8

*) Premiesparfondens förvaltning inleddes den 2 november 2000, dvs. perioden omfattar 2,16 år.

***) PPM-index avser det kapitalvägda genomsnittet av valbara fonder inom premiepensionssystemet.

Premiesparfonden tillfördes drygt 6,3 miljarder kr 2002, varav 180 miljoner kr avsåg förstagångsväljare. Av förstagångsväljarna avstod denna gång 86 procent från att aktivt välja någon annan fond, varför premiepensionsmedlen placerades i Premiesparfonden. Det betyder att Premiesparfonden sedan hösten 2000 tillförts totalt 28,2 miljarder kr av de premiepensionsmedel som PPM har fördelat på fonder. Dessutom har fonden tillförts ett mindre kapital genom att Premiepensionsmyndigheten (PPM) återinvesterat rabatten på förvaltningsavgiften. I motsatt riktning verkar det utflöde som blir resultatet om premiepensionssparare aktivt väljer annan fond. Detta utflöde uppgick under 2002 till 271 miljoner kr. Nettot av den återinvesterade rabatten och utflödet genom aktiva fondval var svagt negativt 2002. Vid utgången av året hade drygt två miljoner sparare sina premiepensionsmedel placerade i Premiesparfonden.

Premievalsfonden tillfördes 185 miljoner kr netto under 2002. Vid utgången av året hade knappt 120 000 sparare sina premiepensionsmedel placerade i Premievalsfonden, med ett sammanlagt marknadsvärde på cirka 596 miljoner kr. Detta motsvarade en procent av det totala premiepensionskapitalet, vilket betyder att Premievalsfonden var den 14:e största fonden i premiepensionssystemet.

Tabell 18. Premievalsfondens avkastning, procent.

Skr. 2002/03:130

	2002	2001	Del av 2000	Genom- snitt*
Premievalsfonden	-30,3	-12,5	-8,0	-22,6
Jämförelseindex	-28,9	-12,1	-7,6	-21,6
Avkastning utöver index	-1,4	-0,4	-0,4	-1,0

*) Premievalsfonden startade den 26 september 2000, dvs. perioden omfattar 2,26 år.

Premiesparfonden har i förhållande till Premievalsfonden gynnats av en mindre aktieexponering och av en motsvarande större andel realränteobligationer, som var det bäst avkastande tillgångsslaget 2002. Båda fonderna har gynnats av Sjunde AP-fondens valutapolicy, som innebär att exponeringen mot euro, brittiska pund, US-dollar och japanska yen kurssäkras till 50 procent. Detta har bidragit positivt till avkastningen eftersom kronan stärktes under året. Globala aktiefonder brukar normalt inte vara valutasäkrade, varför sådana fonder tenderar att utvecklas sämre när kronan stärks, vilket Sjunde AP-fonden delvis undgått under 2002. Dock torde det huvudsakliga motivet för Sjunde AP-fondens valutapolicy vara en målsättning att hålla nere fondernas risk.

4.4 Avvecklingsfonderna

Avvecklingsfonderna förvaltar de onoterade värdepapper i vilka Första–Fjärde AP-fonderna inte får placera enligt nuvarande placeringsregler. Förvaltningen sker avskilt från övriga tillgångar inom Första respektive Fjärde AP-fonden. Inneheten skall avvecklas så snart det är möjligt utan att placeringarnas värde försämras. De medel som flyter in i de två avvecklingsfonderna skall fördelas mellan Första–Fjärde AP-fonderna i lika delar. Verksamheten bedrivs med stöd av lagen (2000:194) om införande av ny lagstiftning för allmänna pensionsfonder.

Tabell 15. Avvecklingsfonderna 2001 (miljoner kr).

	Första AP-fondens avvecklingsfond	Fjärde AP-fonden, Särskilda förvaltningen
Ingående fondkapital	18 273	1 572
Överföringar	-12 070	0
Årets resultat	308	-195
Utgående fondkapital	6 511	1 377

I Första AP-fondens avvecklingsfond förvaltas fordringsrätter som inte är utgivna för allmän omsättning samt aktier i det av fonden helägda Första AP-fonden Renting AB. Resultatet 2002 blev 308 miljoner kr, vilket motsvarar en avkastning på cirka 5 procent. Genom överföringar av totalt 12 070 miljoner kr till Första–Fjärde AP-fonderna minskade fondkapitalet från 18 615 miljoner kr till 6 586 miljoner kr. Sedan avvecklingen inleddes 2001 har närmare 18 miljarder kr tillförts fonderna på detta sätt.

Fjärde AP-fonden, Särskilda förvaltningen förvaltar onoterade aktier och liknande instrument som Första–Fjärde AP-fonderna inte får inneha enligt nuvarande regler. Genom realiserade värdeförändringar blev

resultatet 2002 -195 miljoner kr, vilket motsvarade en avkastning på cirka -12 procent. Fondkapitalet minskade under året från 1 572 miljoner kr till 1 377 miljoner kr. Till följd av det negativa marknadsklimatet har förväntade försäljningar av portföljbolag fått skjutas på framtiden. Det blev därför ingen utskiftning av frigjorda medel till Första-Fjärde AP-fonderna 2002. Föregående år kunde Fjärde AP-fonden, Särskilda förvaltningen tillföra fonderna 213 miljoner kr. Skr. 2002/03:130

5 Regeringens utvärdering av AP-fondernas verksamhet

Skr. 2002/03:130

I detta avsnitt presenteras regeringens utvärdering av AP-fondernas verksamhet, vilket denna gång omfattar bedömningar av fondernas mål och förvaltningsresultat, fondernas förvaltningskostnader samt Första–Fjärde AP-fondernas ägarstyrning. Utvärderingen av fondernas mål inkluderar en bedömning av fondernas snabbt genomförda portföljförändringar genom försäljningar av obligationer och köp av aktier under första halvåret 2001.

Detta är första gången som det sker en utvärdering av Första–Fjärde samt Sjunde AP-fondernas förvaltningsresultat. Denna utvärdering avser perioden 2001–2002, för Sjunde AP-fondens del marginellt längre, vilket alltför kort period för att bestämda slutsatser skall kunna dras. Dock har det visat sig ha ett värde i sig att inleda utvärderingsprocessen tidigt eftersom oklarheter och inkonsistenser i resultatrapporteringen därmed kan identifieras och åtgärdas på ett tidigt stadium, vilket lägger grunden för en bättre utvärdering kommande år. Sjätte AP-fonden har verkat under oförändrade förutsättningar sedan fonden inrättades 1996 och kan därför utvärderas över en längre period. När det gäller utvärderingen av AP-fondernas löpande förvaltning har regeringen utnyttjat extern expertis i form av Wassum Investment Consulting, som utfört uppdraget med stöd av nätverket Hewitt Wassum Investment Partners. Wassum har fått uppdraget att bidra med underlag till regeringens utvärdering av AP-fondernas förvaltningsresultat under en treårsperiod, med möjlighet till ett års förlängning.

Vid sidan av mål och resultat utvärderas för första gången AP-fondernas förvaltningskostnader. Till grund för denna del av utvärderingen ligger en jämförande studie av förvaltningskostnader i Storbritannien och USA, samt i viss mån även i Sverige, som genomförts av KPMG på regeringens särskilda uppdrag. Den jämförande studien baseras på huvudsakligen offentlig information och är därför av översiktlig natur.

AP-fonderna skall årligen fastställa verksamhetsplaner innehållande riktlinjer för placeringsverksamheten, riktlinjer för utövande av rösträtt i portföljbolagen samt en riskhanteringsplan. När det gäller placeringsverksamheten kan denna sägas bli föremål för fortlöpande granskning i samband med regeringens utvärdering av fondernas förvaltningsresultat. För två år sedan granskades även riskhanteringen översiktligt av den konsult som då bidrog med underlag till regeringens utvärdering. Detta år granskas Första–Fjärde AP-fondernas ägarstyrning för första gången. Sjätte AP-fonden har ett särskilt uppdrag att investera i onoterade bolag, vilket innefattar ägarstyrning som en integrerad del av förvaltningsverksamheten. Man kan därför säga att resultatet av Sjätte AP-fondens ägarstyrning i hög grad avspeglas i fondens avkastning. Risken för passivitet i ägarfrågor måste anses vara mycket låg i detta speciella fall. Sjunde AP-fonden får utöva rösträtt för sina svenska aktier endast i undantagsfall och omfattas inte av kravet att formulera en ägarpolicy. Sjätte och Sjunde AP-fonderna har därför undantagits från utvärderingen i denna del.

I detta avsnitt utvärderas AP-fondernas mål som de kommer till uttryck i styrelsernas beslut om normalportföljer, dvs. den långsiktiga placeringsinriktning som i nästa steg ligger till grund för uppföljning och utvärdering av fondernas förvaltning i förhållande till målen. I avsnittet kommenteras även Första–Fjärde AP-fondernas snabba anpassning till nya mål genom att i stor omfattning sälja obligationer och köpa aktier under första halvåret 2001. Eftersom alla fonder definierar en övre gräns för den s.k. aktiva risken, som anger hur mycket fonderna får avvika från sina normalportföljer, kan denna snabba portföljanpassning i första hand ses som ett strategiskt snarare än ett taktiskt avgörande.

Första–Fjärde AP-fonderna skall utforma de närmare målen för verksamheten på grundval av en analys av pensionssystemets åtagande. Som en övergripande princip skall AP-fonderna förvaltas till största möjliga nytta för försäkringen för inkomstgrundad ålderspension. Den totala risknivån i fonderna skall vara låg, varvid risk och avkastning skall tolkas i termer av utgående pensioner. Det betyder att kortsiktiga förluster till följd av portföljernas fortlöpande marknadsvärdering inte i sig är den risk som enligt lag skall begränsas. Däremot skall risken att sådana förluster påverkar pensionsrätter eller pensioner negativt vara låg. Det har dessutom uttalats att fonderna i sin placeringsverksamhet bör sträva efter att vara neutrala mellan olika generationer (prop. 1999/2000:46 s. 79).

Buffertfondernas tillgångar ingår i beräkningen av det s.k. balanstalet och har därmed direkt betydelse för den automatiska balanseringen och frågan om denna skall aktiveras eller inte. AP-fondernas tillgångar utgör för närvarande cirka 10 procent, dvs. en mindre del av pensionssystemets samlade tillgångar. Första–Fjärde AP-fondernas uppdrag kan beskrivas som att, så långt fondernas inflytande sträcker sig, undvika att den automatiska balanseringen aktiveras, men inte i en snävt kortsiktig mening (prop. 1999/2000:46 s. 79). Ett alltför lågt kortsiktigt risktagande kan medföra att den långsiktiga avkastningen blir sämre och att sannolikheten därmed ökar för att balanseringsmekanismen skall aktiveras på sikt. Detta missgynnar yngre generationer som möter en ökad risk för att deras pensioner skall påverkas negativt, medan äldre generationer förblir opåverkade. Ett alltför högt risktagande kan å andra sidan leda till en kortsiktigt negativ utveckling som drabbar äldre generationer oproportionerligt. I denna komplicerade avvägning mellan olika generationers intressen bör AP-fonderna sträva efter neutralitet.¹⁷

Medan övriga fonder fullgör en buffertfunktion inom fördelningssystemet, och därtill förväntas bidra till inkomstpensionens långsiktiga finansiering, är Sjunde AP-fonden en del av det fullt fonderade premiepensionssystemet. Tillgångarna i Premiesparfonden och Premievals-fonden är örönmärkta för individuella pensionssparares räkning, vilka i sin tur är exponerade för risken att fonderna påverkas negativt av värderingseffekter när fondmedlen skall tas i bruk för pensioner. Här är således volatilitet i tillgångarnas värde som ett resultat

¹⁷ Utöver risken för underskott i pensionssystemet finns även möjligheten att det i framtiden uppkommer utdelningsbara överskott. En särskild utredare har tillkallats för att överväga denna möjlighet och hur uppkomna överskott i så fall skall fördelas (dir. 2002:5).

av tillgångarnas marknadsvärdering – ett traditionellt mått på finansiell risk – även en risk i lagens mening. Eftersom risken bärs av samma individer som erhåller den motsvarande avkastningen kan avvägningen mellan förväntad avkastning och risk överlåtas till individen genom val av fond. Så har också skett i betydande utsträckning. Beträffande ickeväljarna, vars premiepensionsmedel förs till Premiesparfonden, måste Sjunde AP-fonden genomföra avvägningen mellan förväntad avkastning och risk i deras ställe.

Fonderna har analyserat uppdraget, som det kan definieras utifrån pensionssystemets åtagande enligt ovan, genom att utnyttja s.k. ALM-studier (Asset Liability Modelling). I förra årets utvärdering granskade regeringen fondernas arbete på detta område mot bakgrund av gällande branschpraxis, bl.a. med stöd av externa konsulter. Det befanns i det sammanhanget att fondernas mål i form av normalportföljer kunde bedömas vara rimligt väl övervägda. Mot bakgrund av att många institutionella investerare, som baserat sin strategiska placeringsinriktning på samma typ av analys tillämpad på sina respektive förutsättningar, har tenderat att vara alltför exponerade mot aktiemarknaderna i ett medelfristigt perspektiv och förlorat stora belopp på börsfallet, kan det finnas skäl att kommentera denna branschpraxis något.¹⁸

ALM-studier innebär i allmänhet att en avvägning görs mellan ett förväntat genomsnittligt utfall, ofta medianen, och ett eller flera förväntat dåliga utfall som får utgöra mått på risk. Ett förväntat genomsnittligt utfall är i detta sammanhang ett mått på måluppfyllelse i någon mening, exempelvis portföljens marknadsvärde vid en vald framtida tidpunkt, vilket i kombination med framskrivningar av pensionsavgifter och pensioner kan beskriva pensionssystemets finansiella ställning vid samma tidpunkt. Ett förväntat dåligt utfall mäts ofta med hjälp av den s.k. femte percentilen, ett gränsvärde som man räknar med kommer att överträffas med 95 procent sannolikhet.¹⁹ Som ett typiskt exempel kan anges studier av balanstalets framtida utveckling, varvid målet (mätt som förväntat genomsnittligt utfall) är ett högt eller tillräckligt högt framtida balanstal medan risken (mätt som ett förväntat dåligt utfall) är balanstalet vid den femte percentilen vid samma tillfälle. Beträffande de händelser med låg sannolikhet som lämnas utanför analysen, dvs. händelser som inträffar med blott 5 procents sannolikhet, vet man endast att dessa utfall innebär ett sämre resultat än gränsvärdet, men man vet inte hur mycket sämre och inte heller vad konsekvenserna för pensionssystemet kan tänkas bli i dessa fall. Konsekvenserna av extrema utfall kan undersökas i form av s.k. stresstester. Motivet för sådana tester förstärks om ALM-studien sträcker sig över flera år, vilket oftast är fallet, och dessutom utnyttjar sådana förutsättningar för simuleringarna att sannolikheten för extrema utfall underskattas.

¹⁸ De försäkringsbolag som under längre tid haft en lägre kollektiv konsolidering än önskat torde vara exempel på detta. Ett annat exempel är de försäkringsbolag som av soliditetsskäl tvingades till stora aktieförsäljningar under tredje kvartalet 2002, dvs. efter det att aktierna redan fallit i värde.

¹⁹ Pensionssystemets finansiella ställning förväntas vara bättre än detta specifika gränsvärde i 95 procent av fallen (19 år av 20) och sämre i 5 procent av fallen (ett år av 20).

Över en flerårig horisont kommer det dåliga utfallet, såsom detta mäts, att te sig mindre sannolikt än över en ettårig horisont, vilket ofta tas till intäkt för att risken verkligen minskar på lång sikt. Det faktum att man inte vet något om de 5 procent sämsta utfallen blir emellertid alltmer besvärande ju längre fram i tiden analysen sträcker sig, eftersom spannet av möjliga utfall vidgas.

Simuleringarna kan också underskatta sannolikheten för extrema utfall om de baseras på sådana förutsättningar, i form av s.k. sannolikhetsfördelningar, som inte fullt ut överensstämmer med förhållanden som kan observeras i de finansiella marknaderna. Om simuleringarna underskattar den verkliga risken för extrema utfall blir denna risk inte analyserad på ett riktigt sätt. På dessa punkter kan stresstester ge en fördjupad belysning av vilka risker en viss portfölj innebär på längre sikt, som komplement till det förväntade genomsnittliga utfallet.

En särskilt viktig orsak till att ALM-studier bör eftersträva en allsidig belysning av alternativa förlopp är metodens i grunden tillbakablickande förhållningssätt, vilket innebär att analysens förutsättningar riskerar att vara kortsiktigt felaktiga. De förutsättningar som analysen grundas på är i hög grad influerade av historiska genomsnitt, exempelvis den historiska avkastningen på aktier eller den historiska risken att aktier skall ge en avkastning som understiger obligationer på längre sikt. Utgångspunkter som baseras på historiska förhållanden är inte alltid den bästa grunden för att bygga en långsiktig portfölj, i synnerhet inte när utgångspunkten är en ojämvtiktssituation. Den förmodligen enskilt viktigaste förklaringen till varför institutionella investerare i allmänhet förlorat stora belopp i samband med de senaste årens börsfall torde vara den tonvikt som beslutsunderlagen lagt vid historiska genomsnitt och den ringa omfattningen av genuint framåtriktade bedömningar.

Det torde därmed finnas en generell tendens att ALM-studier, i avvägningen mellan förväntad avkastning och risk betonar det förra framför det senare, varför risker kan komma att bli otillräckligt belysta. Det gäller i särskilt hög utsträckning om utgångspunkten i de finansiella marknaderna inte är en jämviktssituation utan en instabil situation som inte kan förväntas bestå. I ett sådant fall blir fondernas antaganden om förväntad avkastning och risk felaktiga.²⁰ Nu har den kortsiktiga risken växlat ut på ett sådant sätt att Första–Fjärde AP-fonderna förlorat 106 miljarder kr på två år. Förlusten permanentas och blir en långsiktig förlust, som det kan bedömas i dag, om inte börsfallet i sig ger anledning att justera upp den förväntade avkastningen framåt i tiden. Om marknadernas värdering var fel i utgångsläget kan man inte räkna med att förluster skall kunna återvinnas. Detta är problem som inte är utmärkande för AP-fonderna utan gemensamma för branschen.

²⁰ I underlaget till Första AP-fondens styrelse heter det bl.a. ”Bakom tidigare ALM-studier låg ett implicit antagande om att marknaderna i huvudsak var rätt värderade. Det är först när så är fallet som förväntad avkastning och den i efterhand erhållna avkastningen på lång sikt kommer att stämma överens. Det är därför viktigt att skilja mellan de långsiktiga antaganden som görs i en ALM-studie och den värdering som gäller för närvarande. Fonden måste, för att göra bra placeringar på lång och medellång sikt, ha välgrundade uppfattningar i båda frågorna.”

Regeringens bedömning: Första–Fjärde AP-fonderna har förlorat 106 miljarder kr under 2001–2002 efter att snabbt ha ökat aktieandelen i ett, som det skulle visa sig, tidigt skede av börsfallet. Förluster av denna omfattning utgör i sig grund för kritik och de har medverkat till att pensionssystemets balanstal under ett år har minskat från 1,03 till 1,01. Under samma tid har risken för att den automatiska balanseringen skall aktiveras ökat från 7 till 31 procent. Det kan ifrågasättas om det var lämpligt att köpa aktier i stor omfattning i ett skede när risken var betydande för att marknadernas grundläggande värdering i ett långsiktigt perspektiv var alltför högt uppdriven. Den kritik som kan riktas mot AP-fondernas styrelser i detta avseende träffar emellertid i minst lika stor omfattning branschen i stort. Det bör samtidigt beaktas att börsutvecklingen 2001–2002 i betydande utsträckning påverkats av omständigheter som inte var kända, och endast svårligen kunde förutses, vid ingången av 2001.

Regeringens skrivelse för 2001: Första–Fjärde AP-fonderna skall utforma mål i form av strategisk placeringsinriktning efter en analys av pensionssystemets åtagande. Det underlag som finns att tillgå för sådana analyser, i form av långfristiga demografiska prognoser och medelfristiga ekonomiska bedömningar, har inte tagits fram med syfte att tillgodose detta specifika behov. Erfarenheten har visat att detta kan försvåra en långsiktig bedömning av pensionssystemets skuldsida. Regeringen avser att hålla frågan om fondernas beslutsunderlag och den därmed sammanhängande risken för att fondernas mål påverkas av andra överväganden än pensionssystemets åtagande under uppsikt.

Skälen för regeringens bedömning: RFV har upprättat pensionssystemets årsredovisning för två kalenderår i följd, med början 2001. Vid utgången av 2002 uppvisade fördelningssystemet ett balanserat resultat på 51 miljarder kr. Vid sidan av extraordinära omständigheter, som har samband med igångsättningen av det nya pensionssystemet, är en viktig orsak härtill en positiv utveckling av arbetskraftsdeltagande och sysselsättning under 2001. Eftersom Första–Fjärde AP-fonderna under samma period förlorat 106 miljarder kr har fonderna tagit i anspråk en stor andel av pensionssystemets underliggande förstärkning under samma tid.²¹ Som ett kombinerat resultat av pensionssystemets underliggande förstärkning och AP-fondernas förluster till och med 2002 har RFV beräknat balanstalet för 2004 till 1,01. Risken för att den automatiska balanseringen skall aktiveras året därefter uppskattas av RFV till 31 procent, vilket är en påtaglig uppjustering jämfört med föregående år (Pensionssystemets årsredovisning 2002). Med beaktande av förhållanden som var kända 2001 beräknade RFV balanstalet till 1,03 och risken för att den automatiska balanseringen skall aktiveras till 7 procent. Sammantaget finner regeringen att omfattningen av AP-fondernas förluster innebär en ökad risk för att pensionerna skall påverkas negativt.

²¹ Inklusiva de två avvecklingsfonderna uppgår resultatet till knappt 105 miljarder kr. Om även Sjätte AP-fonden inkluderas uppgår den summerade förlusten till 111,5 miljarder kr under tvåårsperioden.

Första–Fjärde AP-fonderna genomförde, med något undantag, anpassningen till nya normalportföljer under första halvåret 2001. Som ett led i denna anpassning köpte AP-fonderna sammantagna utländska aktier för i storleksordningen 200 miljarder kr, vilket i allt väsentligt finansierades med försäljningar eller inlösen av svenska räntebärande instrument. En viktig anledning till det var att transaktionerna var möjliga att genomföra på kort tid utan allvarlig marknadspåverkan, dvs. likviditeten på marknaderna visade sig inte utgöra något hinder. Dessutom finns det visst såväl teoretiskt som empiriskt stöd för att koncentrera förvärv av aktier i tiden, under huvudsaklig förutsättning av att marknaden utmärks av en stigande trend.²² Förutsättningen att aktiemarknaden kännetecknas av en stigande trend kullkastas emellertid om marknaderna vid tidpunkten för aktieköpen befinner sig långt från jämvikt, dvs. om värderingen av aktier drivits så långt att en fortsatt stigande trend ter sig mindre sannolik. I en sådan situation stärks argumenten för att sprida aktieköpen över tiden som ett sätt att minska risken för att marknadsinträdet sker vid en olämplig tidpunkt totalt sett.

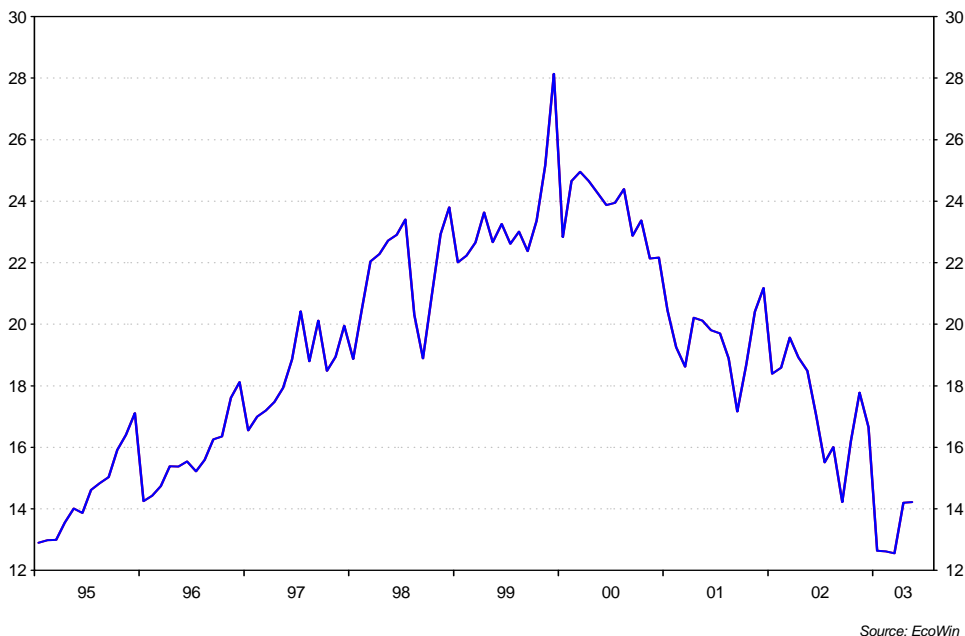
Om marknaden är rimligt värderad i ett långsiktigt perspektiv finns det skäl att tro att AP-fondernas och andra institutionella investerares antaganden rörande långsiktig förväntad avkastning och risk skall vara ändamålsenliga utgångspunkter för beslut om portföljernas strategiska inriktning, även om marknaderna kortsiktigt visar sig fortsätta falla (trender går ofta för långt, s.k. *overshooting*). Det faktum att börsen faller efter tidpunkten för marknadsinträdet behöver således inte betyda att aktieköpet var fundamentalt fel och att kritik är motiverad. Större förvärv av aktier när värderingen är felaktig i meningen kraftigt uppdriven kan däremot kritiseras på fundamentala grunder. Då kan man ifrågasätta om besluten om placeringsinriktning fattats på riktiga grunder, särskilt beträffande antaganden om förväntad avkastning och risk. Om den grundläggande värderingen är fel kan man inte räkna med att gjorda förluster skall kunna återhämtas genom att den förväntade avkastningen framåt i tiden justeras upp som ett resultat av att börsen fallit. Under sådana omständigheter kan kortsiktiga förluster förväntas få långsiktiga konsekvenser.

Frågan blir därmed om det fanns grundad anledning 2001 att bedöma marknadernas värdering som påtagligt felaktig? Eftersom marknaden inte föll momentant vid inledningen av 2001 var detta inte den allmänna uppfattningen vid det tillfället. Det fanns indikationer beträffande överkapacitet och felinvesteringar inom IT och telekom, och kanske vissa tecken på att aktiemarknaderna alltjämt var högt värderade i ett historiskt perspektiv. Denna information togs tillvara emellertid i allmänhet inte av viktiga marknadsaktörer som banker och fondkommissionärer, utan dessa fortsatte att till övervägande del

²² Constantinides, "A note on the Suboptimality of Dollar-Cost Averaging as an Investment Policy", *Journal of Financial and Quantitative Analysis* (april 1979). Williams & Bacon, "Lump Sum Beats Dollar-Cost Averaging", *Journal of Financial Planning* (april 1993). Rozeff, "Lump Sum Investing Versus Dollar-Cost Averaging", *Journal of Portfolio Management* (vinter 1994).

rekommendera köp av aktier.²³ Det bör också beaktas att det fortsatta börsfallet 2002 till betydande delar drevs av ny information som inte var tillgänglig året innan. Det gäller exempelvis redovisningsskandalerna i USA och den försämrade konjunkturbilden, som i sin tur medverkade till att påverka värderingen av aktiemarknaderna ytterligare i negativ riktning.

Figur 5. Värdering av ett europeiskt aktieindex (DJ Euro Stoxx) med hjälp av PE-tal 1995–2002.



Ett enkelt exempel på de svårigheter som är förknippade med aktievärdering framgår av figur 5, som belyser en särskilt enkel form av aktievärdering baserad på PE-tal (*price/earnings*). Detta centrala nyckeltal för börsen är kvoten mellan aktiekurser och företagsvinster, i detta speciella fall prognostiserade vinster. Ju högre kvot, desto mer kostar aktierna per vinstkrona. Av figuren framgår att europeiska aktier, mätta på detta sätt, framstod som särskilt dyra vid ingången av 2000 men att värderingen därefter justerades påtagligt fram till 2001, när AP-fonderna gick in i marknaden. Denna anpassning av marknadens värdering var det kombinerade resultatet av fallande kurser 2000 och högre vinstförväntningar 2001. Dessa förväntningar var emellertid alltför optimistiska, vilket framgår av att PE-talet förblev i huvudsak oförändrat under 2001 och början av 2002, trots att aktiekurserna fortsatte att falla. Det betyder att den genomsnittliga vinstprognosen sänktes i samma takt som marknaden föll. Under resten av 2002 justerades marknadens värdering ytterligare nedåt, till följd av ny information. Svårigheten här är dels att bestämma vilket PE-tal som är motiverat under de förutsättningar som råder, dels att bestämma vilka vinstprognoser som är riktiga. Varken det ena eller det andra kan fastställas med säkerhet.

Av detta torde framgå svårigheten att fastställa marknadernas grundläggande värdering i ett strategiskt perspektiv med ledning av ett enda nyckeltal på detta sätt. Troligen krävs brett anlagda analyser som

²³ Enligt ett vanligt argument vid denna tid var den ekonomiska utvecklingen så balanserad med avseende på ekonomisk tillväxt och inflation att behovet av riskpremier vid aktieplaceringar var mindre än tidigare.

avviker från de kortsiktigt taktiska överväganden som normalt präglar förvaltningsverksamheten, vare sig denna handlar om val av värdepapper eller val av marknad, s.k. taktisk allokering.

Slutligen måste även de problem som är förknippade med framåtriktade marknadsbedömningar (s.k. *market timing*) beaktas. Den risk man löper som institutionell investerare genom att stå vid sidan av marknaden är risken att gå miste om de stora marknadsuppgångar som kan uppträda plötsligt och oförutsett och som erfarenhetsmässigt betyder mycket för den långsiktiga avkastningen på aktier. Genom att gå miste om marknadens bästa dagar eller veckor kan man även gå miste om hela fördelen av att äga aktier i form av en långsiktigt högre avkastning i förhållande till obligationer. Även denna risk bör beaktas vid en bedömning av AP-fondernas hantering av omställningsprocessen 2001.

Förmodligen var det så att aktiemarknaderna var i viss mån högt värderade i ett strategiskt perspektiv vid inledningen av 2001 – dock inte i en omfattning som det följande börsfallet ger sken av – och att detta hade kunnat motivera fonderna att behålla ett outnyttjat utrymme att köpa aktier till ett senare tillfälle. Ett sådant resultat kräver emellertid processer för att identifiera och beakta marknadernas grundläggande värdering i ett längre perspektiv, liksom en beredskap att agera på informationen. Om AP-fonderna inte hade sådana processer i drift 2001 så var de knappast ensamma om det, eftersom branschen i stort tenderar att betona historisk erfarenhet på bekostnad av genuint framåtriktade bedömningar vid beslut om strategisk portföljinriktning. Som framgår av avsnitt 5.1.1.3 tar Tredje AP-fonden från och med 2002 uttryckligen hänsyn till marknadernas värdering vid utformning av fondens normalportfölj.

Beträffande underlaget för AP-fondernas analyser i form av demografiska och ekonomiska prognoser så har detta underlag nyligen fördjupats genom att Riksförsäkringsverket (RFV) utfört kompletterande beräkningar enligt fondernas önskemål, vilket är positivt. Risken är, som påpekades i fjolårets utvärdering, att osäkerhet om pensionssystemets åtagande leder till att fonderna alltmer börjar likna varandra. Ju mer hänsynstaganden till övriga AP-fonder kommer in i bilden, desto mer ökar risken för att pensionssystemets åtagande skall hamna i bakgrunden och att den totala buffertfondens inriktning skall komma att avvika från vad som är lämpligt utifrån detta åtagande. Denna fråga avser regeringen att hålla under fortsatt uppsikt.

5.1.1.1 Första AP-fondens mål

Regeringens bedömning: Första AP-fonden har genomfört ett omfattande internt analysarbete som står i god överensstämmelse med branschpraxis och som bekräftat fondens strategiska placeringsinriktning. Möjligen kan ifrågasättas om det inte finns skäl att utveckla analysen av risk, inte minst mot bakgrund av fondens ambition att leverera en hög avkastning med marginal. Fonden har ännu inte definierat jämförelseindex i alla delar, vilket bör åtgärdas.

Regeringens skrivelse för 2001: Första AP-fondens strategiska placeringsinriktning förefaller rimligt väl övervägd. Det kan emellertid ifrågasättas om inslaget av likviditet i normalportföljen står i full överensstämmelse med uppdraget.

Styrelsens beslut om normalportfölj färgades av förhållandet att den aggregerade buffertfonden motsvarade cirka 10 procent av den totala pensionsskulden, vilket antogs tala för en högre aktieandel för att på så sätt uppnå förväntade långsiktiga fördelar.

Regeringen noterade även att det återstår för Första AP-fonden att förtydliga referensindex för fastigheter.

Skälen för regeringens bedömning: Första AP-fonden har på nytt övervägt grunderna för fondens normalportfölj. Som ett resultat av det har kassan avvecklats och ersatts med utländska obligationer medan fastigheter omdefinierats som alternativ investering. Tillgångsslaget alternativa investeringar avses fortsättningsvis öka, dels genom utökad fastighetsexponering från 3 till 4 procent, dels genom tillkomst av onoterade aktier (*private equity*) upp till maximalt 5 procent som utfäst kapital. Den övre gränsen för alternativa investeringar blir därmed 9 procent, i vilket fall aktieandelen exklusive fastigheter stiger från 57 till 58 procent.

Bortsett från tillkomsten av onoterade aktier är Första AP-fondens övergripande portföljinriktning i princip oförändrad. Första AP-fonden har, i likhet med Tredje AP-fonden, genomfört analysarbetet internt, vilket torde fördjupa fondens kännedom om pensionssystemets långsiktiga egenskaper. Fondens utgångspunkt för analyserna är målsättningen att fonden skall eftersträva en avkastning som med god marginal överstiger den lägsta nivå som behövs i buffertfonderna för att pensionerna skall vara långsiktigt stabila. Det blir i ett sådant fall intressant att försöka uppskatta vad denna långsiktiga säkerhetsmarginal kan betyda i termer av ökad risk för att den automatiska balanseringen skall aktiveras på kort och medellång sikt.

Tabell 16. Första AP-fondens normalportfölj (portföljandelar i procent).

	2003	2002	Index
Svenska aktier	12	12	MSCI
Utländska aktier	45	45	MSCI
Svenska obligationer	10	10	Lehman Brothers
Utländska obligationer	22	20	Lehman Brothers
Realränteobligationer	8	8	Lehman Brothers
Fastigheter	-	3	Faktisk avkastning
Alternativa investeringar	3	-	-
Kassa	-	2	T/N Stibor/Libor
Summa	100	100	Sammanvägt index

Fondens grundläggande antaganden om långsiktig avkastning på aktier och obligationer har inte ändrats på annat sätt än som resultat av en anpassning till lägre räntor. Fonden tar hänsyn till de tre scenarier för demografi m.m. som finns i pensionssystemets årsredovisning 2001 (RFV).²⁴ Givet dessa och de ytterligare antaganden som krävs simulerar

²⁴ RFV definierar ett basscenario som utgår från SCB:s befolkningsprognos 2001, KI:s prognos i mars 2002 av den ekonomiska utvecklingen 2002–2007 och från en antagen ökning av inkomstindex. Dessutom definierar RFV två alternativ i form av ett optimistiskt

Första AP-fonden den förväntade utvecklingen för en rad nyckeltal fram till 2050. Fonden lägger huvudsaklig vikt vid förväntade utfall, såsom det förväntade balanstalet olika år, sannolikheten för att den automatiska balanseringen skall aktiveras olika år samt den genomsnittliga balanseringen över de kommande 50 åren i procent av utbetalade pensioner. Det senare måttet benämns balanseringsförlust. Ytterligare ett nyckeltal har drag av stresstest eftersom det beskrivs som det förväntade balanstalet i de allra sämsta utfallen. Det är dock oklart i vilken mening fonden verkligen identifierar de sämsta utfallen eftersom analysen väsentligen bortser från dessa. Enligt Första AP-fondens egna känslighetsanalyser ställer ett sämre demografiskt scenario krav på högre förväntad avkastning och därmed högre finansiellt risktagande i AP-fonderna, vilket indikerar att finansiell risk inte väger tungt i Första AP-fondens modell.

Fonden har definierat sedvanliga jämförelseindex för normalportföljen, med undantag för alternativa investeringar som därmed kan komma att utvärderas mot fondens sammanvägda index av svenska och utländska aktier och obligationer. Till den del de alternativa investeringarna avser onoterade aktier är en sådan jämförelse knappast adekvat eftersom avkastningskravet i detta fall är högre än för noterade aktier, och långt högre än för en blandad portfölj. Under 2002 utvärderade Första AP-fonden avkastningen på AP Fastigheter mot sig själv, dvs. inte alls, vilket är underligt inte minst mot bakgrund av att regeringen påpekade detta som en brist redan i skrivelsen för 2001. Det bör klargöras hur alternativa investeringar och fastigheter skall utvärderas.

Det av styrelsen definierade avkastningsmålet är att överträffa jämförelseindex med 0,5 procent per år, efter avdrag för kostnader. Målet för riskjusterad avkastning är att informationskvoten skall överstiga 0,3 över rullande femårsperioder, med en övre gräns för den aktiva risken i förhållande till referensportföljen på 3 procent.

5.1.1.2 Andra AP-fondens mål

Regeringens bedömning: Andra AP-fonden har på nytt övervägt styrelsens beslut om normalportfölj utan att fondens övergripande placeringsinriktning därmed förändrats. Analysen baseras på vedertagen metodik, vilket inte utesluter att tonvikten lagts på förväntade utfall på bekostnad av en allsidig belysning av risker. Fondens jämförelsenorm för svenska aktier är innovativ och förefaller erbjuda viss diversifiering i förhållande till övriga AP-fonder.

Regeringens skrivelse för 2001: Andra AP-fonden har, under betydande tidspress, byggt upp en förvaltningsorganisation från grunden. Styrelsen har även definierat en strategisk placeringsinriktning under loppet av året. Detta mål förefaller rimligt väl övervägt, givet den situation fonden befann sig i vid beslutstillfället. Inslaget av statsskuldväxlar i normalportföljen är emellertid svårt att motivera utifrån pensionssystemets åtagande.

Styrelsen har fattat ett aktivt beslut att den risk som skall prioriteras är risken att portföljen utvecklas dåligt när systemet utsätts för påfrestningar, vilket torde ligga väl i linje med AP-fondernas uppdrag. Sammansättningen av jämförelseindex har valts på ett sådant sätt att 9,2 procent av Andra AP-fondens totala portfölj utgörs av statsskuldväxlar, vilket däremot kan ifrågasättas på samma grund.

Skälen för regeringens bedömning: Andra AP-fonden har på nytt övervägt fondens strategiska placeringsinriktning och styrelsen har på denna grundval beslutat om en ny normalportfölj, som till det yttre starkt påminner om den tidigare inriktningen men som innehåller en delvis förändrad sammansättning. Aktieandelen är oförändrat 60 procent varav en tredjedel avser svenska aktier. Dessa 20 procent svenska aktier har delats upp i tre komponenter, varav 70 procent (14 procent av fonden totalt) utgör ett sedvanligt kapitalvägt marknadsindex (SBX), medan 20 procent (4 procent av fonden totalt) är ett likaviktat (dvs. ovägt) index av de 50 största svenska börsföretagen medan 10 procent (2 procent av fonden totalt) utgör ett småbolagsindex (Carnegie Small Cap). Utöver diversifieringen i form av flera marknadsindex inför Andra AP-fonden även ett inslag av absoluta avkastningskrav i den del av förvaltningen som utvärderas mot ett ovägt index (dvs. 20 procent av den svenska aktieportföljen och 4 procent av fondkapitalet). Här är målsättningen att varje aktie som läggs till portföljen i första hand skall tillgodose ett avkastningskrav på 10 procent. Förvaltningen utvärderas därefter mot bakgrund av hur lätt det varit att leverera en sådan avkastning. Om börsindex stigit kan det ha varit lätt att hitta aktier som avkastar 10 procent, medan detta ställt sig väsentligt svårare om börsindex fallit. Hur lätt eller svårt det varit att fullgöra uppdraget vägs sedan in i Andra AP-fondens värdering av förvaltarnas prestationer.

I den utländska aktieportföljen reduceras exponeringen mot USA något i utbyte mot en motsvarande ökning av andel som placeras i Europa och Japan. Dessutom tillkommer en mindre exponering (2 procent) mot tillväxtmarknader.

Tabell 17. Andra AP-fondens normalportfölj (portföljandelar i procent).

	2003	2002	Index
Svenska aktier	20	20	SBX, OSX, CSX*
Utländska aktier	40	40	MSCI World
Svenska obligationer	16		SHB Swedish All Bond
Utländska obligationer	16	40	Lehman Global
Realränteobligationer	5		SHB Swedish Index Linked
Fastigheter	3	-	Svenskt Fastighetsindex
Summa	100	100	Sammanvägt totalindex

*) 70 procent SBX (Svenskt Benchmarkindex), 20 procent OSX (ett eget ovägt index av de 50 största svenska börsföretagen) och 10 procent CSX (Carnegie Small Cap).

Andra AP-fonden avvecklade under hösten 2002 den betydande inriktningen mot statsskuldväxlar, vilket bör välkomnas. Fondens sammansättning av den svenska aktieportföljen är innovativ och erbjuder viss diversifiering i förhållande till övriga AP-fonder. Den övergripande riskexponeringen är emellertid oförändrad jämfört med tidigare.

Den ALM-analys som ligger till grund för styrelsens beslut om normalportfölj syftar till att identifiera portföljer som maximerar den förväntade avkastningen i förhållande till inkomstindex, som i sin tur

antas växa med 3,25 procent per år. Risk representeras av standardavvikelsen omkring denna förväntan tio år fram i tiden. Vissa simuleringar utförs även med en treårig respektive femårig horisont.

Genom att granska sannolikheten för att den förväntade avkastningen skall understiga en kritisk gräns tio år fram i tiden fokuseras analysen på de utfall fonden bedömer som mest sannolika. Sannolikheten att den förväntade avkastningen skall understiga inkomstindex om tio år är mindre än risken att det skall ske på kort sikt. Därmed fokuserar analysen på den lägre långsiktiga risken, på bekostnad av den högre kortsiktiga risken. Detta kompenseras av vissa simuleringar som utförs på tre respektive fem års sikt. Dessutom gäller det att den långsiktiga risken kan komma att underskattas något genom att analysen fäster mindre vikt vid det större spann av möjliga dåliga utfall (de utfall som bedöms ha 5 procent sannolikhet eller mindre) som råder vid horisonttidpunkten. Detta är emellertid vanlig branschpraxis, vilket inte behöver betyda att det är god praxis.

Som exempel på stresstest beräknas sannolikheten för att den nominella avkastningen skall understiga 5,75 procent per år (2,5 procent utöver inkomstindex), vilket fonden definierat som ett tröskelvärde för att den automatiska balanseringen inte skall aktiveras under ett svagt demografiskt scenario. Denna sannolikhet sjunker naturligtvis med den studerade periodens längd. Därefter beräknas förväntad avkastning givet att denna understiger tröskelvärdet, vilket sammanfattar potentialen för extrema händelser i två siffror – sannolikheten för ett mindre gott utfall och väntevärdet givet att detta sker. Ingen av dessa siffror är extrem i sig eller ger fullt uttryck för spannet av möjliga konsekvenser. Som en alternativ och mer egentlig stresstest beräknas sannolikheten att den nominella avkastningen understiger -20 procent under ett år. Denna sannolikhet torde öka med den analyserade periodens längd. Dock anges sannolikheten endast för den kortaste treåriga horisonten. Över denna korta period anges sannolikheten till blygsamma 0,3 procent.

Andra AP-fondens analys fokuserar på risken att fondens avkastning understiger inkomstindex. Med ett sådant upplägg kan meningsfulla analyser genomföras även över kortare horisonter. Analysen förutsätter ett långsiktigt perspektiv i den meningen att kortsiktiga risker tillmäts mindre betydelse och att portföljen förblir intakt under hela perioden (s.k. *buy and hold*).

Det av styrelsen definierade avkastningsmålet är en överavkastning relativt referensindex på 0,5 procent per år på lång sikt, vilket definieras som cirka 10 år. Regeringen har för sin del angett rullande femårsperioder som en lämplig avvägning för utvärdering av AP-fondernas förvaltning. Målet för riskjusterad avkastning, mätt som informationskvot, är 0,25 eller bättre.

5.1.1.3 Tredje AP-fondens mål

Regeringens bedömning: Tredje AP-fonden tar numera uttrycklig hänsyn till marknadernas grundläggande värdering vid styrelsebeslut om normalportföljens utformning, vilket är lovvärt även om det i sig inte utgör en garanti för att förluster skall kunna undvikas. Därutöver

Regeringens skrivelse för 2001: Tredje AP-fonden har på ett ambitiöst sätt relaterat fondens strategiska placeringsinriktning till pensionssystemets åtagande. Målet torde därmed stå friare i förhållande till rådande consensus i form av genomsnittliga marknadsuppfattningar och förefaller väl övervägt.

Det råder knappast någon tvekan om att inriktningen av Tredje AP-fondens analysarbete fångar viktiga aspekter av pensionssystemets åtagande och att fonden analyserat olika slags risker på ett utförligt sätt. Tredje AP-fonden är ensam om att genomföra något som liknar stresstester genom att studera händelser som har lägre sannolikhet, enligt modellens antaganden, än 5 procent.

Skälen för regeringens bedömning: Tredje AP-fonden har kompletterat tidigare utförliga analyser med nya beräkningar. Denna gång har Tredje AP-fonden bl.a. försökt ta hänsyn till marknadernas värdering genom att införa ett medelfristigt perspektiv som komplement till den långa horisont fonden vanligen tillämpar. Det medelfristiga perspektivet avser fem år. Som ett sätt att inhämta synpunkter på marknadernas värdering har Tredje AP-fonden bl.a. vänt sig till ett par större banker. Mot bakgrund av bl.a. erfarenheter från IT-bubblan torde man dock kunna ifrågasätta i vad mån sådana aktörer är benägna att identifiera större felprissättningar. Dock är ambitionen mycket lovvärd och det är bara att beklaga att denna distinktion inte är branschpraxis. Denna gång finner Tredje AP-fonden att aktiemarknaderna är rimligt värderade i ett långsiktigt perspektiv varför fonden inte gör någon skillnad på medelfristig och långfristig avkastning. Dock har japanska obligationer delvis på denna grund uteslutits ur normalportföljen.

Tredje AP-fonden arbetar med alla demografiska scenarier som tillhandahålls av RFV. Analyserna illustrerar att den demografiska utvecklingen kan ha betydligt större effekter på pensionssystemet än buffertfondernas avkastning. Det visar sig att valet av portföljsammansättning inte spelar särskilt stor roll för pensionsnivån om de demografiska förutsättningarna utvecklas enligt SCB:s huvudscenario. Det är först i pessimistiska demografiska scenarier som betydelsen av AP-fondernas placeringsinriktning kan utkristalliseras.

Tredje AP-fonden härleder en rekommenderad portfölj på basis av en bred belysning av portföljens långsiktiga egenskaper, inklusive olika aspekter på risk. Fonden beräknar inte endast percentiler för balanstalet och andra nyckeltal utan beaktar alla simulerade utfall. Fonden beräknar bl.a. ett genomsnittligt förväntat pensionsbortfall som orsakats av den automatiska balanseringen under en period och beaktar därtill risken att det genomsnittliga pensionsbortfallet blir sämre än det förväntade utfallet. Den huvudsakliga stresstesten torde vara fondens ambition att bevaka balanstalet vid alla tidpunkter i samtliga scenarier för att undvika att det blir mycket lågt i något scenario vid någon tidpunkt. Med ett sådant angreppssätt blir det inte det förväntade men osäkra balanstalet, eller något annat nyckeltal, vid någon enstaka tidpunkt som påverkar portföljens utformning, utan möjliga balanstal vid alla tidpunkter.

Fonden har justerat upp den förväntade avkastningen på svenska aktier, som kompensation för den svenska marknadens högre risk. I övrigt har den förväntade avkastningen knappast förändrats. Man kan inte säga att fonden räknar med att börsfallet skall kunna återvinnas genom en högre avkastning framåt i tiden.

Tabell 18. Tredje AP-fondens normalportfölj (portföljdandelar i procent).

	2003	2002	Index
Svenska aktier	16	16	SIX RX
Utländska aktier	38,5	38,5	FTSE
Svenska obligationer	13,6	13,5	Merrill Lynch/SHB Mortgage Bond
Utländska obligationer	15,9	16,5	Merrill Lynch
Realränteobligationer	7,5	7,5	Merrill Lynch
Fastigheter	8,5	8	Svenskt Fastighetsindex
Summa	100	100	Sammanvägt index

Som ett resultat av analysarbetet har styrelsen beslutat minska exponeringen mot utländska obligationer genom att exkludera Japan och att öka exponeringen mot fastigheter marginellt. Tredje AP-fonden adderar upplåningen i AP Fastigheter och får därigenom fram en bruttoexponering mot fastigheter som kan utvärderas med fastighetsindex snarare än börsindex. Detta är en, i förhållande till övriga AP-fonder, ovanligt omsorgsfullt utformad jämförelse, vilket bör välkomnas. Enligt styrelsens avkastningsmål skall jämförelseindex långsiktigt överträffas med 0,4 procent per år. Målet för riskjusterad avkastning, mätt med informationskvot, är 0,2.

5.1.1.4 Fjärde AP-fondens mål

Regeringens bedömning: Fjärde AP-fonden har endast genomfört mindre förändringar av fondens normalportfölj under 2002. Eftersom fonden inlett en större översyn av den strategiska placeringsinriktningen under 2003 bör resultatet av denna avvaktas.

Regeringens skrivelse för 2001: Fjärde AP-fondens strategiska placeringsinriktning baseras på analyser som utnyttjar vedertagen metodik och förefaller mot den bakgrunden rimligt väl övervägd.

Fonden anför att den totala buffertfondens andel av pensionsskulden (cirka 10 procent) minskar risken för att balanseringen skall aktiveras enbart beroende på svag fondutveckling. Fonden anser det också vara en risk att portföljstrategin blir för försiktig på kort sikt på bekostnad av utsikterna till god avkastning på längre sikt. Analyserna har baserats på RFV:s basscenario.

Fjärde AP-fondens antaganden innebar bl.a. en förhållandevis hög realränta och en låg riskpremie på aktier i förhållande till obligationer. Trots det levererade analysen en rekommenderad aktieandel vid maximala 70 procent.

Skälen för regeringens bedömning: Fjärde AP-fonden överväger fondens strategiska placeringsinriktning på ett mer djupgående sätt vart tredje år och har inlett en sådan process under 2003. Under 2002 har mindre förändringar av normalportföljen beslutats, bl.a. har andelen svenska aktier reducerats och andelen utländska aktier ökats i

motsvarande grad. Dessutom har riktmärket för fondens öppna valutaexponering förändrats till att motsvara den svenska importens valutasammansättning, vilket antagits erbjuda ett bättre skydd av de fonderade pensionsmedlen i termer av framtida köpkraft. Skr. 2002/03:130

Tabell 19. Fjärde AP-fondens normalportfölj (portföljandelar i procent).

	2003	2002	Index
Svenska aktier	20	22,5	SIX RX
Utländska aktier	42,5	40	MSCI World DNI
Svenska obligationer	16,9	16,9	SHB Bond
Utländska obligationer	20,6	20,6	Merril Lynch Global Bond
Fastigheter	-	-	-
Summa	100	100	Sammanvägt index

I regeringens skrivelse för 2001 diskuterades Fjärde AP-fondens ALM-analys, mot bakgrund av att den högre risken i aktier inte föreföll ha påverkat analysens resultat. Fjärde AP-fonden baserade denna analys på ett demografiskt scenario (RFV basscenario 2000), som innebar en större påfrestning på pensionssystemet än senare huvudscenarier från RFV, vilket enligt Fjärde AP-fondens analys utgjorde argument för ett högre avkastningskrav på fondens placeringar och en högre aktieandel. Fjärde AP-fonden anser att senare demografiska scenarier från SCB och RFV är alltför optimistiska jämfört med de förhållanden som faktiskt råder, bl.a. avseende nativitet, den förlängning av medellivslängden som har ägt rum och faktisk förvärvsfrekvens, och att dessa scenarier därför inte givit anledning till att revidera analysen.

Intressant nog har den förbättring av pensionssystemets finansiella ställning som blir det förväntade resultatet av SCB/RFV:s uppdaterade scenarier, motiverat en annan AP-fond att höja aktieandelen på den grunden att pensionssystemet därmed kan bära mer marknadsrisk, medan Fjärde AP-fonden hittills sett det som ett argument för mindre aktier eftersom avkastningskravet sjunker. Detta förefaller vara ett uttryck för en principiell skillnad mellan olika typer av ALM-studier, med avseende på avvägningen mellan förväntad avkastning och risk. Resultatet av Fjärde AP-fondens fortsatta analys av dessa frågor bör avvaktas.

Fjärde AP-fondens avkastningsmål är att överträffa jämförelseindex under en tvåårsperiod med 1,35 procent, dvs. med 0,67 procent per år. Risken, mätt som aktiv risk, skall inte varaktigt överstiga 4 procent. Fondens mål för riskjusterad avkastning, mätt som informationskvot, är 0,2 i genomsnitt.

5.1.2 Utvärdering av Sjätte AP-fondens mål

Regeringens bedömning: Sjätte AP-fondens mål 2002 återspeglar inte fondens allt tydligare inriktning mot onoterade aktier. Detta har emellertid styrelsen åtgärdat genom att från och med 2003 byta till ett absolut avkastningsmål för fonden som helhet, vilket är positivt.

Regeringens skrivelse för 2001: Sjätte AP-fondens förvaltning omfattar både noterade och onoterade svenska aktier. Avkastningsmålet

för onoterade aktier förefaller väl avvägt medan avkastningsmålen för den noterade portföljen och för fonden totalt alltså är relativt lågt satta.

Skälen för regeringens bedömning: Sjätte AP-fondens mål för den noterade portföljen har varit att överträffa SIX RX exklusive Nokia, en aktie i vilken fonden är förhindrad att placera. Samtidigt har målet för den onoterade portföljen varit en avkastning på 16 procent före kostnader eller 13 procent efter kostnader, dvs. ett absolut avkastningsmål. Detta senare mål innefattar ett avkastningskrav på noterade aktier på 9 procent, dvs. i dagens läge en riskpremie utöver riskfria räntan på cirka 4,5 procent, och därtill en extra riskpremie för onoterade aktier på 4 procent.

Även för Sjätte AP-fonden som helhet har gällt samma mål som för den noterade portföljen, dvs. att överträffa börsindex över en femårsperiod. I takt med att andelen onoterade aktier växer har målet för fonden som helhet blivit mindre relevant. Detta gäller i synnerhet 2002, när fonden genom kombinationen av kraftiga kursfall på noterade innehav och fortsatta investeringar i onoterade aktier blivit tydligt inriktad mot onoterade aktier. Eftersom summan av investerade belopp och belopp som är utfästa för framtida investeringar i riskkapitalfonder och onoterade företag i princip motsvarar hela fondkapitalet kan man säga att Sjätte AP-fonden i dag är en renodlad riskkapitalfond.

Fondens styrelse har beaktat detta genom att besluta om ett absolut avkastningsmål som gäller från och med 2003. Målets närmare utformning beror på fördelningen av onoterade bolag mellan sektorer och mognadsfaser, liksom på likviditetsportföljens storlek och sammansättning. Utgångspunkten för styrelsens mål är riskfria räntan mätt med femåriga statsobligationer och därtill en riskpremie som tillåts variera med bransch och mognadsfas samt med tillgångsslag. Regeringen tar ställning till detta nya mål när det finns tillräckligt underlag.

5.1.3 Utvärdering av Sjunde AP-fondens mål

Regeringens bedömning: Sjunde AP-fonden har valt inriktning för Premiesparfonden på grundval av en genomsnittlig premiepensionssparare, beträffande såväl antal kvarvarande yrkesaktiva år som riskbenägenhet. I takt med att premiepensionen växer som andel av den totala lagstadgade pensionen bör det övervägas om inte denna inriktning mot en genomsnittlig premiepensionssparare på sikt kan ersättas av en mer differentierad placeringsinriktning med avseende på premiepensionsspararnas ålder och därmed återstående tid till pension.

Regeringens skrivelse för 2001: Sjunde AP-fondens strategiska placeringsinriktning förefaller väl övervägd. Dock torde man från principiella utgångspunkter kunna ifrågasätta lämpligheten av att utnyttja den genomsnittligt valda fonden som utgångspunkt för att bygga en långsiktig portfölj.

Skälen för regeringens bedömning: Sjunde AP-fonden förvaltar två fonder inom premiepensionssystemet, Premiesparfonden och Premievals-fonden. Sjunde AP-fonden har därmed ett annat uppdrag än buffertfonderna inom fördelningssystemet. Till Premiesparfonden förs premiepensionsmedel för de premiepensionssparare som inte valt annan

fond. Premievals-fonden är en valbar fond som konkurrerar fritt med privata alternativ inom premiepensionssystemet.

För Sjunde AP-fonden gäller samma övergripande uppdrag som för AP-fonderna generellt. De två fonderna skall förvaltas till största möjliga nytta för premiepensionssystemet. Portföljernas strategiska inriktning skall utformas efter en analys av pensionssystemets åtagande. Målet skall vara långsiktigt hög avkastning i förhållande till risken i placeringarna. Den totala risknivån i förvaltningen skall vara låg. Risk och avkastning skall tolkas i termer av utgående pensioner. Kravet på låg risk gäller dock inte Premievals-fonden.

Eftersom premiepensionsmedlen kan kopplas till enskilda individer krona för krona råder ett direkt samband mellan fondandelarnas värde vid pensionstillfället och värdet av individens rätt till premiepension vid samma tidpunkt. Här kan alltså risk och avkastning i termer av utgående pensioner direkt översättas med sedvanliga mått på risk och avkastning i fonderna. Det innebär att fondens volatilitet är ett mått på risk i lagens mening, dock inte kortsiktiga fluktuationer i fondernas värde utan det långsiktiga resultatet av dessa fluktuationer som uppkommit under den tid sparandet pågått och som sammantagna bidrar till att bestämma fondandelens slutliga värde vid pensionstillfället. Det innebär bl.a. att kortsiktig volatilitet har olika inverkan på olika individers sparande, bl.a. beroende på hur lång tid sparandet pågått och därmed hur stor andel av det slutligt sparade beloppet som utbetalats och därmed placerats i fonder.

I regeringens skrivelse för 2001 redogjordes bl.a. för hur Sjunde AP-fonden valt placeringsinriktning i fonderna på grundval av en genomsnittlig premiepensionssparare, vilket implicerade en placeringshorisont 17 alternativt 22 år fram i tiden. Utgångspunkten för Sjunde AP-fondens val av placeringsinriktning var det med placerade belopp vägda genomsnittet av fonder i premiepensionssystemet och målet att finna en portfölj med högre förväntad avkastning än detta genomsnitt som därtill har samma eller lägre risk. Det betyder att de aktiva valen av premiepensionsfond påverkat Sjunde AP-fondens val av risknivå. Sjunde AP-fonden har även granskat portföljerna i ett absolut perspektiv, med syfte att de mot bakgrund av fondens antaganden skall utgöra en effektiv kombination av förväntad avkastning och risk. I det sammanhanget tog fonden hänsyn till hela den statliga pensionen, inklusive inkomstpensionen.

Det finns indikationer på att de aktiva valen av premiepensionsfond hösten 2000 influerades av fondernas historiska avkastning, vilket betyder att väljarna i hög grad föredrog aktiefonder och blandfonder med en hög andel aktier.²⁵ När det gäller blandfonder föredrog väljarna därför hög historisk risk framför låg, medan detta inte var fallet bland aktiefonderna där väljarna tydligt föredrog hög avkastning i förhållande till risk, dvs. en hög riskjusterad avkastning.²⁶

Aktieandelarna i Premiesparfonden och Premievals-fonden uppgår sedan halvårsskiftet 2002 till 86 respektive 96 procent. Mot Premie-

²⁵ Stefan Engström & Anna Westerberg, *Winning Strategies in the Battle of Mutual Fund Flows* (ännu opublicerad studie från Handelshögskolan i Stockholm och RFV).

²⁶ De aktiva fondväljarna visade även en stark preferens för inhemska fonder framför utländska och en tydlig preferens för låga avgifter.

sparfondens mindre aktieandel svarar en högre andel realränteobligationer och en andel hedgefonder. Regeringen har ingen anledning att lägga några synpunkter på inriktningen av Premievals fonden. Denna är fullt konkurrensutsatt och det finns inte heller något krav på låg risk. För Premiesparfondens del däremot gäller ett krav på att den totala risknivån i förvaltningen skall vara låg. Dock gäller alltså att detta krav på låg risk inte avser kortsiktiga prisfluktuationer utan det långsiktiga resultatet av dessa fluktuationer på den slutliga premiepensionen.

Tabell 20. Sjunde AP-fondens normalportföljer.

	Premiesparfonden	Premievals fonden	Index
Svenska aktier	17 procent	20 procent	SBX
Utländska aktier	65 procent	68 procent	FTSE
Onoterade aktier	4 procent	8 procent	FTSE
Realränteobligationer	9 procent	3 procent	OMRX Real
Hedgefonder	4 procent	-	STIBOR O/N
Kassa	1 procent	1 procent	STIBOR O/N
Summa	100 procent	100 procent	Sammanvägt index

Eftersom den återstående tiden till pension i genomsnitt är förhållandevis lång och premiepensionen utgör en mindre andel av äldre premiepensionssparares pensionsrätt inom det inkomstbaserade ålderspensionssystemet finns det stöd för Sjunde AP-fondens utformning av Premiesparfonden.²⁷ Eftersom avsättningar till premiepension görs löpande har kortsiktiga förluster inte samma genomslag på det långsiktigt förväntade resultatet som fallet är beträffande fördelningssystemets buffertfonder. Å andra sidan är premiepensionssystemet fullt ut exponerat för finansiella marknadsrisker. Sammantaget kan man med beklagande konstatera att det även för Sjunde AP-fondens del har uppstått förluster som kan ha samband med marknadernas grundläggande värdering i utgångsläget. Som tidigare påpekats (avsnitt 5.1.1) avspeglar detta i så fall problem som är gemensamma för branschen.

Vad som dessutom kan diskuteras i detta sammanhang är premiepensionsspararnas riskbenägenhet. Utöver objektiva överväganden i form av placeringshorisont och den samlade lagstadgade pensionens sammansättning och mindre objektiva överväganden rörande förväntad avkastning och risk för olika tillgångsslag tillkommer vid individuella fondval en rent subjektiv faktor i form av individens egen riskbenägenhet. Mindre riskbenägna premiepensionssparare kan vara beredda att välja en lägre framtida pension i utbyte mot ett högre mått av säkerhet, både vad gäller den slutliga pensionens storlek och fondandelarnas utveckling under den tid sparandet pågår fram till pension. Om den samlade pensionsrätten är låg kan benägenheten att bära finansiell risk vara mindre. Sjunde AP-fonden kan sägas ha fått uppdraget att beakta omständigheter som dessa genom kravet på låg risk.

PPM genomförde våren 2002 en undersökning med hjälp av telefonintervjuer bland 2000 premiepensionssparare. En av de frågor som ställdes var om personerna i fråga föredrog en fond med låg risk. I detta

²⁷ Enligt uppgift från Sjunde AP-fonden kan den som pensioneras 2010 förväntas erhålla 5 procent av sin statliga pension i form av premiepension. Denna andel förväntas stiga till 30 procent 2040.

instämde 39 procent av ickeväljarna medan 26 procent av dem som hade valt fond aktivt, dvs. en mindre andel, sade sig föredra låg risk. Detta är även konsistent med vad som hittills är känt om aktiva fondval. Slutsatsen blir att ickeväljarna verkligen kan vara mindre riskbenägna än de aktiva väljarna. Det är visserligen möjligt att svaren färgats av den negativa marknadsutvecklingen och att bekräftelse bör sökas i ett annat marknadsläge. Det är även möjligt att undersökningar som dessa tydligare bör inriktas mot avvägningen av förväntad avkastning mot risk och inte begränsas till separata frågor om risk. Dock torde riskmedvetenheten ha påverkats mer varaktigt.

Frågan är komplicerad. Premiesparfonden skall hålla en låg riskprofil, men förvaltningen skall inte vara så försiktig att den förväntade premiepensionen för dessa sparare kraftigt avviker negativt från den förväntade pensionsnivån för hela kollektivet av premiepensionssparare (prop. 1999/2000:46 s. 80 f). Det kan även uppstå fördelningseffekter om ickeväljarna, som förmodligen rymmer grupper som känner sig främmande inför fondsparande, skulle missgynnas systematiskt genom lägre pension.²⁸ Samtidigt kan det vara så att just dessa grupper reagerar särskilt negativt på kortsiktiga förluster i fonderna.

Från mer neutrala utgångspunkter förefaller Premiesparfonden ha en lämplig inriktning för unga premiepensionssparare. Mot bakgrund av att premiepensionen utgör en mycket liten andel av äldre individers samlade statliga pension torde Premiesparfondens inriktning under en period kunna accepteras även för äldre premiepensionssparare. Problem kan dock uppstå när premiepensionen växer som andel av total lagstadgad pension. Innan denna process hunnit alltför långt bör det övervägas om inte Sjunde AP-fonden skall ges möjligheten att utforma ett mer varierat utbud av fonder. Möjligheten att inrätta generationsfondprodukter har varit ett uttalat önskemål från Sjunde AP-fonden.

Regeringen har tidigare uttalat att det i sig finns goda skäl att göra det möjligt för den nuvarande Sjunde AP-fonden att inrätta generationsfonder (prop. 1999/2000:12 s. 18). Regeringen bedömde den gången att behovet av generationsfonder var mindre på kort sikt än på lång sikt och att det hade inneburit en olämplig belastning för PPM under uppbyggnadsskedet att då genomföra erforderliga anpassningar av myndighetens datasystem. I stället ansågs det att frågan borde övervägas ytterligare, varefter regeringen avsåg att återkomma till riksdagen.

De av styrelsen definierade avkastningsmålen för Premievals-fonden respektive Premiesparfonden är att avkastningen, under en löpande fem-årsperiod, minst motsvarar genomsnittet respektive den övre kvartilen för samtliga fonder som deltar i premiepensionssystemet. För Premiesparfonden gäller dessutom målet att fondens risk skall vara lägre än genomsnittet för samtliga fonder. Vidare har styrelsen satt målet att båda fonderna skall överträffa jämförelseindex med 0,3 procent på årsbasis under första halvåret 2002 och med 0,5 procent därefter. Förändringen av avkastningsmålet motiveras av att normalportföljen utökades med alternativa investeringar. En mer rättvisande jämförelse hade åstadkommit om styrelsen i stället definierat avkastningskrav för

²⁸ Sådana synpunkter framfördes av vissa remissinstanser, bl.a Riksbanken och RFV, med anledning av utredningen om Sjunde AP-fonden (SOU 1997:131).

onoterade aktier och hedgefonder inklusive lämpliga riskpremier (tabell 20). Eftersom dessa alternativa investeringar är strategiska innehav bör riskpremierna vara i hög grad förväntade, varför den högre avkastning som blir följden inte kan ses som ett resultat av aktiv förvaltning. Styrelsen har inte definierat något mål för riskjusterad avkastning. Fondernas aktiva risk skall understiga 3 procent.

5.2 Utvärdering av AP-fondernas förvaltning i förhållande till målen

Till grund för detta avsnitt ligger ett underlag från Wassum Investment Consulting (bilaga 7). Utvärderingen baseras på avkastningssiffror som har beräknats av Wassum på grundval av portföljdata från AP-fonderna. Beträffande Första–Fjärde AP-fonderna exkluderar analysen fastigheter och onoterade aktier eftersom dessa tillgångsslag inte är likvida och inte kan marknadsvärderas fortlöpande och inte heller omsättas på marknaden för att uttrycka taktiska marknadsbedömningar på det sätt som normalt sker vid förvaltning av likvida finansiella instrument. Fastigheter och onoterade aktier exkluderas därför från både portföljer och jämförelseindex. Avkastningen är även beräknad före förvaltningskostnader. Resultaten kan därför komma att avvika något från den avkastning som redovisas i fondernas årsredovisningar.

Sjätte AP-fonden är inriktad mot förvaltning av onoterade aktier och denna förvaltning utvärderas enligt branschens riktlinjer. Sjunde AP-fondens förvaltning utvärderas på grundval av fondkurser (*net asset value*) eller motsvarande, vilka inkluderar samtliga tillgångsslag.

5.2.1 Utvärdering av Första–Fjärde AP-fondernas förvaltning

Regeringens bedömning: Anpassningen till nya mål 2001 erbjuder en särskild svårighet i samband med utvärdering av förvaltningsresultat. Fonderna har haft olika ambitionsnivå för jämförelseindex under denna period, vilket bör beklagas. Det kan även noteras att fonderna i huvudsak bedrivit en förhållandevis passiv förvaltning i förhållande till index under de första två åren, i synnerhet efter avslutad anpassning till nya mål under 2001. Fondernas resultat bör tolkas med försiktighet mot bakgrund av den korta period för utvärdering som står till buds.

Regeringens skrivelse för 2001: Oklarhet om förvaltningsresultaten bör undvikas, i synnerhet på längre sikt. Därför torde det vara lämpligt att de AP-fonder som ännu inte gjort detta presenterar jämförelseindex i efterhand, baserade på dokumenterade styrelsebeslut rörande portföljens sammansättning inklusive valutaexponering, även avseende första halvåret 2001.

Jämförelseindex första halvåret 2001 bör utgöras av antingen den initiala portföljen, eftersom denna entydigt ägdes av varje fond vid årets inledning, eller ett jämförelseindex baserat på styrelsebeslut rörande takten i omstruktureringen från den initiala portföljen till den strategiska portföljen (*transition benchmark*). Det är knappast lämpligt att utnyttja

normalportföljen som jämförelsenorm. Sådana jämförelseindex som här åsyftas bör publiceras i nästa årsredovisning, i samband med redovisning av resultaten över en tvåårsperiod.

Wassums utvärdering: Historiken är alltför kort för att resultaten skall vara statistiskt signifikanta. Nivån på aktiv risk indikerar att fonderna avvikit från index i liten utsträckning. En rimlig förklaring till detta är att fonderna genomgått en inledningsprocess, med begränsad beredskap att avvika från index. Om fonderna skall nå sina långsiktiga avkastningsmål måste fonderna ta högre risk i förhållande till index.

Med undantag för Tredje AP-fonden var planeringen av portföljanpassningen i början av 2001 och konstruktionen av jämförelseindex under denna period inte helt tillfredsställande. Några fonder uppvisar väsentligt större avvikelser i förhållande till jämförelseindex i början av 2001 än vad som förekommer därefter. Det kan ifrågasättas om resultaten under anpassningsperioden är fullt representativa, varför de bör tolkas med försiktighet.

Skälen för regeringens bedömning: AP-fondernas roll som förvaltare av offentliga pensionsmedel ställer höga krav på genomlysning och rättvisande jämförelser mellan fonderna. Anpassningen till nya mål 2001 försvårar sådana jämförelser, eftersom fonderna arbetat med olika grad av tydlighet beträffande jämförelseindex under anpassningsperioden. Mot den bakgrunden uttryckte regeringen önskemålet att de fonder som ännu inte gjort detta skulle beräkna rättvisande jämförelseindex i efterhand. Som framhölls i skrivelsen för 2001 har regeringen förbehållit sig rätten att själv välja jämförelseindex om de riktmärken fonderna fastställt bedöms uppenbart olämpliga (prop. 1999/2000:46 s. 114), men att det bör vara att föredra om fonderna själva vinnlägger sig om att formulera ändamålsenliga jämförelseindex.

Det kan nu konstateras att denna begäran inneburit vissa problem eftersom de jämförelseindex som tagits fram kan bedömas vara rättvisande i olika utsträckning. Det är därför knappast lämpligt att jämföra fondernas resultat med varandra enbart på denna grund. En möjlig lösning är att komplettera med en utvärdering som exkluderar första halvåret 2001, dock utan att perioden i fråga tillåts falla i glömska.

Tabell 21. Buffertfondernas aktiva risker 2001–2002 (procent).

	AP1		AP2		AP3		AP4	
	2002	Snitt	2002	Snitt	2002	Snitt	2002	Snitt
Sv. aktier	0,9	3,5	2,0	1,6	2,4	2,2	2,3	2,5
Utl. aktier	0,5	1,1	1,2	1,7	0,9	1,3	2,1	2,0
Totalt	0,5	1,5	0,8	1,1	0,4	0,5	1,0	1,0

Anm. Aktiv risk (även kallad *tracking error*) mäter fondens avvikelse från jämförelseindex som en standardavvikelse.

Fonderna har i huvudsak bedrivit en förhållandevis indexnära förvaltning under de första åren. Att så är fallet i de utländska aktieportföljerna torde bero på att fonderna i viss utsträckning upphandlat extern förvaltning av utländska aktier i form av s.k. passiva mandat (dvs. indexförvaltning). Risktagandet har emellertid varit begränsat även i förvaltningen av svenska aktier, vilket i någon mån kan bero på att uppdraget varit nytt för Första och Andra AP-fonderna och i övrigt på organisatoriska förändringar. Som framgår av tabell 21 har risktagandet

på total nivå generellt sett varit lägre under 2002 än genomsnittet för tvåårsperioden, vilket indikerar att anpassningen till nya mål under 2001 påverkat de aktiva riskerna uppåt. För fonderna som helhet kan detta, som Wassum påpekar, delvis vara en indikation på relevansen avseende jämförelseindex under anpassningsperioden. För tillgångsslagen svenska respektive utländska aktier bör emellertid indexfrågan vara oproblematiserad varför de aktiva riskerna kan antas ge goda indikationer på graden av aktiv förvaltning. En motsvarande jämförelse av svenska och utländska obligationer har inte varit möjlig att göra på grund av fondernas redovisning.

Det kan vara rimligt om fonderna begränsar risktagandet i förhållande till normalportföljen genom att begränsa s.k. taktisk allokering, under förutsättning att normalportföljen verkligen är den bästa portföljen ur pensionssystemets perspektiv. Det kan även finnas anledning att hålla tillbaka risktagandet i förhållande till varje aktiemarknad om det är så att styrelserna beslutat att kostnaderna skall minimeras. Indexförvaltning är den billigaste formen av förvaltning eftersom den inte ställer några krav på resurser för analys. Nackdelen med en sådan inriktning är att fonderna förvaltas osjälvständigt i förhållande till marknaderna och därför inte bidrar till marknadernas funktion, vilket från allmänna utgångspunkter skulle kunna anses olyckligt med tanke på fondernas storlek.

Första–Fjärde AP-fonderna har utformat organisationer enligt målsättningen att index skall överträffas, vilket förutsätter ett mått av aktiv förvaltning. Även om den aktiva risken på övergripande nivå kan vara låg till följd av god diversifiering mellan positionstagandet i olika tillgångsslag så kan den aktiva risken inom tillgångsslagen inte vara hur låg som helst om fonderna skall anses bedriva aktiv förvaltning (se även avsnitt 5.3).

5.2.1.1 Första AP-fondens förvaltning

Regeringens bedömning: Första AP-fonden har vinnlagt sig om att beräkna ett rättvisande jämförelseindex som kan läggas till grund för en långsiktig utvärdering. Resultatet i förhållande till index är negativt men denna underavkastning kan i sin helhet föras till anpassningsperioden under första halvåret 2001, vilket bör beaktas vid en slutlig bedömning.

Wassums utvärdering: Första AP-fonden har blandat valutapositionerna och kassan, vilket försvårar en utvärdering av valutaförvaltningen. Dessutom har terminspositioner som har samband med taktisk allokering endast delvis fördelats till relevant tillgångsslag med hjälp av kassamedel. Transparensen och jämförbarheten skulle, enligt Wassum, förbättras om valutapositionerna separerades från kassan och om derivatexponering till följd av taktisk allokering helt motsvarades av kassamedel i respektive tillgångsslag.

Genomförandet av portföljanpassningen under första halvåret 2001 kom att avvika från vad som var ursprungligen planlagt och Första AP-fonden har definierat jämförelseindex i efterhand. Fondens avkastning understiger jämförelseindex med 0,7 procent per år. Första halvåret 2001

var den relativa avkastningen -1,35 procent. Därefter har fonden utvecklats som jämförelseindex. Skr. 2002/03:130

Förvaltningen av svenska aktier bidrog positivt till fondens resultat medan utländska aktier bidrog negativt. Det huvudsakliga bidraget till fondens negativa avkastning i förhållande till index lämnade emellertid taktisk allokering. Eftersom denna komponent även innehåller valutaförvaltning kan resultatet av dessa aktiviteter inte separeras.

Skälen för regeringens bedömning: Första AP-fonden har beräknat ett jämförelseindex avseende första halvåret 2001 som tidvis genererar stora avvikelser mellan portfölj och index, men som inte entydigt är till fondens fördel och som beskriver en snabb men dock gradvis anpassning till den strategiska portföljen vid halvårsskiftet. Detta index har även publicerats i fondens årsredovisning, enligt det önskemål som uttrycktes i regeringens skrivelse för 2001. Det finns därmed en grund att bedöma fondens långsiktiga resultat, även om osäkerheten avseende första halvåret 2001 alltjämt bör hållas i minnet.

Tabell 22. Första AP-fondens resultat 2001–2002 (procent).

	2002		Genomsnitt		Riskjusterad avkastning*	
	Absolut	Relativt	Absolut	Relativt	Aktiv risk	Informationskvot
Svenska aktier	-41,5	0,6	-31,4	0,9	3,5	0,25
Utländska aktier	-22,3	0,0	-19,0	-0,9	1,1	-0,82
Tillväxtmarknader	-22,0	-0,8	-18,4	-1,5	3,4	-0,44
Svenska obligationer	8,5	0,1	6,0	0,1	0,3	0,17
Utländska obligationer	10,1	-0,6	9,0	0,2	0,7	0,29
Realränteobligationer	14,6	0,0	9,8	0,1	0,2	0,54
SUMMA	-14,2	-0,6	-10,2	-0,7	1,5	-0,42

*) Avser genomsnittet 2001–2002. Informationskvoten uttrycker relationen mellan överavkastning och aktiv risk.

Förvaltningen av svenska aktier har lämnat ett litet positivt bidrag till fondens resultat. Som framgår av tabell 22 är den riskjusterade avkastningen i den svenska aktieportföljen positiv, vilket förstärkts under 2002 eftersom portföljen levererat en viss överavkastning även detta år trots mycket begränsade aktiva risker (se tabell 21). Den positiva riskjusterade avkastningen på utländska obligationer respektive realränteobligationer har haft mycket liten effekt på fondens resultat eftersom risktagandet varit lågt.

Den huvudsakliga resultateffekten för Första AP-fondens vidkommande uppstår i samband med portföljanpassningen under första halvåret 2001. Detta bör hållas i minnet vid en slutlig bedömning av fondens resultat mot bakgrund av den generella osäkerhet som råder beträffande resultaten under denna period.

5.2.1.2 Andra AP-fondens förvaltning

Regeringens bedömning: Andra AP-fondens resultat i förhållande till styrelsens mål är positivt och kan i sin helhet föras till anpassningsprocessen under 2001, som i Andra AP-fondens fall inkluderar tredje kvartalet.

Wassums utvärdering: Andra AP-fonden har genomfört två större strategiförändringar. Den första genomfördes momentant i maj 2001. Den andra genomfördes gradvis under de sista fyra månaderna 2002. I det senare fallet planerades och genomfördes förändringen stegvis, med tydligt definierade mål, vilket medger en tillförlitlig utvärdering.

Transparensen och jämförbarheten skulle förbättras om positioner i derivat som har samband med taktisk allokering fördes till respektive tillgångsklass med hjälp av kassamedel.

Andra AP-fonden har inte inkluderat resultateffekterna av valutasäkring i jämförelseindex (ett sådant index fanns inte tillgängligt från indexleverantören vid fondens start). Därför har Wassum genomfört en försiktig schablonmässig korrigering av Andra AP-fondens index och föreslår att fonden fortsättningsvis utnyttjar ett index som beaktar denna typ av resultateffekt.

Vid analysen av Andra AP-fondens portfölj identifierades en resultatavvikelse till fondens fördel jämfört med fondens egna beräkningar.

Skälen för regeringens bedömning: Andra AP-fonden utnyttjade den initiala portföljen som jämförelseindex i början av 2001 men bytte momentant till normalportföljen vid månadsskiftet april/maj, dvs. redan innan denna fastställts av styrelsen den 9 maj och på nytt den 25 juni. Detta gynnade fonden något resultatmässigt i juni, eftersom fonden då fick en stor undervikt i aktier samtidigt som börserna föll. Effekten är dock begränsad. De stora resultateffekterna för fondens vidkommande uppkommer under tredje kvartalet, när fonden vidmakthåller en relativ underexponering mot aktiemarknaderna som faller dramatiskt i samband med terrorattacken i New York den 11 september. I detta skede utnyttjar alla fonder den strategiska normalportföljen som jämförelseindex. Som Wassum framhåller manar dock Andra AP-fondens aktiva positioner i detta skede, som saknar motsvarighet tiden därefter, till viss försiktighet vid tolkning av resultatet.

Beträffande Andra AP-fondens resultat bör det dessutom beaktas att jämförelseindex inte korrigerats fullt ut för resultateffekterna av tvånget att valutasäkra utländska tillgångar, vilket innebär att resultatet kan ha överskattats i någon mån.²⁹ Andra AP-fondens jämförelseindex innehöll även en betydande andel statsskuldväxlar fram till hösten 2002, vilka var lätta att överträffa under de förhållanden som rådde under detta år. Det är heller inte riktigt tillfredsställande ur datakvalitetssynpunkt att det uppmätta resultatet i obligationsportföljen uppstår vid ett tillfälle i december 2001.

Tabell 23. Andra AP-fondens resultat 2001–2002 (procent).

	2002		Genomsnitt		Riskjusterad avkastning*	
	Absolut	Relativt	Absolut	Relativt	Aktiv risk	Informationskvot
Svenska aktier	-36,6	-0,8	-27,1	-1,0	1,6	-0,62
Utländska aktier	-24,8	0,3	-16,9	0,5	1,7	0,28
Räntebärande	9,1	0,1	6,8	0,4	0,6	0,69
SUMMA	-16,0	-0,3	-9,9	0,8	1,1	0,72

*) Avser genomsnittet 2001–2002. Informationskvoten uttrycker relationen mellan överavkastning och aktiv risk.

²⁹ Orsaken till att fonden inte genomfört denna korrigering är att indexleverantören MSCI inte tillhandahållit tjänsten på daglig basis.

Med detta sagt har alla tillgångsslag bidragit positivt till fondens resultat, med undantag för svenska aktier. Det väsentliga bidraget lämnas emellertid av taktisk allokering, vilket avspeglar fondens relativa undervikt i aktier fram till oktober 2001. Det resultat som redovisas för fonden står sig väl i förhållande till fondens långsiktiga mål, en överavkastning på 0,5 procent per år och en riskjusterad avkastning, mätt som informationskvot, på 0,25 eller bättre. Detta gäller även med beaktande av fondens förvaltningskostnader.

5.2.1.3 Tredje AP-fondens förvaltning

Regeringens bedömning: Tredje AP-fonden är ensam om att i förväg ha beräknat ett korrekt jämförelseindex för hela perioden, inklusive portföljanpassningen våren 2001, som utgör en invändningsfri jämförelsenorm för utvärdering. Fondens resultat i förhållande till detta index är positivt.

Wassums utvärdering: Tredje AP-fonden beräknar själv fortlöpande en likvid jämförelsenorm som exkluderar fastigheter. Här exkluderas även ett mindre innehav i onoterade aktier, från både portfölj och jämförelseindex, vilket utgör en mindre skillnad jämfört med fondens egna beräkningar.

Transparens och genomlysning är mycket bra. Taktisk allokering genomförs med hjälp av derivat som i sin tur förs till rätt tillgångsslag med hjälp av kassamedel.

Aktievalet i den svenska portföljen förklarar mest av fondens överavkastning. Även aktievalet i den globala aktieportföljen bidrar positivt medan värdepappersvalet i den globala obligationsportföljen bidrar negativt. Det största negativa bidraget kommer från taktisk allokering (aktier har överviktats vid fel tillfällen).

Skälen för regeringens bedömning: Tredje AP-fonden har alltsedan starten 2001 definierat strategin i förväg. Därför finns det i detta fall ett invändningsfritt jämförelseindex som läggs till grund för utvärdering. Fonden beräknar själv ett jämförelseindex fortlöpande som exkluderar fastigheter och som ligger nära det index som Wassum beräknat. Dock finns det en skillnad eftersom Wassum även exkluderat onoterade aktier. Eftersom innehavet är litet och exkluderas från både portfölj och index bör resultateffekten vara liten.

Enligt Wassums beräkningar överstiger fondens avkastning jämförelseindex med en knapp marginal (0,2 procent per år före kostnader). Detta är en avvikelse jämfört med fondens egna beräkningar, som indikerar en högre relativ avkastning.³⁰ Det tycks vara så att omdefinierade prospekt för vissa ränteterminskontrakt i Tredje AP-fondens värdepapperssystem introducerat en felaktighet i dataunderlaget för 2001. Denna avvikelse bör uppmärksammas i samband med nästa utvärdering.

³⁰ Tredje AP-fondens beräkningar har även bekräftats av en oberoende konsult.

Tabell 24. Tredje AP-fondens resultat 2001–2002 (procent).

Skr. 2002/03:130

	2002		Genomsnitt		Riskjusterad avkastning*	
	Absolut	Relativt	Absolut	Relativt	Aktiv risk	Informationskvot
Svenska aktier	-33,9	2,0	-23,6	2,5	2,2	1,13
Utländska aktier	-24,5	1,4	-20,5	-0,2	1,3	-0,13
Svenska obligationer	7,7	-0,8	5,8	0,1	0,6	0,09
Utländska obligationer	7,7	-1,2	6,3	-1,0	1,5	-0,70
Realränteobligationer	14,4	-0,1	9,8	-0,1	0,4	-0,24
SUMMA	-13,1	0,4	-8,9	0,2	0,5	0,42

*) Avser genomsnittet 2001–2002. Informationskvoten uttrycker relationen mellan överavkastning och aktiv risk.

Den av Wassum beräknade överavkastningen beror på valet av värdepapper, främst i förvaltningen av svenska aktier. Överavkastningen i den svenska aktieportföljen är 2,5 procent per år, vilket är mycket bra med beaktande av att den aktiva risken begränsats till 2,2 procent på årsbasis (2,4 procent under 2002). Detta ger en informationskvot överstigande ett, vilket är så bra att man kan ifrågasätta om den aktiva risken i denna del av verksamheten varit tillräckligt hög. Ett påtagligt negativt resultatbidrag lämnas av den utländska obligationsportföljen, vilket delvis kan ha samband med den ovannämnda felaktigheten i dataunderlaget.

Enligt den analys och de förutsättningar som ligger till grund för regeringens utvärdering har Tredje AP-fonden inte riktigt nått upp till styrelsens långsiktiga mål avseende avkastning i förhållande till index. Dock återstår det att helt klarlägga de konstaterade avvikelser som finns när det gäller beräkning och analys av Tredje AP-fondens resultat. Enligt styrelsens långsiktiga mål skall jämförelseindex överträffas med 0,4 procent per år och informationskvoten skall överstiga 0,2 procent, allt mätt efter kostnader.³¹

5.2.1.4 Fjärde AP-fondens förvaltning

Regeringens bedömning: Fjärde AP-fondens förvaltning uppvisar ett negativt resultat för perioden som helhet. Det återstår en osäkerhet om resultatet i förhållande till ett rättvisande jämförelseindex under första halvåret 2001.

Wassums utvärdering: Fjärde AP-fonden genomförde anpassningen till nya mål snabbare än styrelsens planläggning. Det jämförelseindex fonden definierat bygger på styrelsens ursprungliga plan under första halvåret 2001 och på normalportföljen för perioden därefter. Dokumentationen indikerar att Fjärde AP-fonden själv inte funnit det informativt att utvärdera förvaltningen på denna grund. Det är därför rimligt att fråga om det jämförelseindex fonden lagt fram är fullt relevant för utvärderingsändamål.

Genomlysningen av Fjärde AP-fondens förvaltning är mycket god. Resultatet av taktisk allokering och valutaförvaltning kan följas och utvärderas.

³¹ I samband med portföljanpassningen 2001 var målet för överavkastning 0,3 procent, dvs. något lägre.

Fonden har inte nått sina mål under tvåårsperioden. Det förhållandevis svaga resultatet beror huvudsakligen på värdepappersvalet i den utländska aktieportföljen och i obligationsportföljen. Även taktisk allokering har bidragit negativt. Valutaförvaltningen har bidragit positivt till fondens resultat.

Skälen för regeringens bedömning: I samband med fjolårets utvärdering redovisade Fjärde AP-fonden en aktiv avkastning i förhållande till den strategiska portföljen på -0,5 procent inklusive valutasäkring. Detta resultat publicerades i fondens årsredovisning för 2001, och upprepades i årsredovisningen för 2002. I förhållande till ett index som beaktade portföljanpassningen under 2001 beräknade Fjärde AP-fonden vid samma tillfälle en aktiv avkastning på -1,6 procent exklusive valutasäkring, dvs. avsevärt sämre. I skrivelsen för 2001 ansåg regeringen att den förra jämförelsenormen, dvs. den strategiska portföljen, inte var lämplig eftersom denna innehåller en stor aktieandel redan från start. Ett jämförelseindex som liknade det senare, dvs. som gav uttryck för en gradvis anpassning till nya mål, skulle vara en bättre jämförelsenorm på villkor att detta index även beaktar effekterna av valutasäkring.

Tabell 25. Fjärde AP-fondens resultat 2001–2002 (procent).

	2002		Genomsnitt		Riskjusterad avkastning*	
	Absolut	Relativt	Absolut	Relativt	Aktiv risk	Informationskvot
Svenska aktier	-36,5	-0,5	-25,5	0,6	2,5	0,24
Utländska aktier	-35,0	-1,5	-23,8	-2,1	2,0	-1,07
Räntebärande	9,3	-0,5	6,7	-1,0	0,6	-1,83
SUMMA	-17,3	-1,1	-11,5	-0,6	1,0	-0,56

*) Avser genomsnittet 2001–2002. Informationskvoten uttrycker relationen mellan överavkastning och aktiv risk.

Fjärde AP-fonden har tillgodosett regeringens önskemål genom att länka samman två index vid halvårsskiftet. Under första halvåret jämförs portföljen med ett index som beaktar anpassningen till nya mål fram till senhösten, inklusive valutasäkring. Detta index ersätts momentant med fondens normalportfölj vid halvårsskiftet. Därmed uppstår ett plötsligt avbrott i index vid ett tillfälle. Det visar sig att detta jämförelseindex är till betydande fördel för fonden, eftersom en tidigare rapporterad underavkastning 2001 elimineras.³² Jämförelseindex var emellertid inte i bruk under 2001, varför det kvarstår en osäkerhet om vad som är en rättvisande resultatjämförelse. Under andra halvåret 2001 är dock fondens resultat i nivå med jämförelseindex.

Det är klarlagt att fondens resultat i förhållande till ett rättvisande jämförelseindex är negativt. Negativa resultatbidrag har lämnats av utländska aktier och utländska obligationer. Förvaltningen av svenska aktier har lämnat ett positivt resultatbidrag för perioden som helhet.

³² Detta nya jämförelseindex beskriver en sämre avkastning än fondens normalportfölj under första halvåret genom en högre exponering mot svenska aktier, som utvecklades dåligt, och en markant lägre exponering mot utländska aktier, som gav en positiv avkastning i svenska kronor.

Regeringens bedömning: Sjätte AP-fondens avkastning under den senaste femårsperioden är något bättre än jämförelseindex, huvudsakligen till följd av det långsiktiga resultatet i den onoterade portföljen. Förvaltningen av onoterade aktier har inte uppnått styrelsens mål när resultatet 2002 läggs till tidigare historik. Det kan emellertid finnas skäl att i detta fall iaktta en något längre period för utvärdering och därför avvakta med en slutlig bedömning.

Regeringens skrivelse för 2001: Sjätte AP-fonden har uppnått styrelsens mål under den första sammanhängande femårsperioden i fondens historia. Förvaltningen av onoterade aktier kan betecknas som framgångsrik.

Wassums utvärdering: Sjätte AP-fonden har genomgått två anpassningsprocesser i samband med strategiförändringar. Under 1997–1998 bytte fonden räntebärande instrument mot aktier. I augusti 2002 påbörjades en omallokering inom den noterade portföljen, från börsnoterade aktier till kassa. Vid årets utgång representerade kassan 27 procent av fondkapitalet. Vid samma tidpunkt bytte Sjätte AP-fonden jämförelseindex, från börsindex till ett absolut avkastningsmål. Den senare anpassningen aktualiserar frågan om det är helt relevant att använda börsindex som jämförelsenorm hela perioden. Det förefaller osannolikt att den höga andelen kassa fram till årsskiftet skulle vara oberoende av den förestående förändringen av fondens mål.

Sedan fondens start har den onoterade portföljen avkastat 5,2 procent i genomsnitt, beräknad som en årlig internränta före kostnader. Den genomsnittliga avkastningen har därmed sjunkit signifikant från 17,9 procent i fjol som en konsekvens av betydande nedskrivningar av orealiserade resultat. Detta var särskilt fallet beträffande indirekta investeringar i riskkapitalfonder. Vid utvärdering av investeringar i onoterade aktier (*private equity*) är fem år ett absolut minimum och sex år fortfarande en kort period. En definitiv genomsnittlig internränta kan beräknas först när alla investeringar realiserats. Fram till dess bör beräkningar av genomsnittlig avkastning tolkas som en interimistisk indikator.

Fonden totalt har överträffat styrelsens mål under femårsperioden. Samma slutsats kan dras beträffande den noterade aktieportföljen, som överträffat index med 0,3 procent per år före kostnader. Om man skulle betrakta omallokeringen från noterade aktier till kassa hösten 2002 som ett strategiskt snarare än taktiskt beslut sjunker överavkastningen från 0,3 procent per år till nära noll.

Skälen för regeringens bedömning: Sjätte AP-fondens avkastning under femårsperioden 1998–2002 uppgår till 0,1 procent per år efter förvaltningskostnader, vilket överträffar jämförelseindex med 1,6 procent per år.³³ Fonden har därmed uppfyllt styrelsens mål i denna del. Resultatet är allt väsentligt en konsekvens av fondens inriktning mot onoterade aktier. Kapitalförvaltningen, som betecknar fondens förvaltning av börsnoterade aktier och i viss mån även räntebärande

³³ Det resultat som redovisas av Sjätte AP-fonden avser avkastning före kostnader och är därför något högre.

instrument, har överträffat jämförelseindex knappt under perioden före kostnader. I relation till de aktiva risker som tagits är emellertid överavkastningen obetydlig. Det gäller i synnerhet om hänsyn även tas till förvaltningens kostnader.

Tabell 26. Sjätte AP-fondens resultat 1998–2002 (procent).

	2002		Genomsnitt		Riskjusterad avkastning*	
	Absolut	Relativt	Absolut	Relativt	Aktiv risk	Informationskvot
Kapitalförvaltning	-34,6	1,1	-1,2	0,3	9,4	0,03
Fonden totalt	-32,4	3,3	0,1	1,6	12,8	0,12

*) Avser genomsnittet 1998–2002. Informationskvoten uttrycker relationen mellan överavkastning och aktiv risk.

Investeringsverksamheten

Avkastningen på onoterade aktier beräknas enligt branschens riktlinjer som en genomsnittlig internränta sedan start. Detta innebär att avkastningen är beräknad sedan den första investeringen 1997. Perioden för avkastningsberäkning kan inte förkortas förrän alla investeringar som gjordes 1997 realiserats. Det är även konsistent med branschens villkor att tillämpa en lång period för utvärdering.

Sjätte AP-fonden har sedan start investerat sammanlagt 9,9 miljarder kr i onoterade företag, vilket är 2,7 miljarder kr mer än för ett år sedan. Marknadsvärdet enligt EVCA:s riktlinjer, inklusive kassaflöden, var 10,6 miljarder kr vid utgången av 2002, vilket motsvarar en årlig genomsnittlig värdestegring med 5,2 procent, eller med 3,6 procent efter externa förvaltningskostnader. Denna avkastning är inte i nivå med styrelsens mål på 16 procent före kostnader. Det är första gången sedan 1998, då verksamheten alltjämt befann sig i ett tidigt skede, som det kan konstateras att investeringsverksamheten inte uppnått styrelsens långsiktiga mål.

Som framgår av tabell 27 har både de direkta och de indirekta investeringarna bidragit till en positiv avkastning. Jämfört med motsvarande tabell för ett år sedan kan man notera en kraftig nedjustering av resultatet av de indirekta investeringarna, medan avkastningen på direkt realiserade investeringar i stället justerats upp (från -9,6 procent per år i genomsnitt).

Tabell 27. Sjätte AP-fondens investeringar i onoterade aktier sedan 1997 (miljoner kr).

Portfölj	Investerat belopp	Värde	Kassaflöden	Summa värde	Akkumulerad avkastning
Indirekt	4 365,4	3 178,5	1 213,6	4 392,1	0,5 procent
Direkt orealiserat	3 696,2	2 674,3	1 676,0	4 350,2	12,2 procent
Direkt realiserat	1 843,2	-	1 874,3	1 874,3	1,0 procent
Totalt	9 904,8	5 852,7	4 764,0	10 616,7	5,2 procent
Totalt, netto	-	-	-	-	3,6 procent

Det nedjusterade resultatet i de indirekta investeringarna avspeglar de svåra marknadsförhållanden som utmärkt riskkapitalmarknaden de senaste åren. Avyttringar genom börsnotering eller försäljning till industriella köpare (s.k. exit) har försvårats och de värden som döljer sig i portföljen har inte kunnat realiserats som planerat. Som framgår av

tabell 28 har Sjätte AP-fonden, trots fortsatta investeringar, en minskad exponering mot tidigare utvecklingsfaser och en allt större andel mogna företag. Här inverkar även överflyttningen av de s.k. strategiska innehaven från den noterade portföljen till Investeringsverksamheten.

Tabell 28. Sjätte AP-fondens onoterade portfölj, fördelning på utvecklingsstadier (procent).

	Direkt	Indirekt	Totalt
Sådd	-	0	0
Uppstart	1,6	-	0,7
Expansion	4,3	50,4	28,8
Tillväxt/mognad	64,4	49,6	56,5
Noterat	29,7	-	14,0
Summa	100	100	100

Kapitalförvaltningen

Kapitalförvaltningens resultat under femårsperioden är svagt positivt före kostnader och förmodligen nära noll efter kostnader. Som framgått av Sjätte AP-fondens egen utvärdering (avsnitt 4.2) är det framför allt de s.k. aktiva innehaven som bidragit till kapitalförvaltningens avkastning i förhållande till index. Detta gäller i synnerhet 2000, trots ett negativt resultat året innan.

Tabell 27. Kapitalförvaltningens resultat 1998–2002 (procent)

	2002	2001	2000	1999	1998	Genomsnitt
Svenska aktier	-34,6	-12,9	-6,0	60,1	9,7	-1,2
Index*	-35,7	-14,2	-11,9	67,4	14,0	-1,5
Differens	1,1	1,3	5,8	-7,2	-4,3	0,3

*) SIX RX exklusive Nokia.

Enligt Wassums utvärdering är kapitalförvaltningens resultat under femårsperioden beroende av portföljanpassningen under hösten 2002. Den aktiva avkastningen faller från 0,3 procent per år till nära noll om det ökade inslaget av kassa under 2002 betraktas som ett resultat av styrelsens strategiska beslut att byta till ett absolut avkastningsmål från och med 2003. Det är som regel önskvärt att strategiska förändringar genomförs under en anpassningsperiod, vilket bör återspeglas av jämförelseindex under samma period.

5.2.3 Utvärdering av Sjunde AP-fondens förvaltning

Regeringens bedömning: Både Premiesparfondens och Premievalsfondens avkastning under de första åren understiger jämförelseindex något. Premiesparfonden överträffar den genomsnittliga fonden i premiepensionssystemet och har även lägre risk än denna, varför styrelsens långsiktiga mål tillgodosätts i denna del under perioden.

Wassums utvärdering: Målet för Premiesparfonden är att överträffa genomsnittsfonden i premiepensionssystemet, medan Premievalsfonden skall ingå i den bästa kvartilen. Fondernas likartade normalportföljer

förefaller inte harmoniera med fondernas olika avkastningsmål i förhållande till utbudet i premiepensionssystemet. Skr. 2002/03:130

Utvärderingen i förhållande till jämförelseindex baseras på stängningskurser från varje marknad och avviker därmed något från NAV-kurser (*net asset value*) som beräknas vid den svenska marknadens stängning. Vid denna utvärdering exkluderas dessutom förvaltningskostnader som däremot ingår i NAV-kurserna.

Wassum kunde jämföra de två fondernas NAV-kurser med genomsnittet respektive högsta kvartilen bland fonderna i premiepensionssystemet, men det var däremot inte möjligt att genomföra en regelrätt konkurrentjämförelse på basis av tillgängligt dataunderlag i form av NAV-kurser och motsvarande. De huvudsakliga svårigheterna avsåg Sjunde AP-fondens valutastrategi och fondernas inslag av alternativa investeringar. Ett sätt att komma runt dessa svårigheter är att genomföra en konkurrentjämförelse per tillgångsslag snarare än för fonderna som helhet. Det bör dock beaktas att en väsentlig del av fonderna är passivt förvaltd.

Fonderna har inte nått avkastningsmålen i förhållande till jämförelseindex. Premiesparfonden har överträffat genomsnittsfonden med i genomsnitt 3,6 procent per år, medan Premievalsfonden understiger bästa kvartilen med i genomsnitt 10,8 procent per år.

Skälen för regeringens bedömning: Både Premiesparfonden och Premievalsfonden har gett en negativ avkastning som något understiger jämförelseindex sedan fondernas start hösten 2000. Därmed elimineras den överavkastning som kunde uppmätas 2001. Det har framgått av Wassums kontakter med Sjunde AP-fonden att fondernas negativa resultat i förhållande till index inte kan föras tillbaka på förvaltningen av globala aktier eller obligationer utan verkar ha samband med fondens valutasäkring. Undersökning av denna frågeställning pågår inom Sjunde AP-fonden.

Sjunde AP-fondens aktiva risker är måttliga, men tål väl en jämförelse med de stora buffertfonderna. Givet det förhållandevis stora inslaget av passiv förvaltning torde det finnas skäligt utrymme för aktiva mandat inom de områden där fonden upphandlat eller på annat sätt beslutat om aktiv förvaltning.

Tabell 26. Sjunde AP-fondens resultat 2000–2002 (procent).

	2002		Genomsnitt*		Riskjusterad avkastning*	
	Absolut	Relativt	Absolut	Relativt	Aktiv risk	Informationskvot
Premiesparfonden	-26,7	-1,1	-20,0	-0,1	1,3	-0,09
Premievalsfonden	-30,3	-1,4	-21,1	-0,4	1,6	-0,23

*) Avser genomsnittet på årsbasis sedan fondernas start hösten 2000 t.o.m. 2002. Observera att fonderna varit i drift olika länge. Informationskvoten uttrycker relationen mellan överavkastning och aktiv risk.

Enligt styrelsens beslut skall Premiesparfonden även jämföras med den genomsnittliga fonden i premiepensionssystemet, medan Premievalsfonden skall jämföras med den översta kvartilen. Premiesparfonden överträffar det första målet med i genomsnitt 3,6 procent per år. Detta resultat uppstår i huvudsak under 2002. Det gäller även att Premiesparfonden har lägre risk än genomsnittsfonden, varför styrelsens långsiktiga mål hittills uppnåtts i denna del. Premievalsfonden når dock inte upp till målet att ingå i den bästa

kvartilen. Här är avvikelser i genomsnitt -10,8 procent per år. Dock gäller det att även Premievals-fonden överträffat genomsnittsfonden och därtill med något lägre risk. Vid denna jämförelse är marginalerna mindre, exempelvis överstiger avkastningen genomsnittsfondens avkastning med i genomsnitt 0,7 procent per år.

5.3 Utvärdering av AP-fondernas kostnader

Regeringens bedömning: AP-fonderna förefaller bedriva en rimligt kostnadseffektiv förvaltning jämfört med ett begränsat urval av liknande kapitalförvaltare i Storbritannien och USA. Detta gäller under förutsättning att AP-fonderna bedriver en påtagligt aktiv förvaltning. Sjätte AP-fondens kostnader överstiger jämförelseobjektets förvaltningskostnader, men underlaget är i detta fall alltför bräckligt för att det skall vara möjligt att dra långtgående slutsatser. Resultatet motiverar dock fortsatt granskning.

KPMG:s utvärdering: KPMG har fått ett särskilt uppdrag att bedöma AP-fondernas kostnader på basis av offentlig information om förvaltningskostnader i pensionsfonder och liknande institutioner av motsvarande storlek i Storbritannien och USA. Eftersom undersökningen baseras på offentlig information har denna karaktär av förstudie. Vissa begränsade jämförelser görs även med svenska kapitalförvaltande institutioner. Studien syftar till att undvika jämförelser med institutioner som har utgifter för marknadsföring och att i förekommande fall justera för sådana utgifter.

En jämförelse med ett begränsat urval av svenska kapitalförvaltare visar att Alecta har mycket låga förvaltningskostnader motsvarande cirka 0,08 procent av förvaltad kapital. Dock är Alecta en betydligt större aktör med ett förvaltad kapital som är mer än dubbelt så stort som var och en av Första–Fjärde AP-fonderna. Dessutom domineras Alectas placeringar av obligationer, som är billigare att förvalta. Jämförelser med ett par mindre svenska fondbolag visar att dessa har väsentligt högre förvaltningskostnader (0,25–0,40 procent av förvaltad kapital).

Första–Fjärde AP-fondernas kostnader ser ut att vara i linje med jämförelseobjekten i Storbritannien och USA. Sjunde AP-fondens förvaltning förefaller kostnadseffektiv vid en internationell jämförelse. Förvaltningsavgifterna i Premiesparfonden och Premievals-fonden är mycket låga. Sjätte AP-fonden ser ut att ha höga kostnader jämfört med jämförelseobjekt i Storbritannien och USA men här är rättvisande jämförelser svåra att åstadkomma.

KPMG fick dessutom uppdraget att jämföra Första–Fjärde AP-fondernas förvaltningskostnader med en fond som är storleksmässigt jämförbar med summan av dessa fonder, för att om möjligt illustrera betydelsen av stordriftsfördelar. Det visar sig att sådana stordriftsfördelar är mycket tydliga i USA men svåra att leda i bevis i Storbritannien. Fonder som är storleksmässigt jämförbara med summan av Första–Fjärde AP-fonderna har en genomsnittlig förvaltningskostnad på 0,05 procent i USA, medan den genomsnittliga kostnaden i Storbritannien närmar sig 0,19 procent av förvaltad kapital.

Skälen för regeringens bedömning: AP-fondernas kostnader bör bedömas med utgångspunkt i fondernas mål och resultat. En aktiv förvaltning med ambitiösa mål är mer kostnadskrävande än en indexnära förvaltning med passiva inslag. Den belastning på resultatet som kostnaderna utgör bör därför jämföras med den resultatförbättring före kostnader som kostnaderna väntas leda till. I det sammanhanget bör även erfarenhetsmässiga svårigheter att uppnå ambitiösa avkastningsmål under lång tid beaktas, eftersom förvaltningskostnader i sista hand bör bedömas med utgångspunkt i resultat, dvs. avkastning efter kostnader.

Eftersom AP-fonderna har som enda uppgift att förvalta anförtrott kapital har AP-fondernas totala kostnader karaktären av förvaltningskostnader. Regeringen har i de två senaste utvärderingarna noterat fondernas kostnader som andel av ett schablonmässigt beräknat genomsnittligt fondkapital. En första jämförelse kan göras internt mellan fonderna. Förutsättningen för att en sådan intern utvärdering skall vara rättvisande är emellertid att fonderna som helhet bedriver en någorlunda kostnadseffektiv förvaltning, med beaktande av uppställda mål.

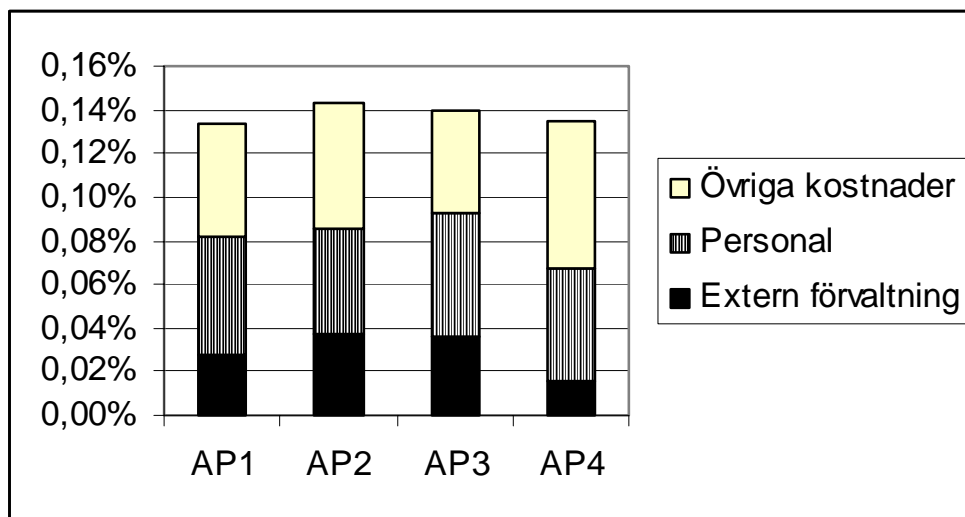
Första–Fjärde AP-fondernas kostnader

Jämförelseobjekten i Storbritannien och USA har en placeringsinriktning, i form av genomsnittliga aktieandelar på 60 procent eller strax därunder, som i stort sett motsvarar Första–Fjärde AP-fondernas portföljer. Däremot är det inte känt i vilken utsträckning dessa jämförelseobjekt bedriver aktiv förvaltning. Intressant nog är skillnaden betydande mellan brittiska förvaltare av motsvarande storlek, vars kostnader i genomsnitt ligger i nivå med Alecta, dvs. klart understigande 0,1 procent av förvaltad kapital, medan amerikanska jämförelseobjekt har mer än dubbelt så höga kostnader, i genomsnitt 0,2 procent av förvaltad kapital. I detta spann förefaller Första–Fjärde AP-fonderna som helhet ligga nära mitten.

Det får sägas vara otillfredsställande att förvaltningskostnaderna uppvisar stora skillnader mellan jämförelseobjekt, såväl mellan Storbritannien och USA när det gäller fonder av jämförbar storlek, som inom respektive land när storleken på det förvaltade kapitalet varierar. Varken vid den ena eller andra jämförelsen framträder ett tydligt mönster som indikerar att kostnaderna är högre i ett land eller att kostnaderna entydigt faller med storleken på det förvaltade kapitalet. Det indikerar att urvalet är begränsat och att slutsatser därför måste dras med viss försiktighet. Första–Fjärde AP-fondernas förvaltningskostnader förblir nära genomsnittet även om jämförelsen utökas till att även inkludera de fonder som är upp till fyra gånger så stora och som därför borde vara mer kostnadseffektiva. Dock är det bestående intrycket att det finns en betydande variation, från mycket låga kostnader på 0,05 procent av förvaltad kapital upp till förhållande höga kostnader, med beaktande av portföljernas storlek, upp till 0,2 procent av förvaltad kapital. En rimlig hypotes är att mycket låga förvaltningskostnader torde förutsätta såväl stordriftsfördelar som ett betydande inslag av passiv förvaltning, medan höga kostnader i växande grad inkluderar aktiv förvaltning och kanske även alternativa investeringar. Mot den bakgrunden bör AP-fondernas kostnader ses mot bakgrund av den utsträckning i vilken fonderna

bedriver aktiv förvaltning. Eftersom fonderna alltså har en kort historik har den långsiktiga balansen mellan aktiv och passiv förvaltning förmodligen ännu inte uppnåtts. Fonderna inledde verksamheten 2001 med att i första hand upphandla passiv förvaltning av utländska aktier. När dessa uppdrag växlas över till aktiva mandat stiger kostnaderna. Fondernas interna förvaltning har troligen inte heller uppnått sin slutliga inriktning (se avsnitt 5.2.1). Om AP-fonderna uthålligt bedriver en mer passiv förvaltning än jämförelseobjekten torde jämförelserna med utländska förvaltare utfalla till AP-fondernas kostnadsmässiga nackdel.

Figur 6. Första–Fjärde AP-fondernas förvaltningskostnader 2002, exklusive Andra AP-fondens etableringskostnader, jämförda med genomsnittligt förvaltad kapital.



Källa: Första–Fjärde AP-fondernas årsredovisningar.

Om Första–Fjärde AP-fonderna jämförs med varandra (figur 6) framgår det att Andra AP-fonden har den högsta förvaltningskostnaden till följd av hög andel extern förvaltning och även förhållandevis höga övriga kostnader, utöver personal och extern förvaltning. Från Andra AP-fondens kostnader har kvarvarande etableringskostnader på 17 miljoner kr subtraherats i figuren (varav 16 miljoner kr avsåg IT). Av KPMG:s analys, och med korrigering för den extraordinära kostnadsposten i Andra AP-fonden, framgår att Första AP-fonden har den högsta kostnaden för IT, att Fjärde AP-fonden har den högsta kostnaden för depåbank och även den med knapp marginal högsta lokalkostnaden och att Tredje AP-fonden har den högsta personalkostnaden. Fjärde AP-fondens kostnad för depåbank bidrar till fondens höga övriga kostnader i figur 6. Till Andra AP-fondens förhållandevis höga övriga kostnader bidrar konsultkostnader med 21 miljoner kr, vilket delvis har samband med fondens etablering. Fjärde AP-fonden hade ännu 2002 låga kostnader för extern förvaltning, men denna post kan förutses öka. Beträffande personalkostnader kan noteras att Första AP-fonden inte har påtagligt högre sådana kostnader trots att fondens personalstyrka väsentligt överstiger övriga fonder.³⁴ Det innebär även att den genomsnittliga personalkostnaden, alternativt lönekostnaden, är lägst vid Första AP-fonden, även med beaktande av 2002 års kostnader för bonussystem.

³⁴ Medelantalet anställda vid Första–Fjärde AP-fonderna 2002 var 64, 38, 39 respektive 46.

En rättvisande kostnadsjämförelse på basis av offentlig information har varit svårast att åstadkomma för Sjätte AP-fondens del. Förvaltning av onoterade aktier sker oftast i form av kommanditbolag eller motsvarande privata bolagsformer. Information om kostnaderna i den verksamheten är inte offentligt tillgänglig. KPMG:s analys baseras därför på delvis privata källor, bl.a. de stora pensionsfonder som utgör jämförelsenorm för Första–Fjärde AP-fonderna och som förvaltar eller upphandlar förvaltning av onoterade aktier som en mindre andel av verksamheten.

De jämförelseobjekt som därmed står till buds uppvisar en betydande variation. De genomsnittliga förvaltningskostnaderna varierar från, som lägst 1 procent av förvaltad kapital (i Storbritannien) till som mest drygt 2 procent av förvaltad kapital (i USA). Sjätte AP-fonden ligger i nivå med eller över spannets övre gräns. Sjätte AP-fondens förvaltningskostnad 2002 var 2,1 procent av ett genomsnittligt förvaltad kapital, vilket representerar en större andel av fondkapitalet vid årets utgång eftersom fondkapitalet minskade kraftigt i värde detta år.

Till detta anför Sjätte AP-fonden att jämförelsen med Storbritannien och USA är särskilt krävande för deras vidkommande, eftersom dessa länder har den mognaste och mest utvecklade marknaden för onoterade aktier och att verksamheten därför kan bedrivas med lägre kostnader. Enligt Sjätte AP-fondens mening kan det även vara så att jämförelseobjekten har en huvudsaklig inriktning mot utköpsaffärer (*buy out*), där investeringar sker med större belopp och därför kräver lägre förvaltningskostnader per investerad krona. Dessutom råder oklarhet i vad mån förvaltningsavgifter i sin helhet redovisats som en kostnad, vilket Sjätte AP-fonden gör. Den del av förvaltningsavgiften som avser utfäst men ännu inte investerat kapital aktiveras ibland som en tillgång i balansräkningen i stället för att kostnadsföras.

Den avgörande svårigheten är emellertid att KPMG:s uppdrag begränsats till offentlig information. Detta har utgjort en särskild svårighet när det gäller möjligheten att identifiera jämförbara riskkapitalfonder. Långtgående slutsatser om Sjätte AP-fondens kostnader kan därför inte dras enbart på denna grund.

Sjunde AP-fondens kostnader

Även Sjunde AP-fondens jämförelseobjekt i Storbritannien och USA uppvisar en betydande variation. Den genomsnittliga förvaltningskostnaden bland ett mindre urval av kapitalförvaltare med en i förhållande till Sjunde AP-fonden jämförbar storlek i Storbritannien och USA uppgår till 0,29 procent respektive 0,15 procent av förvaltad kapital. Den genomsnittliga kostnaden i Storbritannien är därmed nära nog dubbelt så hög. Även denna variation torde avspegla det begränsade urvalet.

Sjunde AP-fondens förvaltningskostnad uppgår till 0,33 procent av förvaltad kapital och befinner sig därmed något över det brittiska genomsnittet. Dock gäller det att Sjunde AP-fondens förvaltning i större utsträckning avser aktier, vilket motiverar en något högre förvaltningskostnad. Med reservation för det begränsade urvalet av

jämförelseobjekt kan därför Sjunde AP-fondens förvaltning bedömas som rimligt kostnadseffektiv.

En ytterligare omständighet som bör beaktas i detta sammanhang är de förvaltningsavgifter som Sjunde AP-fonden tar ut från det förvaltade kapitalet, dvs. de förvaltningskostnader som premiepensionsspararna fortlöpande bestrider. Förvaltningsavgiften i Premiesparfonden och Premievals-fonden är i båda fallen 0,5 procent av förvaltad kapital. Från dessa bruttoavgifter avgår en rabatt som PPM utverkat. För denna rabatt köper PPM nya fondandelar för spararnas räkning, vilket sänker förvaltningskostnaden ur spararnas perspektiv. Rabatten är starkt progressiv och baseras bl.a. på fondens storlek. Nettoeffekten blir att förvaltningsavgiften efter rabatt blir 0,16 procent i Premiesparfonden och något högre, cirka 0,25 procent, i Premievals-fonden. Detta är låga kostnader för globala fonder med ett stort inslag av aktier, och numera även alternativa investeringar, jämfört med tillgängliga alternativ i Premiepensionssystemet.

Skillnaden mellan Sjunde AP-fondens faktiska förvaltningskostnader och de avgifter som betalas av premiepensionsspararna kan sägas avspegla Sjunde AP-fondens bedömning av de effektivitetsvinster som står till buds när premiepensionssystemet mognat och fonderna vuxit. Fram till dess finansierar Sjunde AP-fonden denna mellanskillnad med upplåning i Riksgäldskontoret.³⁵

5.4 Utvärdering av Första–Fjärde AP-fondernas ägarstyrning

Regeringens bedömning: Första–Fjärde AP-fonderna har utformat ändamålsenliga riktlinjer för utövande av rösträtt på bolagsstämmor och därmed sammanhängande frågeställningar. Av allt att döma har fonderna även agerat i enlighet med dessa riktlinjer. De kan därför anses ta det ägaransvar som följer av rollerna som förvaltare av allmänna pensionsmedel och betydande ägare av bl.a. svenska börsföretag.

Skälen för regeringens bedömning: Första–Fjärde AP-fonderna skall upprätta en ägarpolicy innehållande bl.a. mål och medel, regler för beslutsfattande i ägarfrågor samt allmänna riktlinjer för fondens agerande i ägarfrågor, t.ex. när det gäller styrelseval. Det har uttalats att fonderna inte bör ikläda sig en utpräglat aktiv ägarroll och att det finns skäl för fonderna att vara restriktiva när det gäller egen styrelserepresentation, eftersom fondernas möjligheter att avveckla ett engagemang inte bör begränsas. Ägarrollen skall entydigt utövas i syfte att bättre tillvarata möjligheterna till högre avkastning på förvaltade medel. Därtill bör fondernas roll som förvaltare av allmänna pensionsmedel beaktas (prop. 1999/2000:46 s. 83 f).

Enligt gällande placeringsregler begränsas var och en av Första–Fjärde AP-fondernas ägande till högst två procent av det totala marknadsvärdet

³⁵ Motivet för att Sjunde AP-fonden inledningsvis finansierar kostnaden för att bygga upp fonden med upplåning är att denna kostnad inte ensidigt skall belasta premiepensionsspararna vid ett tillfälle, utan spridas ut över ett antal år.

av svenska börsnoterade företag, och högst tio procent av röstetalet. Beträffande onoterade riskkapitalföretag gäller en begränsning vid 30 procent av kapital eller röster (se avsnitt 2.3). Dessa bestämmelser syftar till att begränsa AP-fondernas ägarinflytande (prop. 1999/2000:46 s. 96 ff). Därmed torde den ovan återgivna begränsningen att fonderna inte skall spela en utpräglat aktiv ägarroll vara tillgodosedd. Inom de ramar som placeringsreglerna stakar ut torde därför fonderna vara oförhindrade att utöva sin ägarroll jämsides med andra minoritetsägare. Inriktningen av fondernas ägarstyrning bör dock vara konsistent med fondernas uppdrag att förvalta fondkapitalet till största möjliga nytta för pensionssystemet.

Utgångspunkten för att identifiera ett behov av ägarstyrning är fördelningen av inflytande mellan ägare och företagsledning i företag med spritt ägande. I sådana sammanhang förekommer en s.k. principal/agent problematik, dvs. möjliga problem som följer av att företagsledningens och ägarnas intressen inte är helt parallella. Om företagsledningen, som har det operativa ansvaret, driver företaget med bisyftet att tillgodose egna kortsiktiga intressen kan långsiktiga ägares intresse av uthållig tillväxt komma i kläm. En god ägarstyrning bör därför syfta till att tillförsäkra en god ledning av börsföretagen som är helt förenlig med det långsiktiga ägarintresset av tillväxt och lönsamhet. Centrala frågor i detta sammanhang är bolagsstyrelsernas förutsättningar att bidra till företagets utveckling och övervaka dess skötsel i enlighet med långsiktiga ägares intressen samt incitamentsprogram och andra ersättningsfrågor till företagsledning och personal som innehåller en risk att verksamheten ges en alltför kortsiktig inriktning eller att företagsledningen och andra nyckelpersoner gynnas otillbörligt på övriga intressenters bekostnad. Det finns indikationer på att företag som har aktiva ägare värderas högre på marknaden än andra företag, vilket utgör motiv för AP-fonderna att från egna utgångspunkter bedriva ägarstyrning som ett led i förvaltningsarbetet.³⁶ I alla händelser torde det vara ett allmänt intresse att ett underskott av ägarinflytande undviks, dvs. att företagsledningar lämnas att driva verksamheten i frånvaro av korrigerande mekanismer som utgår från mer långsiktiga intressen.

Kravet på ägarstyrning har aktualiserats av det ökade inslaget av institutionellt ägande på bl.a. Stockholmsbörsen. Medan investmentbolagen, som ofta äger betydande andelar av portföljbolagen, bidrar med ägarstyrning i betydande grad, dock utifrån sina respektive utgångspunkter, har försäkringsbolag och fondbolag tidigare bidragit i mindre utsträckning. I takt med att värdet av ägarstyrning i termer av bättre avkastning på gjorda placeringar uppmärksammas alltmer har de institutionella placerarnas intresse för ägarfrågor ökat. Denna utveckling torde ha förstärkts av uppmärksammade redovisningsskandaler och företagskonkurser i USA.

Första–Fjärde AP-fondernas ägarstyrning bör väsentligen värderas utifrån överensstämmelsen med målet om hög långsiktig avkastning. I synnerhet kan uttalad passivitet i ägarfrågor anses stå i konflikt med detta mål, eftersom det bidrar till ett underskott av ägarinflytande i förhållande till börsföretagen totalt sett. Dock bör man inte bortse från fondernas roll

³⁶ Se t. ex. Andra AP-fondens årsredovisning 2002 s. 36.

som förvaltare av allmänna pensionsmedel, vilket ställer krav på att de uppbär allmänhetens förtroende och därför knappast kan företräda extrema ståndpunkter i ägarfrågor, eller för den delen helt bortse från vad som i förekommande fall förväntas av dem på denna grund. En översiktlig granskning av Första–Fjärde AP-fondernas ägarpolicyer ger vid handen att deras ägarstyrning förefaller tillgodose de anspråk som kan ställas enligt ovan.

Första–Fjärde AP-fondernas ägarpolicyer

Alla fonder anger som mål att ägarinflytandet skall utövas med syfte att bidra till långsiktigt hög avkastning. Som medel anges deltagande vid bolagsstämmor, deltagande i nominering av styrelseledamöter, samverkan med andra ägare (varvid övriga AP-fonder jämsställs med andra ägare), direkta kontakter med företrädare för portföljbolagen och, i varierande grad, aktiv information om fondernas inställning i särskilda ägarfrågor. Alla fonder anser även att nomineringskommittéer bör inrättas för att ta fram förslag på styrelseledamöter och revisorer, i vart fall i bolag som har spritt ägande, samt att ledamöterna skall tillgodose grundläggande krav på lämplighet. Alla fonder driver även frågor om styrelsernas allsidighet, inte minst med avseende på fördelningen mellan kvinnor och män, där en ökad andel av kvinnor i bolagsstyrelserna tydligt eftersträvas, samt att det i varje styrelse skall finnas ledamöter som är oberoende i förhållande till huvudägare och bolaget.

I de allra flesta fall utövas ägarinflytandet i svenska börsbolag, dvs. bolag i vilka fonderna har betydande ägarandelar. Utöver dessa allmänt omfattade riktlinjer, och de tillägg som görs nedan, har varje fond definierat riktlinjer för hur hänsyn skall tas till etik och miljö utan att avkall görs på det övergripande målet om hög avkastning.

Första AP-fonden anser att nomineringskommittéer alltid skall inhämta synpunkter från sittande styrelse och att kommittén bör ta ställning angående ersättning till styrelse och revisorer. En bolagsstyrelse bör antalsmässigt begränsas till högst tio ledamöter. Styrelsearbetet och ledamöternas insatser bör utvärderas årligen.

Andra AP-fonden skall som ägare vara tydlig med krav och förväntningar på portföljbolagen. Ägaransvaret för bestämda aktier skall utövas oavsett om aktierna förvaltas internt eller lagts ut för extern förvaltning. Andra AP-fonden betonar att bolagsstämman skall fatta alla beslut som kan leda till utspädning av aktiekapitalet, eller annan försvagning av enskilda aktieägares position. Incitamentsprogram och avgångsvederlag bör ha marknadsmässiga villkor och överensstämja med de närmare krav fonden definierar, bl.a. skall det finnas en tydlig koppling mellan prestation och utfall. Sådana program bör utvärderas samt kostnadsföras i resultaträkningen. Andra AP-fonden utesluter inte att pensionsförmåner för verkställande direktörer baseras på fast och rörlig lön men det skall finnas en övre gräns för dessa förmåner. Återköp av aktier skall inte ske uteslutande syfte att påverka företagens aktiekurs, varför styrelsen bör motivera i vilka situationer en fullmakt att köpa tillbaka egna aktier skall utnyttjas.

Tredje AP-fonden skall i största möjliga utsträckning vara närvarande vid de svenska portföljbolagens bolagsstämmor, antingen direkt eller

indirekt genom fullmakt. Beträffande samverkan med andra aktieägare betonas att Tredje AP-fonden inte skall vara del av någon fast ägargruppering. Det bör finansnomineringskommittéer som även skall föreslå styrelsearvodet och verka för att styrelsearbetet utvärderas. Tredje AP-fonden anser att det i regel är olämpligt att en före detta verkställande direktör blir styrelseordförande. Styrelseledamöter bör vara aktieägare i bolaget, dvs. direkt företrädare för ägarintresset. Förslag om aktierelaterade incitamentsprogram bör läggas fram i god tid före bolagsstämman. Optionernas nuvarande marknadsvärde, enligt värdering av oberoende part, skall anges. Programmets omfattning skall vara marknadsmässiga, dvs. i nivå med vad som förekommer bland konkurrerande bolag. Optionsprogram bör kostnadsföras i resultaträkningen. Beträffande verkställande direktörens pensionsvillkor bör avsättning till pension göras medan denne arbetar i företaget och baseras på dennes grundlön exklusive bonus. Vid nyemission skall de befintliga aktieägarnas rätt att delta i emissionen värnas. Beträffande fullmakter för återköp av egna aktier bör styrelsen motivera i vilka situationer man avser att utnyttja fullmakten. Tredje AP-fonden eftersträvar en hög grad av öppenhet beträffande fondens utövande av ägarrollen, med bevarande av möjligheten att även föra en förtroendefull dialog med såväl portföljbolagen som med övriga ägarrepresentanter.

Dåvarande fjärde fondstyrelsen upprättade redan 1986, som första institution i Sverige, riktlinjer för ägarstyrning i noterade bolag. Med denna som grund har Fjärde AP-fonden definierat nuvarande ägarpolicy, som utöver långsiktig avkastning syftar till att gagna börsbolagen och en väl fungerande aktiemarknad. Utöver deltagande vid bolagsstämmor anser fonden att den finns ett betydande behov att vidareutveckla formerna för aktieägarnas inflytande, bl.a. med hjälp av ny teknik. En styrelse bör antalsmässigt begränsas till högst tio ledamöter. En avgående verkställande direktör bör inte komma ifråga för uppdraget som styrelsens ordförande. Såväl styrelsens arbete som ledamöternas insatser bör utvärderas regelbundet. Styrelsearbetets omfattning och inriktning bör redovisas i årsredovisningen. Aktierelaterade incitamentsprogram bör vara marknadsmässiga. Aktieägarnas kostnader bör vägas in i motiven för sådana program. Information skall ges öppet, i tillräcklig omfattning och i god tid inför beslut på bolagsstämman. Beslut skall som huvudregel fattas på ordinarie bolagsstämma. Fjärde AP-fonden skall aktivt verka för att god sed utvecklas och upprätthålls på svensk aktiemarknad när det gäller aktierelaterade incitamentsprogram.

Första–Fjärde AP-fondernas agerande i ägarfrågor under 2002

Samtliga fonder deltar i nomineringsprocessen när det gäller styrelseledamöter och revisorer i bolag där man har ett betydande ägande, bl.a. genom deltagande i nomineringskommittéer. I det följande redogörs översiktligt för fondernas agerande i ägarfrågor under 2002.

Första AP-fonden deltog i 19 bolagsstämmor, varav fyra extra-stämmor. Den viktigaste och mest omdebatterade frågan var de optionsprogram som styrelserna föreslog. Årsredovisningen (s. 21) ger uttryck för fondens riktlinjer på detta område, bl.a. förutsätts en tydlig merprestation för att belöning skall utgå och att det är viktigt med

öppenhet och genomlysning. Även optionsprogram för personalen och kostnaden för dessa bör redovisas.

Andra AP-fonden profilerar sig med utåtriktad information om fondens inställning i ägarfrågor, bl.a. gällande andelen kvinnor i börsbolagens styrelser. Fonden har bl.a. finansierat en studie som visar att 7,3 procent av ledamöterna i 297 svenska börsbolag är kvinnor. Fonden avser att följa den fortsatta utvecklingen av denna relation i olika branscher med hjälp av ett särskilt index som uppdateras årligen. Från 2003 avser fonden även att på fondens hemsida redovisa skälen för det fall fonden röstat emot styrelsens förslag vid en bolagsstämma. Under 2002 har fonden deltagit vid 46 svenska bolagsstämmor och en utländsk bolagsstämma. Fonden har dessutom i några ytterligare fall röstat vid utländska bolagsstämmor genom fullmakt (*proxy voting*).

Tredje AP-fonden har, i enlighet med fondens mål, deltagit i 76 svenska bolagsstämmor, varav sju extrastämmor. Bland de frågor som engagerat fonden märks aktierelaterade incitamentsprogram. Tredje AP-fondens ägarinsats uppmärksammades särskilt i fallet Skandia, där styrelsen tvingades dra tillbaka ett förslag som fonden, tillsammans med andra aktörer, bedömde som alltför dyrt. På Tredje AP-fondens initiativ införde bolagsstämman i SKF en rätt att konvertera A-aktier till B-aktier, vilket eliminerade att en tidigare undervärdering av A-aktierna och bidrog till bättre likviditet i företagets aktier. På Telias extra bolagsstämma röstade fonden nej till styrelsens förslag att avskaffa en nomineringskommitté med representanter för aktieägarna. Inför 2003 har Tredje AP-fonden definierat nio bolag där fonden har hög ägarandel och därför avser att lägga särskild vikt vid bevakningen av ägarfrågor, bl.a. har ett konsultföretag fått uppdraget att granska dessa nio bolag på grundval av fondens ägarpolicy.

Tredje AP-fondens externa förvaltare utövar i vissa fall rösträtten för externt förvaltade aktier. Fonden har inlett ett arbete med att skriva om avtalen med förvaltarna så att dessa i vissa fall skall utöva rösträtten i enlighet med Tredje AP-fondens ägarpolicy. Att fullständigt genomdriva att fondens ägarpolicy skall genomsyra röstningsförfarandet i varje enskilt fall globalt skulle, enligt fonden, betinga en inte obetydlig merkostnad.

Fjärde AP-fonden har under året deltagit i cirka 40 bolagsstämmor, i många fall med uppdrag som förslagsställare, justeringsman eller talesman för fonden som storägare i en specifik fråga. Fonden har deltagit i nomineringsprocessen inför bolagsstämmor, bl.a. som deltagare i nomineringskommittéer valda av bolagsstämman, beträffande Föreningssparbanken och Volvo som kommittéordförande. Fonden har även deltagit i informella nomineringskommittéer samt i informella avstämningar mellan institutionella ägare med anledning av föreslagna optionsprogram. Fjärde AP-fonden har aktivt verkat inom Näringslivets Börskommitté (NBK), bl.a. i samband med kommitténs revidering av den s.k. takeover rekommendationen. En representant för fonden invaldes under 2002 i NBK:s styrelse. Fjärde AP-fonden har finansierat och aktivt medverkat i SNS program för kvinnorepresentation i börsbolagens styrelser samt finansierat och medverkat till Styrelseakademins nya riktlinjer för god styrelsesed.

Finansdepartementet

Utdrag ur protokoll vid regeringssammanträde den 15 maj 2003

Närvarande: statsministern Persson, ordförande, och statsråden Winberg, Ulvskog, Lindh, Sahlin, Pagrotsky, Östros, Messing, Engqvist, Lövdén, Ringholm, Bodström, Karlsson J. O., Sommestad, Karlsson H., Nykvist, Lund, Andnor, Nuder, Johansson, Hallengren, Björklund

Föredragande: statsrådet Lund

Regeringen beslutar skrivelse 2002/03:130 Redovisning av AP-fondernas verksamhet 2002.