

Regeringens skrivelse

2010/11:130



Redovisning av AP-fondernas verksamhet t.o.m. 2010 Skr.

2010/11:130

Regeringen överlämnar denna skrivelse till riksdagen.

Stockholm den 26 maj 2011

Fredrik Reinfeldt

Anders Borg
(Finansdepartementet)

Skrivelsens huvudsakliga innehåll

I skrivelsen lämnar regeringen en redovisning av de allmänna pensionsfondernas (AP-fondernas) verksamhet t.o.m. 2010. I redovisningen ingår bl.a. en sammanställning av AP-fondernas årsredovisningar 2010, en utvärdering av styrelsernas förvaltning i ett längre perspektiv och en bedömning av fondernas operativa verksamhet.

Sammanställningen av AP-fondernas årsredovisningar visar att det samlade resultatet för buffertfonderna, dvs. Första–Fjärde och Sjätte AP-fonderna, uppgick till 84,0 miljarder kronor 2010. Förutom resultatet påverkades buffertkapitalet av ett nettoutflöde på motsvarande 16,2 miljarder kronor, till följd av att pensionsutbetalningarna för andra året i rad översteg pensionsavgifterna. Buffertkapitalet ökade under året med 67,8 miljarder kronor till 894,9 miljarder kronor.

Buffertfondernas redovisade avkastning efter kostnader, jämfört med inkomstindex, och utgående fondkapital (procent per år resp. mdkr)

	2010	2009	2008	2007	2006	2001–2010
Avkastning	10,2	19,3	-21,6	4,3	10,7	4,8
Inkomstindex	0,3	6,2	4,5	3,2	2,7	3,2
Fondkapital	895	827	708	898	854	

Buffertfondernas samlade resultat uttryckt som avkastning uppgick till 10,2 procent under 2010. Buffertfondernas genomsnittliga avkastning 2001–2010 uppgick till 4,8 procent per år, vilket överträffar inkomstindex under perioden.

Regeringens utvärdering av AP-fondernas förvaltning omfattar styrelsernas strategiska beslut i ett långsiktigt perspektiv och fondernas

operativa förvaltning under den senaste femårsperioden (2006–2010). Buffertfondernas långsiktiga avkastning sedan 2001 har fortsatt att förbättras sedan 2008 och överträffar nu inkomstindex, men når inte upp till de mål som respektive styrelse har fastställt. Det är en konsekvens av utvecklingen på de finansiella marknaderna under en period då risktagande inte har gett förväntad utdelning.

Första–Fjärde AP-fonderna har på olika sätt dragit lärdom av den utmaning som tidvis oroliga marknader har inneburit. De skillnader som uppstår mellan fondernas förvaltningsmodeller är i grunden positiva men kraven kvarstår på fortlöpande utvärdering för att tillförsäkra en tydlig genomlysning och redovisning av fondernas resultat. En genomgående förändring är ett ökat intresse för s.k. alternativa investeringar som erbjuder en intressant kombination av avkastning och risk, särskilt i ett portföljperspektiv. Regeringen följer utvecklingen och avser att, i ljuset av gjorda erfarenheter och i samråd med Pensionsgruppen (med företrädare för de fem partier som står bakom pensionsöverenskommelsen), se över fondernas regelverk. I en sådan översyn kan det även vara lämpligt att se över AP-fondernas kostnadsstruktur.

Andra, Tredje och Fjärde AP-fondernas operativa resultat under den senaste femårsperioden bedöms fortfarande vara otillfredsställande. Första AP-fonden redovisar ett positivt resultat efter kostnader, men det bedöms alltför lågt inte vara tillräckligt med hänsyn till riskerna i verksamheterna och det förvaltade kapitalets storlek.

Sjätte AP-fonden, som har ett i förhållande till Första–Fjärde AP-fonderna specialiserat uppdrag att investera fondmedlen på riskkapitalmarknaden, har under perioden 2003–2010 haft en avkastning som överträffar både inkomstindex och styrelsens mål, men målet bedöms inte vara en lämplig grund för utvärdering. Regeringen anser att Sjätte AP-fonden bör inkluderas i en översyn av AP-fondernas regelverk, inte minst mot bakgrund av att fondens regler i huvudsak har varit oförändrade sedan 1996.

Sedan starten 2000 har det av Sjunde AP-fonden förvaltade förvalsalternativet haft en högre genomsnittlig avkastning än genomsnittet i de privata fonderna i premiepensionssystemet. Däremot har fonden inte nått styrelsens mål för de senaste femårsperioderna, bl.a. till följd av svagt resultat i fondens aktiva förvaltning. Sjunde AP-fonden bör säkerställa för pensionsspararen tydlig information om inriktning och risknivå i fondens förvalsalternativ AP7 Såfa.

I utvärderingen ingår också en granskning av Första–Fjärde AP-fondernas riktlinjer för miljö och etik, AP-fondernas tillämpning av regeringens riktlinjer för anställningsvillkor för ledande befattningshavare i AP-fonderna och samordning av administrativa funktioner i syfte att sänka fondernas förvaltningskostnader.

Under 2010 har Första–Fjärde AP-fonderna fortsatt att utveckla och stärka arbetet med fondernas riktlinjer för miljö och etik, bl.a. har viktiga steg tagits när det gäller värdegrund.

Regeringen konstaterar att det saknas underlag för att granska styrelsernas övergripande bedömning av om ersättningarna till fondens anställda överensstämmer med regeringens riktlinjer, bl.a. att de ska vara rimliga, väl avvägda och präglade av måttfullhet. Regeringen ser allvarligt på att det inte är möjligt att bedöma om ersättningarna uppfyller

principerna i riktlinjerna och förutsätter att fonderna skyndsamt tillgängliggör underlag kring ersättningar till fondens anställda och en bedömning av hur de förhåller sig till principerna i riktlinjerna. Regeringen avser att noga följa upp frågan. Regeringen konstaterar också att fonderna, i rollen som ägare av börsbolag, har agerat för ersättningsvillkor som inte är fullt förenliga med regeringens riktlinjer. Skr. 2010/11:130

AP-fonderna har etablerat ett forum för samverkan i syfte att åstadkomma kostnadsbesparingar. Regeringen bedömer att resultatet hittills varit begränsat. Det är otillfredsställande att samarbetet inte har kommit längre och fonderna bör därför fortsätta arbeta aktivt för att genom samarbete sänka förvaltningskostnaderna. Regeringen kommer att noga följa det fortsatta arbetet.

Innehållsförteckning

1	Inledning.....	5
2	AP-fonderna och ålderspensionssystemet.....	6
2.1	Det allmänna ålderspensionssystemet.....	6
2.1.1	Inkomstpensionssystemet.....	8
2.1.2	Historik om AP-fonderna.....	9
2.1.3	Buffertfondernas roll i inkomstpensionssystemet.....	10
2.1.4	Sjunde AP-fondens roll i premiepensionssystemet.....	13
2.2	Ålderspensionssystemet 2010.....	14
2.2.1	Inkomstpensionssystemet.....	14
2.2.2	Premiepensionssystemet.....	18
3	Utvecklingen på de finansiella marknaderna.....	20
3.1	Om utvärderingshorisonten för AP-fonderna.....	20
3.2	Utvecklingen på de finansiella marknaderna 2001– 2010.....	20
4	AP-fondernas redovisade resultat.....	24
4.1	Första–Fjärde AP-fonderna.....	25
4.1.1	Första AP-fondens resultat.....	26
4.1.2	Andra AP-fondens resultat.....	29
4.1.3	Tredje AP-fondens resultat.....	32
4.1.4	Fjärde AP-fondens resultat.....	35
4.2	Sjätte AP-fonden.....	38
4.3	Sjunde AP-fonden.....	43
5	Utvärdering av AP-fondernas verksamhet.....	46
5.1	AP-fonderna i pensionssystemet.....	48
5.2	Utvärdering av Första–Fjärde AP-fondernas förvaltning.....	54
5.2.1	Strategiska beslut.....	54
5.2.2	Operativ förvaltning.....	66
5.3	Utvärdering av Sjätte AP-fondens förvaltning.....	71
5.4	Utvärdering av Sjunde AP-fondens förvaltning.....	77
5.4.1	Strategiska beslut.....	77
5.4.2	Operativ förvaltning.....	81
5.5	Övriga förvaltningsfrågor.....	84
Bilaga 1	Policy för styrning och utvärdering av AP-fonderna	
Bilaga 2	Årsredovisning för Första AP-fonden	
Bilaga 3	Årsredovisning för Andra AP-fonden	
Bilaga 4	Årsredovisning för Tredje AP-fonden	
Bilaga 5	Årsredovisning för Fjärde AP-fonden	
Bilaga 6	Årsredovisning för Sjätte AP-fonden	
Bilaga 7	Årsredovisning för Sjunde AP-fonden	
Bilaga 8	Underlag från McKinsey&Company	
	Utdrag ur protokoll vid regeringssammanträdet den 26 maj 2011	

De allmänna pensionsfonderna (AP-fonderna) är statliga myndigheter som ingår i ålderspensionssystemet vid sidan av statsbudgeten. Detta består i sin tur av ett fördelningssystem och av ett premiereservsystem. Pensioner som utbetalas inom fördelningssystemet finansieras i princip av pensionsavgifter som betalas in löpande. Premiereservsystemet är fullt fonderat, vilket innebär att utgående pensioner i sin helhet finansieras av fonderade medel.

Första–Fjärde samt Sjätte AP-fonderna förvaltar fördelningssystemets buffertkapital och kan därför sägas vara buffertfonder. Buffertkapitalet ingår bland pensionssystemets tillgångar tillsammans med avgifts-tillgången, som i sin tur representerar värdet av framtida pensionsavgifter. Buffertfonderna utjämnar svängningar i flödet av pensionsavgifter och pensionsbetalningar och förväntas därutöver bidra till pensionssystemets långsiktiga finansiering. Under 2010 översteg för andra året i rad pensionsbetalningarna beloppsmässigt inbetalda pensionsavgifter, vilket resulterade i ett nettotillskott till pensionssystemet från buffertfonderna. Sjunde AP-fonden förvaltar, vid sidan av ett stort antal privata fondförvaltare, premiepensionssystemets fonderade kapital.

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 mål och riktlinjer för verksamheten på basis av lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder) och dess förarbeten (prop. 1999/2000:46). Eftersom reglerna är desamma har Första–Fjärde AP-fonderna identiska uppdrag. Var och en av dessa förvaltar blandade och väl spridda globala portföljer bestående av aktier, räntebärande instrument och onoterade tillgångar. Sjätte AP-fonden, som också ingår bland buffertfonderna, har dock i huvudsak verkat under samma regelverk sedan dåvarande sjätte fondstyrelsen inrättades 1996. Fondens uppgift är att placera fondkapitalet på den inhemska riskkapitalmarknaden med inriktning mot små och medelstora företag.

Den i skrivelsen aktuella perioden t.o.m. 2010 omfattar delperioder med varierande förutsättningar. Sammantaget för hela perioden 2001–2010 är den långsiktiga avkastningen på svenska och utländska aktier fortfarande historiskt sett svag, vilket har påverkat förutsättningarna för alla pensionsfonder som placerar i aktier, inte minst AP-fonderna. Buffertfondernas långsiktiga avkastning sedan 2001 har dock förbättrats under de senaste två åren.

Eftersom AP-fonderna har bedrivit verksamhet enligt nuvarande regelverk under tio år eller mer, kan utvärderingen ges en ändamålsenlig inriktning. Styrelsernas strategiska beslut utvärderas i ett långsiktigt perspektiv bl.a. med utgångspunkt i fondernas mål och inkomstindex som är bestämmande för den årliga uppräknings- och inkomstpensionssystemets övriga tillgångar och skulder. Sjätte AP-fondens långsiktiga avkastning belyses med stöd av en analys av fondens olika portföljer. Resultatet av AP-fondernas operativa förvaltning utvärderas över en femårshorisont.

Fonderna ska årligen överlämna årsredovisning och revisionsberättelse till regeringen. Sjätte AP-fonden ska därtill lämna en egen utvärdering av fondens förvaltning. Regeringen ska ställa samman fondernas årsredovisningar och utvärdera förvaltningen av fondkapitalet. Fondernas årsredovisningar, regeringens sammanställning och regeringens utvärdering av förvaltningen ska överlämnas till riksdagen senast den 1 juni året efter räkenskapsåret.

I skrivelsen behandlas AP-fondernas roll i pensionssystemet och övergripande utveckling i avsnitt 2. Utvecklingen på de finansiella marknaderna sammanfattas i avsnitt 3. AP-fondernas resultat sammanfattas på grundval av fondernas årsredovisningar i avsnitt 4. Därefter följer regeringens utvärdering av fondernas verksamhet i avsnitt 5. Regeringens policy för styrning och utvärdering av AP-fonderna återfinns i *bilaga 1*. AP-fondernas årsredovisningar återfinns i *bilagorna 2–7*. Som tidigare har extern expertis anlåtats för att bistå vid utvärderingen. Konsulternas underlag återfinns i *bilaga 8*.

2 AP-fonderna och ålderspensionssystemet

2.1 Det allmänna ålderspensionssystemet

Det reformerade allmänna ålderspensionssystemet trädde i kraft den 1 januari 1999. Bakgrunden till reformen var ett behov av att stärka pensionssystemet inför förväntade påfrestningar till följd av den demografiska utvecklingen. I och med reformen ersattes det förmånsbestämda systemet, som omfattade ATP och folkpension, av ett avgiftsbestämt system, som omfattar inkomstpension, garantipension och premiepension (figur 2.1). Finansieringen av både inkomstpensionen och premiepensionen är helt frikopplad från statsbudgeten. Det äldre pensionssystemet fasas ut t.o.m. 2017 och under denna övergångsperiod innefattar pensionssystemet utbetalningar enligt både nya och gamla regler. Den pension som intjänats enligt gamla regler benämns tilläggspension.

Försäkringen för inkomstpension (inkomstpensionssystemet) är som framgått ett fördelningssystem där dagens förvärvsaktiva betalar dagens pensioner. Systemet kan beskrivas som ett kontrakt mellan generationer.

Inkomstpensionssystemets tillgångar består av den s.k. avgiftstillgången och av buffertfondernas förmögenhet. Avgiftstillgången kan under vissa förutsättningar beskrivas som nuvärdet av alla framtida avgiftsinbetalningar, givet de förhållanden som råder vid värderingstidpunkten. Närmare bestämt beräknas avgiftstillgången som årets avgiftsinbetalning multiplicerad med systemets s.k. omsättningstid, som anger den genomsnittliga tiden från intjänandet av pensionsrätter till dess att de utbetalas. Denna omsättningstid är för närvarande knappt 32 år, varav 21 år avser intjänandetid och 11 år avser utbetalningstid. Med kännedom om omsättningstiden kan således det årliga avgiftsflödet omvandlas till ett kapitalbelopp som benämns avgiftstillgången.

Pensionsskulden beräknas utifrån de utbetalningar som förväntas till nuvarande och framtida pensionärer, givet de förhållanden som råder vid värderingstidpunkten.

Det fonderade kapitalet utgör en mindre del av pensionssystemets tillgångar (12 procent vid utgången av 2010) och fungerar främst som ett buffertkapital. Första–Fjärde AP-fonderna mottar pensionsavgifter och finansierar utbetalning av pension och utjämnar på så sätt svängningar i dessa. Under 2010 översteg, för andra året i rad, pensionsutbetalningarna inbetalningarna av pensionsavgifter, varför en del av avkastningen på det fonderade kapitalet togs in anspråk för att täcka avgiftsunderskottet.

För att tillgodose grundläggande krav på neutralitet mellan generationer har det varit ett mål för reformarbetet att såväl intjänade pensionsrätter som utgående pensioner ska räknas upp med genomsnittsinkomstens utveckling. En sådan uppräkningsmetod kan på längre sikt hota systemets finansiella stabilitet, eftersom det kan medföra avvikelser mellan pensionssystemets löpande inkomster och utgifter. En sådan avvikelse kan t.ex. uppstå om antalet förvärvsarbetande sjunker, risken är då att systemets utgifter växer i snabbare takt än inkomsterna. Detta beror på att genomsnittsinkomsten, som påverkar pensionssystemets utgifter, kan växa snabbare än inkomstsumman (produkten av antal förvärvsarbetande och genomsnittsinkomsten) som påverkar dess inkomster.

Trots denna komplikation har det varit möjligt att konstruera ett autonomt pensionssystem vid sidan av statsbudgeten. Förklaringen är att det råder symmetri mellan avgiftsinbetalningar och den pensionsrätt som tillgodoräknas den enskilde (avgiftsbestämt system) och att pensionsrätterna anpassas till den demografiska utvecklingen i samhället. Det sker genom två mekanismer. Den ena är att individens intjänade pensionsrätt vid pensionstillfället räknas om till en årlig pension med hjälp av ett fast delningstal som tar hänsyn till medellivslängdens utveckling fram till dess. Individens pension påverkas däremot inte av förändringar i medellivslängden efter pensionstillfället. Den andra är att varaktiga underskott i systemet elimineras av den automatiska balanseringen som säkerställer pensionssystemets finansiella stabilitet. Denna innebär i korthet att uppräkningsmetoden av pensionsrätter och pensioner reduceras i förhållande till genomsnittsinkomsten när pensionsskulden

överstiger systemets tillgångar. Den automatiska balanseringen aktiveras om det s.k. balanstalet – kvoten mellan systemets tillgångar och skulder – understiger ett, dvs. om tillgångarna inte räcker för att finansiera skulderna fullt ut. Under 2009 beslutade riksdagen om en ändring i beräkningen av balanstalet i syfte att utjämna variationen i buffertkapitalet, och därigenom uppräknings av pensioner och pensionsrätter, mellan enskilda år (prop. 2008/09:219). Förändringen innebär att buffertkapitalet beräknas som ett genomsnitt av de tre senaste åren, i stället för som tidigare utgående fondkapitalet föregående år.

Det har ännu inte beslutats vad som ska gälla om det uppstår betydande överskott, som skulle möjliggöra utdelning till de försäkrade. Förslag till regler har lämnats i betänkandet *Fördelning av överskott i ålderspensionssystemet* (SOU 2004:105). Utredningen föreslog utdelning när balanstalet överstiger 1,10. Betänkandet har remissbehandlats (dnr S2004:7851).

2.1.2 Historik om AP-fonderna

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 upprätthålla sparat i ekonomin och därmed goda förutsättningar för att långsiktigt finansiera pensionsutgifterna samt att bygga upp en buffert för att jämna ut kortsiktiga avvikelser mellan avgiftsinkomster och pensionsutbetalningar.

Pensionsreformen från 1999 medförde förändringar av AP-fondernas regelverk, förändringar som inleddes 2000 och som fullföljdes genom ändrade placeringsregler året därpå. Genom dessa förändringar tydliggjordes AP-fondernas roll som buffert och långsiktig finansär i pensionssystemet.

Den 1 maj 2000 namnändrades 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. Därför finns det i dag inte någon femte AP-fond. De nybildade Första–Fjärde AP-fondernas placeringsbestämmelser började gälla den 1 januari 2001.

Pensionsreformen har medfört en belastning på statsbudgeten dels till följd av det till staten överförda åtagandet för garantipension, dels genom att staten har ålagts att betala avgifter för pensionsgrundande ersättningar (från social- och arbetslöshetsförsäkringarna) samt för pensionsgrundande belopp i form av förtidspension, barnår, studier eller pliktjänst. Därför ansågs det motiverat att kompensera statsbudgeten genom att överföra kapital från buffertfonderna till statsbudgeten, motsvarande en engångsöverföring till Riksgäldskontoret om 300–350 miljarder kronor per den 1 januari 1999. Riksdagen har hittills beslutat om överföringar från AP-fonderna till statsbudgeten motsvarande sammanlagt 258 miljarder kronor per detta datum (prop. 1999/2000:46 s. 62). Frågan om överföringarnas slutliga storlek hänsköts till en kontrollstation 2004. Därefter har partierna bakom pensionsöverenskommelsen enats om att ett ställningstagande om återstående

överföringar ska samordnas med beslut om fördelning av överskott i Skr. 2010/11:130 pensionssystemet.

2.1.3 Buffertfondernas roll i inkomstpensionssystemet

I rollen som buffertfonder i inkomstpensionssystemet (figur 2.1) mottar Första–Fjärde AP-fonderna pensionsavgifter och finansierar pensionsbetalningar månatligen. Sedan riksdagen beslutade om den automatiska balanseringen av ålderspensionssystemet ingår även Sjätte AP-fonden bland buffertfonderna genom att fondens tillgångarna inkluderas i inkomstpensionssystemets tillgångar. Sjätte AP-fonden ingick däremot inte i pensionsöverenskommelsen och har ett specialiserat uppdrag jämfört med de övriga buffertfonderna.

Första–Fjärde AP-fonderna

Första–Fjärde AP-fondernas förvaltning regleras i lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder), i vilken även regler avseende Sjunde AP-fonden ingår. Enligt lagen är fondernas uppdrag att förvalta fondmedlen så att de blir till största möjliga nytta för inkomstpensionssystemet. Förvaltningen ska ta sin utgångspunkt i pensionssystemets åtagande. Målet är att långsiktigt maximera avkastningen i förhållande till risken i placeringarna. Den totala risknivån i förvaltningen ska vara låg, vilket inte ska tolkas som ett mål att minimera risken. Av det följer däremot ett krav på god riskspridning. Risk och avkastning ska tolkas i termer av utgående pensioner. Rollen som förvaltare av allmänna pensionsmedel ställer krav på att fonderna uppbär allmänhetens förtroende. Av det skälet är fonderna ålagda att ta hänsyn till miljö och etik i placeringsverksamheten, utan att göra avkall på det övergripande målet om hög avkastning. Fonderna ska inte ha näringspolitiska eller ekonomisk-politiska mål.

Var och en av Första–Fjärde AP-fonderna ska, med de medel fonden förvaltar, svara för kostnaderna för sin verksamhet och för revision och utvärdering av fondförvaltningen.

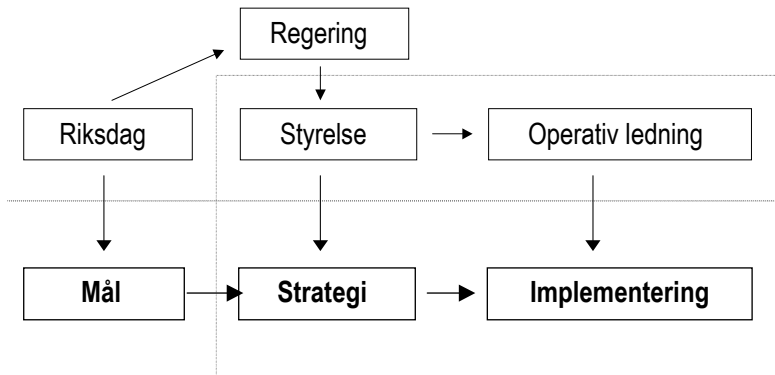
Första–Fjärde AP-fonderna ska vardera ha en styrelse bestående av nio ledamöter. Styrelsen ansvarar för fondens organisation och förvaltning av fondmedlen. Styrelsens ledamöter utses av regeringen på grundval av sin kompetens att främja fondförvaltningen. Regeringen utser också ordförande och vice ordförande. Organisationer som företräder arbetsmarknadens parter har rätt att föreslå fyra kandidater till vardera styrelse, ingen av dessa får dock utses till ordförande eller vice ordförande. Styrelsen tar bl.a. beslut om strategi, utifrån det uppdrag och mål som definieras i lag och förarbeten.

Var och en av Första–Fjärde AP-fonderna ska utforma en strategisk placeringsinriktning efter en analys av pensionssystemets åtagande. En central punkt i den strategi som styrelsen beslutar om är valet av referensportfölj (eller normalportfölj). För att fastställa vilken referensportfölj som ska användas utnyttjas s.k. ALM-analyser (tillgångs- och skuldanalys), där sambandet mellan fondens åtagande och olika investeringsval studeras.

Styrelsen ska också besluta om de riktlinjer som ska gälla för att verkställa strategin. Enligt lag ska var och en av Första–Fjärde AP-fonderna årligen fastställa en verksamhetsplan, som ska innehålla riktlinjer för placeringsverksamheten och för utövande av rösträtt i enskilda företag, samt en riskhanteringsplan. Riskhanteringsplanen ska beskriva de huvudsakliga risker som är förenade med placeringsverksamheten och hur dessa risker hanteras.

Styrelsen måste också besluta om frågor som rör val av förvaltningsstruktur för genomförandet av strategin. I styrelsens uppdrag ingår att fastställa mål och mandat till den operativa ledningen när det gäller fördelningen av tillgångar mellan olika tillgångsslag och marknader (enligt referensportföljen), andelen tillgångar som ska förvaltas externt respektive internt samt i vilken utsträckning tillgångarna ska förvaltas aktivt respektive passivt. Implementeringen delegerar styrelsen i stor utsträckning till den operativa ledningen. Det yttersta ansvaret bär dock alltid styrelsen. Utifrån styrelsens riktlinjer beslutar den operativa ledningen närmare om hur genomförandet ska ske.

Figur 2.2 Schematisk beskrivning av kompetensfördelningen inom AP-fonderna



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 ska aktiveras på sikt. Detta missgynnar yngre generationer som möter en ökad risk för att deras pensioner ska påverkas negativt, medan äldre generationer gynnas av att balansering inte behöver ske i närtid. 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. Fondernas roll som buffert motiverar också ett krav på nödvändig betalningsberedskap.

Enligt det nu gällande uppdraget ska Första–Fjärde AP-fonderna förvalta portföljer bestående av främst marknadsnoterade och omsättningsbara värdepapper och aktier (tabell 2.1). Minst 30 procent av

det marknadsvärderade kapitalet ska placeras i räntebärande instrument med låg risk. Skr. 2010/11:130

I relation till den inhemska aktiemarknaden får var och en av Första–Fjärde AP-fonderna inneha aktier i svenska bolag som är upptagna till handel på en reglerad marknad i Sverige till ett marknadsvärde som uppgår till högst två procent av det totala marknadsvärdet av sådana aktier. I enskilda bolag får en fond äga aktier i bolag som är upptagna till handel på en reglerad marknad, intill ett belopp som motsvarar högst tio procent av röstetalet för aktierna i bolaget. Maximalt fem procent av det marknadsvärderade fondkapitalet får placeras i onoterade värdepapper (max 30 procent av röstetalet i onoterade riskkapitalbolag). Första–Fjärde AP-fondernas aktieplaceringar i fastighetsbolag är undantagna från begränsningarna avseende marknadsvärde och röstetal. Dessa placeringar begränsas i stället av en generell princip om riskspridning. Högst 40 procent av Första–Fjärde AP-fondernas marknadsvärderade tillgångar får vara utsatta för valutarisk. Minst 10 procent av fondkapitalet ska förvaltas externt.

Tabell 2.1 Första–Fjärde AP-fondernas placeringsregler i sammandrag

Typ av instrument m.m.	Tillåtna placeringar
Generellt	Alla förekommande instrument på kapitalmarknaden. Aktier och fordringsrätter ska vara upptagna till handel på en reglerad marknad eller motsvarande marknad utanför EES (fastighetsaktier undantagna).
Onoterade värdepapper	Högst fem procent av fondkapitalet får vara placerat i aktier eller andelar i riskkapitalföretag, alternativt fordringsrätter, som inte är upptagna till handel på en reglerad marknad eller motsvarande marknad utanför EES. Onoterade aktier får endast ägas indirekt via fond eller riskkapitalbolag (fastighetsaktier undantagna).
Räntebärande instrument	Minst 30 procent av fondkapitalet ska vara placerat 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 dagslånemarknaden. Direktlån till egna fastighetsbolag. Repor och värdepapperslån främst i syfte att effektivisera förvaltningen.
Upplåning	Kortfristig upplåning vid tillfälliga behov. Möjlighet till lån i Riksgäldskontoret vid fondtömning.
Utländsk valuta	Högst 40 procent av fondkapitalet får vara exponerat för valutarisk.

Stora exponeringar	Högst tio procent av fondkapitalet får vara exponerat mot en enskild emittent eller grupp av emittenter med inbördes anknytning.
Svenska aktier	Marknadsvärdet av en fonds innehav av aktier i svenska bolag som är upptagna till handel på en reglerad marknad i Sverige får uppgå till högst två procent av värdet av sådana aktier.
Röstetal	Högst tio procent i ett noterat enskilt företag (egna fastighetsbolag undantagna). Högst 30 procent i onoterade riskkapitalbolag.
Externa förvaltningsuppdrag	Minst tio procent av fondkapitalet ska läggas ut för extern förvaltning.

Sjätte AP-fonden

Sjätte AP-fonden har sitt ursprung i den sjätte fondstyrelsen som inrättades den 1 juli 1996 med uppgift att placera fondkapitalet på den inhemska riskkapitalmarknaden med inriktning mot små och medelstora företag. I samband med pensionsreformen 2000 bytte sjätte fondstyrelsen namn till Sjätte AP-fonden. Fondens uppdrag är, i likhet med Första–Fjärde AP-fonderna, att förvalta inkomstpensionens buffertkapital på ett effektivt sätt. Sjätte AP-fonden ingick däremot inte i pensionsöverenskommelsen och har arbetat med väsentligen oförändrade förutsättningar sedan 1996. De tidigare gällande reglerna avseende sjätte fondstyrelsen överfördes i princip oförändrade till den nu gällande lagen (2000:193) om Sjätte AP-fonden.

Sjätte AP-fonden har bl.a. obegränsade möjligheter att investera i onoterade bolag och noterade riskkapitalbolag. Sjätte AP-fonden får äga maximalt 30 procent av röstetalet i svenska eller utländska bolag vars aktier är upptagna till handel på en reglerad marknad eller en motsvarande marknad utanför EES. Det finns däremot ingen begränsning av Sjätte AP-fondens innehav när det gäller övriga svenska bolag eller riskkapitalbolag som i sin tur investerar i aktier som inte har tagits upp till handel på en reglerad marknad eller motsvarande (onoterade aktier). Sjätte AP-fondens tidigare ensidiga inriktning mot svenska bolag ersattes 2007 av en möjlighet att placera en mindre andel av fondkapitalet utomlands. Detta kommer till uttryck genom att Sjätte AP-fonden får utsätta högst tio procent av fondkapitalet för valutarisk (prop. 2006/07:100 s. 188 f.).

2.1.4 Sjunde AP-fondens roll i premiepensionssystemet

Vid utgången av 2010 var Sjunde AP-fonden en av 94 fondförvaltare inom premiepensionssystemet. Sjunde AP-fonden förvaltar förvaltsalternativet AP7 Såfa för de 2,7 premiepensionssparare som inte aktivt har valt fond. Inom AP7 Såfa förvaltades vid utgången av 2010 27,0 procent av det totala premiepensionskapitalet.

Sjunde AP-fonden inledde sin verksamhet under hösten 2000 när val av fonder för första gången ägde rum inom premiepensionssystemet. För detta ändamål inrättades Sjunde AP-fonden 1998, som fram till våren 2000 hade namnet sjunde fondstyrelsen.

Enligt lagen (1998:674) om inkomstgrundad ålderspension ska Sjunde AP-fonden förvalta fondmedlen uteslutande i pensionsspararnas intresse. Härutöver lyder Sjunde AP-fonden under samma regelverk som gäller för Första–Fjärde AP-fonderna, lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder vilken i vissa delar för Sjunde AP-fondens del hänvisar till lagen (2004:46) om investeringsfonder. En skillnad mot övriga investeringsfonder är emellertid att Sjunde AP-fonden är förhindrad att förvärva mer än fem procent av röstetalet i ett svenskt eller utländskt aktiebolag och är i normalfallet förhindrad att rösta för aktierna i svenska aktiebolag. Till skillnad från Första–Fjärde AP-fonderna finns inget krav för Sjunde AP-fonden på en minsta andel extern förvaltning. I likhet med Första–Fjärde AP-fonderna ska dock fonden ta hänsyn till miljö och etik i placeringsverksamheten, utan att göra avkall på det övergripande målet om hög avkastning.

I premiepensionssystemet överläts avvägningen mellan förväntad avkastning och risk till individen genom val av fond. För de premiepensionssparare som inte gör ett aktivt val måste Sjunde AP-fonden genomföra avvägningen i deras ställe. Risk och avkastning ska här, i likhet med vad som gäller för Första–Fjärde AP-fonderna, tolkas i termer av utgående pensioner.

Till följd av att riksdagen under 2009 fattade beslut om vissa förändringar i premiepensionssystemet fick Sjunde AP-fonden ett delvis förändrat uppdrag från den 3 maj 2010. Förändringarna innefattade bl.a. att Premiesparfonden skulle ersättas med ett placeringsalternativ med generationsprofil, att placeringsalternativ med olika riskprofil skulle tillhandahållas av Sjunde AP-fonden och att den valbara fonden Premievalsfonden skulle läggas ned (prop. 2009/10:44). Med anledning av dessa förändringarna avslutades förvaltningen inom Premiesparfonden och Premievalsfonden den 20 maj 2010 och fondkapitalet överfördes till de två byggstansfonderna AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond, med vars hjälp Sjunde AP-fonden erbjuder sex olika placeringsalternativ.

2.2 Ålderspensionssystemet 2010

2.2.1 Inkomstpensionssystemet

Pensionssystemets tillgångar, skulder och resultat redovisas i pensionssystemets årsredovisning *Orange rapport* som upprättas av Pensionsmyndigheten. Uppgifterna i det följande har hämtats från *Orange rapport 2010*.

Inkomstpensionssystemets redovisade resultat 2010 uppgick till 425 miljarder kronor, vilket innebär att det nu finns ett ackumulerat överskott på 103 miljarder kronor (tabell 2.2). Det positiva resultatet beror både på en ökning av tillgångarna och en minskning av skulderna till följd av den automatiska balanseringen.

Tabell 2.2 Inkomstpensionssystemet 2006–2010 (mdkr)

	2010	2009	2008	2007	2006
Buffertfonderna	895	827	707	898	858
Avgiftstillgång	6 575	6 362	6 477	6 116	5 945
Summa tillgångar	7 469	7 189	7 184	7 014	6 803
Pensionsskuld	7 367	7 512	7 428	6 996	6 703
Över-/Underskott	103	-323	-243	18	100
Balanstal (kvot)	1,0024	0,9549	0,9826	1,00226	1,0149

Not. Från 2008 beräknas balanstalet enligt nya regler som innebär att fondkapitalet i buffertfonderna definieras som medelvärdet av fondkapitalet de tre senaste åren. Enligt den tidigare beräkningen hade balanstalet 2010 uppgått till 1,0140.

Källa: Orange rapport 2010.

Tillgångarna i systemet är värdet av framtida pensionsavgifter (avgiftstillgången) och buffertkapitalet (*se avsnitt 2.1.1*). Buffertkapitalet utgjorde vid utgången av 2010 tolv procent av tillgångarna.

Under 2010 ökade tillgångarna med 280 miljarder kronor (3,9 procent) som en konsekvens av att buffertkapitalet ökade med 68 miljarder kronor och att avgiftstillgången ökade med 213 miljarder kronor. Avgiftstillgången påverkades positivt av ökade inbetalda pensionsavgifter och stigande konsumentpriser, mätt med KPI, medan en minskad omsättningstid dämpade ökningen.

Pensionsskulden minskade med 145 miljarder kronor eller med 3,9 procent. Störst bidrag till resultatet kom från den automatiska balanseringen som medförde att pensionsskulden minskade med 165 miljarder kronor. Därtill minskade skulden till följd av att pensionsutbetalningarna under året översteg nyintjänade pensionsrätter och ATP-poäng, inklusive vissa justeringar. Ökad medellivslängd, vilket medförde att den genomsnittliga utbetalningstiden ökade med 42 dagar, innebar å andra sidan att skulderna ökade med 25 miljarder kronor.

Vid utgången av 2010 översteg tillgångarna skulderna med 1,40 procent och balanstalet har beräknats till 1,0024, enligt den nya metod för beräkning av balanstalet som fastställdes 2009 (tabell 2.2).

Buffertfondernas resultat

Det samlade buffertkapitalet ökade med 68 miljarder kronor under 2010 till följd av ett resultat på 84 miljarder kronor och ett nettoutflöde från fonderna på 16,2 miljarder kronor (tabell 2.3). Underskottet av pensionsavgifter i förhållande till utbetalda pensioner var 15,1 miljarder kronor under 2010, till det kommer kostnaderna för ålderspensionssystemets administration som uppgick till en miljard kronor.

Tabell 2.3 Buffertkapitalets utveckling 1960–2010 (mdkr)

	2010	2009	2000	1990	1980	1970	1960
Årets resultat	84,0	135,6	28,1	54,1	10,4	2,0	0,0
Pensionsavgifter	205,1	202,7	144,3	77,7	22,2	6,1	0,5
Pensioner	-220,2	-217,4	-138,8	-77,4	-19,0	-1,2	
Överfört till statsbudgeten			-45,0				
Administration	-1,0	-0,9	-1,1	-0,5	-0,2	-0,1	
Nettoflöde	-16,2	-15,6	-40,6	0,9	3,0	4,8	0,5
Summa fondkapital	894,9	827,1	733,9	407,6	146,7	35,9	0,5

Källa: Orange rapport 2010.

För pensionssystemet är det av intresse att beräkna den samlade avkastningen i buffertkapitalet, givet in- och utflöden i form av pensionsavgifter och pensionsbetalningar. Denna avkastning kallas internränta eller kapitalvägd avkastning (*se faktaruta 5.1*). Mätt på detta sätt uppgick avkastningen i buffertkapitalet till 10,2 procent under 2010. Justerat för inflationen som under 2010 var 2,3 procent uppgick den reala avkastningen i buffertfonderna till 7,9 procent. Under den senaste femårsperioden (2006–2010) har avkastningen i buffertfonderna i genomsnitt varit 3,5 procent per år eller 1,7 procent per år i reala termer.

Tabell 2.4 Buffertfondernas avkastning 2006–2010 (procent per år)

	2010	2009	2008	2007	2006	2006–2010
Avkastning*	10,2	19,3	-21,6	4,2	10,7	3,5
Real avkastning	7,9	18,2	-22,2	0,7	9,0	1,7

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

Källa: Egna beräkningar baserat på uppgifter från Pensionsmyndigheten, Försäkringskassan och SCB.

Buffertfondernas kostnader

Kostnaderna för buffertfondernas förvaltning har stigit sedan pensionsreformen 2001, vilket har samband med uppdelningen av fondkapitalet i fyra lika stora fonder (exklusive Sjätte AP-fonden som inte berördes av reformen) och ett generellt uppdrag för Första–Fjärde AP-fonderna att förvalta diversifierade globala portföljer av finansiella instrument, fastigheter och ett visst inslag av andra s.k. alternativa investeringar. De tidigare fondstyrelserna hade i stället specialiserade uppdrag att förvalta huvudsakligen inhemska räntebärande instrument och fastigheter respektive aktier.

Tabell 2.5 Buffertfondernas administrationskostnader enligt pensionssystemets årsredovisning (mnkr) Skr. 2010/11:130

	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003
Första AP-fonden	163	191	180	164	153	145	244	190
Andra AP-fonden	160	150	159	133	129	123	330	234
Tredje AP-fonden	154	147	137	137	125	127	314	235
Fjärde AP-fonden	176	174	157	139	133	133	246	216
Sjätte AP-fonden	167	146	144	397	331	326	340	340
Avvecklingsfonderna	-	-	1	1	9	4	14	19
Totalt	820	808	778	971	880	858	1 488	1 234
Andel av fondkapital							0,24 %	0,23 %

Not. I administrationskostnaderna ingår interna kostnader.

Källa: Orange rapport 2010.

Administrationskostnaderna reducerar utestående pensionsbehållningar, men inte pensioner som har börjat utbetalas. Genom en förändring av Första–Fjärde AP-fondernas redovisningsprinciper 2005 är kostnaderna för Första–Fjärde AP-fondernas förvaltning inte jämförbara före och efter 2005. Sjätte AP-fonden genomförde motsvarande förändring 2008.

Första–Fjärde AP-fondernas förändrade redovisningsprinciper innebär att endast interna kostnader (personal- och övriga administrationskostnader) redovisas som rörelsekostnader fr.o.m. 2005. Externa förvaltningskostnader och depåkostnader benämns provisionskostnader och redovisas som en negativ post bland rörelsens intäkter. Sedan 2004 görs dessutom en uppdelning av dessa provisionskostnader i fasta avgifter respektive resultatberoende avgifter, varav endast de fasta avgifterna i sin tur redovisas som en provisionskostnad. Resultatberoende avgifter utbetalas under förutsättning att förvaltningen överträffat uppställda mål och netto redovisas i resultatet.

Under 2005 ändrade dessutom Första–Fjärde AP-fonderna redovisningsprincip när det gäller avgifter till riskkapitalföretag eller fonder som huvudsakligen placeras i onoterade aktier (riskkapitalfonder). Förändringen innebär att sådana, utbetalda avgifter bokförs som en fordran i balansräkningen och inte som en kostnad i resultaträkningen, under förutsättning att avtalen med dessa fonder innehåller en klausul som föreskriver att återbetalning av inbetalda förvaltningsavgifter ska föregå eventuell vinstdelning. Från och med 2008 redovisas avgifterna som en del av tillgångens anskaffningsvärde. Detta förutsätter att vinstdelning kan bedömas vara sannolik i varje enskilt fall. Från och med 2008 redovisar även Sjätte AP-fonden förvaltningskostnader för onoterade innehav på detta sätt, men med den skillnaden att Sjätte AP-fonden värderar samtliga förvaltningsavgifter för onoterade innehav i fonder till noll.

Tabell 2.6 Buffertfondernas interna och externa förvaltningskostnader (mnkr)

Skr. 2010/11:130

	2010			2009		
	Interna	Externa	Totalt	Interna	Externa	Totalt
Första AP-fonden	163	105	268	191	112	303
Andra AP-fonden	160	196	356	150	182	332
Tredje AP-fonden	154	146	300	147	170	317
Fjärde AP-fonden	176	30	206	174	25	199
Sjätte AP-fonden	145	22	167	130	16	146
Summa	798	499	1 297	792	505	1 297
Andel av fondkapital			0,15 %			0,17 %

Not. I tabell 2.5 redovisas Sjätte AP-fondens totala kostnad som intern. Andel av fondkapital beräknat som totala kostnader dividerat med (aritmetiskt) medelvärde av ingående och utgående fondkapital.

Källa: AP-fondernas årsredovisningar.

Som framgår av tabell 2.6 har buffertfondernas totala kostnader varit oförändrade under 2010, trots att kostnaderna inom alla fonder varierat. I Första och Tredje AP-fonderna har kostnaderna minskat medan de i övriga fonder har ökat. Till följd av ett växande fondkapital under de två senaste åren har dock förvaltningskostnaden minskat som andel av förvaltad kapital.

I pensionssystemets årsredovisning redovisas dessutom buffertfondernas samlade kostnader inklusive resultatberoende avgifter och transaktionskostnader (tabell 2.7). Redovisning av kostnader på detta sätt är ovanlig, vilket försvårar jämförelser med andra kapitalförvaltande institutioner, men kan ändå vara intressant att följa. Under 2010 ökade de samlade kostnaderna med 176 miljoner kronor. Störst förändring under det senaste året noteras inom prestationsbaserade arvoden (arvoden som utbetalas under förutsättning att förvaltaren överträffat uppställda mål) som ökade med 198 miljoner kronor. Även i detta sammanhang framgår att förvaltningskostnaderna som andel av förvaltad kapital till stor del förklaras av fondkapitalets utveckling.

Tabell 2.7 Buffertfondernas samlade förvaltningskostnader (mnkr respektive procent)

	2010	2009	2008	2007	2006
Kapitalförvaltningskostnader (mnkr)	1 851	1 675	1 977	1 990	1 796
Andel av fondkapital (%)	0,21	0,22	0,25	0,23	0,22

Källa: Orange rapport 2010.

2.2.2 Premiépensionssystemet

Vid utgången av 2010 fanns det 6,3 miljoner sparare i premiépensionssystemet med ett samlat fondbesittande om 408 miljarder kronor (tabell 2.8).

Tabell 2.8 Fondplaceringar inom premiepensionssystemet 2006–2010 (mdkr)

	2010	2009	2008	2007	2006
Aktiefonder	214	179	105	163	141
Blandfonder	17	12	10	10	9
Generationsfonder	43	38	29	35	31
Räntefonder	24	21	24	13	7
Förvalsalternativet	110	90	63	87	79
Totalt	408	340	231	308	267

Not. De samlade fondtillgångarna var vid utgången av 2010 högre än de totala fondplaceringarna, skillnaden förklaras av fondmedel som är under pågående handel eller arvsvinster (1 mdkr 2010). Förvalsalternativet avser t.o.m. den 20 maj 2010 Premiesparfonden och därefter AP7 Såfa.

Källa: Orange rapport 2010

Värdet av premiepensionsspararnas fondinnehav ökade under året med 69 miljarder kronor, beroende på en värdeökning med 41 miljarder kronor och på ett inflöde av nya pensionsrätter på 29 miljarder kronor, vilket något motverkades av pensionsutbetalningar på 1 miljard kronor. Den genomsnittliga avkastningen i premiepensionsskapitalet var under året 12,1 procent. Sedan fondförvaltningen startade 2000 har den genomsnittliga avkastningen uppgått till 1,4 procent per år. Bland de pensionssparare som varit med i premiepensionssystemet sedan starten 1995 hade 99 procent av spararna, vid utgången av 2010, haft en positiv värdeutveckling av pensionskapitalet, att jämföra med endast 35 procent vid utgången av 2008. Vid utgången av 2010 hade 15 procent i samma grupp haft en genomsnittlig avkastning på över sex procent per år.

Under 2010 betalades sammanlagt 1 141 miljoner kronor i fasta förvaltningsavgifter till fondförvaltarna. Före återbetalade rabatter var avgiftsuttaget 3 084 miljoner kronor, vilket betyder att rabatterna uppgick till 1 943 miljoner kronor. Därutöver uppgick administrationskostnaderna, i den del av premiepensionssystemet som avser fondförsäkringen, till 339 miljoner kronor under 2010, vilket också reducerade fondkapitalet. Fondspararna i premiepensionssystemet betalade därmed uppskattningsvis 0,36 procent av fondkapitalet i avgifter till fondförvaltarna och Pensionsmyndigheten. Det är en minskning från föregående år då avgiftsuttaget motsvarade uppskattningsvis 0,50 procent av fondkapitalet.

Vid sidan av fondförsäkringen finns traditionell livförsäkring inom premiepensionssystemet, vilken förvaltas av Pensionsmyndigheten. Detta sparalternativ finns för premiepensionssparare som vill omvandla sin fondförsäkring till en livförsäkring med fasta belopp (s.k. annuiteter) i samband med att utbetalningen av pension påbörjas. Vid utgången av 2010 uppgick det förvaltade kapitalet inom försäkringen till 5,0 miljarder kronor, en ökning med 2,7 miljarder kronor jämfört med föregående år.

3.1 Om utvärderingshorisonten för AP-fonderna

Regeringens utvärdering av AP-fondernas resultat sker dels med avseende på styrelsernas strategiska beslut, som ofta har störst betydelse för fondkapitalets långsiktiga utveckling, dels med avseende på fondernas operativa resultat med utgångspunkt i de mål och riktlinjer som har fastställts av styrelserna.

Vid utvärdering av styrelsernas strategiska beslut bör perioden för utvärdering vara lång. Den bör dock inte vara så lång som fondernas egen placeringshorisont, eftersom det i så fall skulle vara alltför sent att vidta eventuella korrigerande åtgärder. Även det faktum att ledamöterna i AP-fondernas styrelser ersätts efter viss tid talar för att perioden för utvärdering av strategiska beslut trots allt bör vara begränsad. Dock kan en utvärdering av styrelsernas strategiska beslut inte upphöra att ta hänsyn till fondernas placeringshorisont, som den framgår av pensionssystemets åtagande. I det följande läggs hela perioden sedan Första–Fjärde AP-fonderna inleddes verksamhet med nya placeringsregler 2001 till grund för granskningen av styrelsernas strategiska beslut. Följande avsnitt avseende utvecklingen på de finansiella marknaderna täcker således in hela perioden 2001–2010. Sjätte AP-fonden utvärderas delvis i ett ännu längre perspektiv.

Vid utvärdering av AP-fondernas operativa 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. 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 försvaga kopplingen mellan prestation och utfall och medföra felaktiga incitament i förvaltningen, varför femåriga perioder har befunnits vara en lämplig avvägning.

3.2 Utvecklingen på de finansiella marknaderna 2001–2010

Perioden 2001–2010 inleddes med en lång och djup ekonomisk nedgång efter IT-bubblan. Priserna på aktiemarknaden steg sedan från 2003 till juli 2007 när Stockholmsbörsen nådde den högsta noteringen under perioden. Därefter började börsen åter att falla, i samband med bolåne- och finanskrisen. Våren 2009 påbörjade börsen en kraftig uppgång som i Sverige hållit i sig till utgången av perioden. Oro till följd av statsskuldproblem i Grekland, Irland, Portugal, Spanien och Italien (PIIGS-länderna) samt en svag utveckling i USA, har dock hämmat tillväxten i den utvecklade världen efter finanskrisen. Globalt har den ekonomiska utvecklingen under 2010 varit varierande, med en nedgång under mitten av året för att avsluta svagt positivt, både för året och för hela tioårsperioden.

Figur 3.1 Utvecklingen på aktiemarknaderna 2001–2010 (2000-12-31=100)

Källa: Bloomberg.

Under perioden 2001–2010 har den svenska börsen haft en avkastning på i genomsnitt 4,6 procent per år (tabell 3.1), vilket ur ett historiskt perspektiv är att betrakta som lågt. I ett långsiktigt perspektiv märks dock en förbättring under det senaste året, för perioden 2001–2009 hade den svenska börsen nämligen en genomsnittlig avkastning på 2,4 procent per år (mätt med OMX-index).

Tabell 3.1 Totalavkastning i olika tillgångsslag 2001–2010 (procent per år)

	2010	2001–2010
Svenska aktier (SBX)	26,1	4,6
Utländska aktier (MSCI World i USD)	12,5	2,9
Utländska aktier (MSCI World i SEK)	5,7	-0,5
Obligationsindex (OMRX)	2,9	5,0
Reala obligationer (RXRE)	4,7	6,4
Risikfri ränta	0,6	2,6

Not. Riskfri ränta är ett vägt genomsnitt av statsskuldsväxlar med 3 och 6 månaders löptid.

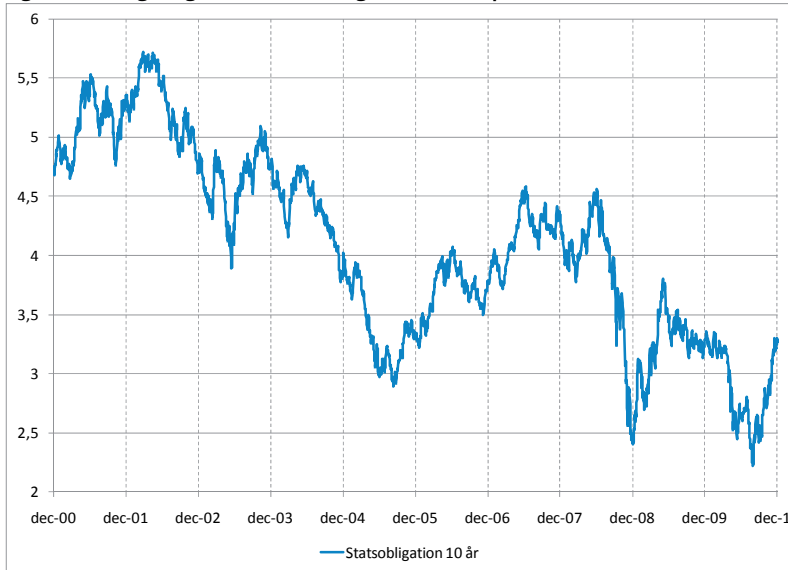
Källa: Bloomberg, Ecowin, Riksbanken.

Utländska aktier har under perioden 2001–2010 haft en avkastning på i genomsnitt 2,9 procent per år (mätt i amerikanska dollar). På grund av dollarns försvagning har avkastningen på utländska aktier mätt i svenska kronor varit -0,5 procent per år under perioden.

På den svenska obligationsmarknaden har räntorna varit trendmässigt fallande, vilket har påverkat avkastningen positivt. Både nominella och reala obligationer har gett en bättre långsiktig avkastning än aktier under perioden, vilket betyder att risktagande under perioden inte har gett förväntad avkastning (riskpremie). Under åren 2001 till 2010 uppgick

avkastningen på nominella obligationer till 5,0 procent per år och Skr. 2010/11:130
avkastningen på realränteobligationer till 6,4 procent per år.

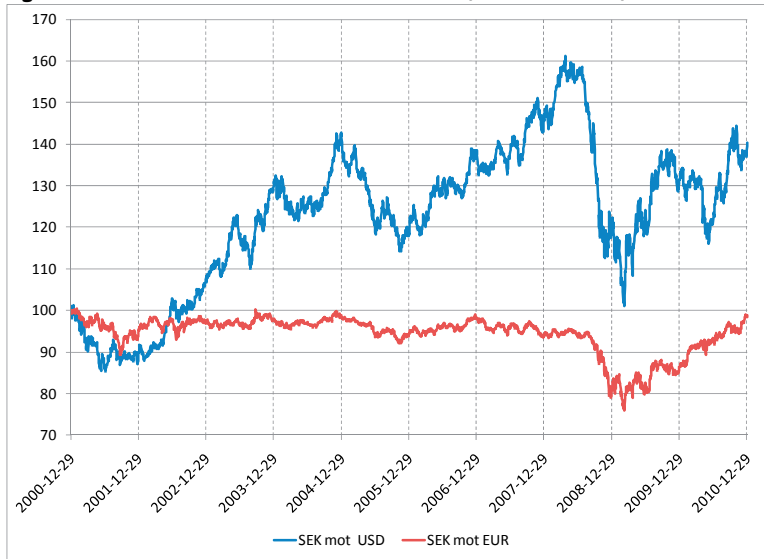
Figur 3.2 Tioårig obligationsränta i Sverige 2001–2010 (procent)



Källa: Ecowin.

Som framgår av figur 3.3 har kronan under perioden fram t.o.m. andra halvåret 2008 varit relativt stabil mot euron. Kronan försvagades dock kraftigt i samband med den finansiella krisen hösten 2008, men har därefter återhämtat sig. Kronans värdering i relation till den amerikanska dollarn har trendmässigt förstärkts under perioden, med undantag för tre perioder. Den första försvagningen var under 2000, till följd av fallande börskurser och stigande riskpremier, den andra under 2005 och den tredje och kraftigaste i samband med finanskrisen 2008. Under 2009 och 2010 har dock kronans värdering relativt dollarn åter stigit.

Figur 3.3 Kronan mot euro och US-dollar 2001–2010 (2000-12-31=100)



Källa: Ecwin.

Aktiemarknaden 2010

Aktiemarknaderna i världen fortsatte under inledningen av 2010 den återhämtning som påbörjats under 2009. Börsuppgången kom dock tillfälligt av sig under våren 2010 i samband med att det stod klart att flera europeiska länder hade stora problem med sina statsskulder och sin fortsatta finansiering. Statsskuldproblematiken uppenbarade sig när det visade sig att Grekland började få problem att finansiera sig på marknaderna. Senare under sommaren spred sig krisen vidare till Irland, vars banker tagit på sig mycket stora skulder i samband med en kraftig ekonomisk expansion. Osäkerheten på marknaderna ökade på grund av risk för spridningseffekter, via banksystemet, till Portugal, Spanien och Italien, och även till Centraleuropa. Det fanns också en oro för att den europeiska statsskuldskrisen skulle kunna dämpa den globala ekonomiska återhämtningen efter finanskrisen.

I syfte att stärka amerikansk ekonomi, och minska risken för att ekonomin åter skulle försvagas, genomförde den amerikanska centralbanken s.k. kvantitativa lättnader under hösten genom att själv köpa statsobligationer. Åtgärderna ledde till ökad efterfrågan på investeringar i riskfyllda tillgångar som t.ex. råvaror och aktier, vilket hade positiv effekt på aktiekurser. Även om ekonomin i framför allt USA inte utvecklades i den takt den amerikanska centralbanken önskade sig så fortsatte ändå företagsvinsterna att utvecklas väl i såväl USA som Sverige och Centraleuropa.

De svenska företagens värderingar låg under större delen av 2010 nära ett långsiktigt genomsnitt, detta trots att börskurserna fortsatte att stiga. Förklaringen ligger i att analytikernas förväntningar om bolagens vinstutveckling gradvis höjdes under året. Till den stigande trenden på

Obligationsmarknaden 2010

Under våren 2010 föll räntorna på statsobligationer med långa löptider i USA, Tyskland och Sverige. Räntorna sjönk på grund av oron för den statsfinansiella situationen i de perifera euroländerna och att investerarna i det läget efterfrågade säkra tillgångar. Det i sin tur ledde till minskad efterfråga på aktier (nedgången på de globala aktiemarknaderna under mitten av året) och en stark obligationsmarknad under våren 2010. Tyska och svenska 10-åriga obligationsräntor föll i slutet av augusti till de lägsta nivåerna i modern tid.

Under oktober och november 2010 steg obligationsräntorna. Det skedde i samband med den amerikanska centralbankens kvantitativa lättnader och den ökade efterfrågan på riskfyllda tillgångar. Efterfrågan innebar att investerare omplacerade från räntebärande tillgångar till aktier. Börsklimatet blev mer positivt och obligationsräntorna steg kraftigt. I slutet av 2010 uppgick amerikanska och tyska 10-åriga obligationsräntor till 3,29 respektive 2,96 procent.

4 AP-fondernas redovisade resultat

I detta avsnitt görs en sammanställning av AP-fondernas årsredovisningar avseende redovisade resultat, måluppfyllelse, portföljstruktur och, i förekommande fall, förändringar av förvaltningsverksamheten.

En slutsats av sammanställningen är att jämförbarheten mellan fonderna kan förbättras med AP-fondernas gemensamma redovisningsprinciper som verktyg och att genomlysningen av AP-fondernas verksamhet kan utvecklas ytterligare. Detta gäller i första hand Första–Fjärde och Sjätte AP-fonderna, eftersom Sjunde AP-fonden ska jämföras med fonderna i premiepensionssystemet. Ett flertal av AP-fonderna lyfter i sin redovisning fram avkastningen före kostnader. Regeringen menar att AP-fonderna i kommunikationen med allmänheten i första hand bör redovisa avkastningen efter kostnader, eftersom det är resultatet som tillskrivs pensionssystemet och med beaktande av styrelsernas ansvar att besluta om fondernas kostnader.

Med motiveringen att AP-fondernas redovisningsregler kan behöva anpassas över tiden framgår det inte av lagen vilka redovisningsprinciper som bör gälla för fonderna. I förarbetena till lagen anges att det i första hand bör ankomma på fonderna att, med hänsyn till lämpliga redovisningsregler för jämförbara finansiella företag, utveckla och etablera en gemensam praxis inom ramen för god redovisningssed. Denna praxis bör ge en rättvisande bild så att fondernas årsredovisningar ger en god genomlysning av verksamheten (prop. 1999/2000:46 s. 133). Utvecklingen inom den internationella standarden för finansiell rapportering (IFRS) går i riktning mot ökade krav på öppenhet, t.ex. genom känslighetsanalyser avseende värdering och beskrivning av

redovisningsprinciper. Första–Fjärde AP-fonderna har under 2010 genomfört anpassningar till IFRS, främst vad gäller upplysningskrav. I enlighet med lagens förarbeten bör AP-fonderna utveckla sina redovisningsprinciper i linje med kraven för finansiella företag, där det bör vara av särskild vikt för fonderna att beakta behovet av öppenhet.

Det finns en skillnad mellan fonderna när det gäller värderingen av onoterade innehav per den 31 december 2010. Den gängse värderingsprincipen innebär generellt att en fullständig värdering av riskkapitalfondernas innehav inte är tillgänglig i tid för att AP-fonderna ska hinna ta med informationen i årsredovisningen. Denna problematik har AP-fonderna löst på olika sätt, bl.a. till följd av att de haft olika tillgång till aktuell information. Första–Fjärde AP-fonderna baserar värderingen vid utgången av 2010 på den senast erhållna värderingen med justering för likvidflöden fram t.o.m. utgången av året. Sjunde AP-fonden använder också senast tillgänglig information men justerar därefter värdet, dagligen, med utvecklingen av ett index. Sjätte AP-fonden däremot baserar sin värdering på uppgifter per den 31 december 2010. I det fall uppdaterad värdering saknas från fonder som investerar i onoterade företag har Sjätte AP-fonden justerat värdet för att återspegla fjärde kvartalets utveckling.

Första–Fjärde AP-fonderna redovisar förvaltningsavgifter för onoterade innehav, där återbetalning sker före vinstdelning och bedöms vara sannolik, som en del av anskaffningskostnaden. Detta avser vanligen förvaltningsavgifter till riskkapitalfonder. Sjätte AP-fonden tillämpar samma princip men med den skillnaden att fonden värderar samtliga förvaltningskostnader för onoterade innehav i fonder, inte företagsinvesteringar, till noll.

4.1 Första–Fjärde AP-fonderna

Första–Fjärde AP-fonderna har identiska uppdrag att förvalta diversifierade portföljer bestående av marknadsnoterade aktier och räntebärande instrument som är utgivna för allmän omsättning, 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. Styrelsen för respektive AP-fond ska fastställa närmare mål och riktlinjer för verksamheten med utgångspunkt i fondernas övergripande uppdrag att vara till nytta för pensionsystemet. (Se avsnitt 2.1.3 för en beskrivning av uppdrag och placeringsregler.)

Under 2010 översteg för andra året i rad utbetalningarna av pensioner inbetalningarna på pensionsavgifter, vilket medförde ett nettoutflöde från Första–Fjärde AP-fonderna på sammanlagt 16 164 miljoner kronor.

Fondernas avkastning 2010 var i genomsnitt 10,3 procent. Detta är framför allt en effekt av att utländska aktier, och i synnerhet svenska aktier, uppvisade en positiv avkastning under 2010 (se avsnitt 3.2).

4.1.1 Första AP-fondens resultat

Skr. 2010/11:130

Första AP-fondens resultat 2010 uppgick till 20 523 miljoner kronor, vilket motsvarar en avkastning på 10,2 procent (20,2 procent föregående år). Under året överfördes 4 041 miljoner kronor till pensionssystemet. Sammantaget ökade fondkapitalet med 16 482 miljoner kronor till 218 781 miljoner kronor.

Tabell 4.1 Första AP-fondens fondkapital (mnkr)

	2010	2009
Ingående fondkapital	202 299	171 627
Årets resultat	20 523	34 578
Överföringar	-4 041	-3 906
Utgående fondkapital	218 781	202 299

Not. Överföringar innehåller nettobetalingar till pensionssystemet.

Fondens mål är att uppnå en genomsnittlig nominell avkastning på 5,5 procent per år över en femårsperiod. Målet har fastställts med utgångspunkt i en bedömning av hur sannolikheten för balansering kan minimeras för dagens och framtidens pensionärer. Under den senaste femårsperioden har fonden haft en avkastning på 3,5 procent per år och därmed inte nått upp till sitt mål.

Första AP-fondens förvaltningskostnader (summan av interna kostnader och externa provisionskostnader) uppgick under året till 268 miljoner kronor (303 miljoner kronor föregående år), vilket motsvarar 0,13 procent av genomsnittligt fondkapital under året (0,16 procent föregående år). Till detta kommer utgifter som i enlighet med AP-fondernas gemensamma redovisningsprinciper inte redovisas som kostnad. Utgifterna uppgick till 64 miljoner kronor (67 miljoner kronor föregående år), varav 31 miljoner kronor (19 miljoner kronor föregående år) avser prestationsbaserade avgifter som utbetalas till extern förvaltare endast under förutsättning att avkastningen uppnår en viss överenskommen nivå. Från och med 2010 förekommer inte rörlig ersättning till anställda i fonden (föregående år utbetalades 1,3 miljoner kronor i rörlig ersättning till anställda exklusive vd, ledningsgrupp och compliance officer/risk manager). I samband med att den rörliga ersättningen avskaffades höjdes den fasta lönen. Enligt uppgift från fonden uppgick löneökningen till 6,75 procent, vilket motsvarar 50 procent av tidigare maximal rörlig ersättning inklusive kostnad för att lönen är pensionsgrundande.

Förändringarna till följd av införandet av en ny förvaltningsmodell 2009, med fokus på strategiska beslut och begränsning av aktiv och intern förvaltning, uppskattades leda till en kostnadsbesparing på 100 miljoner kronor per år genom minskade förvaltnings- och transaktionskostnader. Därtill skulle kostnaderna för fondens informationssystem reduceras med 40 procent. Effekterna beräknades uppstå framför allt fr.o.m. 2010. Enligt uppgift från fonden har man nått detta mål, med beaktande av samtliga interna och externa kostnader samt courtage.

Med hjälp av en extern konsultfirma har Första-Fjärde AP-fonderna utrett möjligheterna till kostnadsbesparingar genom samordning av

administrativa funktioner. I utredningen ingick bl.a. alternativet att bilda ett gemensamt servicebolag. Första AP-fondens styrelse beslutade, i likhet med de övriga fonderna, att inte bilda ett gemensamt servicebolag med motiveringen att besparingspotentialen bedömdes vara begränsad och förenad med risker. I stället har fonderna beslutat om att bilda ett forum för samverkan, där även Sjätte och Sjunde AP-fonderna ingår och som innefattar kompetensutbyte, förhandlingar med externa leverantörer och utvecklingsarbete. Uppgift saknas i årsredovisning om resultaten av denna samverkan.

Tabell 4.2 Första AP-fondens redovisade avkastning (procent per år)

	2010	2009	2006–2010
Aktier Sverige	27,6	50,3	6,7
Aktier Nordamerika, Europa, Stillahavsregionen	10,5	24,1	-0,6
Aktier utvecklingsländer	12,4	61,1	9,2
Räntebärande tillgångar	4,8	7,6	5,2
Summa likvid portfölj	10,7	21,4	3,5
Alternativa investeringar	19,3	-3,4	12,8
Total avkastning efter kostnader	10,2	20,2	3,6

Not. Avkastning för delportföljer avser avkastning före kostnader, medan total avkastning är beräknad efter kostnader. Utländska aktier och räntebärande tillgångar avser valutasäkrad avkastning.

Som framgår av tabell 4.2 uppvisade fondens investeringar i svenska aktier den högsta avkastningen under 2010 (27,6 procent). Aktier svarade sammantaget för en övervägande andel av fondens totala avkastning på 10,2 procent. Under den senaste femårsperioden har däremot aktier i utvecklingsländer haft den högsta genomsnittliga avkastningen. Utländska aktier, exklusive utvecklingsländer, har under perioden 2006–2010 haft en negativ genomsnittlig avkastning (-0,6 procent per år).

Räntebärande tillgångar lämnade ett mindre bidrag till fondens totala avkastning 2010. Den genomsnittliga årliga avkastningen uppgick till 5,2 procent per år under den senaste femårsperioden. Fondens interna förvaltning av räntebärande tillgångar överträffade marginellt index under 2010. Fonden har två externa förvaltningsmandat, vilka avser företagsobligationer i USA respektive Europa.

Fondens alternativa investeringar var det tillgångsslag som hade den näst högsta avkastningen 2010 och den högsta avkastningen 2006–2010. Två tredjedelar av resultatet för alternativa investeringar under 2010 genererades av fondens fastighetsinvesteringar, som vid årets utgång uppgick till 11,0 miljarder kronor. Den största exponeringen (7,0 miljarder kronor) är mot det av Första–Fjärde AP-fonderna gemensamt ägda fastighetsbolaget Vasakronan. Under 2010 uppgick avkastningen i Vasakronan till 24,7 procent och för den senaste femårsperioden till i genomsnitt 15 procent per år. Inom alternativa investeringar ingår även riskkapitalfonder, hedgefonder och investeringar som givet marknadsförutsättningarna bedöms vara fördelaktiga (investeringar av opportunistisk karaktär). Inom de två sistnämnda kategorierna ingår ett fåtal investeringar. För hedgefonder och opportunistiska investeringar var avkastningen 24,2 respektive 12,7 procent under 2010.

Den kraftiga förstärkningen av den svenska kronan under 2010 påverkade fondens resultat negativt. Valutaexponeringen uppgick vid årets utgång till 24,0 procent och hade under året en avkastning på -1,1 procent.

Som en följd av att fonden i sin nya förvaltningsmodell begränsade verksamheten kring, och målet för, aktiv förvaltning redovisas inte längre resultatet av fondens aktiva förvaltning. Motivet är att fonden vill fokusera på total avkastning. Resultatet av den operativa förvaltningen (fondens resultat i förhållande till genomsnittet, index) följs upp per mandat och i förhållande till fondens mål. I årsredovisningen framgår att 13 av 19 interna och externa förvaltningsmandat har överträffat fondens mål med ett sammanlagt bidrag på 1,4 miljarder kronor före kostnader.

Vid utgången av 2010 förvaltades 43,7 procent av fondkapitalet externt, en marginell ökning mot föregående år. Första AP-fonden hade vid årets slut 45 anställda, en ökning med två personer från föregående år men en minskning från 68 anställda (2008) under den tidigare förvaltningsmodellen.

Tabell 4.3 Första AP-fondens portfölj (mdkr resp. procent)

	2010		2009	
	mdkr	%	mdkr	%
Aktier Sverige	34,4	15,7	27,9	13,8
Aktier Nordamerika, Europa, Stillahavsregionen	69,5	31,8	73,0	36,1
Aktier utvecklingsländer	22,5	10,3	16,6	8,2
Svenska obligationer	26,1	11,6	19,7	9,7
Utländska obligationer	27,2	12,4	29,9	14,8
Realränteobligationer	17,9	8,2	18,9	9,3
Allokering, kassa, valuta	4,1	1,9	4,2	2,1
Alternativa placeringar	17,1	7,8	10,3	5,1
Fondkapital	218,8	100	202,3	100

Under 2010 har Första AP-fondens genomfört flera förändringar i sin strategi. Utifrån målet att nå 5,5 procents avkastning per år och samtidigt skapa en portfölj som har bättre tålighet för olika ekonomiska utfall eftersträvar fonden en större andel reala tillgångar, för bättre inflationsskydd, och en högre andel av aktieexponeringen mot utvecklingsländer. Den totala andelen aktier i portföljen är i princip oförändrad i förhållande till 2009, däremot har en omallokering skett från övriga utländska aktier till utvecklingsländer och Sverige. För att skapa en mer stabil avkastning kommer fonden fr.o.m. 2011 att investera 7–10 miljarder kronor i hedgefonder. En upphandling av förvaltare av hedgefonder har genomförts under 2010.

Fonden eftersträvar också en ökning av investeringarna i onoterade bolag, upp till den tillåtna gränsen på fem procent av fondkapitalet. Vid årets utgång hade fonden investerat 4,9 miljarder kronor i onoterade tillgångar (exklusive fastigheter) och hade återstående investeringsåtaganden om 6,2 miljarder kronor (föregående år hade fonden investerat 4,0 miljarder kronor och hade åtaganden om 7,0 miljarder kronor). Under året ingick fonden nya investeringsåtaganden om 1,8 miljarder kronor. Marknadsvärdet på fondens onoterade tillgångar (exklusive fastigheter)

uppgick vid årets utgång till 5,0 miljarder kronor (3,7 miljarder kronor föregående år), vilket motsvarar 2,3 procent av fondkapitalet. Skr. 2010/11:130

Exponeringen mot fastigheter ökade under 2010 med 4,3 miljarder kronor till 11,0 miljarder kronor, varav 3,2 miljarder kronor avser nyinvesteringar. Första AP-fonden har dels ingått ett globalt investeringsmandat avseende fastighetsaktier, dels förvärvat bostadsfastigheter om ett värde av drygt 7 miljarder kronor genom det nyetablerade och helägda fastighetsbolaget Willhem AB.

4.1.2 Andra AP-fondens resultat

Andra AP-fondens resultat 2010 uppgick till 22 258 miljoner kronor, vilket motsvarar en avkastning på 11,0 procent (20,3 procent föregående år). Under året överfördes 4 041 miljoner kronor till pensionssystemet. Fondkapitalet ökade under året med 18 217 miljoner kronor till 222 507 miljoner kronor.

Tabell 4.4 Andra AP-fondens fondkapital (mnr)

	2010	2009
Ingående fondkapital	204 290	173 338
Årets resultat	22 258	34 858
Överföringar	-4 041	-3 906
Utgående fondkapital	222 507	204 290

Not. Överföringar innehåller nettobetalingar till pensionssystemet.

Andra AP-fondens långsiktiga mål är en real avkastning på fem procent per år. Målet har fastställts med utgångspunkt i uppdraget att långsiktigt maximera avkastningen i förhållande till risk och därigenom bidra till balansen i pensionssystemet, även i tider av ekonomiska och demografiska påfrestningar. Måluppfyllelsen redovisas för den senaste femårsperioden 2006–2010, under vilken den genomsnittliga reala avkastningen uppgick till 2,0 procent per år, vilket innebär att fonden inte nådde sitt mål.

Andra AP-fondens förvaltningskostnader (summan av interna kostnader och externa provisionskostnader) uppgick 2010 till 356 miljoner kronor (332 miljoner kronor föregående år), vilket motsvarar 0,17 procent av genomsnittligt fondkapital under året (0,18 procent föregående år). Till detta kommer utgifter som i enlighet med AP-fondernas gemensamma redovisningsprinciper inte redovisas som kostnad. Utgifterna uppgick till 323 miljoner kronor (194 miljoner kronor föregående år), varav 189 miljoner kronor (60 miljoner kronor föregående år) avser prestationsbaserade avgifter som utbetalas till extern förvaltare endast under förutsättning att avkastningen uppnår en viss överenskommen nivå. Under 2010 utbetalades 4,7 miljoner kronor (3,7 miljoner kronor föregående år) i rörlig ersättning till anställda. Fondens program för rörlig ersättning inkluderar alla anställda utom vd, ledningsgrupp och befattningshavare ansvarig för risk.

Första–Fjärde AP-fonderna har under året utrett möjligheterna till kostnadsbesparingar genom samordning av administrativa funktioner. I utredningen ingick bl.a. alternativet att bilda ett gemensamt servicebolag.

Andra AP-fondens styrelse beslutade, i likhet med de övriga fonderna, att inte bilda ett gemensamt servicebolag med motiveringen att det skulle medföra alltför stora etableringskostnader och innebära operationella risker. I stället har fonderna beslutat att bilda ett forum för samverkan, där även Sjätte och Sjunde AP-fonderna ingår. Enligt Andra AP-fonden bedrivs arbetet med huvudfokus på depåbank, IT-strategiska frågor, outsourcing, portföljssystem samt systemstöd för onoterade tillgångar och för dokumenthantering. Uppgift saknas i årsredovisning om resultaten av denna samverkan.

Tabell 4.5 Andra AP-fondens redovisade avkastning (procent per år)

	2010	2009	2006–2010
Svenska aktier	27,8	52,8	7,3
Utländska aktier	5,2	25,0	3,2
Räntebärande instrument	0,5	2,5	4,4
Summa likvid portfölj	10,7	23,1	
Aktiv avkastning före kostnader	0,8	0,7	
Alternativa investeringar	15	-1,1	
Total avkastning efter kostnader	11,0	20,3	3,7

Not. Avkastning för delportföljer avser avkastning före kostnader, medan total avkastning är beräknad efter kostnader. Utländska aktier och räntebärande tillgångar avser valutasäkrad avkastning.

Som framgår av tabell 4.5 uppvisade svenska aktier den högsta avkastningen under 2010 (27,8 procent). Denna portfölj lämnade också det enskilt största bidraget till fondens totala avkastning, följt av fondens valutasäkring och utländska aktier. Andra AP-fonden gynnades av en hög andel svenska aktier under året och av en hög grad av valutasäkring i fondens utländska investeringar, eftersom kronan stärktes under året. Det låga ränteläget innebar en relativt låg avkastning för investeringarna i svenska obligationer. Avkastningen i fondens räntebärande tillgångar uppgick sammantaget till 0,5 procent under 2010, vilket var lägre än genomsnittet för de senaste fem åren (4,4 procent per år).

Fondens s.k. taktiska allokering, som bedrivs med syfte att på kort sikt ändra fördelning mellan tillgångsslag för att utnyttja skiftande marknadsförhållanden, genererade ett positivt bidrag till fondens resultat på 0,3 procentenheter.

Alternativa investeringar, som består av fastigheter, riskkapitalfonder och konvertibler, hade en god utveckling under året (15 procent). Fastigheter uppvisade den högsta avkastningen (17,4 procent), följda av riskkapitalfonder (15 procent) och konvertibler (10,7 procent).

Fondens förvaltning av likvida tillgångar överträffade under året jämförelseindex med sammanlagt 0,8 procentenheter. I den aktiva förvaltningen ingår inte resultateffekten av att implementera fondens strategiska portfölj (vilken fonden beskriver som kostnaden för passiv förvaltning). Denna resultateffekt uppgick till -0,07 procentenheter. Den aktiva avkastningen av svenska aktier uppgick till 0,8 procentenheter, med variation mellan olika mandat. Avkastningen för utländska aktier överträffade index med i genomsnitt 0,4 procentenheter. Den aktiva avkastningen för räntebärande tillgångar uppgick till 0,5 procentenheter,

varav förvaltningen av svenska tillgångar var 0,2 procentenheter bättre än index. Skr. 2010/11:130

Av fondens totala kapital förvaltas 77 procent internt, en viss ökning från föregående år. Särskilt förvaltningen av svenska aktier sker i hög grad internt (95 procent). Vid utgången av 2010 hade fonden 54 tillsvidareanställda, varav 27 arbetade inom kapitalförvaltningen och 16 i de affärsstödjande funktionerna.

Andra AP-fondens styrelse fattar särskilda beslut om jämförelseindex för den strategiska portfölj (som styrelsen fastställer). Syftet är att fonden genom att följa alternativa index ska kunna skapa ett mervärde i förvaltningen, genom att inte förhålla sig passiv till marknadens prissättning av aktier. Under 2010 bidrog val av index negativt med -0,3 procentenheter till fondens totala avkastning före kostnader.

Tabell 4.6 Andra AP-fondens portfölj (mdkr resp. procent)

	2010		2009	
	mdkr	%	mdkr	%
Svenska aktier	44,9	20,2	37,4	18,3
Utländska aktier	75,0	33,7	71,1	34,8
Räntebärande instrument	77,2	34,7	74,5	36,5
Alternativa placeringar	25,4	11,4	21,3	10,4
Fondkapital	222,5	100	204,3	100

Not. Avser exponering, dvs. inklusive positioner i derivat.

Andra AP-fondens långsiktig strategiska portfölj var under 2010 oförändrad mot föregående år. Däremot skedde förändringar i fondens faktiska exponering. Andelen svenska aktier och alternativa investeringar i portföljen ökade, på bekostnad av utländska aktier och räntebärande instrument. Fondens totala avkastning på 11,2 procent före kostnader (11,0 procent efter kostnader) översteg den avkastning som fondens strategiska portfölj skulle ha genererat (9,7 procent).

Av exponeringen mot alternativa tillgångar svarar fasigheter för fem procent, riskkapitalfonder och konvertibler för 3 procentenheter vardera och skogs- och jordbruksfastigheter för 0,05 procentenheter. Fondens onoterade fastighetsinnehav består dels av Första-Fjärde AP-fondernas till lika delar gemensamägda Vasakronan, dels det med Sjätte AP-fonden gemensamägda Norrporten (50 procents ägarandel). Innehavet (aktier och reverslån) i Vasakronan värderades till 7,0 miljarder kronor vid utgången av året och aktier och förlagslån i Norrporten värderades till 4,7 miljarder kronor. Andra AP-fonden genomförde under 2010 sina första investeringar i skogs- och jordbruksfastigheter. Investeringarna skedde i en jordbruksfond i USA och i skogsfonder i USA, Australien och Nya Zeeland. Under året genomförde fonden också tre nya investeringar i riskkapitalfonder. Fondens sammanlagda investeringsåtaganden i onoterade aktier uppgick vid årets utgång till 14,7 miljarder kronor, varav 7,4 miljarder kronor hade investerats (föregående år 14,4 miljarder kronor, varav 5,8 miljarder kronor hade investerats). Marknadsvärdet av onoterade aktier (exklusive fastigheter) uppgick vid årets utgång till 7,3 miljarder kronor (föregående år 5,4 miljarder kronor).

4.1.3 Tredje AP-fondens resultat

Skr. 2010/11:130

Tredje AP-fondens resultat 2010 uppgick till 18 331 miljoner kronor, vilket motsvarar en avkastning på 9,0 procent (16,3 procent föregående år). Under året överfördes 4 041 miljoner kronor till pensionssystemet. Fondkapitalet ökade under året med 14 290 miljoner kronor till 220 829 miljoner kronor.

Tabell 4.7 Tredje AP-fondens fondkapital (mnkr)

	2010	2009
Ingående fondkapital	206 539	181 024
Årets resultat	18 331	29 421
Överföringar	-4 041	-3 906
Utgående fondkapital	220 829	206 539

Not. Överföringar innehåller nettobetalingar till pensionssystemet.

Fondens mål är att uppnå en real avkastning på 4 procent per år över tid. Målet har fastställts med utgångspunkt i ambitionen att Tredje AP-fonden på 30–40 års sikt ska kunna minska risken för instabilitet i pensionssystemet. För perioden 2001–2010 har fonden haft en genomsnittlig real avkastning på 2,4 procent per år (1,9 procent per år för perioden 2001–2009), vilket betyder att fonden inte har nått upp till målet. Målet för den aktiva förvaltningen, vilken bedrivs inom ramen för kapitallösa absolutavkastande strategier, är att generera 600 miljoner kronor per år före kostnader (för 2009 var målet 500 miljoner kronor). Fondens absolutavkastande strategier uppvisade ett resultat före kostnader på 563 miljoner kronor för året, dvs. något lägre än fondens mål.

Tredje AP-fondens förvaltningskostnader (summan av interna kostnader och externa provisionskostnader) uppgick 2010 till 300 miljoner kronor (317 miljoner kronor föregående år), vilket motsvarar 0,14 procent av genomsnittligt fondkapital under året (0,17 procent föregående år). Till detta kommer utgifter som i enlighet med AP-fondernas gemensamma redovisningsprinciper inte redovisas som kostnad. Utgifterna uppgick till 367 miljoner kronor (317 miljoner kronor föregående år), varav 139 miljoner kronor (90 miljoner kronor föregående år) avser prestationsbaserade avgifter som utbetalas till extern förvaltare endast under förutsättning att avkastningen uppnår en viss överenskommen nivå. Under året reserverades 2,8 miljoner kronor i rörlig ersättning till anställda exklusive vd och ledningsgrupp (föregående år utbetalades 4,9 miljoner kronor). 60 procent av ersättningen betalas ut tre år efter intjänandeåret.

Med hjälp av en extern konsultfirma har Första-Fjärde AP-fonderna utrett möjligheterna till kostnadsbesparingar genom samordning av administrativa funktioner. I utredningen ingick bl.a. alternativet att bilda ett gemensamt servicebolag. Tredje AP-fondens styrelse beslutade, i likhet med de övriga fonderna, att inte bilda ett servicebolag med motiveringen att besparingspotentialen bedöms vara begränsad och förenad med risker. I stället har fonderna beslutat att bilda ett forum för samverkan, där även Sjätte och Sjunde AP-fonderna ingår och som innefattar kompetensutbyte, förhandlingar med externa leverantörer och

utvecklingsarbete. Uppgift saknas i årsredovisning om resultaten av denna samverkan. Skr. 2010/11:130

Efter beslut av styrelsen i december 2009 tillämpar Tredje AP-fonden en ny förvaltningsmodell – dynamisk allokering – fr.o.m. 2010. Syftet med modellen är att genom att oftare (mer dynamiskt) förändra allokeringen i portföljen över tid uppnå en avkastning med mindre variation. Som ett led i detta arbete sker allokeringen inte längre mot olika tillgångsslag, utan mot underliggande riskklasser. I årsredovisningen presenteras avkastningen per riskklass.

Tabell 4.8 Tredje AP-fondens redovisade avkastning (procent per år)

Riskklass	Tillgångar	2010
Aktierisk	noterade och onoterade aktier	13,5
Ränterisk	statsobligationer	1,8
Kreditrisk	bostads- och företagsobligationer	3,8
Inflationsrisk	realränteobligationer, fastigheter	7,4
Valutarisk		
Övrig exponering	konvertibla skuldebrev, försäkringsrisker	9,4
Absolutavkastande strategier		
Total avkastning efter kostnader		9,0

Not. Avkastning för riskklasser avser avkastning före kostnader, medan total avkastning är beräknad efter kostnader. Avkastning för utländska aktier och räntebärande värdepapper är beräknad inklusive valutasäkring. Tredje AP-fonden har infört en ny förvaltningsmodell, med indelning i riskklasser i stället för tillgångsslag, sedan 2010 varför jämförelse med föregående år saknas.

Tredje AP-fonden redovisar fondens avkastning utifrån en komponentuppdelning som visar de olika riskklassernas bidrag till den totala avkastningen före kostnader. Under 2010 lämnade aktier det största bidraget till fondens totala avkastning på 9,0 procent. Avkastningen för aktier (13,5 procent) översteg den genomsnittliga avkastningen på världens aktiemarknader (10,6 procent) till följd av fondens övervikt i Sverige och aktier i små bolag. Svenska aktier avkastade 25,6 procent och onoterade aktier 14 procent (inklusive valutasäkring).

Näst störst bidrag till fondens totala avkastning kom från inflationsskyddade placeringar. Riskklassen är ungefär lika fördelad mellan realränteobligationer och reala tillgångar som fastigheter, inklusive skogs- och jordbruksfastigheter, och infrastruktur. Fondens fastighetsinvesteringar hade en avkastning på drygt 18 procent 2010.

Riskklassen krediter innehåller svenska bostadsobligationer och företagsobligationer i Sverige, Europa och USA. Avkastningen på 3,8 procent påverkades positivt av att oron på kreditmarknaden minskade under andra halvåret.

Riskklassen räntor lämnade ett mindre bidrag till fondens totala avkastning. Avkastningen på 1,8 procent kan jämföras med ett globalt index för statsobligationer vars avkastning uppgick till drygt fyra procent.

Riskklassen valuta lämnade under året ett negativt bidrag till fondens totala avkastning. Vid utgången av 2010 uppgick fondens valutaexponering till 11,3 procent, efter en variation under året mellan 3 och

15 procent som en anpassning till förstärkningen av den svenska kronan under första halvåret.

Inom absolutavkastande strategier ges ett tillåtet riskmandat till förvaltarna, i stället för kapital. Under 2010 hade fonden ca 30 olika interna och externa mandat inom kategorin absolutavkastande strategier. Resultatet uppgick till 563 miljoner kronor, vilket motsvarar 0,3 procent av fondens likvida portfölj (uppskattad som summan av räntebärande värdepapper och noterade aktier). Förvaltningen av fondens likvida tillgångar, som bedrivs i form av s.k. semi-passiv förvaltning, överträffade index med 215 miljoner kronor.

Varken till riskklassen valuta eller absolutavkastande strategier allokeras något kapital, varför uppgift om avkastning saknas.

Av fondens kapital förvaltas 41 procent externt, i princip oförändrat mot föregående år. Fonden hade vid utgången av 2010 56 anställda, en ökning med en person under året.

Tabell 4.9 Tredje AP-fondens portfölj (mdkr resp. procent)

	2010		2009	
	mdkr	%	mdkr	%
Svenska aktier	32,0	14,5	26,5	12,8
Utländska aktier	78,8	35,7	76,2	36,9
Nominella räntebärande instrument	60,3	27,3	55,9	27,1
Reala räntebärande instrument	15,2	6,9	14,3	6,9
Alternativa placeringar	34,7	15,7	33,5	16,2
Fondkapital	220,8	100	206,5	100

Under 2010 märks en ökning av andelen svenska aktier, på bekostnad av en minskad andel utländska aktier och alternativa placeringar. Tredje AP-fonden utmärker sig bl.a. genom ett betydande innehav av alternativa placeringar. De alternativa placeringarna består av fastigheter, onoterade aktier samt s.k. nya strategier (life science-aktier, försäkringsrelaterade värdepapper, säkerställda banklån, konvertibler, noterade mycket små bolag [s.k. micro cap] samt jordbruksmark).

Exponeringen mot fastigheter, som successivt ökat genom åren, uppgick vid utgången av året till 16,9 miljarder kronor. Den enskilt största exponeringen i Vasakronan, som Första–Fjärde AP-fonderna äger gemensamt, motsvarade vid årets utgång 7,0 miljarder kronor i aktier och reverslån. Under 2009 förvärvade fonden 50 procent av fastighetsbolaget Hemsö Fastigheter, vid årets utgång uppgick dess marknadsvärde till 2,1 miljarder kronor.

Andelen onoterade aktier uppgick vid halvårsskiftet till 5,3 procent av fondens totala tillgångar och överskred därmed den lagstadgade gränsen på fem procent. Orsaken var en högre värdeökningen i onoterade tillgångar än i noterade tillgångar. Under året ingicks inga nya investeringsåtaganden och vid årsskiftet var andelen 4,9 procent. Fondens ursprungliga investeringsåtaganden i onoterade aktier var vid årets utgång 18,3 miljarder kronor, varav 15,0 miljarder kronor hade investerats (föregående år 19,7 miljarder kronor, varav 13,3 miljarder kronor hade investerats). Sedan start har 4,0 miljarder kronor återbetalats i form av distributioner. Marknadsvärdet uppgick till 10,9 miljarder kronor (9,8 miljarder kronor föregående år), varav infrastruktur svarade

för 1,1 miljarder kronor. Investeringarna i nya strategier uppgick vid årets utgång till 6,9 miljarder kronor, en liten minskning från föregående år.

Skr. 2010/11:130

Beträffande ett innehav, aktier i det noterade bolaget Arise Windpower, överskred Tredje AP-fonden under 2010 den lagstadgade gränsen på maximalt tio procents röstandel i ett företag. Fondens andel, som uppgick till 14,7 procent, är en följd av fondens investering under hösten 2009 i det dåvarande onoterade bolaget. Sedan börsintroduktionen av bolaget under våren 2010 har andelen uppgått till nuvarande nivå. Enligt 4 kap. 15 § lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder) ska den överskjutande delen avvecklas så snart det med hänsyn till marknadsförhållandena är lämpligt.

4.1.4 Fjärde AP-fondens resultat

Fjärde AP-fondens resultat 2010 uppgick till 21 159 miljoner kronor, vilket motsvarar en avkastning på 10,9 procent (21,5 procent föregående år). Under året överfördes 4 041 miljoner kronor till pensionssystemet. Fondkapitalet ökade under året med 17 118 miljoner kronor till 212 836 miljoner kronor.

Tabell 4.10 Fjärde AP-fondens fondkapital (mnkr)

	2010	2009
Ingående fondkapital	195 718	164 726
Årets resultat	21 159	34 898
Överföringar	-4 041	-3 906
Utgående fondkapital	212 836	195 718

Not. Överföringar innehåller nettobetalingar till pensionssystemet.

Fjärde AP-fondens mål är att fondens reala avkastning ska uppgå till 4,5 procent per år, mätt över en tioårsperiod. Målet tar sin utgångspunkt i en analys av förutsättningarna för att tillgångar och skulder i pensionssystemet på lång sikt ska balansera. Fondens reala avkastning under den senaste tioårsperioden har i genomsnitt varit 2,0 procent per år, vilket innebär att målet inte har uppnåtts. Fjärde AP-fonden har också ett separat mål för aktiv förvaltning. Målet är att den aktiva avkastningen, dvs. avkastning i förhållande till jämförelseindex, ska överträffa index med 0,5 procentenheter under en rullande treårsperiod. Under 2010 uppgick resultatet för fondens aktiva förvaltning till 0,8 procentenheter, vilket innebär att målet uppnåddes detta år.

Fjärde AP-fondens förvaltningskostnader (summan av interna kostnader och externa provisionskostnader) uppgick 2010 till 206 miljoner kronor (199 miljoner kronor föregående år), vilket motsvarar 0,10 procent av genomsnittligt fondkapital under året (0,11 procent föregående år). Till detta kommer utgifter som i enlighet med AP-fondernas gemensamma redovisningsprinciper inte redovisas som kostnad. Utgifterna uppgick till 91 miljoner kronor (62 miljoner kronor föregående år), varav 8 miljoner kronor avser prestationsbaserade avgifter som utbetalas till extern förvaltare endast under förutsättning att avkastningen uppnår en viss överenskommen nivå (inga

prestationsbaserade arvoden utbetalades 2009). Rörlig ersättning om 5,0 miljoner kronor utbetalades 2010 till anställda exklusive vd och ledningsgrupp (4,1 miljoner kronor föregående år).

Med hjälp av en extern konsultfirma har Första–Fjärde AP-fonderna utrett möjligheterna till kostnadsbesparingar genom samordning av administrativa funktioner. I utredningen ingick bl.a. alternativet att bilda ett gemensamt servicebolag. Fjärde AP-fondens styrelse beslutade, i likhet med de övriga fonderna, att inte bilda ett gemensamt servicebolag med motiveringen att besparingspotentialen bedöms vara begränsad och förenad med risker. I stället har fonderna beslutat om att bilda ett forum för samverkan, där även Sjätte och Sjunde AP-fonderna ingår, med gemensamma arbetsgrupper för samtliga affärsstödjande funktioner. Uppgift saknas i årsredovisning om resultaten av denna samverkan.

Tabell 4.11 Fjärde AP-fondens redovisade avkastning (procent per år)

	2010	2009	2006–2010
Svenska aktier	27,0	53,8	
Utländska aktier	9,8	26,8	
Räntebärande instrument	4,3	3,9	
Summa likvid portfölj	11,0	23,4	
Aktiv avkastning före kostnader	0,8	1,4	0,0
Alternativa investeringar	13,0	7,8	
Fastigheter	22,1	-1,4	
Total avkastning efter kostnader	10,9	21,5	3,8

Not. Avkastning för delportföljer avser avkastning före kostnader, medan total avkastning är beräknad efter kostnader. Likvid portfölj innehåller även aktiv valutaförvaltning och aktiv taktisk allokering.

Liksom föregående år förklaras Fjärde AP-fondens resultat av en hög andel aktier och i synnerhet andelen svenska aktier, som uppvisat högst avkastning under de två senaste åren (tabell 4.11). Svenska aktier lämnade det enskilt största bidraget till fondens totala avkastning 2010, följt av utländska aktier som hade en avkastning på 9,8 procent. Näst högst avkastning under året uppvisade fastigheter (22,1 procent). Fondens övriga alternativa investeringar uppvisade också ett resultat (13,0 procent) som översteg fondens totala avkastning.

Förvaltningen av fondens likvida tillgångar överträffade under året jämförelseindex med 0,8 procentenheter. Högst aktiv avkastning uppvisade svenska aktier (1,0 procentenhet), framför allt förvaltningen av små och medelstora bolag som överträffade index med 2,8 procentenheter. Fjärde AP-fonden har under året infört en s.k. alfa- och betaseparering av förvaltningen av utländska aktier. Förvaltningen av fondkapitalet sker passivt, dvs. följer marknadsindex (beta) till en låg kostnad. Den passiva förvaltningen sker huvudsakligen internt. Externa förvaltare har därutöver i uppdrag att generera avkastning över index (alfa). Förvaltningen av utländska aktier överträffade sammantaget index med 0,4 procentenheter. Avkastningen i fondens räntebärande tillgångar överträffade index med 0,8 procentenheter, drivet främst av kraftiga ränterörelser som fonden lyckades parera och en relativt högre andel kreditobligationer än statsobligationer.

Av fondens kapital förvaltas under året 61,2 procent aktivt, en viss ökning (3,5 procentenheter) från föregående år medan 77,4 procent av det totala fondkapitalet förvaltas internt. Extern förvaltning avser främst aktiv förvaltning av utländska tillgångar och riskkapitalfonder. Vid utgången av 2010 hade Fjärde AP-fonden 51 anställda, en minskning med två personer från föregående år.

Tabell 4.12 Fjärde AP-fondens portfölj (mdkr resp. procent)

	2010		2009	
	mdkr	%	mdkr	%
Svenska aktier	40,2	18,9	35,9	18,0
Utländska aktier	87,3	41,0	82,8	42,4
Räntebärande instrument	72,4	34,0	67,9	34,9
Alternativa investeringar	12,6	5,9	8,8	4,5
Övrigt	0,4	0,2	0,4	0,3
Fondkapital	212,8	100	195,8	100

Not. Beloppen avser innehav medan procentuell fördelning avser exponering, inklusive derivat. Alternativa investeringar omfattar onoterade aktier och fastigheter. Övrigt avser aktiv taktisk allokering, valuta samt kassa.

Fjärde AP-fondens styrelse fastställer en långsiktig normalportfölj, som beskriver den fördelning mellan tillgångar som på lång sikt (40 år) ger bäst förväntad avkastning i förhållande till risk. Baserat på fondens bedömning av kapitalmarknadernas utveckling på medellång sikt (3–5 år) fastställer styrelsen en strategisk portfölj. Skillnaden mellan portföljerna på lång respektive medellång sikt är fondens strategiska positioner, vilka under 2010 lämnade ett positivt bidrag på 0,4 procentenheter till fondens totala avkastning före kostnader. Bidraget kom från valutapositioner (0,5 procentenheter) och allokering mellan tillgångar (-0,1 procentenheter).

Under 2010 har andelen alternativa investeringar (fastigheter, riskkapitalfonder och opportunistiska investeringar) ökat medan andelen utländska aktier har minskat. Fastigheter svarar för två tredjedelar av investeringarna i alternativa tillgångar och det största innehavet (7,0 miljarder kronor) finns i det av Första–Fjärde AP-fonderna gemensamägda bolaget Vasakronan. Under året förvärvade Fjärde AP-fonden fastighetsbolaget Dombron från Vasakronan för 5 miljarder kronor. Dombron förvaltar och utvecklar bostadsfastigheter i Göteborg, Stockholm och Uppsala. Fonden har ambitionen att hitta delägare till denna investering. Därtill äger fonden 15 procent av fastighetsbolaget Hemfosa.

Under 2010 investerade Fjärde AP-fonden även i riskkapitalfonder och opportunistiska investeringar (investeringsmöjligheter som uppstått i kölvattnet av finanskrisen). Däremot ingicks inga nya investeringsåtaganden i riskkapitalfonder. Vid årets utgång hade fonden investerat 3,6 miljarder kronor i onoterade tillgångar (exklusive fastigheter) och hade återstående investeringsåtaganden om 1,5 miljarder kronor (föregående år hade fonden investerat 3,1 miljarder kronor och hade åtaganden om 2,1 miljarder kronor). Marknadsvärdet av fondens onoterade tillgångar (exklusive fastigheter) uppgick vid årets utgång till 3,1 miljarder kronor (2,5 miljarder kronor föregående år).

Fondens uppdrag är att, inom ramen för vad som är till nytta för inkomstpensionssystemet, investera fondmedlen på riskkapitalmarknaden. Sjätte AP-fonden skiljer sig också från övriga buffertfonder i det att fonden är sluten, dvs. inga medel förs till eller från pensionssystemet. Kapitalet i Sjätte AP-fonden har i sin helhet genererats från de 10,4 miljarder kronor som tillskötts i samband med att dåvarande sjätte fondstyrelsen bildades den 1 juli 1996.

Sjätte AP-fondens resultat

Sjätte AP-fondens resultat 2010 uppgick till 1 706 miljoner kronor (1 853 miljoner kronor föregående år), vilket motsvarar en avkastning på 9,4 procent (11,3 procent föregående år). Fondkapitalet ökade med årets resultat till 19 928 miljoner kronor (18 223 miljoner kronor föregående år).

Sedan fonden bildades 1996 har fondkapitalet vuxit med 9,5 miljarder kronor, vilket motsvarar en genomsnittlig avkastning på 4,7 procent per år. Med justering för inflationen under denna period motsvarar det en genomsnittlig real avkastning på 3,4 procent per år.

Styrelsen har fastställt dels ett långsiktigt, dels ett kortsiktigt mål för fondens verksamhet. Det långsiktiga målet uppgick till 6,8 procent per år för perioden 2003–2010, vilket fonden uppnådde genom en avkastning för perioden på i genomsnitt 7,0 procent per år (tabell 4.13). Det kortsiktiga målet är ettårigt och uppgick för 2010 till 6,5 procent, vilket också uppnåddes genom fondens avkastning på 9,4 procent 2010. Målen för fondens verksamhet baseras på reporänta plus en riskpremie

Utöver dessa två mål har fonden mål för fondens investeringsverksamhet. Målet för investeringsverksamheten utgår från avkastningsmålen för alla enskilda investeringar i portföljen och summeras till ett mål för samtliga investeringar. Avkastningsmålen baseras på fondens riskpremiemodell, i vilken hänsyn tas till portföljbolagens bransch och utvecklingsfas. Det långsiktiga målet för fondens investeringsverksamhet var för perioden 2003–2010 8,3 procent per år (tabell 4.14). Avkastningen i fondens investeringsverksamhet uppgick under motsvarande period till 9,2 procent per år, vilket innebär att målet nåddes.

Tabell 4.13 Sjätte AP-fondens redovisade avkastning (procent per år)

	2010	2009	2003–2010
Total avkastning efter kostnader	9,4	11,3	7,0
Avkastningsmål	6,5	7,5	6,8
Differens	2,9	3,8	0,2

Mot bakgrund av att Sjätte AP-fonden är en sluten fond har en uppdelning gjorts mellan fondens kärnverksamhet (*investeringsverksamheten*) och fondens likviditetshandling (*internbanken*). Vid utgången av 2010 hade 20 070 miljoner kronor (18 712 miljoner kronor föregående år) investerats i fondens kärnverksamhet. Därutöver uppgick

fondens investeringsåtaganden till 2 594 miljoner kronor (3 868 miljoner kronor föregående år). Skr. 2010/11:130

Summan av interna kostnader och externa provisionskostnader uppgick till 167 miljoner kronor för 2010 (146 miljoner kronor föregående år), vilket motsvarar 0,88 procent av ett genomsnittligt fondkapital under året (0,84 procent föregående år). Huvuddelen av kostnaderna avser investeringsverksamheten, inom vilken en betydande del hänförs till investeringar i onoterade tillgångar som kan bedömas vara särskilt kostnadskrävande. Till detta kommer utgifter på sammanlagt 206 miljoner kronor (167 miljoner kronor föregående år) som, i enlighet med AP-fondernas gemensamma redovisningsprinciper, inte redovisas som kostnad. Av dessa utgör 1,0 miljon kronor prestationsbaserade avgifter för extern förvaltning, vilka endast utbetalats under förutsättning att den externa förvaltningen uppnår en avkastning som överstiger en viss överenskommen nivå (1,0 miljon kronor även föregående år). Rörlig ersättning om 2,8 miljoner kronor utbetalades 2010 till anställda exklusive vd och ledningsgrupp (3,0 miljoner kronor föregående år).

Investeringsverksamheten

Sjätte AP-fonden investerar i små och medelstora företag huvudsakligen på den svenska marknaden, uppdelat på tre segment: mogna bolag, expansionsbolag och noterade småbolag. Investeringarna sker både direkt, genom hel- eller deläggande, och indirekt, genom investeringar i riskkapitalfonder och investmentbolag. Till och med 2010 bedrevs verksamheten i sju olika affärsområden. (Från och med 2011 delas investeringsverksamheten tills vidare in i två affärsområden – företagsinvesteringar och fondinvesteringar.)

Drygt hälften av investeringarna utgörs av direkta investeringar i företag (*företagsinvesteringar*) och knappt hälften av indirekta investeringar (*fondinvesteringar*). Direktinvesteringar sker antingen i form av egna investeringar eller genom saminvesteringar med affärspartners, huvudsakligen i svenska små och medelstora företag. Investeringarna sker både i noterade och onoterade tillgångar. Fondinvesteringar avser förvärv av andelar i fonder som investerar i noterade eller onoterade företag i Sverige eller Norden samt aktier i investmentbolag som investerar i svenska och nordiska små och medelstora företag inom segmenten mogna bolag, expansionsbolag och noterade småbolag.

Tabell 4.14 Sjätte AP-fondens redovisade avkastning (procent per år)

	2003–2010	Mål 2003–2010
Mogna bolag	17,7	7,8
Expansionsbolag	-7,5	10,0
Noterade småbolag	13,0	7,0
Totalt investeringsverksamheten	9,2	8,3
Total avkastning efter kostnader	7,0	

Not. Avkastning per segment redovisas före kostnader. Avkastningen för noterade småbolag avser perioden 2006–2010.

Det största bidraget till fondens resultat 2010 kom från investeringar i mogna bolag som haft en genomsnittlig avkastning på 17,7 procent per år under perioden 2003–2010 (tabell 4.14). Näst högst avkastning har noterade småbolag haft, i genomsnitt 13,0 procent per år. Däremot har investeringar i bolag som befinner sig i en expansionsfas uppvisat ett fortsatt negativt resultat under 2010 och är de investeringar som inte har nått upp till fondens mål under perioden. Av det skälet har Sjätte AP-fonden under 2009 genomfört en översyn av investeringarna i expansionsbolag och har beslutat att utvärdera verksamheten under en femårsperiod, varefter fonden ska fatta beslut om fortsatta investeringar.

Tabell 4.15 Sjätte AP-fondens avkastning och exponering (procent per år resp. mnr)

	Avkastning före kostnader		Investerat kapital 2010	
	2010	2009	Mkr	%
AP Direktinvesteringar	11,1	12,5	7 712	38,7
AP Partnerinvesteringar	-5,2	-9,3	2 476	12,4
AP Konvertibeln	4,2	5,2	217	1,1
AP Nätverksinvesteringar	-18,0	5,1	178	0,9
AP Regionala investeringar	-24,8	-33,6	157	0,8
AP Life Science	-6,0	0,8	1 671	8,4
AP Fondinvesteringar	11,3	23,6	7 659	38,4
Internbanken	-	39,3	-142	-0,7
Centralt		-	-	-
Totalt	9,4	11,3	19 928	100

Not. Total avkastning redovisas efter kostnader.

Som framgår av tabell 4.15 svarar affärsområdena AP Direktinvesteringar och AP Fondinvesteringar, genom en andel på drygt 38 procent vardera, för merparten av det totala fondkapitalet. Affärsområdena uppvisade också den högsta avkastning under året med drygt 11 procent vardera. I *AP Direktinvesteringar* ingår investeringar i mogna bolag, vilka som framgick ovan har uppvisat den högsta avkastningen sedan 2003 (tabell 4.14). De enskilt största investeringarna är Norrporten och Volvofinans Bank. Investeringarna syftar till att generera ett stabilt kassaflöde till fonden och att dämpa den sammantagna risken i portföljen. Under året såldes bl.a. Polarica och Sportex, det senare med ett negativt bidrag till årets resultat på -71 miljoner kronor.

Inom *AP Fondinvesteringar* investerar Sjätte AP-fonden i fonder och investmentbolag med inriktning mot dels onoterade företag i expansionsfas eller mogen fas, dels noterade små och medelstora företag. Affärsområdet är uppdelat i de tre segmenten Venture capital (expansionsbolag), Buyout (mogna företag) och noterade småbolag. Resultatet för 2010 har påverkats positivt av värdestegring i de noterade innehaven och i mogna företag. Inom expansionsbolag har nedvärderingar skett i några av fondens tidiga investeringar med sammantaget negativt resultat för segmentet. Inom mogna bolag ökade under året både fondens nyinvesteringar och försäljningar, vilket tillsammans med värdetillväxt i befintliga bolag bidrog till ett positivt resultat för segmentet. Inom noterade småbolag avyttrade fonden under

2010 delar av innehaven i portföljen och segmentet uppvisade ett positivt resultat. Skr. 2010/11:130

Inom *AP Partnerinvesteringar* avyttrade fonden under året flera innehav. Todos och KVD Kvarndammen lämnade ett positivt bidrag på 370 miljoner kronor, medan Admeta och Repairshop bidrog negativt med -114 miljoner kronor. Flertalet av bolagen i portföljen befinner sig i utvecklingsfas och fonden bedömer att det finns goda tillväxtmöjligheter bland dessa, även om väsentliga nedvärderingar har gjorts i några bolag.

I *AP Konvertibeln* har fonden under året arbetat med befintliga innehav. Investeringarna i industribolag, såsom Arvika Gjuteri och Gnosjögruppen, har präglats av återhämtning och kvardröjande effekter av finanskrisen.

Inte heller inom *AP Nätverksinvesteringar* har några nyinvesteringar genomförts under året, utan fonden har arbetat med att utveckla den befintliga portföljen. Inom detta affärsområde investerar fonden riskkapital och bidrar med kompetensstöd till företag i tidigas fas av sin utveckling. Investeringarna, som sker branschoberoende, genomförs tillsammans med lokala privata partners och bedöms utifrån affärsidéns potential och en bedömning av entreprenören. Sjätte AP-fonden har en aktiv ägarroll.

Inom *AP Regionala investeringar* investerar fonden i regionala investmentbolag, som investerar i företag i tidig fas och tillväxtfas, samt i företag som påverkas av regionala utvecklingsstrategier. Inflödet av investeringar sker via fondens arbete med regionalt nätverk. Affärsområdet är fondens minsta och har haft en negativ avkastning sedan 2006.

Genom *AP Life Science* sker långsiktiga investeringar i företag som verkar inom läkemedel, bioteknik och medicinteknik. Investeringarna sker direkt i företag eller genom riskkapitalfonder. Mot bakgrund av att det har tagit längre tid än förväntat att utveckla företagen inom detta segment och att fonderna är nära en avtalsmässig stängning har fonderna inom SLS Venture ombildats till investmentbolag, SLS Invest AB.

Internbanken

Internbanken hanterar den likviditetsreserv som fonden håller för att genomföra ny- och tilläggsinvesteringar samt för att täcka andra kapitalbehov i befintliga företag. Behovet uppstår till följd av att Sjätte AP-fonden är en sluten fond. Internbanken kan investera i aktier och räntebärande tillgångar. Internbanken har också i uppgift att hantera de finansiella risker som uppstår i verksamheten samt att vid behov låna upp kapital.

Som en konsekvens av att fondens investeringar under 2010, för andra året i rad, översteg fondkapitalet uppstod ett lånebehov. Internbanken hade vid årets utgång utnyttjat en kredit på 222 miljoner kronor, en minskning från föregående år då kreditutnyttjandet uppgick till 648 miljoner kronor. Kreditramen som finns i SEB uppgår till 3 miljarder kronor. Internbanken förvaltade vid utgången av 2010 -142 miljoner kronor (-489 miljoner kronor föregående år).

Enligt 3 kap. 8 § lagen (2000:193) om Sjätte AP-fonden har fonden rätt att ta upp kredit hos en kreditinrättning eller hos Första–Fjärde AP-fonderna för att tillgodose ett tillfälligt penningbehov.

Sjätte AP-fondens utvärdering

Enligt lag är Sjätte AP-fonden ålagd att utvärdera styrelsens förvaltning av fondmedlen, med utgångspunkt i de mål som fonden har fastställt för sin placeringsverksamhet. Årets utvärdering sträcker sig över den tid Sjätte AP-fondens investeringsverksamhet, i dess nuvarande form, varit i bruk (2003–2010). Tidigare år har utvärderingen avsett perioden från fondens bildande 1996. På grundval av utvärderingen för verksamheten 2003–2010 bedömer styrelsen att Sjätte AP-fondens uppdrag har fullgjorts och att lagstiftarens intentioner med fonden har uppfyllts.

I rapporten beskrivs Sjätte AP-fondens uppdrag och fondens särdrag som följer av detta. I jämförelse med övriga buffertfonder lyfts begränsningen till den svenska marknaden och investeringar i små och medelstora företag fram, faktorer som innebär att det för Sjätte AP-fonden saknas exakta jämförbara index. I jämförelse med riskkapitalfonder pekar man särskilt på att Sjätte AP-fonden är sluten och därför har en större kapitalbas att förränta än privata riskkapitalfonder som avropar kapital för sina investeringar.

Sjätte AP-fonden delar upp utvärderingen i fyra delar:

- Avkastning över tid: Fondens mål för investeringsverksamheten på 8,3 procent per år under perioden 2003–2010 har uppnåtts genom en genomsnittlig avkastning på 9,2 procent per år. Sjätte AP-fonden lyfter särskilt fram avkastningen i de innehav som har realiserats. Inom segmentet mogna bolag respektive noterade småbolag överträffade den realiserade avkastningen med god marginal målet. Däremot har avkastningen i expansionsbolag varit negativ, både totalt och för realiserade tillgångar, och därmed inte uppnått fondens mål. Under 2009 genomförde fonden en särskild analys av investeringarna i expansionsbolag och i år konstaterar styrelsen att resultatet i portföljen huvudsakligen speglar resultatet i den portfölj som byggdes upp runt millennieskiftet och att förutsättningarna i de investeringar som genomförts därefter skiljer sig åt genom en mer välutvecklad och erfaren marknad och annorlunda sammansättning i fondens portfölj.
- Tillfredsställande riskspridning: Inom ramen för fondens uppdrag och placeringsmöjligheter bedömer styrelsen, med hänvisning till investeringsmodeller, branscher och varierande storlek i de företag som fonden investerar, att tillfredsställande riskspridning föreligger.
- Placeringar i riskkapital i små och medelstora tillväxtföretag: Genom att hela fondkapitalet på knappt 20 miljarder kronor vid utgången av 2010 hade placerats i investeringsverksamheten, och 95 procent av kapitalet i expansions-, små och medelstora bolag uppfylls fondens placeringsinriktning.
- Bidrag till svenskt näringsliv: Fonden gör en kvalitativ bedömning av detta mål utifrån synsättet att ett krävande och tålmodigt ansvar

för det riskkapital som investeras är det bästa sättet att bidra till utvecklingen av svenskt näringsliv. Inom fondinvesteringar har fonden, som kompetent investerare och kravställare, bidragit till kvalitetshöjning inom privata riskkapitalfonder. Inom företagsinvesteringar har fonden, genom innovativa investeringsmodeller, tillfört kunskande, erfarenhet, nätverk och kapital i svenska företag.

4.3 Sjunde AP-fonden

Sjunde AP-fonden förvaltar två fonder i premiepensionssystemet, de s.k. byggstensfonderna AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond. Fonderna bildades i maj 2010 inom ramen för de förändringar i premiepensionssystemet som riksdagen under 2009 fattade beslut om (bet. 2009/10:SfU9, rskr. 2009/10:113, prop. 2009/10:44). AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond har ersatt de två tidigare fonderna Premiesparfonden och Premievalsfonden. Premiesparfonden var det tidigare förvalsalternativet för de premiepensionssparare som inte hade gjort ett aktivt val. Genom reformeringen har ett förvalsalternativ med generationsprofil införts – AP7 Såfa – som i praktiken är en s.k. generationsfond med en sammansättning som avspeglar premiepensionsspararens ålder. Upp till 55 år består Såfa av enbart aktiefonden, för att sedan, upp till 75 år, minska till en tredjedel aktiefond och två tredjedelar räntefond. Sjunde AP-fonden erbjuder totalt sex placeringsalternativ. Förutom AP7 Såfa och de två fonderna är det en kombination av aktie- respektive räntefonden i de tre portföljerna offensiv (75 procent aktiefond), balanserad (50 procent aktiefond) och försiktig (33 procent aktiefond).

I Sjunde AP-fondens årsredovisning presenteras årsberättelse för de två fonderna AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond för perioden fr.o.m. 11 maj 2010 till årets utgång samt årsredovisning för förvaltaren Sjunde AP-fonden. Årsberättelse för de avvecklade fonderna Premiesparfonden respektive Premievalsfonden ingår inte, vilket har godkänts av Sjunde AP-fondens revisorer som har granskat dessa fonder och överföringen till de nya fonderna.

AP7 Såfa

Vid utgången av 2010 hade förvalsalternativet Såfa (Statens årskullsförvaltningsalternativ) 2,7 miljoner premiepensionssparare. Målet, fastställt av fondens styrelse, är att Såfa ska uppnå en avkastning som överträffar genomsnittet av de privata fonderna i premiepensionssystemet, med motiveringen att de sparare som inte vill eller kan välja fond ska få minst lika bra pension som andra. För vilken tidsperiod målet ska utvärderas framgår inte i årsredovisningen, men resultatet redovisas för det senaste året och sedan hösten 2000 då premiepensionssystemet trädde ikraft. För det tidigare förvalsalternativet Premiesparfonden var målet även, till följd av tidigare lagkrav, en lägre risk (mätt som avkastningens standardavvikelse) än den genomsnittliga risknivån i övriga fonder i premiepensionssystemet.

Jämförelser med andra fonder i premiepensionssystemet baseras på avkastningen mätt enligt NAV-kursmodellen (dvs. på grundval av fondkurser som beräknats kl. 16 svensk tid varje dag som handel sker, *net asset value*). Denna metod innebär att avkastning mäts efter avdrag av den förvaltningsavgift som betalas till förvaltningsbolaget, i detta fall Sjunde AP-fonden. Vid utvärdering av den operativa förvaltningen i förhållande till jämförelseindex beräknas däremot en avkastning enligt stängningskursmodellen (fondernas innehav av värdepapper värderas vid tidpunkten för stängning av respektive marknad, före avdrag av förvaltningsavgift). Genom stängningskursmodellen erhålls konsistenta jämförelser med jämförelseindex.

Avkastningen i AP7 Såfa är en sammanvägning av resultatet för de ingående byggstensfonderna AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond enligt den faktiska fördelningen mellan fonderna i Såfa totalt. Från den 24 maj 2010, då Såfa ersatte Premiesparfonden, fram till utgången av året uppgick avkastning till 13,3 procent mätt enligt NAV-kursmodellen. Inräknat resultatet för det tidigare förvalsalternativet Premiesparfonden uppgick avkastningen för 2010 till 14,8 procent (tabell 4.16). För de privata pensionsfonderna uppgick avkastningen i genomsnitt till 10,3 procent. Avkastningen i Premiesparfonden var för perioden 1 januari t.o.m. dess upphörande den 21 maj 1,2 procent, vilket var 1,7 procentenheter högre än genomsnittet för de privata premiepensionsfonderna.

För perioden sedan start 2000 till utgången av 2010 var den genomsnittliga avkastningen (beräknat över tio år och två månader) 1,2 procent per år, och den genomsnittliga avkastningen i de privata fonderna 0,6 procent per år.

Tabell 4.16 Förvalsalternativets avkastning efter kostnader (NAV-kurser, procent per år)

	2010	2009	2008	2007	2006	2000–2010
Förvalsalternativet	14,8	35,1	-36,2	4,7	10,5	1,2
PPM-index	10,3	35,0	-34,5	5,8	13,0	0,6
Differens	4,5	0,1	-1,7	-1,1	-2,5	0,6

Not. Förvalsalternativet avser AP7 Såfa fr.o.m. den 24 maj 2010, dessförinnan Premiesparfonden. PPM-index är den genomsnittliga avkastningen i de privata premiepensionsfonderna. Avkastningen för perioden 2000–2010 redovisas i årsredovisningen som total avkastning, genomsnittlig avkastning har förenklat beräknats baserat på en period av tio år och två månader (skattning av den tid sedan förvaltningen inom premiepensionssystemet startade under hösten 2000).

Den högre differensen 2010 än tidigare mellan förvalsalternativet och genomsnittet av de privata pensionsfonderna förklaras av strategin i den nya aktiefonden (se nedan). Med strategin att öka exponeringen mot aktier förväntas aktiefonden, och därmed Såfa, ha en högre avkastning än genomsnittet av premiepensionsfonder när aktiemarknaderna stiger.

AP7 Aktiefond

Resultatet för aktiefonden redovisas fr.o.m. 24 maj 2010 då kapitalet från de avvecklade fonderna Premiesparfonden och Premievals-fonden överfördes till de nya fonderna. Vid utgången av 2010 uppgick det

förvaltade kapitalet i aktiefonden till 104 123 miljoner kronor. Avkastningen för perioden uppgick till 14,3 procent mätt enligt NAV-kursmodellen.

För AP7 Aktiefond, som har utformats i syfte att utgöra en byggsten i premiepensionssparandet, har Sjunde AP-fondens styrelse fastställt målet att vid den valda risknivån ska fonden uppnå en långsiktigt hög avkastning som överträffar avkastningen för fondens jämförelseindex. På den grunden har styrelsen beslutat om fondens strategiska inriktning. Strategin är att (i) investera fondkapitalet i aktier med en global spridning (basportföljen), (ii) öka aktieexponeringen genom en hävstång och (iii) genom aktiv förvaltning ytterligare öka möjligheterna till hög avkastning. Basportföljen består av 97 procent globala aktier och tre procent riskkapitalinvesteringar. Hävstången i portföljen tillåts av styrelsen att variera mellan noll och 70 procent, vilket innebär att aktieexponeringen kan variera mellan 100 och 170 procent av den underliggande marknadsrisken, men med ett riktmärke på 150 procent. Jämförelseindex beräknas baserat på ett globalt aktieindex multiplicerat med 1,5 (normalnivå för aktieexponeringen) minus kostnaden för hävstången. Under perioden ökade aktieexponeringen successivt i fonden, med motsvarande justering i index.

För perioden uppgick avkastningen, mätt enligt stängningskursmodellen, till 14,2 procent (tabell 4.17). Avkastningen i fondens jämförelseindex uppgick under perioden till 14,1 procent. Eftersom det saknas jämförelse över en längre tidsperiod kan någon slutsats av måluppfyllelse inte dras.

Differensen mot jämförelseindex under perioden förklaras av att basportföljen överträffat det globala aktieindexet med 0,15 procentenheter och att den dynamiska hävstången bidragit positivt genom att fonden haft en högre aktieexponering än normalnivån. Resultatet från fondens renodlade aktiva förvaltning har bidragit negativt.

Tabell 4.17 Sjunde AP-fondens avkastning före kostnader (stängningskurser, procent per år)

	24 maj – 31 dec 2010
AP7 Aktiefond	14,2
Jämförelseindex	14,1
Differens	0,1
AP7 Räntefond	-0,4
Jämförelseindex	-0,3
Differens	0,0

Not. På grund av avrundning summerar inte differensen.

AP7 Räntefond

Resultatet för räntefonden redovisas fr.o.m. 24 maj 2010 då kapitalet från de avvecklade fonderna Premiesparfonden och Premievals-fonden överfördes till de nya fonderna. Vid utgången av 2010 uppgick det förvaltade kapitalet i räntefonden till 6 034 miljoner kronor. Avkastningen för perioden uppgick till -0,5 procent mätt enligt NAV-kursmodellen.

För AP7 Räntefond, som har utformats i syfte att utgöra en byggsten i premiepensionssparandet, har Sjunde AP-fondens styrelse fastställt målet att fondens avkastning minst ska motsvara avkastningen för fondens jämförelseindex. På den grunden har styrelsen beslutat om fondens strategiska inriktning. Strategin är att placera fondens tillgångar i främst svenska ränterelaterade finansiella instrument med låg kreditrisk och att den genomsnittliga räntebindningstiden i normalläget ska vara högst tre år. Fonden förvaltas internt och passivt, med avvikelser som följer av gällande placeringsregler för investeringsfonder. Vid utgången av 2010 bestod portföljen av svenska statsobligationer och svenska säkerställda obligationer. För perioden uppgick avkastningen, mätt enligt stängningskursmodellen, till -0,4 procent vilket var 0,04 procentenheter lägre än avkastningen i fondens jämförelseindex (tabell 4.17).

Sjunde AP-fondens förvaltning

Förvaltningsavgiften uppgår i AP7 Aktiefond till 0,15 procent av förvaltad kapital och AP7 Räntefond till 0,09 procent. Avgiften från fonderna betalas till fondförvaltaren, i detta fall Sjunde AP-fonden. Under 2010 uppgick avgifterna till sammanlagt 138 miljoner kronor (107 miljoner kronor föregående år). Fondens kostnader var under året 136 miljoner kronor (109 miljoner kronor föregående år). Årets resultat var 2 miljoner kronor (-2 miljoner kronor föregående år), vilket marginellt minskade fondens ackumulerade underskott till 159 miljoner kronor.

I syfte att fördela kostnaderna förenade med att starta fondens verksamheten över flera år och flera generationer av pensionssparare, disponerar Sjunde AP-fonden en kredit i Riksgäldskontoret. Sjunde AP-fonden anger att underskottet beräknas minska efter 2010 för att helt elimineras i god tid före 2020.

I Sjunde AP-fonden förekommer ingen rörlig ersättning till anställda. Fonden hade vid utgången av 2010 18 anställda, varav fem var verksamma inom förvaltningen.

5 Utvärdering av AP-fondernas verksamhet

I detta avsnitt presenteras regeringens utvärdering av AP-fondernas verksamhet. Utvärderingen omfattar separata bedömningar av

- mål och andra strategiska beslut som har fattats av respektive AP-fonds styrelse,
- fondernas operativa förvaltning som den kan mätas genom fondernas avkastning i förhållande till jämförelseindex och
- övriga förvaltningsfrågor, bl.a. AP-fondernas riktlinjer för miljö och etik och regeringens riktlinjer för anställningsvillkor för ledande befattningshavare i AP-fonderna.

Vid utvärdering av styrelsernas strategiska beslut utnyttjas hela perioden under vilken nuvarande placeringsregler har varit i praktiskt bruk, dvs.

fr.o.m. 2001 för Första–Fjärde och Sjunde AP-fonderna respektive 1997 för Sjätte AP-fonden. En anpassning har dock gjorts beroende på tidpunkten när fonderna har genomfört förändringar med anledning av det nya regelverket eller förändrat målet för verksamheten på ett mer genomgripande sätt. Till följd av det tar utvärderingen av Första–Fjärde AP-fonderna sin utgångspunkt i halvårsskiftet 2001, medan Sjätte AP-fonden kan utvärderas på ett mer konsistent sätt fr.o.m. 2003 (se avsnitt 3.1). Utvärderingen av Sjunde AP-fonden tar sin utgångspunkt i slutet av 2000 då de första valen gjordes inom premiepensionssystemet samt med beaktande av förändringarna i premiepensionssystemet fr.o.m. maj 2010.

När det gäller fondernas avkastning i förhållande till styrelsernas instruktioner och mål, dvs. fondernas operativa förvaltning, har regeringen valt att utvärdera resultaten över rullande femårsperioder, denna gång 2006–2010.

Sjätte AP-fonden har ett, i förhållande till övriga buffertfonder, specialiserat uppdrag att investera fondmedlen på riskkapitalmarknaden, framförallt i små och medelstora svenska företag. Fonden har en obegränsad möjlighet till direktinvesteringar i och majoritetsägande av företag, vilket skapar en mer operativ verksamhet jämfört med övriga AP-fonder som är finansiellt orienterade. Mot den bakgrunden har det inte bedömts tillföra något mervärde att separera utvärderingen av Sjätte AP-fondens resultat från strategiska beslut respektive operativ förvaltning. Resultatet för fonden analyseras därför samlat.

Det har under en följd av år skett en fortlöpande förskjutning av tyngdpunkten i regeringens utvärderingar genom att styrelsernas strategiska beslut har uppmärksammats i växande grad, på bekostnad av fondernas operativa förvaltning. Förändringen motiveras av den begränsade betydelse som operativ förvaltning har visat sig ha för fondernas långsiktiga avkastning – vare sig denna bedrivs aktivt eller passivt – jämfört med de strategiska besluten som bereds av fondernas organisationer och därefter fastställs av fondernas styrelser. Av det följer att AP-fondernas strategiska beslut också har störst betydelse för pensionssystemet och fullgörandet av fondernas förvaltningsuppdrag. Att strategin har större betydelse för det slutliga resultatet än valet av aktiv eller passiv förvaltning gäller för övrigt inte bara AP-fonderna utan mer generellt i samband med förvaltning av långsiktigt pensionskapital.

Utvärderingen av styrelsernas strategiska beslut baseras på fondernas totala avkastning i ett långsiktigt perspektiv. Fondernas operativa förvaltning utvärderas exklusive tillgångar som inte kan marknadsvärderas löpande. Det innebär att onoterade tillgångar, såsom fastigheter och onoterade aktier, exkluderas. Eftersom den aktiva avkastningen exkluderar onoterade tillgångar, har det inte varit möjligt att fördela kostnaderna på ett rättvisande sätt. Av det skälet utvärderas fondernas operativa förvaltning baserat på en avkastning beräknad före förvaltningskostnader.

Sjätte AP-fonden är inriktad mot förvaltning av aktier i små och medelstora bolag och har betydande innehav av onoterade aktier. Denna förvaltning utvärderas i enlighet med branschens riktlinjer (se faktaruta i anslutning till avsnitt 5.3).

Sjunde AP-fondens förvaltning utvärderas på grundval av fondkurser (NAV-kurser) eller motsvarande, vilka inkluderar samtliga tillgångsslag. Sjätte och Sjunde AP-fondernas avkastning är i vissa fall beräknad efter kostnader.

Till grund för regeringens utvärdering av AP-fondernas förvaltningsverksamhet ligger ett underlag från McKinsey (*bilaga 8*). McKinsey har, med utnyttjande av Regeringskansliets ramavtal, fått detta uppdrag för 2009–2012. Den granskning av AP-fondernas redovisade avkastning och val av jämförelseindex som konsulterna tidigare år har genomfört med hjälp av underkonsulter (KPMG), ingår fr.o.m. 2011 i revisionen av AP-fondernas verksamhet. Mot den bakgrunden har den utvärderingen denna gång ersatts av fördjupande analys på andra område.

Utöver granskningen av strategiska beslut och operativ förvaltning har McKinsey i år fått i uppdrag att utvärdera dels implikationer av nya strategier i Första–Fjärde AP-fonderna (en jämförelse med fem utländska pensionsfonder), dels Sjätte AP-fondens mål. Resultatet av granskningen ingår i utvärderingen av respektive fonds förvaltning.

5.1 AP-fonderna i pensionssystemet

Regeringens bedömning: Under de första tio åren med nuvarande regler har buffertkapitalet varierat kraftigt. Det är en konsekvens av utvecklingen på de finansiella marknaderna under en period då risktagande inte har gett förväntad utdelning. Att buffertkapitalets tillväxt ändå har bidragit till pensionssystemets finansiering, genom en långsiktig avkastning som överstiger inkomstindex, måste ses som positivt och understryker nyttan av riskspridning.

Avkastningen i Sjunde AP-fondens förvalsalternativ, som har överträffat den genomsnittligt valda fonden i premiepensionssystemet sedan starten 2000, understiger fortfarande inkomstindex med en betydande marginal. Förväntningar om att premiepensionen på längre sikt ska tillföra ett värde i förhållande till inkomstpensionen har hittills inte infriats. Förklaringen ligger i att premiepensionssparare har påverkats än mer av utvecklingen på de finansiella marknaderna genom en högre grad av sparande i aktier.

Regeringens bedömning i föregående års skrivelse: Buffertfondernas resultat 2009, som är det enskilt bästa resultatet sedan 2001, innebär en markant förbättring av buffertfondernas långsiktiga avkastning jämfört med föregående år. Buffertfondernas avkastning har vid flera tillfällen sedan 2001 bidragit till att pensionssystemets automatiska balansering har kunnat undvikas, dock inte 2008 och 2009. De senaste årens försämring av pensionssystemets finansiella ställning förklaras främst av andra faktorer än AP-fondernas avkastning.

Avkastningen för Premiesparfonden och Premievals-fonden, i likhet med genomsnittet av fonder i premiepensionssystemet, har under perioden 2001–2009 betydligt understigit uppräknningen av inkomstpensionssystemets tillgångar och skulder genom buffertfondernas avkastning och inkomstindex. Det beror på aktiemarknadens historiskt

svaga utveckling sedan 2001 i kombination med en hög andel placeringar i aktier. Den förväntan som har funnits om att avkastningen inom premiepensionssystemet på längre sikt ska tillföra ett mervärde jämfört med inkomstpensionen har hittills inte infriats.

McKinsey: Sedan januari 2001 har kapitalet i buffertfonderna vuxit från 554 till 895 miljarder kronor. Fondernas avkastning har bidragit med 288 miljarder kronor, vilket motsvarar en genomsnittlig avkastning på 4,8 procent per år. Inkomstindex steg under motsvarande period i genomsnitt 3,2 procent per år. För andra året i rad understeg pensionsavgifterna pensionsutbetalningarna, nettoutflödet uppgick under året till 16,2 miljarder kronor.

Efter två års underskott i pensionssystemet översteg 2010 tillgångarna återigen skulderna i inkomstpensionssystemet (balanstal 1,002). Det beror framför allt på tillväxten i avgiftstillgångarna och buffertfondernas utveckling, men även på minskningen av pensionsskulderna bl.a. till följd av föregående aktivering av den automatiska balanseringen. Sammantaget under perioden 2001–2010 har buffertfonderna bidragit positivt till balansen i systemet. Utan tillväxten i buffertkapitalet skulle den automatiska balanseringen ha aktiverats vid flera tillfällen redan före 2008.

Av buffertkapitalet är i genomsnitt 54 procent investerat i noterade aktier, varav 17 procent svenska och 37 procent utländska. Under 2010 var avkastningen på svenska aktier 26,9 procent (MSCI Sweden) och 6,1 procent på utländska aktier (MSCI World, mätt i svenska kronor). Under hela perioden från start, 2001–2010, var däremot avkastningen lägre, i genomsnitt 6,5 respektive -1,1 procent per år. Avkastningen på utländska aktier påverkas av att SEK under perioden stärkts i förhållande till USD. I ett historiskt perspektiv har 2001–2010 varit en svag period för investeringar i aktier.

McKinsey jämför buffertfondernas utveckling med åtta utländska pensionsfonder, varav flera är tjänstepensionsfonder. En direkt jämförelse är svår att göra på grund av olika uppdrag, placeringsregler, valutaeffekter och utveckling på fondernas hemmamarknader, men bedöms ändå utgöra en intressant referens. Under den senaste femårsperioden 2006–2010 uppvisar buffertfonderna den fjärde högsta genomsnittliga avkastningen mätt i lokal valuta (3,6 procent per år), fonden placerar sig på samma plats i relation till avkastningen för 2010. Buffertfondernas hade under båda perioderna en avkastning som var högre än snittet för jämförelsefonderna. En viktig orsak är avkastningen på hemmamarknaden (Stockholmsbörsen), som var näst högsta i urvalet.

Skälen för regeringens bedömning: Inkomstpensionssystemets samlade buffertkapital uppgick till 894,9 miljarder kronor vid utgången av 2010 (summan av Första–Fjärde och Sjätte AP-fonderna). Den ackumulerade avkastningen sedan den 1 januari 2001¹ uppgick till 288 miljarder kronor eller 4,8 procent per år. Under motsvarande period uppgick den genomsnittliga avkastningen på svenska aktier till 4,6 procent per år, utländska aktier -0,5 procent per år (exklusive

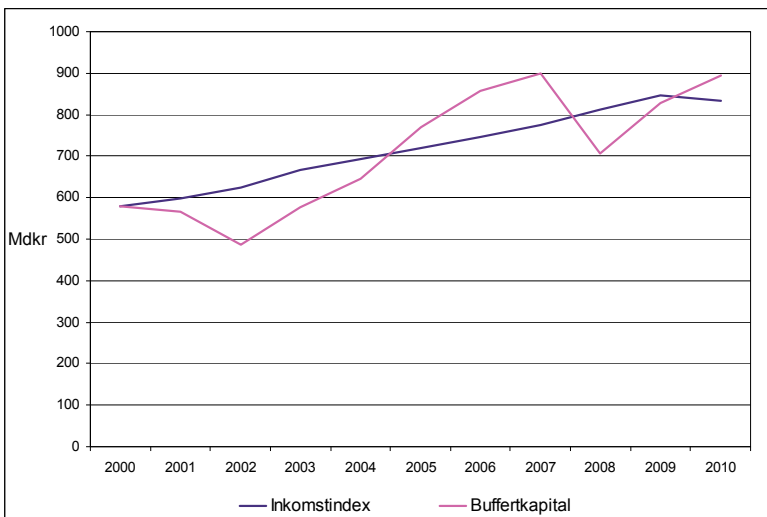
¹ Buffertfondernas bidrag till pensionssystemet utvärderas fr.o.m. 1 januari 2001, dvs. den period som buffertfonderna med nuvarande regler ingått i pensionssystemet.

valutasäkring) och svenska obligationer 5,0 procent per år. Drivet av två stora börsfall, IT-bubblan 2001 och 2002 och finanskrisen 2008, har aktier i ett historiskt perspektiv haft en svag utveckling under perioden. Risktagande genom investeringar i aktier har inte gett förväntad utdelning.

Vid utgången av 2010 hade buffertfonderna i genomsnitt 54 procent av sitt kapital investerat i noterade aktier, med en övervikt i Sverige (17 procent) och undervikt i tillväxtmarknader (7 procent) i förhållande till den globala aktiemarknadens sammansättning. Den höga aktieexponeringen i fonderna innebär att aktiemarknadernas utveckling i hög utsträckning påverkar fondernas avkastning. Räntebärande värdepapper svarar i genomsnitt för 34 procent av fondernas portföljer och alternativa tillgångar 12 procent. Andelen räntebärande tillgångar har minskat något under tioårsperioden, från i genomsnitt 38 procent av fondkapitalet i Första–Fjärde AP-fonderna 2001. Vid en jämförelse med utvecklingen i premiepensionssystemet, som har en högre andel av fondkapitalet i aktier, har diversifieringen mot räntebärande tillgångar bidragit positivt buffertfondernas utveckling under perioden genom att dämpa nedgångarna 2001, 2002 och 2008.

Buffertfondernas bidrag till pensionssystemets finansiering kan analyseras utifrån fondernas avkastning i relation till inkomstindex som ligger till grund för uppräknningen av övriga tillgångar och skulder i systemet. Buffertkapitalets genomsnittliga avkastning för hela perioden 2001–2010 överstiger inkomstindex (4,8 procent per år i förhållande till 3,2 procent per år), men med betydande variation över tiden.

Figur 5.1 Buffertfondernas avkastning (fondkapitalets förändring i mdkr) i jämförelse med inkomstindex



Not. Fondkapitalet vid utgången av året.

Källa: Egna beräkningar. Simulerade resultat baseras på antagandet att fondkapitalet växer över tid med årliga nettoflöden och därutöver med en avkastning som motsvarar inkomstindex.

Perioden inleddes med en kraftig nedgång på aktiemarknaderna i samband med IT-bubblan 2001 och 2002. Till och med 2004 var buffertfondernas ackumulerade avkastning lägre än inkomstindex. Buffertfondernas positiva resultat åren 2003–2007 innebar att buffertkapitalets ackumulerade avkastning fr.o.m. 2005 översteg inkomstindex. Den positiva trenden kunde dock inte kompensera för buffertfondernas förluster i samband med finanskrisen 2008, på sammanlagt 195 miljarder kronor. En betydande del av förlusterna återhämtades 2009 och buffertkapitalets ackumulerade avkastning var då nästan i nivå med inkomstindex. Buffertfondernas resultat 2010 innebär att fonderna återigen har en ackumulerad avkastning som överstiger inkomstindex.

Jämförelsen kan också presenteras enligt tabell 5.1. Där framgår buffertfondernas årliga resultat i förhållande till det (simulerade) resultat som skulle ha uppkommit om buffertkapitalet i stället hade förräntats med inkomstindex. Den ackumulerade skillnaden mellan fondernas verkliga utfall och en uppräknig av kapitalet enligt inkomstindex (*kolumn ackumulerade differens*) kan sättas i relation till samlade över-/underskottet i pensionssystemet. (Det bör noteras att detta är en hypotetisk analys.)

Tabell 5.1 Buffertfondernas bidrag till pensionssystemets finansiering (mdkr)

	Utfall (resultat buffertfonderna)	Simulerade resultat (inkomstindex)	Differens	Akkumulerad differens	Netto pensions- systemet
2001	-26	8,2	-34,2	-34,2	
2002	-85,6	17,1	-102,7	-136,9	60
2003	80,8	32,9	47,9	-89,0	58
2004	63,7	22,4	41,3	-47,7	9
2005	113,7	16,6	97,1	49,3	28
2006	82,5	19,3	63,2	112,6	100
2007	36,6	23,7	12,9	125,5	18
2008	-194,7	34,6	-229,3	-103,8	-243
2009	135,6	49,5	86,1	-17,8	-323
2010	84,0	2,3	81,4	36,7	103

Källa: Egna beräkningar. Simulerade resultat baseras på antagandet att fondkapitalet växer över tid med årliga nettoflöden och därutöver med en avkastning som motsvarar inkomstindex. Netto pensionssystemet visar över/underskott i pensionssystemet.

Analysen visar att fonderna bidragit positivt till balansen i systemet genom att under perioden 2005–2007 hindra en aktivering av den automatiska balansering och därmed skjuta upp den från 2005 till 2008. Under 2008 bidrog AP-fonderna till aktiveringen, men var inte ensamma den avgörande faktorn. Påfrestningarna i pensionssystemet var under 2008 och 2009 så omfattande att inte heller en rimligt positiv utveckling av buffertkapitalet under de åren hade kunnat hindra den automatiska balanseringen från att aktiveras.

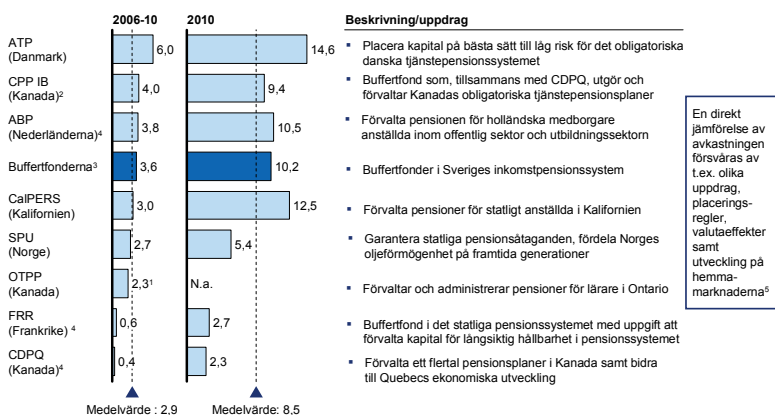
De stora underskott som pensionssystemet uppvisade under 2008 och 2009 har – till följd av ett positivt resultat i inkomstpensionssystemet på 425 miljarder kronor 2010 – vänts till ett överskott på 103 miljarder kronor vid utgången av 2010. Resultatet för det senaste året är framför

allt en konsekvens av nedskrivning av pensionskulden (den automatiska balanseringen) och värdetillväxt i buffertfonderna. Skr. 2010/11:130

Det kan vara intressant att jämföra buffertfonderna med utländska pensionsfonder som har liknande uppdrag i respektive lands pensions-system. En direkt jämförelse är dock svår att göra på grund av olika uppdrag, placeringsregler, valutaeffekter och utveckling på fondernas hemmamarknader. McKinsey presenterar ändå en jämförelse med åtta utländska pensionsfonder under det senaste året och under den senaste femårsperioden (figur 5.2). Det bör noteras att jämförelser liknande denna ofta är förknippade med svårigheter, i detta fall bl.a. till följd av att avkastningen uttrycks i olika valutor, och bör tolkas med försiktighet.

Figur 5.2 Buffertfondernas avkastning i jämförelse med utländska pensionsfonder

Rapporterad årlig nominell avkastning; Procent (lokal valuta)



1 2006-2009; 2 Jan – Dec 2010 (redovisar April – Mars); 3 AP1-4 och AP6; 4 Q1-Q3 2010; 5 2006-2010: Danmark (MSCI Danmark) +6,53 % per år, Kanada (MSCI Canada) + 2,74 % per år, Nederländerna (MSCI Netherland) -2,73 % per år, Sverige (MSCI Sweden) +3,47 % per år, USA (MSCI USA) -0,18 % per år, Frankrike (MSCI France) -4,40 % per år

KÄLLA: Årsredovisningar; Datastream; McKinsey-analys

Källa: McKinsey.

Sedan föregående år har buffertfonderna tappat ett par positioner mätt med genomsnittlig avkastning under den senaste femårsperioden, men ligger fortfarande i den övre halvan. En viktig orsak till buffertfondernas relativt starka utveckling 2006–2010 är den svenska aktiemarknadens högre avkastning än de flesta utländska pensionsfonders hemmamarknader. Svenska aktiemarknaden hade en avkastning på i genomsnitt 3,5 procent per år under perioden. Endast den danska aktiemarknaden, hemmamarknad för ATP, hade en starkare utveckling med en avkastning på i genomsnitt 6,5 procent per år.

För fonderna inom premiepensionssystemet saknas det en naturlig referens, motsvarande inkomstindex i inkomstpensionssystemet, för utvärdering av bidraget till pensionssystemet. Det kan i detta sammanhang vara relevant att gå tillbaka till motiven bakom införandet av premiepensionssystemet. Bland argumenten ingick önskemål om att (i) låta det behov av ökat sparande som då förutsågs ta formen av mer individuellt sparande, (ii) samtidigt öka den enskildes inflytande över

pensionen och (iii) ta vara på den riskspridning som det innebär att göra pensionen beroende av både inkomstutvecklingen i samhället och kapitalmarknadens avkastning (prop. 1993/94:250 s. 56). Bakom riskspridningsargumentet låg insikten att kapitalmarknadens avkastning kan variera kraftigt, varför förräntningen inom det fullt fonderade premiepensionssystemet periodvis kan förväntas såväl underskrida som överträffa motsvarande förräntning inom inkomstpensionssystemet (inkomstindex). På längre sikt är det dock en rimlig förväntan att kapitalmarknadens avkastning tillför ett mervärde jämfört med inkomstindex.

Den genomsnittliga avkastningen i Premiepensionssystemet från starten i slutet på 2000 t.o.m. 2010 uppgår till i genomsnitt 1,4 procent per år. Den genomsnittliga avkastningen i premiepensionssystemet understiger utvecklingen i inkomstindex för tioårsperioden 2001–2010. Den lägre avkastningen i premiepensionssystemet i genomsnitt förklaras av pensionsspararnas val av fonder och utvecklingen på underliggande kapitalmarknader. Av det totala fondkapitalet inom premiepensionssystemet var vid utgången av 2010 91,7 procent investerat i aktier. Den svaga utvecklingen på aktiemarknaderna har under perioden fått större genomslag i den genomsnittliga premiepensionsfondens än i buffertfondernas utveckling.

Utvecklingen under perioden är en illustration av att avkastningen på kapitalmarknaderna kan variera kraftigt, med följderna att förräntningen inom premiepensionssystemet periodvis kan underskrida utvecklingen i inkomstpensionssystemet. Detta avser den genomsnittliga avkastningen inom premiepensionssystemet. Utfallen för enskilda fonder och individuella pensionssparare rymmer dock en betydande spridning.

Faktaruta 5.1 Risk- och avkastningsmått

I skrivelsen används vissa 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 mäts i procent.

Ett vanligt mått på riskjusterad avkastning är **Sharpekvoten** som är erhållen avkastning utöver riskfria räntan dividerad med avkastningens risk, dvs. standardavvikelse. Man kan alternativt uttrycka det som att Sharpekvoten mäter erhållen riskpremie per riskenhet.

Ett riskmått som är viktigt för förvaltare är **aktiv risk**. Den aktiva risken visar i hur hög grad en förvaltare avviker från jämförelseindex. Den aktiva risken mäts med standardavvikelsen avseende förvaltarens avkastning i förhållande till jämförelseindex. Ett mått på riskjusterad avkastning som utgår från graden av avvikelse från jämförelseindex är **informationskvoten** som jämför överavkastning (s.k. aktiv avkastning) i förhållande till jämförelseindex med aktiv risk. Därmed uttrycker informationskvoten förhållandet mellan aktiv avkastning och aktiv risk.

Avkastningen på det totala fondkapitalet beräknas som en **kapitalvägd avkastning** i form av en internränta (internal rate of return, IRR). 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 Pensionsmyndigheten. Den kapitalvägda avkastningen ger ett korrekt uttryck för den procentuella avkastning som har 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. AP-fonderna rapporterar en tidsvägd avkastning, eftersom de inte har inflytande över in- och utbetalningar av pensionsavgifter och pensioner.

5.2 Utvärdering av Första–Fjärde AP-fondernas förvaltning

5.2.1 Strategiska beslut

Regeringens bedömning: Fondernas långsiktiga resultatet fortsätter att stärkas sedan 2008. Avkastningen för var och en av Första–Fjärde AP-fonderna överstiger inkomstindex men når inte upp till de mål som styrelserna har fastställt.

Första–Fjärde AP-fonderna har på olika sätt dragit lärdom av den utmaning som tidvis oroliga marknader har inneburit. Utvecklingen av fondernas förvaltningsmodeller förefaller ha bidragit till ökade skillnader mellan fondernas angreppssätt, om än i mindre grad när det gäller fondernas portföljer. De skillnader som uppstår är i grunden positiva. Samtidigt kvarstår krav på fortlöpande utvärdering för att tillförsäkra en tydlig genomlysning och redovisning av resultaten. Detta följer av uppdraget att förvalta allmänhetens pensionskapital och är även förenligt med god praxis.

En genomgående förändring är ett större mått av flexibilitet när det gäller fondens övergripande exponering mot olika tillgångar och marknader och genom ett utökat inslag av s.k. alternativa investeringar som erbjuder en intressant kombination av avkastning och risk. Regeringen följer utvecklingen och avser att, i ljuset av gjorda erfarenheter och i samråd med Pensionsgruppen (med företrädare för de fem partier som står bakom pensionsöverenskommelsen), se över fondernas regelverk.

Regeringens bedömning i föregående års skrivelse: Genom fondernas starka resultat 2009 har Första–Fjärde AP-fondernas långsiktiga avkastning förbättrats markant jämfört med föregående år. Ingen av fonderna når dock upp till styrelsens mål under 2001–2009, vilket framför allt förklaras av aktiemarknadens historiskt svaga

Till följd av förändringar under 2009 skiljer sig fondernas förvaltningsmodeller från varandra i större utsträckning än tidigare. De skillnader som har uppstått i fondernas strategier är i grunden positiva. För att säkerställa insyn i, och utvärdering av, respektive förvaltningsmodell är det viktigt att fonderna redovisar bidragen till fondens övergripande resultat.

McKinsey: Ingen av Första–Fjärde AP-fonderna har för perioden sedan den 1 juli 2001 till 2010 nått sina nominella mål, vilka varierar mellan 5,5 och 6,1 procent per år. Samtliga fonders genomsnittliga avkastning överstiger dock inkomstindex.

I relation till de åtta utländska pensionsfonderna som buffertfonderna jämförs med är skillnaden i Första–Fjärde AP-fondernas avkastning relativt liten, vilket i hög utsträckning förklaras av små skillnader mellan AP-fondernas tillgångsallokering.

I likhet med tidigare år och tillgänglig erfarenhet är det fondernas strategiska beslut som svarar för merparten av fondernas långsiktiga resultat (mellan 93 och 104 procent av total avkastning före kostnader).

Tillgångsallokeringen i fonderna har sedan start varit relativt stabil, sedan 2005 har dock en successiv ökning skett till alternativa tillgångar (från tre till tio procent av fondkapitalet). Givet fondernas ambition att fortsätta öka fokus på alternativa tillgångar kan ökningen förväntas fortsätta framöver, inom ramen för den lagstadgade begränsningen (högst fem procent onoterade tillgångar, exklusive fastigheter). Trots en successiv ökning av investeringar i aktier i tillväxtmarknader har fonderna, i ett globalt perspektiv, fortfarande en undervikt mot tillväxtmarknader och en övervikt mot Sverige. Den utsträckning i vilken Första–Fjärde AP-fonderna har investerat i aktier under 2010, och speciellt svenska aktier som har utvecklats starkt under det senaste året, är en viktig orsak till skillnaderna i fondernas resultat för 2010. Fjärde AP-fonden hade vid utgången av 2010 högst andel av fondkapitalet investerat i aktier (60 procent) och tillsammans med Andra AP-fonden den högsta andelen svenska aktier (19 respektive 20 procent).

Som konstaterades i föregående års utvärdering skiljer sig Första–Fjärde AP-fondernas förvaltningsmodeller, sedan 2009, i högre grad åt än tidigare. Gemensamt för Första–Fjärde AP-fonderna är ett (i olika grad) ökat fokus på medelfristig/dynamisk allokering och analys av exponering mot olika typer av risker, även om bara Tredje AP-fonden uttryckligen allokerar mot riskklasser. Intresset för alternativa investeringar har också ökat, liksom för absoluta mål för aktiv förvaltning. Fondernas mål, förvaltningskostnader och placeringsregler är oförändrade.

En fördjupning i årets utvärdering är förändringarna i Första–Fjärde AP-fondernas förvaltningsmodeller sedan 2008 och hur modellerna i dag jämför sig med ett urval av utländska pensionsfonders förvaltningsmodeller (*bilaga 8*). På grund av olika uppdrag är det svårt att genomföra en direkt jämförelse fonderna emellan.

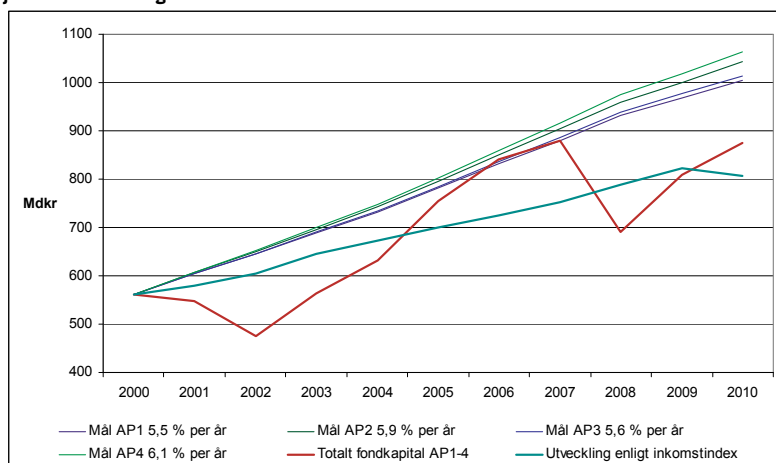
Jämförelsen visar att av de fem utländska fonderna har fyra fonder mål kopplade till ett index (enbart eller som komplement till ett absolut mål), vilket lämpar sig för utvärdering av fondens avkastning på kort och

medellång sikt. Av Första–Fjärde AP-fonderna är det endast Fjärde AP-fonden som utvärderar medelfristiga beslut mot fondens långsiktiga strategiska portfölj och har mål för aktiv avkastning kopplat till index. Flera av de utländska fonderna som, i likhet med Första och Tredje AP-fonderna, ger vd mandat att ta beslut om medelfristig/dynamisk allokering har ett indexlänkat avkastningsmål för att följa upp resultatet av besluten.

De utländska fonderna investerar väsentligt mer i alternativa tillgångar än vad Första–Fjärde AP-fonderna gör. Med undantag av den norska oljefonden (Statens Pensionsfond Utland, SPU), som endast tillåts investera 5 procent i fastigheter, uppgår genomsnittet bland de utländska fonderna till 29 procent alternativa tillgångar i portföljen. Tre av fonderna investerar också i råvaror. Sedan 2007 har andelen investeringar i alternativa tillgångar ökat både i AP-fonderna och jämförelsefonderna (exklusive SPU). I de utländska fonderna har ökningen främst skett inom riskkapitalinvesteringar och i AP-fonderna främst inom fastigheter och övrigt. Samtliga fonder har en uttalad strategi att fortsätta öka allokeringen med syfte att skydda sig mot inflation och låg tillväxt, öka riskspridningen samt få möjlighet till högre avkastning.

Skälen för regeringens bedömning: Första–Fjärde AP-fondernas ackumulerade resultat fr.o.m. juli 2001 t.o.m. 2010 uppgick till 305 miljarder kronor, vilket motsvarar en avkastning på i genomsnitt 4,5 procent per år. Det är en förbättring jämfört med föregående år (3,9 procent per år) men når inte upp till fondernas genomsnittliga avkastning före finanskrisen 2008 (Första–Fjärde AP-fondernas avkastning t.o.m. 2007 uppgick till 6,3 procent per år). Avkastningen når inte heller upp till fondernas egna mål men är högre än utvecklingen i inkomstindex under perioden (figur 5.3). Fondernas nominella mål har i genomsnitt uppgått till 5,8 procent per år under perioden.

Figur 5.3 Första–Fjärde AP-fondernas avkastning (fondkapitalets förändring i mdkr) i jämförelse med egna mål och inkomstindex



Not. Skalan börjar på 400 miljarder kronor.

Källa: Egna beräkningar. Fondkapitalet utveckling enligt inkomstindex och fondernas mål baseras på antagandet att fondkapitalet växer över tid med årliga nettoflöden och därutöver

I tabell 5.2 redovisas Första–Fjärde AP-fondernas årliga avkastning. I samtliga fonder var den genomsnittliga årliga avkastningen från halvårsskiftet 2001 t.o.m. 2010 högre än inkomstindex som steg med i genomsnitt 3,2 procent per år under perioden. Det är en förbättring jämfört med föregående år då tre av fyra fonder överträffade inkomstindex. Under de tre senaste åren har spridningen mellan fondernas långsiktiga avkastning minskat. Vid en jämförelse av den genomsnittliga avkastningen under den första respektive andra hälften av tioårsperioden finns det inget som tyder på att skillnaden mellan fondernas avkastning har ökat. Däremot är det ännu för tidigt att se effekterna av fondernas, sedan 2008, ökade skillnader i förvaltningsmodeller.

Tabell 5.2 Avkastning efter kostnader fr.o.m. halvårsskiftet 2001 t.o.m. 2010 (procent per år)

	2010	2009	2008	2007	2006	2001–2010
AP1	10,2	20,1	-21,9	4,6	9,6	4,5
AP2	11,0	20,4	-24,1	4,0	12,8	4,7
AP3	9,0	16,4	-19,8	5,0	9,6	4,6
AP4	10,9	21,5	-20,9	2,4	10,5	4,2

Källa: McKinsey.

Som delvis framgår av tabell 5.2 finns stora variationer i fondernas resultat mellan åren, vilket hänger samman med utvecklingen på de finansiella marknaderna. Under perioden har det skett två kraftiga nedgångar på aktiemarknaderna, IT-bubblan 2001 och 2002 och finanskrisen 2008. (Se kapitel 3.) Första–Fjärde AP-fondernas uppdrag är att uppnå långsiktigt hög avkastning, i förhållande till risk. Risknivån begränsas av att minst 30 procent av fondkapitalet måste investeras i räntebärande värdepapper med låg kredit- och likviditetsrisk. Med utgångspunkt i att fonderna ska nå en avkastning som bidrar till inkomstpensionssystemets långsiktiga finansiering krävs av det skälet därutöver ett mått av risktagande, vilket skapar en variation över tiden som hänger samman med kapitalmarknadernas, inte minst aktiemarknadernas utveckling.

Vid utgången av 2010 hade Första–Fjärde AP-fonderna uppskattningsvis mellan 50 och 60 procent investerat i noterade aktier, 33–36 procent i räntebärande värdepapper och 6–14 procent i alternativa tillgångar². Under perioden fr.o.m. 1 juli 2001 t.o.m. 2010 var den genomsnittliga avkastningen på utländska aktier -1,1 procent per år (utan valutasäkring), på svenska aktier 6,5 procent per år, på svenska statsobligationer 5,5 procent per år och på utländska (amerikanska) statsobligationer 0,3 procent per år (utan valutasäkring). Avkastningen på utländska aktier (och obligationer) hänger samman med valutakursförändringar, där

² Tredje AP-fonden allokerar inte längre kapital baserat på tillgångsklasser, utan riskklasser, varför uppgifterna är ungefärliga.

svenska kronan under perioden har stärkts i förhållande till bl.a. amerikanska dollarn. Skr. 2010/11:130

Resultatet av fondernas förvaltning bör ställas i relation till den risk fonderna tagit. Ett sätt att mäta den riskjusterade avkastningen är med hjälp av den s.k. Sharpekvoten (*se faktaruta 5.1*) som mäter riskpremien (avkastningen minus riskfri ränta) i förhållande till risken i portföljen (mätt som avkastningens standardavvikelse). Enligt denna beräkning av fondernas riskjusterade avkastning (tabell 5.3) har tre av fyra fonder sedan start fått lika stor utdelning på sitt risktagande. Under det senaste året har det varit små skillnader mellan fonderna. Jämförelsen ska dock tolkas med försiktighet delvis på grund av att risken mäts i termer av variation i tillgångarnas avkastning och för onoterade tillgångar, som saknar daglig marknadsprissättning, är beräkningen förenad med osäkerhet.

Tabell 5.3 Första–Fjärde AP-fondernas riskjusterade avkastning fr.o.m. halvårsskiftet 2001 t.o.m. 2010 beräknad enligt Sharpekvoten

	2010	2009	2008	2007	2006	2001–2010
AP1	1,3	2,0	-1,5	0,4	1,2	0,3
AP2	1,3	1,8	-1,5	0,1	1,5	0,3
AP3	1,2	2,0	-1,6	0,3	1,2	0,3
AP4	1,3	1,5	-1,4	0,0	1,2	0,0

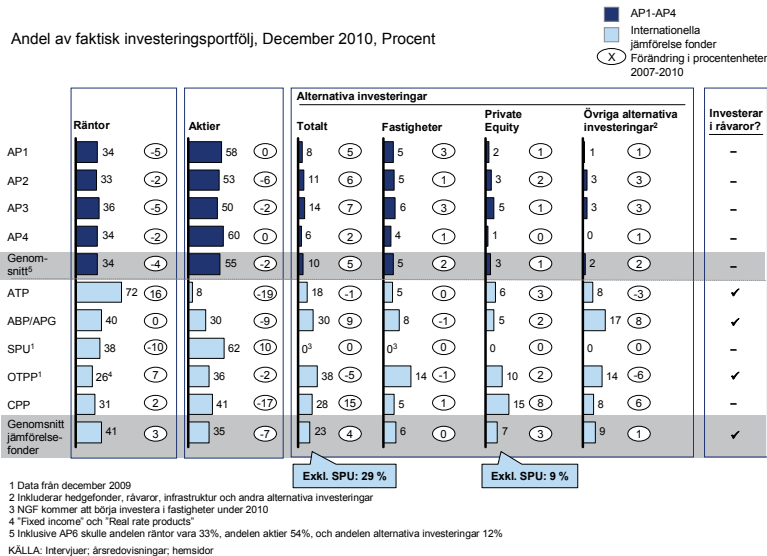
Not. Sharpekvoten definieras som riskpremien (avkastningen minus riskfri ränta) dividerat med portföljens risk (mätt som den totala avkastningens standardavvikelse).

Källa: McKinsey.

Av jämförelsen med fem utländska pensionsfonder som McKinsey genomfört framgår att skillnaderna mellan Första–Fjärde AP-fondernas portföljer vad gäller tillgångsslag och geografiska marknader är mindre än skillnaderna mellan de utländska fondernas allokering (figur 5.4). Inriktningen bestäms i hög grad av fondernas uppdrag och placeringsregler. Till exempel förvaltar den danska pensionsfonden ATP tjänstepensioner och erbjuder en garanterad avkastning (en viss procentsats per år) för 80 procent av spararnas premieinbetalningar, vilket förklarar en i förhållande till övriga fonder hög andel räntebärande värdepapper (72 procent av fondkapitalet vid utgången av 2010). I den norska oljefonden, Statens Pensionsfond Utland (SPU), fastställs tillgångsallokeringen av Finansministeriet. I förhållande till övriga tre fonder utmärker sig den lägre andelen alternativa investeringar i AP-fonderna (där emellertid fonderna är begränsade till högst fem procent onoterade tillgångar, exklusive fastigheter).

Figur 5.4 Första–Fjärde AP-fondernas portföljer vid utgången av 2010 i jämförelse med utländska pensionsfonder (procent)

Skr. 2010/11:130



Källa: McKinsey.

Som framgår av figur 5.4 har Första–Fjärde AP-fondernas, liksom flertalet av de utländska pensionsfondernas, investeringar i alternativa tillgångar ökat. För Första–Fjärde AP-fonderna sammantagna har andelen ökat med 5 procentenheter sedan 2007, på bekostnad av räntebärande värdepapper (-4 procentenheter) och aktier (-2 procentenheter). Sedan starten den 1 juli 2001 har andelen alternativa investeringar ökat med 7 procentenheter. Alternativa tillgångar, såsom fastigheter, riskkapitalfonder, infrastruktur och hedgefonder, erbjuder en intressant kombination av risk och avkastning jämfört med traditionella placeringar i noterade aktier och likvida obligationer. Pensionsförvaltare, såsom AP-fonderna, kan vara särskilt lämpade att tillvarata den högre riskpremie som generellt är förknippade med långsiktiga illikvida investeringar (med inlåsningsseffekt av kapitalet). För Första AP-fonden, som redovisar uppgift i årsredovisning, har den genomsnittliga avkastningen i alternativa tillgångar uppgått till 12,8 procent per år under den senaste femårsperioden (2006–2010), vilket är den högsta avkastningen bland fondens olika portföljer under perioden.

Som en följd av globaliseringen och att de finansiella marknaderna blivit allt mer integrerade har det blivit svårare att uppnå riskspridning på traditionell väg genom investeringar i räntebärande tillgångar och aktier på olika marknader. Investerare söker sig i ökad utsträckning till alternativa tillgångar genom att de kan bidra till riskspridning i portföljen och i en del fall skapa en mer stabil utveckling över tid. Under 2010 har flera av fonderna fattat strategiska beslut om att öka investeringarna i fastigheter.

En annan konsekvens av finanskrisen och den oroliga utvecklingen på finansmarknaderna under den senaste tioårsperioden är en trend att på

medellång sikt (1–5 år) anpassa portföljen till den förväntade utvecklingen (s.k. medelfristig, dynamisk allokering). Inom Första och Tredje AP-fondernas förvaltningsmodeller finns ett uttalat fokus på absolut avkastning och ett ökat inslag av dynamisk allokering för att nå fondens mål. Tredje AP-fonden, där metoden har fått störst genomslag, har också övergått till allokering till riskklasser, i stället för tillgångsslag, i syfte öka fokus på underliggande risker i fondens innehav.

Regeringen konstaterade i föregående års utvärdering att det finns tydliga motiv för att fokusera på medelfristiga beslut genom ett mer dynamiskt arbetssätt men att resultatet låter vänta på sig. Under tiden ställer de nya förvaltningsmetoderna krav på metoder för fortlöpande utvärdering och uppföljning.

Även om det finns en motsättning mellan långsiktig förvaltning och uppföljning av resultatet på kortare sikt är det viktigt att uppföljningen inte blir så långsiktig att korrigerande åtgärder inte hinner vidtas. Det ligger således i pensionssystemets intresse att förvaltningen utvärderas med viss regelbundenhet. I samband med nya förvaltningsstrategier kan dessutom vedertagna metoder för utvärdering anses fungera mindre väl. Det finns i dag ingen vedertagen metod att utvärdera dynamiska förvaltningsmodeller likt Första och Tredje AP-fondernas, likväl behöver resultatet genomlysas och både potential och risker förenade med den valda strategin beskrivas.

Praxis i fyra av fem av de utländska pensionsfonder McKinsey jämför Första–Fjärde AP-fonderna med, är att resultaten utvärderas mot ett jämförelseindex. Det förekommer både att fonderna enbart har mål kopplade till index eller som komplement till ett absolut mål. Förtjänsten med målen är att det möjliggör utvärdering på även kort och medellång sikt. Nackdelen kan vara att det är svårt att hitta index som är fullt rättvisande i förhållande till fondens strategi. CPP, som har ett uppdrag som liknar Första–Fjärde AP-fondernas, har både ett långsiktigt absolut mål (4,2 procent real avkastning per år) och ett relativt mål att varje år och över en fyraårsperiod slå ett index för den referensportfölj som styrelsen fastslår. Svårigheten att finna fullt rättvisande jämförelser får inte hindra att metoder utvecklas och tillämpas. En annan aspekt är behovet av uppföljning av utfall mot förväntat resultat, för att ge svar på frågan om modellen levererar som förväntat.

Ökade skillnader i fondernas förvaltningsmodeller är i linje med utgångspunkten för att inrätta fyra fonder med identiska uppdrag. I ett annat perspektiv, baserat på fondernas portföljer i jämförelse med de utländska pensionsfondernas portföljer, framstår skillnaderna mellan Första–Fjärde AP-fonderna som mindre. Frågan är i vilken grad det följer av att fonderna har identiska uppdrag och placeringsregler?

En konsekvens av ökad skillnad mellan fondernas förvaltningsmodeller är att fondernas resultat är svårare att jämföra. Numer är bara fondernas totala avkastning direkt jämförbar. Bidragen till fondernas långsiktiga förvaltning följs upp och utvärderas på olika sätt mellan fonderna. Mot bakgrund av att ökad riskspridning är ett av motiven bakom inrättandet av fler fonder med samma uppdrag kan den minskade jämförbarheten mellan fonderna inte betecknas som ett problem. Däremot är det viktigt att resultaten av fondernas förvaltning presenteras på ett öppet och tydligt sätt som främjar utvärdering av var och en. I detta avseende är det

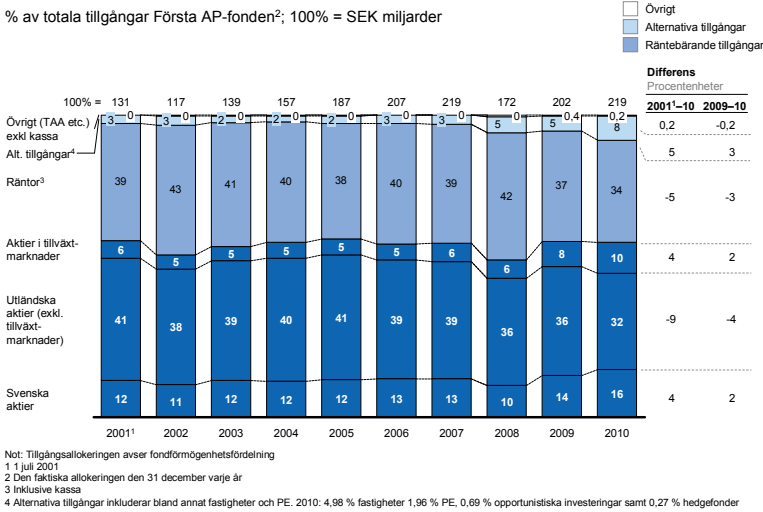
värdefullt med jämförelsenormer för uppnått resultat, på total nivå och/eller för olika förvaltningsmandat. Sådana jämförelsenormer kan vara fondernas interna mål, risktagandet i portföljen och den genomsnittliga utvecklingen på marknaden inom motsvarande segment (index).

Eftersom fonderna förvaltar allmänhetens pensionskapital ställs det dessutom höga krav på öppenhet för att främja trovärdighet och i förlängningen förtroende för fondernas verksamhet. Att resultaten av fondernas förvaltning redovisas även på mer detaljerad nivå kan inte anses stå i motsats till fokus på, och mål om, total avkastning.

Första AP-fonden

Första AP-fondens fondkapital uppgick vid utgången av 2010 till 218,8 miljarder kronor. Fondens totala avkastning fr.o.m. juli 2001 t.o.m. 2010 har bidragit med 76 miljarder kronor, varav strategiska beslut svarar för merparten (93 procent före kostnader).

Under 2009 införde fonden en helt ny förvaltningsmodell, vilken har tillämpats fullt ut fr.o.m. oktober det året. Syftet är att skapa en över tid mer robust portfölj (som bättre kan hantera en kraftig nedgång på kapitalmarknaderna liknande den under finanskrisen 2008) genom ökat fokus på medelfristiga beslut (dvs. anpassa den strategiska inriktningen till förväntad utveckling inom 1–5 år). Första AP-fondens mål är en absolut nominell avkastning på 5,5 procent per år, mätt över en rullande femårsperiod. Styrelsen beslutar om en s.k. målportfölj som definierar hur fondens portfölj bör se ut på 1–1,5 års sikt. Portföljen anger inriktningen av fondens förvaltning. Därtill beslutar styrelsen om ett riskmandat till vd, inom vilket förvaltningen får ske. Syftet är att förvaltningen snabbare ska kunna anpassas efter förändringar på marknaderna. Genom att styrelsen inte fattar beslut om en strategisk portfölj som beskriver fördelningen mellan olika tillgångsslag och marknader (fondens tillgångsallokering), saknas en jämförelsenorm för Första AP-fondens resultat. Enligt vad som angetts ovan behöver resultatet alljämt utvärderas fortlöpande för att tillvarata gjorda erfarenheter.



Källa: McKinsey.

Vid utgången av 2010 var Första AP-fondens fondkapital fördelat mellan 58 procent aktier, 34 procent räntebärande värdepapper och 8 procent alternativa tillgångar (figur 5.5). Sedan starten har andelen svenska aktier, aktier i tillväxtmarknader och alternativa tillgångar ökat, medan andelen räntebärande värdepapper och övriga utländska aktier har minskat. Betydande förändringar har genomförts under 2010. Inom ramen för fondens nya förvaltningsmodell beslutade styrelsen att fonden på sikt ska öka investeringarna i alternativa tillgångar – fastigheter, hedgefonder och onoterade aktier – och minska investeringarna i räntebärande värdepapper och aktier. Vid beslutade under året, inom ramen för sitt mandat av styrelsen, att öka andelen svenska aktier, att öka fastighetsexponeringen genom investeringen i det nyetablerade fastighetsbolaget Willhem AB (se avsnitt 4.1.1) samt att minska andelen räntebärande värdepapper.

Andra AP-fonden

Andra AP-fondens fondkapital uppgick vid utgången av 2010 till 222,7 miljarder kronor, det högsta av Första–Fjärde AP-fonderna vid den tidpunkten. Fondens totala avkastning fr.o.m. juli 2001 t.o.m. 2010 har bidragit med 80,1 miljarder kronor, varav strategiska beslut svarar för mer än hela resultatet (101 procent före kostnader).

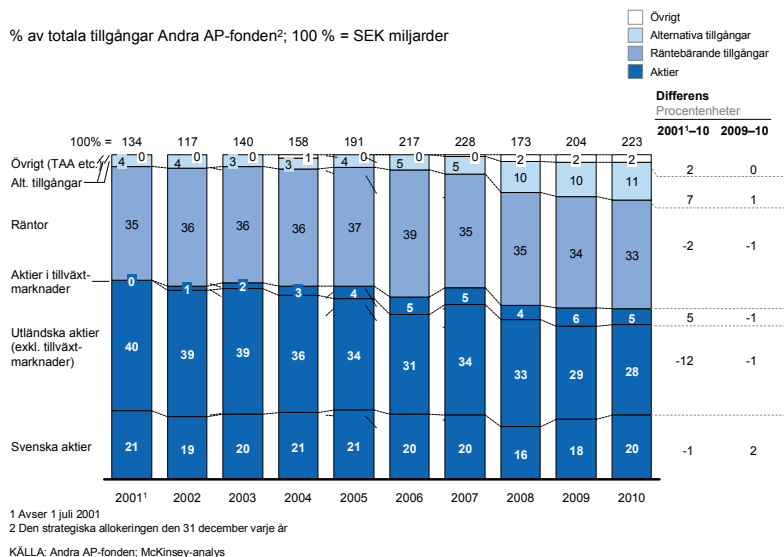
Baserat på fondens mål att nå en långsiktig real avkastning på 5,0 procent per år, mätt över minst 10 år, fastställer Andra AP-fonden årligen en långsiktig strategisk portfölj. Därtill fattar styrelsen separat beslut om jämförelseindex i den strategiska portföljen. Syftet är att frångå traditionella kapitalvägda index som påverkas av aktiemarknadens värdering, till förmån för t.ex. index som följer företagens värdering

baserat på omsättning och vinst. Under 2010 bidrog valen av index negativt till fondens totala avkastning före kostnader (-0,3 procentenheter).

Skr. 2010/11:130

Fonden fattar inte medelfristiga beslut som särskiljs från de långsiktiga, utan en förväntad avvikelse på medellång sikt omhändertas i den långsiktiga portföljen. Under 2010 beslutade styrelsen att sänka fondens valutaexponering mot euro, öka andelen aktier i tillväxtmarknader samt genomföra investeringar i jord- och skogsbruksmark (dock med begränsad effekt under 2010).

Figur 5.6 Andra AP-fondens portfölj 2001–2010 (procent respektive mdkr)



Källa: McKinsey.

Som framgår av figur 5.6 har andelen aktier i tillväxtmarknader och alternativa tillgångar i fondens portfölj ökat sedan starten juli 2001, framför allt på bekostnad av övriga utländska aktier. Andelen svenska aktier har minskat under perioden, men ökade återigen något under 2010. Vid utgången av 2010 var 53 procent av fondkapitalet investerat i aktier, 33 procent i räntebärande värdepapper, 11 procent i alternativa tillgångar och 2 procent i övrigt. Andra AP-fonden har haft en förhållandevis stor fastighetsexponering genom ägandet av Norrporten, tillsammans med Sjätte AP-fonden, utöver Vasakronan som Första-Fjärde AP-fonderna äger gemensamt.

Tredje AP-fonden

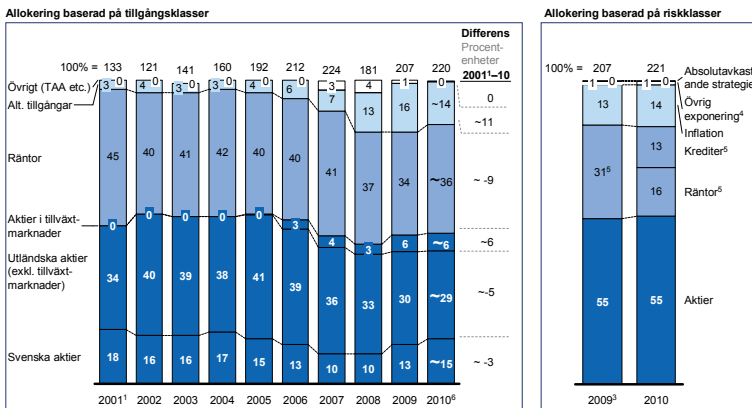
Tredje AP-fondens fondkapital uppgick vid utgången av 2010 till 220,9 miljarder kronor. Fondens totala avkastning fr.o.m. juli 2001 t.o.m. 2010 har bidragit med 78,1 miljarder kronor, varav strategiska beslut svarar för merparten (96 procent före kostnader).

Från och med 2010 tillämpar Tredje AP-fonden fullt ut sin nya förvaltningsmodell *Dynamisk allokering*. Syftet med den nya modellen är att öka sannolikheten att fonden ska uppnå sitt mål om en real avkastning på minst 4 procent per år långsiktigt. Målet ska nås genom en mer dynamisk och flexibel förvaltning av fondkapitalet och genom att fokusera på riskklasser, såsom aktie-, inflations- och ränterisk, i stället för tillgångsslag. Tredje AP-fonden särskiljer inte beslut på medellång och lång sikt utan baserat på rådande prognos om utvecklingen fastställer styrelsen ett riskmandat (tillåten risknivå inom varje riskklass) till vd, inom vilket förvaltningen får ske.

Mot bakgrund av att styrelsens strategiska beslut inte anger fondkapitalets fördelning mellan tillgångar och marknader saknas en jämförelsenorm för Tredje AP-fondens avkastning. Det medför svårigheter att utvärdera fondens resultat på annat sätt än mot fondens långsiktiga mål om en real avkastning på 4,0 procent per år. Styrelsen har inte fastställt för vilken tidsperiod målet ska utvärderas. Som konstaterats ovan behöver resultaten alltså jämförbara utvärderas för att tillvarata gjorda erfarenheter.

Figur 5.7 Tredje AP-fondens portfölj 2001–2010 (procent respektive mdkr)

% av totala tillgångar Tredje AP-fonden²; 100 % = SEK miljarder



1 1 juli 2001

2 2010 skedde en övergång från tillgångsallokering till allokering enligt riskklass

3 Allokering baserad på riskklass enligt 2010 års förvaltningsmodell

4 Inom övrig exponering ingår uppbyggda resultat från valutaexponering

5 Uppdelningen mellan räntor och krediter fastställdes under 2010. Krediter består huvudsakligen av bostads- och företagsobligationer. För 2009 redovisas därför den sammanlagda allokeringen och för 2010 den uppdelade

6 Tillgångsallokeringen för 2010 är indikativ då en exakt konvertering av riskklasser till tillgångsslag ej kan göras

KÄLLA: Tredje AP-fonden; McKinsey-analys

Källa: McKinsey.

I figur 5.7 framgår Tredje AP-fondens fondkapital fördelat på tillgångsslag. För det senaste året är fördelningen indikativ eftersom fonden sedan 2010 följer upp fördelningen baserat på riskklasser. Vid utgången av 2010 var ca 50 procent av fondkapitalet investerat i aktier, 36 procent i räntebärande värdepapper och 14 procent i alternativa tillgångar, inklusive fastigheter. De största förändringarna sedan start är att andelen alternativa tillgångar ökat och räntebärande värdepapper minskat. I inledningen av perioden (före utgången av 2002) genomförde fonden en större förändring i vilken andelen utländska aktier ökade, på

bekostnad av räntebärande värdepapper och svenska aktier. Sedan 2006 investerar fonden i aktier i tillväxtmarknader. Under 2010 beslutade vd först att minska andelen aktier under början av året och sedan att öka andelen under andra halvåret. Skr. 2010/11:130

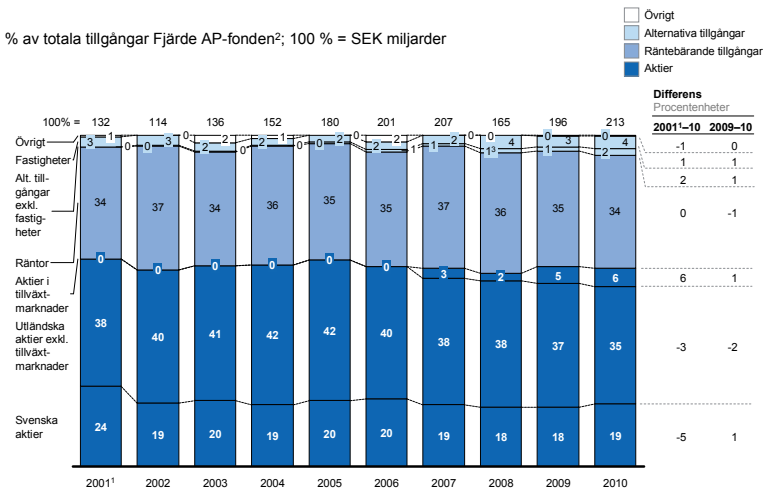
Fjärde AP-fonden

Fjärde AP-fondens fondkapital uppgick vid utgången av 2010 till 212,9 miljarder kronor. Fondens totala avkastning fr.o.m. 1 juli 2001 t.o.m. 2010 har bidragit med 69,9 miljarder kronor, varav strategiska beslut svarar för mer än hela resultatet (104 procent före kostnader).

Baserat på fondens mål att nå en real avkastning på 4,5 procent per år, mätt över en tioårsperiod, fastställer styrelsen årligen fondens långsiktiga normalportfölj (tidshorisont på 40 år). Den långsiktiga portföljen anpassas sedan till den förväntade utvecklingen på medellång sikt (3–5 år) genom att styrelsen beslutar om en strategisk portfölj. Resultatet av fondens förvaltning följs upp och utvärderas mot utvecklingen i den strategiska portföljen. Fjärde AP-fonden har under senare år ökat fokus på medelfristiga beslut och fonden har i början av 2011 delegerat ett riskmandat till vd inom vilket denne får fatta medelfristiga beslut, vilka tidigare har fattats av styrelsen. Under 2010 beslutade styrelsen att öka andelen fastigheter, övriga alternativa tillgångar och aktier i tillväxtmarknader i fondens långsiktiga normalportfölj, med motsvarande minskning i andelen övriga globala aktier. Därtill beslutade styrelsen att på medellång sikt (den strategiska portföljen) höja andelen svenska och globala aktier samt sänka andelen räntebärande tillgångar, till den långsiktiga nivån. De strategiska besluten på medellång sikt bidrog under 2010 negativt till fondens avkastning (-0,1 procentenheter). Därtill fattades strategiska beslut om valutaexponering mot euro och japanska yen, dessa beslut bidrog positivt (0,5 procentenheter). Sammantaget bidrog fondens medelfristiga beslut med 0,4 procentenheter till fondens totala avkastning under 2010. (Avkastningen i fondens långsiktiga normalportfölj uppgick under 2010 till 9,7 procent och den strategiska portföljen 10,1 procent.)

Figur 5.8 Fjärde AP-fondens portfölj 2001–2010 (procent respektive mdkr)

Skr. 2010/11:130



¹ Avser 1 juli 2001

² Den faktiska allokeringen den 31 december varje år

KÄLLA: Fjärde AP-fonden; McKinsey-analys

Källa: McKinsey.

Vid utgången av 2010 var Fjärde AP-fondens fondkapital fördelat mellan 60 procent aktier, 34 procent räntebärande värdepapper och 6 procent alternativa tillgångar (inklusive fastigheter). Genom förvärvet av fastighetsbolaget Dombron från Vasakronan har fondens investeringar i fastigheter ökat. Investeringarna i övriga alternativa tillgångar har också ökat under 2010. Ett par större förändringar har genomförts i fondens portfölj sedan starten 2001. Andelen svenska aktier minskade markant 2001 och 2002 (-5 procentenheter) och fonden började 2007 att genomföra investeringar i aktier i tillväxtmarknader, vilka vid utgången av 2010 svarade för 6 procent av fondkapitalet.

5.2.2 Operativ förvaltning

Regeringens bedömning: Var och en av Första–Fjärde AP-fonderna har redovisat positiva resultat av aktiv förvaltning under de två senaste åren. Under den senaste femårsperioden, som ligger till grund för regeringens utvärdering, är emellertid resultaten i tre av fyra fonder fortfarande otillfredsställande. Tredje AP-fonden redovisar ett svagt positivt resultat före kostnader medan Andra och Fjärde AP-fonderna redovisar resultat som inte täcker kostnaderna. Första AP-fonden är ensam om att redovisa ett positivt resultat som med säkerhet överstiger kostnaderna, men resultatet bedöms alljämt inte vara tillräckligt med hänsyn till riskerna i verksamheten och det förvaltade kapitalets storlek.

Under de senare åren har en förskjutning i tyngdpunkt från aktiv förvaltning till strategiska beslut ägt rum, vilket är positivt. Trots fokus på total avkastning bör resultaten av, och riskerna i, fondernas operativa

Regeringens bedömning i föregående års skrivelse: Trots genomgående starka resultat 2009 är resultatet av Första–Fjärde AP-fondernas operativa förvaltning under femårsperioden 2005–2009 mindre tillfredsställande eller otillfredsställande. Första och Tredje AP-fonderna redovisar positiva resultat före kostnader av aktiv förvaltning under perioden, resultaten understiger dock rimliga mål. Andra och Fjärde AP-fondernas genomsnittliga resultat av aktiv förvaltning är negativa före kostnader.

Flera av fonderna har genomfört förändringar av sin aktiva förvaltning under 2009, som det ännu är för tidigt att utvärdera. Samtidigt kan en förskjutning av tyngdpunkten i fondernas förvaltningsmodeller från aktiv förvaltning till strategiska beslut noteras, vilket är positivt.

McKinsey: Första–Fjärde AP-fonderna arbetar i dag på olika sätt med aktiv förvaltning (och har olika definitioner av vad som inkluderas), vilket försvårar jämförelser mellan fonderna. Första AP-fonden rapporterar inte längre resultatet från aktiv förvaltning för hela portföljen och följer internt endast upp resultaten per mandat. Gemensamt för alla fonder är dock att de under 2010 uppnådde ett positivt resultat före kostnader, vilket gav ett positivt bidrag till den totala avkastningen. Under den senaste femårsperioden har Första och Tredje AP-fonderna genererat en positiv ackumulerad aktiv avkastning, medan Andra och Fjärde AP-fonderna har genererat en negativ ackumulerad aktiv avkastning.

Skälen för regeringens bedömning: Var och en av Första–Fjärde AP-fonderna uppnådde 2010 för andra året i rad en positiv aktiv avkastning. Under samma tid har utvecklingen på aktiemarknaderna varit stark.

Under de senaste åren har fonderna genomfört förändringar i sina förvaltningsmodeller och i den aktiva förvaltningen, vilka motiverar fortsatt uppföljning. En förskjutning har skett mot fokus på strategiska beslut, långsiktiga och medelfristiga, och som konstaterades förra året har den aktiva förvaltningen förändrats i riktning mot färre transaktioner (dvs. lägre kostnader), lägre risk och mer långsiktiga innehav.

Resultaten av aktiv förvaltning svarade under 2010 för mellan 4,2 och 6,9 procent av Första–Fjärde AP-fondernas resultat före kostnader. Under den senaste femårsperioden (2006–2010) har resultatet av aktiv förvaltning före kostnader lämnat ett positivt bidrag i två fonder, Första och Tredje AP-fonderna, medan resultatet varit negativt i övriga två fonder. Bedömningen av AP-fondernas operativa resultatet sker i relation till förvaltade kapitalets storlek, dvs. över/underavkastning i förhållande till jämförelseindex. Första AP-fonden uppvisar ett operativt resultat under den senaste femårsperioden på i genomsnitt 0,35 procent per år, bättre än Tredje AP-fondens aktiva avkastning på i genomsnitt 0,17 procent per år. För Andra AP-fonden har den aktiva avkastningen varit nära noll procent per år och i Fjärde AP-fonden i genomsnitt -0,07 procent per år.

Det operativa resultatet i kronor visar på en större skillnad mellan Första och Tredje AP-fonderna. Första AP-fonden har genererat 3,6 miljarder kronor före kostnader under den senaste femårsperioden och Tredje AP-fonden 0,2 miljarder kronor före kostnader under samma period. Första AP-fonden uppvisar således ett operativt resultat som även efter kostnader är positivt, vilket är tveksamt i Tredje AP-fondens fall. (Både Första och Tredje AP-fondernas *totala* förvaltningskostnader uppgick till 1,5 miljarder kronor för perioden 2006–2010.) För Första AP-fonden bedöms fortfarande inte den relativa avkastningen, som tar hänsyn till det förvaltade kapitalets storlek, vara tillräcklig med hänsyn till risken i verksamheten.

Strategi och ambition för aktiv förvaltning behöver också prövas mot de kostnader och risker som är förenade med verksamheten samt insikten om svårigheten att över tid leverera ett positivt resultat. Eftersom aktiv förvaltning syftar till att slå genomsnittet kommer alltid summan av alla avvikelser att vara lika med noll. Empiriskt har det visat sig sällsynt att förvaltare över tid skapar positivt resultat av denna verksamhet. Ett skäl är att marknaden är väl fungerande. Ett annat är att verksamheten är förenad med kostnader som tenderar att ”äta upp” positiva resultat. För långsiktiga kapitalförvaltare torde en insikt vara betydelsen av fokus på strategiska beslut.

En annan förändring är att flera fonder bedriver aktiv förvaltning genom renodlade aktiva mandat som har i uppdrag att skapa en absolut avkastning. Fördelen är just en renodling av verksamheten där den genomsnittliga avkastningen på marknaden (index) erhålls till en låg kostnad och de förvaltare som får i uppdrag att skapa en överavkastning följs upp i absoluta tal. I renodlade aktiva mandat sker förvaltningen genom att ta positioner utan att investera fondkapitalet, dvs. kapitallöst. I en traditionell aktiv förvaltning genom placering av fondkapitalet syns risken i balansräkningen. I de kapitallösa aktiva mandaten uppstår risken utanför balansräkningen, varför det följer ett särskilt ansvar att redovisa omfattningen av, och riskerna i, denna verksamhet. En svårighet med renodlade kapitallösa mandat är möjligheten för en extern part att utvärdera resultatet, eftersom resultatet inte relaterar till över-/underavkastning i förhållande till index och därtill tillhörande riskmått. I syfte att förstå och utvärdera verksamheten, oavsett förvaltningsstrategi, bör resultatet relateras till den totala risken med förvaltningen. Risken kan anges i termer av de faktiska svängningarna i resultatet under året, t.ex. resultatet vid utgången av varje månad eller som standardavvikelse i daglig avkastning.

Första AP-fonden

Första AP-fondens samlade resultat av aktiv förvaltning uppgick under den senaste femårsperioden (2006–2010) till 3,6 miljarder kronor. Mätt som avkastning var resultatet i genomsnitt 0,35 procentenheter per år (tabell 5.4).

Tabell 5.4 Första AP-fondens operativa resultat 2006–2010

	2010	2009	2008	2007	2006	2006–2010
Mdkr	1,4	1,7	-1,6	1,0	1,1	3,6
Procent per år	0,66	0,79	-0,75	0,40	0,60	0,35

Not. Från oktober 2009 ingår resultaten i de olika mandat som förvaltas aktivt. Före dess ingick resultatet för den likvida portföljen i förhållande till index samt allokeringseffekter. Källa: McKinsey.

I samband med att den nuvarande förvaltningsmodellen infördes, som har fokus på strategiska beslut, avskaffade fonden separat mål för aktiv förvaltning. Fonden följer inte heller upp fondens totala avkastning mot en viss portfölj eller jämförelseindex, varför resultatet av aktiv avkastning på det sättet inte redovisas. I stället fastställer fonden mål för varje enskilt mandat som förvaltas aktivt och följer upp resultaten per mandat. I årsredovisning framgår hur många mandat som gett en positiv aktiv avkastning samt det samlade resultatet.

Fondens aktiva förvaltning är, jämfört med tidigare, av mer långsiktig karaktär (dvs. förändringar i positioner görs mer sällan), färre transaktioner genomförs och den förvaltning som sker externt har en lägre risk (indexnära). Första AP-fonden förefaller ha dragit relevanta slutsatser angående aktiv förvaltning inom ramen för sin nya förvaltningsmodell, med fokus på strategiska beslut, dock är det fortfarande för tidigt att utvärdera resultatet. Fokus på strategiska beslut borde emellertid inte hindra en tydlig redovisning av resultaten (såsom resultat i relation till mål och risk) av den aktiva förvaltning som förekommer.

Andra AP-fonden

Andra AP-fondens samlade resultat av aktiv förvaltning uppgick under den senaste femårsperioden (2006–2010) till -1,3 miljarder kronor. Mätt som avkastning var resultatet nära noll procentenheter per år (tabell 5.5).

Tabell 5.5 Andra AP-fondens operativa resultat 2006–2010

	2010	2009	2008	2007	2006	2006–2010
Mdkr	1,5	1,8	-4,1	-0,8	0,4	-1,3
Procent per år	0,84	1,20	-1,80	-0,40	0,20	0,00

Not. I operativt resultat ingår fr.o.m. 2009 inte resultatet av implementeringen av fondens strategiska portfölj. 2010 påverkade detta resultat fondens avkastning med -0,07 procentenheter.

Källa: McKinsey.

Andra AP-fonden har under de två senaste åren uppnått styrelsens mål för aktiv förvaltning (0,5 procentenheter per år), men inte under de två senaste femårsperioderna då resultaten varit negativa. Det förklaras främst av resultatet på -4,1 miljarder kronor 2008. Svenska aktier uppvisade den högsta aktiva avkastningen 2010.

38 procent av fondkapitalet förvaltades aktivt under 2010.

Tredje AP-fonden

Tredje AP-fondens samlade resultat av aktiv förvaltning uppgick under den senaste femårsperioden (2006–2010) till 0,2 miljarder kronor. Mätt som avkastning var resultatet i genomsnitt 0,17 procentenheter per år (tabell 5.6).

Tabell 5.6 Tredje AP-fondens operativa resultat 2006–2010

	2010	2009	2008	2007	2006	2006–2010
Mdkr	0,8	2,9	-2,8	-0,4	-0,2	0,2
Procent per år	0,37	2,20	-1,30	-0,25	-0,15	0,17

Not. Från och med 2010 ändrad definition och beräkning av operativt resultat.

Källa: McKinsey.

Sedan 2008 är Tredje AP-fondens aktiva förvaltning helt separerad i dels ett absolut mål att överträffa index (600 miljoner kronor per år), dels ett relativt mål att fondens passiva, indexnära förvaltning ska ske kostnadseffektivt. Vd har operationaliserat sistnämnda mål med att den indexnära förvaltningen ska överträffa index med 0,05 procentenheter per år.

Den renodlat aktiva förvaltningen sker genom kapitallösa mandat (förvaltningsmandat som baseras på handel med derivatkontrakt eller köp av värdepapper som finansieras genom blankning) och genererade 2010 563 miljoner kronor, dvs. något under målet. Enligt vad som anförts ovan bör resultatet och riskerna presenteras och utvärderas. Den passiva förvaltningen genererade 215 miljoner kronor, vilket överträffade målet som under året motsvarade 100 miljoner kronor.

Eftersom inget kapital allokeras till den renodlade aktiva förvaltningen saknas uppgift om hur stor andel av fondkapitalet som förvaltas aktivt.

Fjärde AP-fonden

Fjärde AP-fondens samlade resultat av aktiv förvaltning uppgick under den senaste femårsperioden (2006–2010) till -0,9 miljarder kronor. Mätt som avkastning var resultatet i genomsnitt -0,07 procentenheter per år (tabell 5.7).

Tabell 5.7 Fjärde AP-fondens operativa resultat 2006–2010

	2010	2009	2008	2007	2006	2006–2010
Mdkr	1,4	1,9	-1,1	-2,3	-0,8	-0,9
Procent per år	0,80	1,40	-0,50	-1,20	-0,50	-0,07

Källa: McKinsey.

Fjärde AP-fonden har under de två senaste åren uppnått styrelsens mål för aktiv förvaltning (vilket har varit att överträffa jämförelseindex med 0,5 procentenheter respektive 0,4 procentenheter under 2010 och 2009), men inte under någon av de senaste femårsperioderna då resultaten varit negativa. En förbättring har dock skett, för femårsperioden 2004–2008 var den genomsnittliga aktiva avkastningen -0,50 procent per år. Det negativa resultatet 2007 förklaras av att fonden stängde ett antal positioner, med förlust, i samband med att fonden inledde sitt

förändringsarbete. Fjärde AP-fonden har genomfört omfattande förändringar och under 2010 skapat en ny strategi och struktur för den globala aktieförvaltningen. Störst bidrag till det operativa resultatet 2010 kom från räntebärande tillgångar och svenska aktier.

Fjärde AP-fonden förvaltade under 2010 61 procent av fondkapitalet aktivt.

5.3 Utvärdering av Sjätte AP-fondens förvaltning

Regeringens bedömning: Sjätte AP-fondens totala avkastning sedan 2003 överstiger fondens mål med knapp marginal. Avkastningen för investeringsverksamheten överstiger fondens mål med något större marginal under samma period främst med stöd av placeringar i mogna bolag och under senare tid även börsnoterade småbolag. Det är dock inte klarlagt om marginalerna kan anses vara tillräckliga. Regeringen har tidigare år understrukit behovet av ett mål som lämpar sig för utvärdering, såväl av externa parter som av fonden själv. Behovet kvarstår, bl.a. med stöd av branschpraxis.

Det finns därutöver frågor om huruvida fondens uppdrag är ändamålsenligt utformat, bl.a. genom att fonden är stängd och inte har några in- och utflöden av kapital. Regeringen anser att Sjätte AP-fonden bör inkluderas i en översyn av AP-fondernas regelverk, inte minst mot bakgrund av att fondens regler i huvudsak har varit oförändrade sedan 1996.

Regeringens bedömning i föregående års skrivelse: Sjätte AP-fondens långsiktiga avkastning når inte upp till styrelsens mål. En förklaring är genomgående svaga resultat från investeringar i tidig fas av bolagens utveckling (expansionsfas), en erfarenhet som Sjätte AP-fonden delar med andra europeiska investerare. Styrelsen har beslutat att se över och begränsa investeringar i detta segment. Beslutet kan ses som en renodling av verksamheten i enlighet med pensionssystemets intresse, vilket är positivt.

Regeringen noterar att styrelsen under 2009 har beslutat att sänka fondens mål och understryker i det sammanhanget behovet av ett mål för Sjätte AP-fonden som också lämpar sig för extern utvärdering.

McKinsey: Fondens totala kapital har sedan starten 1997 vuxit med 9,5 miljarder kronor, vilket motsvarar en avkastning på 4,7 procent per år. Från och med 2003, när huvuddelen av fondkapitalet hade investerats i fondens kärnverksamhet och som motsvarar den period Sjätte AP-fonden använder för utvärdering, har avkastningen varit i genomsnitt 7,0 procent per år. Det överträffar under perioden både fondens mål (6,8 procent per år) och inkomstindex (3,5 procent per år). Sjätte AP-fonden har de senaste tre åren varit fullinvesterad.

Avkastningen inom fondens kärnverksamhet, investeringsverksamheten, uppgår sedan 2003 till i genomsnitt 9,2 procent per år. Det överträffar fondens mål på 8,3 procent per år. Mogna bolag, som vid utgången av 2010 svarade för 64 procent av det investerade fondkapitalet, har i hög grad drivit fondens långsiktiga resultat.

Sjätte AP-fonden har två olika mål. Målet för hela fonden uppgår till en avkastning motsvarande reporäntan plus 4,5 procentenheter. Under perioden 2003–2010 var detta mål 6,8 procent per år. Målet för investeringsverksamheten tas fram med hjälp av fondens riskpremiemodell som beräknar ett avkastningskrav för varje enskild investering, vilka sedan summeras till ett mål för per affärsområde och i sin tur ett mål för hela investeringsverksamheten. Riskpremiemodellen baseras på riskfri ränta (reporäntan plus 0,5 procentenheter) och investeringens branschtillhörighet, belåningsgrad och mognadsfas. För perioden 2003–2010 uppgick målet till 8,3 procent per år. McKinsey menar att det är oklart vad som motiverar skillnaden mellan de två målen när fonden är fullinvesterad. Inom de olika affärsområdena i fonden används olika avkastningsmål. I tre av sju affärsområden används de avkastningsmål som ges av riskpremiemodellen (ett av affärsområdena utnyttjar en högre ränta), medan de andra fyra affärsområdena har högre interna (inofficiella) mål än vad som följer av riskpremiemodellen. Tre av dessa affärsområden hänvisar till den höga risken i investeringarna eller att genomsnittliga avkastningskrav i branschen är högre.

Av fondens sju affärsområden förvaltar AP Direktinvesteringar 39 procent av fondens kapital och AP Fondinvesteringar 38 procent. Inom Direktinvesteringar finns sex innehav i fyra olika branscher, varav Norrporten och Volvo Finans utgör merparten. Dessa två investeringar svarar för ungefär en tredjedel av Sjätte AP-fondens totala portfölj. Inom Fondinvesteringar sker investeringar i fonder och aktier i investmentbolag som investerar i mogna bolag och noterade små- och medelstora företag i Norden.

En fördjupning i årets utvärdering är Sjätte AP-fondens strategi och mål, en analys som baseras på jämförelse med andra riskkapitalinvestorer (*bilaga 8*). Gruppen som Sjätte AP-fonden jämförs med innehåller fyra riskkapitalinvestorer som är kopplade till statliga pensionssystem i andra länder, fyra privata nordiska riskkapitalinvestorer som gör direktinvesteringar (vilka jämförs med Sjätte AP-fondens direktinvesteringar och partnerinvesteringar) samt åtta nordiska aktörer som investerar i andra riskkapitalfonder, där bl.a. Första–Fjärde AP-fonderna ingår, (vilka jämförs med Sjätte AP-fondens fondinvesteringar).

Jämförelsen av Sjätte AP-fondens strategi med övriga investerare visar att Sjätte AP-fonden är mindre än de flesta av jämförda investerare men gör de flesta typer av investeringar (noterat/onoterat, direkt/indirekt och tidig/sen mognadsfas). Övriga aktörers fokus på en eller ett fåtal typer av investeringar motiveras med att investeringarna kräver olika kompetenser och att det finns skalfördelar. Av det skälet bedöms det, för riskkapitalinvestorer av Sjätte AP-fondens storlek, vara svårt att övertyga investerare om att de har ledande kompetens att skapa överavkastning i ett stort antal olika typer av investeringar samtidigt.

Sjätte AP-fonden har den mest geografiskt fokuserade strategin, vilket drivs av fondens uppdrag. Ingen av riskkapitalinvesterarna kopplade till statliga pensionssystem fokuserar på sin hemmamarknad, utan samtliga täcker åtminstone Europa, Nordamerika och Asien. Bland övriga aktörer som investerar i riskkapitalfonder är det bara Sjätte AP-fonden som är begränsad till Norden, övriga åtta har ett globalt fokus och inom

riskkapitalfonder verksamma inom expansionsbolag görs investeringar framför allt i USA till följd av den svaga utvecklingen inom detta segment i Europa. McKinsey noterar att få investerare har lyckats generera tillfredsställande avkastning genom investeringar i europeiska expansionsbolag under de senaste tio åren, då avkastningen i genomsnitt uppgått till 1,6 procent per år. Övriga direktinvesteringar fokuserar på investeringar i Norden och norra Europa med motiveringen att det krävs lokal marknadskännedom, men att Sverige är en för liten marknad. Sjätte AP-fonden investerar i Sverige.

Sjätte AP-fonden är den enda av riskkapitalinvesteringarna kopplade till statliga pensionssystem som har ett uttalat icke-finansiellt mål och som är stängd för in- och utflöden. Det senare innebär att fonden behöver arbeta med likviditetsplanering.

Sjätte AP-fondens mål för fondens totala kapital, vilket över tid varierar med reporäntan, skiljer sig från målen hos övriga aktörer som antingen har ett mål kopplat till aktiemarknadens utveckling genom ett marknadsindex eller ett absolutavkastningsmål. Även målet för fondens investeringsverksamhet skiljer sig från dessa mål i det avseendet att Sjätte AP-fondens mål är en följd av fondens faktiska investeringar, genom att riskpremiemodellen beror av bolagens bransch, mognadsfas och belåningsgrad. Därtill saknar Sjätte AP-fonden, till skillnad från många andra riskkapitalinvesteringar, ett påslag för överavkastning (alfa) i målet.

Det är vanligt förekommande att riskkapitalinvesteringar sätter sitt mål baserat på en fastställd strategi hur fonden ska skapa överavkastning till viss risk. Strategin säger i vilka branscher, länder och i vilken storlek på bolag investeringar ska ske samt vilken överavkastning fonden kräver från sina investeringar och hur den ska uppnås. Därefter fastställs det avkastningsmål som krävs för att uppfylla strategin. För Sjätte AP-fonden förefaller kopplingen mellan fondens investeringsstrategi och fondens avkastningsmål mindre tydlig.

Det är svårt att jämföra fondernas mål vad gäller nivån på grund av olika roller, mål och investeringsstrategier. Under perioden 2003–2010 förefaller Sjätte AP-fondens avkastningsmål ha varit lägre än målen för flera av de andra riskkapitalinvesteringarna, främst i förhållande till riskkapitalinvesteringar kopplade till statliga pensionssystem och direktinvesteringar i riskkapitalbolag. Betydande skillnader förklaras sannolikt av att Sjätte AP-fonden inte har något krav på överavkastning (alfa).

Skälen för regeringens bedömning: Sjätte AP-fonden avviker från andra riskkapitalaktörer på flera sätt. Fondens slut, dvs. det sker inte några in- och utbetalningar från pensionssystemet, varför Sjätte AP-fonden måste förvalta erforderlig likviditetsreserv. Därtill finansierar fonden sina investeringar med eget kapital och utnyttjar inte belåning i den egna balansräkningen. Sjätte AP-fonden är också i huvuddelen av sina investeringar begränsad till den svenska marknaden. Fondens uppdrag har därmed konsekvenser för fondens totala avkastning och dess variation över tid, dvs. risk. I den jämförelse med andra riskkapitalinvesteringar som McKinsey genomfört bekräftas de begränsningar som förutsättningarna medför. Särskilt intressant i detta sammanhang är jämförelsen med andra riskkapitalinvesteringar kopplade till statliga

pensionssystem i andra länder, varav ingen av fonderna är sluten eller har ett indirekt mål liknande Sjätte AP-fondens. Jämförelsen aktualiserar frågan huruvida Sjätte AP-fondens uppdrag hämmar fondens förutsättningar att skapa långsiktigt hög avkastning med tillfredsställande riskspridning. Sjätte AP-fondens regelverk är i stort oförändrat sedan 1996, varför det finns ett naturligt behov att se över regelverket.

Sjätte AP-fonden inledde sin investeringsverksamhet 1997 och sedan 2003 har investeringsverksamheten utgjort en huvudsaklig andel av fondens portfölj. I samband därmed ersatte fondens sitt tidigare mål att överträffa borsindex med ett absolut mål för fonden. Sjätte AP-fonden anser att man arbetat under jämförbara förutsättningar fr.o.m. 2003 men att även den längre perioden sedan fondens start 1997 kan användas som grund för utvärdering av verksamheten.

Sjätte AP-fondens totala avkastning uppgick till i genomsnitt 7,0 procent per år under perioden 2003–2010, vilket betyder att fonden uppnådde styrelsens mål på 6,8 procent per år (tabell 5.8). McKinsey presenterar en jämförelse med noterade aktier i svenska små bolag som under motsvarande period hade en avkastning på i genomsnitt 18,6 procent per år. Fondens avkastningen sedan starten 1997 har i genomsnitt uppgått till 4,7 procent per år, vilket inte når upp till målet för fonden såsom det beräknats i efterhand, men överträffar inkomstindex.

Tabell 5.8 Sjätte AP-fondens totala avkastning (procent per år)

	1997–2010	2003–2010
Sjätte AP-fonden	4,7	7,0
Fondens mål	(7,4)	6,8
Inkomstindex	3,0	3,5
Svenska småbolag (borsindex)	-	18,6

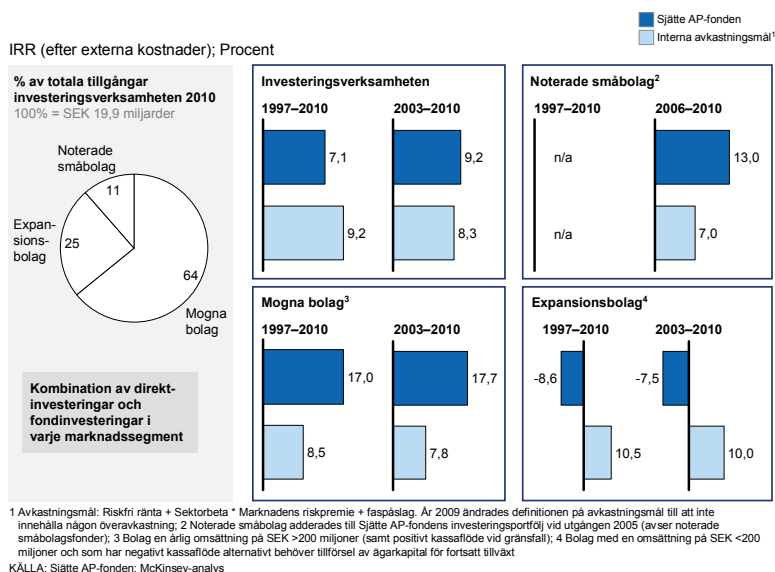
Not. Fondens mål anges enligt den metod, för att fastställa målet, som fonden har tillämpat sedan 2003.

Källa: McKinsey.

Investeringsverksamheten innehåller betydande innehav av onoterade aktier. Enligt branschpraxis beräknas avkastningen för onoterade aktier som en genomsnittlig avkastning sedan tidpunkten för den första investeringen, med hänsyn tagen till vid var tid investerade belopp (faktaruta 5.2). Avkastningen för investeringsverksamheten, beräknad enligt denna metod, uppgick sedan 1997 till 7,1 procent per år efter externa förvaltningsavgifter, vilket överstiger fondens totala avkastning med viss marginal men understiger målet för verksamheten med 2,1 procentenheter per år, som det kan beräknas i efterhand (figur 5.9). För den kortare perioden sedan 2003, däremot, överträffar avkastningen i investeringsverksamheten fondens mål med 0,9 procentenheter per år.

Figur 5.9 Sjätte AP-fondens investeringsverksamhet (procent per år)

Skr. 2010/11:130



Källa: McKinsey.

Som framgår av figur 5.9 skiljer sig resultatet kraftigt åt mellan fondens olika investeringar. Det långsiktiga resultatet förklaras i hög grad av den höga avkastningen i fondens investeringar i mogna bolag som svarar för knappt två tredjedelar av fondens portfölj. Avkastningen i mogna bolag har både under perioden 2003–2010 och från fondens start överträffat målet med betydande marginal. Ungefär en tredjedel av fondens portfölj (29,3 procent vid utgången av 2010) utgörs av investeringarna i fastighetsbolaget Norrporten och Volvofinans Bank. Det är mogna bolag med hög direktavkastning, investeringarna syftar till att balansera risken i Sjätte AP-fondens portfölj samt generera ett stabilt kassaflöde. I slutet av 2005 började Sjätte AP-fonden investera i noterade småbolag (genom noterade småbolagsfonder). Under perioden 2006–2010 har noterade småbolag bidragit positivt genom en avkastning på 13,0 procent per år. Även för detta segment har målet uppnåtts. Resultatet i fondens investeringar i bolag som befinner sig i en expansionsfas (expansionsbolag) har varit det omvända. Både under den längre och den kortare perioden har avkastningen varit negativ (-8,6 respektive -7,5 procent per år). Sjätte AP-fondens styrelse beslutade därför 2009 att verksamheten under därpå följande fem år ska utvärderas. Regeringen konstaterade i fjolårets utvärderingen att beslutet kan ses som en renodling av verksamheten i enlighet med pensionssystemets intresse. Det bör för övrigt noteras att utvecklingen inom detta segment under perioden varit genomgående svag i Europa, till skillnad från en positiv utveckling i USA.

Sjätte AP-fonden har t.o.m. 2010 bedrivit verksamheten inom sju olika affärsområden. (Se avsnitt 4.2 för en närmare beskrivning av fondens verksamhet.) De i särklass största affärsområdena AP Direktinvesteringar och AP Fondinvesteringar har under den senaste femårsperioden 2006–

2010 uppvisat högst genomsnittlig avkastning (11,1 respektive 11,3 procent per år). AP Partnerinvesteringar och AP Life Science, som är de därefter största, har under samma period haft en genomsnittlig avkastning på -5,2 respektive -6,0 procent per år.

Sjätte AP-fondens styrelse har fastställt två olika mål för verksamheten, dels ett mål för hela fonden, dels ett mål för fondens investeringsverksamhet. Olika metoder används för att fastställa målen och kopplingen mellan dessa är oklar, som McKinsey konstaterar, på det sättet att det inte framgår vad som motiverar skillnaden mellan målen när fonden är fullinvesterad.

Vidare noterar McKinsey att Sjätte AP-fondens mål varierar med vilka typer av företag fonden de facto investerat i. Det är omständigheter som skiljer sig från jämförelseobjekten. De direktinvesteringar riskkapitalbolagen har ett absolut avkastningsmål, medan övriga aktörer har mål kopplade till ett marknadsindex, antingen ett globalt aktieindex inklusive påslag eller särskilda index för riskkapitalinvesteringar. Sjätte AP-fondens mål för hela fondkapitalet är lägre än målen inom de utländska riskkapitalinvesteringarna som är kopplade till statliga pensionssystem. Sjätte AP-fonden är dock den enda av fonderna som inte har in- och utflöden och som har en geografisk begränsning.

Under 2009 beslutade Sjätte AP-fondens styrelse att ta bort det överavkastningsmål som tidigare fanns i målet för investeringsverksamheten. Mot den bakgrunden ställde regeringen i föregående års utvärdering frågan om det nya, lägre målet är en lämplig norm för extern utvärdering av fondens resultat. Sjätte AP-fonden motiverar det raderade överavkastningsmålet med att det innebär en förenkling att riskpremiemodellen beräknar ett renodlat avkastningskrav. Ett sådant mål används i den interna verksamheten, medan regeringen i detta sammanhang fäster intresse vid ett mål som kan läggas till grund för utvärdering av fondens samlade resultat. Regeringen kvarstår vid bedömningen att ett sådant mål är önskvärt. Målet utformas lämpligen i enlighet med gängse branschpraxis, med beaktande av Sjätte AP-fondens uppdrag och struktur.

Faktaruta 5.2 Värdering av onoterade aktier

Sjätte AP-fondens redovisning, och regeringens utvärdering av Sjätte AP-fondens onoterade portfölj, baseras på IPEV:s riktlinjer (International Private Equity & Venture Capital Valuation Board). Generellt gäller att värderingen ska avspegla verkligt värde. Det finns olika metoder för att fastställa verkligt värde beroende på vilken information som finns tillgänglig. Om det under det senaste året har genomförts en transaktion med en tredje part avseende aktuellt innehav värderas innehavet med ledning av det priset, justerat för händelser mellan tidpunkten för transaktionen och rapporteringstillfället. Värdering kan också ske baserat på framtida kassaflöde som nuvärdesberäknas med en riskjusterad ränta (Sjätte AP-fonden använder sin riskpremiemodell inklusive ett påslag för att fastställa diskonteringsräntan) eller baserat på en värdering av företagets nettotillgångar. Andra metoder utgår från att använda

värderingsmått baserade på finansiella nyckeltal eller specifika jämförelser inom en viss bransch.

Skr. 2010/11:130

För investeringar i bolag som befinner sig i en tidig fas kan det vara svårt att tillämpa någon enskild värderingsmetod. Värdering sker i så fall till anskaffningskostnad med justering för bolagets utveckling. En nedskrivning ska genomföras i det fall en stadigvarande och väsentlig minskning av värdet på investeringen bedöms ha ägt rum.

Enligt IPEV:s riktlinjer ska avkastning avseende onoterade aktier beräknas med hjälp av en internränta, dvs. en kapitalvägd avkastning, eftersom förvaltaren bestämmer tidpunkten för nya investeringar och deras omfattning (se även faktaruta 5.1).

5.4 Utvärdering av Sjunde AP-fondens förvaltning

5.4.1 Strategiska beslut

Regeringens bedömning: Sedan starten 2000 överträffar Sjunde AP-fondens förvalsalternativ den genomsnittligt valda fonden i premiepensionssystemet (PPM-index), vilket är positivt. Däremot har varken Premiesparfonden eller Premievals-fonden uppnått styrelsens mål för de tre senaste femårsperioderna, vilket inte är tillfredsställande.

Förvaltningen av premiepeningskapital för dem som inte har gjort ett aktivt val medför ett särskilt ansvar, också vad gäller information. Sjunde AP-fonden bör säkerställa för pensionsspararen tydlig information om förvalsalternativets inriktning och risknivå.

Regeringens bedömning i föregående års skrivelse: Premiesparfondens långsiktiga avkastning sedan 2001 är i nivå med den genomsnittligt valda fonden i premiepensionssystemet (PPM-index), medan Premievals-fondens långsiktiga avkastning är sämre. Ingen av fonderna har nått styrelsens mål under någon av de senaste femårsperioderna, varför resultatet bedöms vara mindre tillfredsställande. Det svaga resultatet av Sjunde AP-fondens operativa förvaltning är en bidragande orsak.

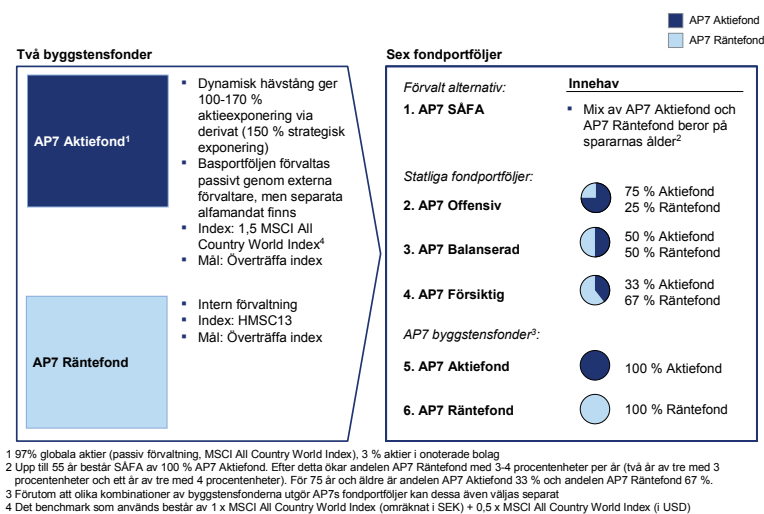
McKinsey: Varken Premiesparfonden eller Premievals-fonden, vilka förvaltades t.o.m. den 20 maj 2010, nådde sina avkastningsmål för de tre senaste femårsperioderna. För hela perioden sedan start överträffade dock Premiesparfonden PPM-index och nådde därmed sitt mål för den perioden.

Inkluderat avkastningen i AP7 Såfa, det nya förvalsalternativet från den 24 maj 2010, har fondens förvalsalternativ sedan 2001 uppnått fondens mål genom att generera en avkastning som överstiger PPM-index (2,0 respektive 1,68 procent per år). AP7 Såfa hade under 2010 (perioden från den 24 maj) en avkastning på 13,3 procent, vilket var 3,2 procentenheter högre än PPM-index. Resultatet förklaras av den höga andelen aktiefond i Såfa, som följer av låg medelålder bland premiepensionsspararna, och den höga aktieexponeringen i aktiefonden.

Inom ramen för AP7 Aktiefond är målet att riskkapitalinvesteringarna ska överträffa ett globalt aktieindex med två procentenheter per år under en tioårsperiod. Målet följdes inte upp för 2010.

Skälen för regeringens bedömning: Sjunde AP-fonden förvaltar fonder i premiepensionssystemet. Mot bakgrund av ändringarna i premiepensionssystemet, och av Sjunde AP-fondens uppdrag, har fonden under 2010 skapat två nya fonder som ersatt Premiesparfonden och Premievals-fonden. De två nya fonderna, AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond, utgör byggstenar för sex olika placeringsalternativ (figur 5.10). Inom förvaltsalternativet AP7 Såfa, som består av cirka 95 procent av aktiefonden och 5 procent av räntefonden, förvaltas 27,0 procent av det totala premiepensionskapitalet för cirka 2,7 miljoner premiepensionssparare.

Figur 5.10 Sjunde AP-fondens nya förvaltningsmodell



KÄLLA: Sjunde AP-fonden

Källa: McKinsey.

Sjunde AP-fondens uppdrag är att uteslutande förvalta premiepensionsmedlen i pensionsspararnas intresse, med målet att uppnå en långsiktig hög avkastning. I och med förändringen i premiepensionssystemet och Sjunde AP-fondens regelverk, som trädde i kraft den 3 maj 2010, har begränsningen att förvaltsalternativet ska förvaltas till låg risk tagits bort. I det nya uppdraget för Sjunde AP-fonden anges att risken i den samlade ålderspensionen bör beaktas i Sjunde AP-fondens val av risknivå i förvaltsalternativet. Fondens styrelse fastställer, som tidigare, närmare mål för fonderna.

För Premiesparfonden har styrelsens mål varit att fonden över rullande femårsperioder ska överträffa genomsnittet av alla fonder som kan väljas aktivt i premiepensionssystemet (PPM-index) och att detta ska ske till lägre risk. Målet för Premievals-fonden har varit att avkastningen ska överträffa PPM-index med 0,35 procentenheter per år.

Sjunde AP-fondens styrelse har fastställt att målet för det nya förvalsalternativet, AP7 Såfa (Statens årskullsförvaltningsalternativ), ska vara att uppnå en avkastning som överträffar genomsnittet av de privata fonderna inom premiepensionssystemet. Enligt information från fonden utvärderas Såfa dels med avseende på utvecklingen det senaste året, dels hela tidsperioden sedan förvaltningen inom förvalsalternativet (Premiesparfonden) startade. För de två byggstensfonderna, AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond, är målet att avkastningen ska överträffa sina respektive jämförelseindex. För aktiefonden finns särskilda mål för aktiv förvaltning i syfte att nå detta mål.

Med hänvisning till att premiepensionen är liten del av den allmänna pensionen, som följer pris- och löneutvecklingen i den svenska ekonomin, anser Sjunde AP-fonden att det är rationellt för yngre premiepensionssparare att ta en hög finansiell risk, i syfte tillvarata förväntade riskpremier över tid, och att sprida riskerna utanför Sverige. Därför investerar AP7 Aktiefond i globala aktier, inklusive 3 procent onoterade aktier, och med en högre aktieexponering genom en hävstång som i normalfallet ligger på 150 procent. Aktiefondens avkastning utvärderas mot detta riktmarke. Aktieexponering tillåts att variera mellan 100 och 170 procent av den underliggande marknaden (dynamisk hävstång). Hävstången implementeras med hjälp av en typ av derivat (total return swaps). Sjunde AP-fondens anpassning av aktieexponeringen i förhållande till riktmärket på 150 procent ingår i fondens operativa förvaltning (se avsnitt 5.4.2).

Under femårsperioden 2006–2010 uppgick avkastningen i Premiesparfonden till i genomsnitt 0,7 procent per år (tabell 5.9), vilket är en tydlig försämring mot den tidigare femårsperioden 2005–2009 då avkastningen i genomsnitt uppgick till 4,5 procent per år. Skillnaden mot PPM-index har dock minskat mellan dessa femårsperioder, från -2,2 procentenheter per år för föregående period (2005–2009) till -0,4 procentenheter per år under den senaste femårsperioden 2006–2010. Trots den förbättringen har Premiesparfonden inte uppnått styrelsens mål – att avkastningen ska överträffa PPM-index – under någon av de tre senaste femårsperioderna.

När det gäller kravet på låg risknivå i det tidigare förvalsalternativet Premiesparfonden hade styrelsen fastställt att risken i fonden skulle vara lägre än genomsnittet för samtliga fonder som kan väljas aktivt i premiepensionssystemet. Risk definierades som volatilitet i avkastningen. Sjunde AP-fonden har tidigare utvärderat målet om risk baserat på det antal år som Premiesparfondens volatilitet understigit genomsnittet i PPM-index. Någon uppföljning av risken i Premiesparfonden under 2010 har inte presenterats.

Tabell 5.9 Sjunde AP-fondens avkastning i förhållande till PPM-index t.o.m. 20 maj 2010 (procent per år)

Skr. 2010/11:130

	Premiesparfonden		Premievalsfonden	
	2006–2010	2001–2010	2006–2010	2001–2010
Fondavkastning	0,7	1,0	0,8	0,5
PPM-index	1,1	0,5	1,1	0,5
Differens	-0,4	0,5	-0,3	0,0

Not. Avkastningen är beräknad efter kostnader enligt "NAV-kursmodellen", vilket innebär att avkastningen har justerats för fondernas bruttoavgift.

Källa: McKinsey.

Avkastningen i Premievalsfonden uppgick under perioden 2006–2010 till i genomsnitt 0,8 procent per år, vilket var 0,3 procentenheter sämre än PPM-index (tabell 5.9). Skillnaden i förhållande till målet att fonden ska överträffa PPM-index med 0,35 procentenheter per år är större (-0,65 procentenheter per år). Fonden har därmed inte nått upp till målet under den senaste femårsperioden, i likhet med de två senaste femårsperioderna. Marginalen mot PPM-index har dock minskat för tredje året i rad. Föregående femårsperiod var skillnaden i genomsnitt -1,6 procentenheter per år.

En förklaring till fondernas svaga resultat i förhållande till PPM-index är resultaten från fondernas operativa förvaltning (se nästa avsnitt).

Det är inte klart vilken period som ska anses vara lämplig vid utvärdering av strategisk måluppfyllelse, bortsett från att den bör vara längre än den femåriga horisont som regeringen tillämpar vid utvärdering av operativ förvaltning. Sjunde AP-fondens styrelse valde att utvärdera Premiesparfonden och Premievalsfonden över en femårig horisont, vilket kan ha fördelen att underlätta kommunikationen med fondens intressenter. Emellertid riskerar perioden att bli alltför kort i förhållande till strategins egentliga syfte, att tillförsäkra andelsägarna en så bra pension som möjligt i förhållande till risken i placeringarna.

För den längre perioden 2001 t.o.m. 20 maj 2010 överträffade den genomsnittliga avkastningen i Premiesparfonden PPM-index med 0,5 procentenheter per år, medan avkastningen i Premievalsfonden var i nivå med PPM-index (tabell 5.9).

AP7 Säfa har sedan den 24 maj 2010 till utgången av året haft en avkastning på 13,3 procent. Övriga privata premiepensionsfonder hade under motsvarande period en avkastning på 10,1 procent. Förvalsalternativet har sedan starten i slutet av 2000 t.o.m. 2010 haft en genomsnittlig avkastning på 1,2 procent per år, vilket kan jämföras med 0,6 procent per år för PPM-index under motsvarande period.

Mot den bakgrund som beskrivits ovan är den hittillsvarande perioden alltför kort för utvärdering av resultatet av Sjunde AP-fondens strategiska beslut avseende de nya fonderna. Sjunde AP-fondens styrelse har valt en tydlig strategi inom ramen för förändringarna i premiepensionssystemet och fondens uppdrag. För förvalsalternativet har kravet på låg risk tagits bort. Styrelsens nya strategi för förvalsalternativet är att intill dess premiepensionsspararen uppnår 55 år, genom betydande grad av belåning, ta hög aktierisk med en global spridning. Med beaktande av de sammantagna riskerna i inkomstpensionssystemet och med beaktande av att premiepensionsspararnas övriga tillgångar i allt väsentligt finns i

Sverige finns det rationella argument för fondens strategi i förhållande till kollektivet av icke-väljare. För den enskilde spararen kan en annan bedömning vara relevant givet dennes finansiella tillgångar och humankapital.

En annan aspekt att beakta i det individuella pensionssparandet är vilken risk den enskilde spararen är beredd att ta. Risknivån i Såfa kan betraktas som hög, vilket t.ex. illustreras av att aktieexponeringen för en premiepensionssparare under 55 år i normalfallet överstiger den i placeringsalternativet AP7 Offensiv. I aktiefonden har dock risken mot den svenska aktiemarknaden minskat betydligt, vilket sänker risknivån och har skapat utrymme att öka risken mot globala aktiemarknader.

McKinsey bedömer att det är viktigt för Sjunde AP-fonden att bl.a. kommunicera effektivt om fondens strategi och värdeutveckling i perioder med sämre utveckling än börsen. Utmaningarna blir att behålla förtroendet i samband med en nedgång på aktiemarknaderna om Såfa och AP7 Aktiefond påverkas i högre grad än genomsnittet av fonder i premiepensionssystemet. För det fall nedgången skulle radera ett tidigare försprång mot genomsnittet av premiepensionsfonderna riskerar utmaningen att bli särskilt stor. Regeringen menar dock att informationsbehovet inte kan isoleras till tidpunkter med påfrestningar av systemet, utan finns oaktat marknadssituation. Mycket talar också för att informationen bör tillhandahållas i förväg, innan sådana påfrestningar gör sig påminda.

Pensionsmyndigheten har ett särskilt ansvar att tillse god information om premiepensionssystemet, inklusive förvalsalternativet. Sjunde AP-fonden bör dock tillse att det finns tillräcklig information tillgänglig om fondens olika placeringsalternativ avseende strategi och risknivå. Som konstaterats ovan ställer den strategi fonden valt, som genom bl.a. hävstången i aktiefonden skiljer sig från en traditionell aktiefond och den tidigare Premiesparfonden, krav på tillräcklig och lättillgänglig information. Målet bör vara att den sparare som söker informationen lätt ska kunna finna den och förstå vad placeringsalternativet innebär i termer av risk och förväntad avkastning.

5.4.2 Operativ förvaltning

Regeringens bedömning: Trots en fortsatt återhämtning under 2010 är både Premiesparfondens och Premievalsfondens aktiva avkastning under femårsperioden 2006–2010 otillfredsställande.

Sjunde AP-fonden har sedan några år renodlat sin aktiva förvaltning men det är ännu för tidigt att utvärdera resultatet.

Verksamheten bedrivs i begränsad omfattning, vilket inte hindrar att den aktiva förvaltningen även fortsättningsvis granskas kritiskt. I likhet med Första–Fjärde AP-fonderna är det viktigt att resultaten och riskerna redovisas tydligt.

Regeringens bedömning i föregående års skrivelse: Trots en återhämtning under 2009 är resultatet av Sjunde AP-fondens operativa förvaltning fortfarande otillfredsställande. Ett förändringsarbete i syfte att

renodla förvaltningen har slutförts under 2009, som det dock är för tidigt att utvärdera.

McKinsey: Både Premiesparfonden och Premievalsfonden har ett negativt resultat för den aktiva förvaltningen under den senaste femårsperioden 2006–2010 (-1,03 respektive -0,60 procentenheter per år).

AP7 Aktiefond har sedan starten den 24 maj till utgången av 2010 haft en avkastning på 14,2 procent och överträffade marginellt sitt jämförelseindex (0,1 procentenheter) medan AP7 Räntefond, med en avkastning på -0,4 procent under motsvarande period, marginellt understeg målet.

Den därtill renodlade aktiva förvaltning i aktiefonden, med ett mål att generera 150 miljoner kronor under 2010, gav ett negativt bidrag på -259 miljoner kronor. För den dynamiska hävstången är målet att generera 500 miljoner kronor per år över fem år. Under den kortare perioden 2010 var resultatet 274 miljoner kronor.

Baserat på sin granskning undrar McKinsey hur fonden säkerställer förutsättningarna att långsiktigt nå målen för den aktiva avkastningen. Sjunde AP-fonden har inte under någon av de senaste två femårsperioderna lyckats skapa positiv aktiv avkastning i någon av sina två gamla fonder Premiesparfonden och Premievalsfonden. Inte heller med den nya förvaltningsmodellen har fonden nått sitt mål för alfärförvaltning under 2010. McKinsey bedömer det som viktigt att förstå hur fonden framåt ska kunna bryta detta mönster.

Skälen för regeringens bedömning: För Premiesparfonden och Premievalsfonden hade Sjunde AP-fondens styrelse fastställt målet att fondernas aktiva avkastning ska bidra till det övergripande målet med 0,5 procentenheter per år. I likhet med tidigare år har fonden inte uppnått detta mål för den senaste femårsperioden, som är den period som ligger till grund för regeringens bedömning (tabell 5.10). Det negativa resultatet är i hög grad drivet av resultatet 2008, med betydande skillnad mellan fonderna 2009.

Tabell 5.10 Sjunde AP-fondens avkastning före kostnader i förhållande till jämförelseindex 2006 t.o.m. 20 maj 2010 (procent per år)

	2010	2009	2008	2007	2006	2006–2010
Premiesparfonden	1,60	0,12	-3,96	-0,23	0,09	-1,03
Premievalsfonden	1,81	6,73	-5,63	0,29	0,16	-0,60

Not. Avser avkastning före kostnader enligt "stängningskursmodellen" (se avsnitt 4.3).

Källa: McKinsey.

Sjunde AP-fondens styrelse har, inom ramen för den nya förvaltningsmodellen, fastställt målet att AP7 Aktiefond respektive AP7 Räntefond ska överträffa sina respektive jämförelseindex. Utöver dessa mål har styrelsen fastställt två mål för aktiv förvaltning i AP7 Aktiefond. Enligt det ena målet ska den aktiva förvaltningen generera ett absolut bidrag till fondens resultat, för 2010 var målet 150 miljoner kronor Enligt det andra målet ska fonden över rullande femårsperioder generera 500 miljoner kronor per år genom att anpassa aktieexponeringen i portföljen till marknadens utveckling (fondens dynamiska hävstång, *se avsnitt 5.4.1*). Denna anpassning sker genom avsteg från riktmärket om en aktieexponering på 150 procent, inom intervallet 100 till 170 procent.

Målet på 500 miljoner kronor motsvarade vid utgången av 2010 0,5 procent av fondkapitalet exklusive investeringar i onoterade tillgångar. Skr. 2010/11:130

Det kan noteras att Sjunde AP-fonden betraktar den dynamiska allokeringen mot aktiemarknaden som aktiv förvaltning, medan motsvarande beslut i Första–Fjärde AP-fonderna i hög grad betraktas som medelfristig allokering som utvärderas inom ramen för de strategiska besluten. I och med ökat intresse för medelfristiga beslut som delegeras till vd är inte skiljelinjen mellan strategiska beslut och aktiv förvaltning lika tydlig som tidigare.

Under 2010 beslutade fonden, inom ramen för sin dynamiska hävstång, om en högre aktieexponering i AP7 Aktiefond än den långsiktigt valda nivån på 150 procent. Vid utgången av året uppgick exponeringen till 160 procent. I och med den positiva utvecklingen på de globala aktiemarknaderna bidrog beslutet positivt till fondens resultat. Målet för fondens dynamiska hävstång gäller dock över en rullande femårsperiod (500 miljoner kronor per år). Under den del av 2010 då hävstången var i bruk uppgick resultatet till 274 miljoner kronor.

Sjunde AP-fondens förvaltningsstrategi är i likhet med tidigare år att förvalta tillgångarna med ett stort inslag av extern och indexnära (passiv) förvaltning. Genom fondens övergång till en renodlad aktiv förvaltning, i vilken positioner tas utan att investera fondkapitalet, kan andelen aktiv förvaltning inte längre beräknas direkt (jfr Tredje AP-fonden). Baserat på information om fondens risktagande i den dynamiska hävstången och den renodlade aktiva förvaltningen motsvarar fondens aktiva förvaltning cirka 25 procent av fondkapitalet.

Sjunde AP-fonden har under senare år övergått till en förvaltningsmodell baserat på en kombination av kostnadseffektiv passiv förvaltning (beta) som följer den genomsnittliga utvecklingen på marknaden med renodlat aktiva mandat som inte får tillgodogöra sig marknadens underliggande utveckling utan måste prestera ett absolut, positivt resultat (alfa). Under 2010 bidrog dessa mandat i förvalsalternativet (Premiesparfonden respektive Såfa/AP7 Aktiefond) med ett resultat på -216 miljoner kronor. För AP7 Aktiefond, där resultatet för perioden från den 24 maj uppgick till -259 miljoner var målet ett resultat på 150 miljoner kronor (dvs. målet missades med drygt 400 miljoner kronor). Sjunde AP-fonden slutförde omläggningen till den aktiva förvaltningen enligt nuvarande modell under 2009, varför det ännu är för tidigt att dra några bestämda slutsatser. Frågan som McKinsey ställer om förutsättningarna för Sjunde AP-fonden att långsiktigt nå målen för den aktiva avkastningen är dock relevant. Den renodling av förvaltningen som Sjunde AP-fonden har genomfört motiveras ofta med att resultaten är lätta att både följa upp och utvärdera och att korrigerande åtgärder lättare kan vidtas. Mot bakgrund av fondens historik anser regeringen att inslaget av aktiv förvaltning även fortsättningsvis bör granskas kritiskt.

En svårighet med renodlade kapitallösa mandat är möjligheten för en extern part att utvärdera resultatet, eftersom resultatet inte relaterar till över-/underavkastning i förhållande till index och därtill tillhörande riskmått. I syfte att förstå och utvärdera verksamheten, oavsett förvaltningsstrategi, bör resultatet relateras till den totala risken med förvaltningen. Risken kan anges i termer av de faktiska svängningarna i

5.5 Övriga förvaltningsfrågor

Regeringens bedömning: Första–Fjärde AP-fonderna har under 2010 fortsatt att utveckla och stärka arbetet med fondernas riktlinjer för miljö och etik. Viktiga steg har tagits när det gäller värdegrund och resurser för att säkerställa kvaliteten i samarbetet inom miljö och etik.

Regeringen lägger stor vikt vid ersättningsfrågor eftersom de har betydelse för allmänhetens förtroende för AP-fonderna och ytterst för pensionssystemet. Mot den bakgrunden har regeringen beslutat om riktlinjer för fondernas styrelser när det gäller anställningsvillkor för ledande befattningshavare. Riktlinjerna omfattar både anställda i fonderna och hur fonderna agerar i rollen som ägare av börsbolag.

Styrelserna ansvarar för fondernas verksamhet. Regeringen konstaterar att det baserat på revisorernas granskning och AP-fondernas årsredovisningar saknas underlag för att granska styrelsernas övergripande bedömning av om ersättningarna till fondens anställda överensstämmer med regeringens riktlinjer, bl.a. att de ska vara rimliga, väl avvägda och präglade av måttfullhet. Regeringen ser allvarligt på att det inte är möjligt att bedöma om ersättningarna uppfyller principerna i riktlinjerna. Ersättningarna förefaller höga i förhållande till andra myndigheter med kapitalförvaltande verksamhet, såsom Riksbanken, Riksgäldskontoret och Kammarkollegiet, men ungefär i nivå med ersättningar i några stora privata pensionsförvaltare. Regeringen förutsätter att fonderna skyndsamt tillgängliggör underlag kring ersättningar till fondens anställda och en bedömning av hur de förhåller sig till principerna i riktlinjerna såvitt avser konkurrenskraft, icke löneledande och måttfullhet. Regeringen avser att noga följa upp frågan.

Regeringen konstaterar också att fonderna, i rollen som ägare av börsbolag, har agerat för ersättningsvillkor som inte är fullt förenliga med regeringens riktlinjer.

Regeringen har tidigare bedömt att AP-fonderna, i första hand Första–Fjärde AP-fonderna, har möjlighet att sänka sina förvaltningskostnader genom administrativt samarbete inom t.ex. IT och administration, i enlighet med det utrymme som lämnas av lag och förarbeten. Som svar på regeringens uttalande har AP-fonderna under 2010 etablerat ett forum för samverkan i syfte att åstadkomma kostnadsbesparingar. Regeringen bedömer att resultatet hittills varit begränsat. Det är otillfredsställande att samarbetet inte har kommit längre och fonderna bör därför fortsätta arbeta aktivt för att genom samarbete sänka förvaltningskostnaderna. Regeringen kommer att noga följa det fortsatta arbetet.

Regeringens bedömning i föregående års skrivelse: Första–Fjärde AP-fonderna bör, såsom konstaterades förra året, vidareutveckla sin värdegrund i arbetet med miljö och etik. Det finns också skäl att upprepa betydelsen av trovärdighet – som är en förutsättning för allmänhetens

förtroende – och de krav på bl.a. öppenhet från fondernas sida som detta medför. Skr. 2010/11:130

Den bolagsstyrning som bedrivs av Första–Fjärde AP-fonderna bedöms fungera väl, jämfört med ett urval av svenska och utländska pensionsbolag och pensionsfonder.

Ersättningar till anställda i AP-fonderna bedöms, med något undantag, vara i linje med regeringens riktlinjer för anställningsvillkor för ledande befattningshavare. Regeringen konstaterar att fonderna, i rollen som ägare av börsbolag, har vidtagit åtgärder med anledning av regeringens riktlinjer men att fonderna har agerat för ersättningsvillkor som inte är i enlighet med dessa riktlinjer.

Första–Fjärde AP-fonderna har inlett ett samarbete för att sänka fondernas administrativa kostnader, i enlighet med det utrymme som lämnas av lag och förarbeten. Resultaten av samarbetet bör redovisas så snart som möjligt.

Ernst & Young: AP-fondernas revisorer har haft Finansdepartementets uppdrag att granska AP-fondernas riktlinjer för ersättningar till ledande befattningshavare, vilket inkluderade en bedömning i relation till regeringens riktlinjer för anställningsvillkor för ledande befattningshavare i AP-fonderna. Revisorerna har granskat fondernas organisation för och dokumentation av ersättningsfrågor, fondernas egna riktlinjer, ersättningar till ledande befattningshavare och andra anställda, styrelsens övergripande bedömning av ersättningsgarnas förenlighet med regeringens riktlinjer, fondernas ägarpolicyer samt lämnade upplysningar i fondernas årsredovisningar.

Revisorerna bedömer att fonderna i allt väsentligt har anpassat sin ersättningspolicy till regeringens riktlinjer. Fondernas avtal med ledande befattningshavare och övriga anställda följer regeringens riktlinjer, med några undantag. Första, Andra och Sjätte AP-fonderna har uppsägningstider för vissa ledande befattningshavare som avviker från riktlinjerna, av skäl som fonderna beskriver i årsredovisning. Revisorerna har granskat styrelsernas rutiner för att bedöma den totala ersättningen till ledande befattningshavare och att den är takbestämd, inte en bedömning av nivån som sådan. Styrelserna process är inte fullständig dokumenterad och det föreligger en osäkerhet hur en sådan dokumentation skulle se ut.

I förhållande till fondernas agerande som ägare noterar revisorerna att riktlinjerna ger fondernas styrelser utrymme att göra egna bedömningar. Av det skälet bedömer revisorerna att fondernas ägarpolicyer inte står i direkt strid med regeringens riktlinjer. Sjunde AP-fonden har inte vidtagit några åtgärder i denna del, med hänvisning till lagens begränsning vad gäller ägarstyrning.

En separat och fullständig beskrivning av fondernas efterlevnad av regeringens riktlinjer finns inte i samtliga årsredovisningar. Första–Fjärde AP-fonderna redovisar ersättning till ledande befattningshavare per chef 1, 2, 3 osv. Sjätte AP-fonden redovisar total ersättning för samtliga ledande befattningshavare, tillsammans med information om antalet. Sjunde AP-fonden redovisar ersättning till ledande befattningshavare per namngiven person.

Fondernas riktlinjer för miljö och etik

I fjolårets skrivelse presenterades ett förslag till metod för återkommande, årlig utvärdering av fondernas arbete med riktlinjer för miljö och etik. Det skedde efter uttalande från finansutskottet, i samband med behandlingen av regeringens skrivelse angående AP-fondernas verksamhet t.o.m. 2008 i vilken regeringen redovisade resultatet av Etik- och miljöutredningens förslag (SOU 2008:107). Finansutskottet menade att regeringen borde undersöka möjligheten att ta fram metoder för en återkommande utvärdering av fondernas arbete med riktlinjer för miljö och etik (bet. 2009/10:FiU6). Förslaget som regeringen presenterade förra året innehåller i huvudsak följande moment:

1. En rättvisande och allsidig utvärdering, t.ex. i form av en offentlig utredning, genomförs när föregående utvärdering har förlorat aktualitet eller relevans.
2. Mellan sådana tillfällen för en genomgripande utvärdering sker en årlig uppföljning av hur fonderna har arbetat med förslag som redan har lagts fram.
3. I förekommande fall uppmärksammas exempel på tillfällen eller händelser som har utgjort risker för allmänhetens förtroende, med utgångspunkt i den utvärdering som föreligger.
4. I tillägg till processen ovan kan avgränsade uppdrag vid lämpliga tillfällen lämnas till den konsultfirma som har uppdrag att lämna underlag till regeringens utvärdering.

I behandlingen av regeringens senaste skrivelse uttalade sig finansutskottet om regeringens förslag. Utskottet menade att regeringens modell för löpande utvärdering verkade vara rimlig och att man i behandlingen av kommande års skrivelser kommer att bedöma hur modellen fungerar i praktiken (bet. 2010/11:FiU6).

Förväntade svårigheter att få till stånd en rättvisande och allsidig utvärdering av AP-fondernas riktlinjer för miljö och etik motiverade att den under 2008 genomförda utvärderingen fick formen av en offentlig utredning. En sådan utredning kan inte upprepas alltför ofta. Detta bör inte heller vara motiverat, under förutsättning att den utvärdering som har genomförts fortsätter att vara relevant. Etik- och miljöutredningens bedömningar är fortfarande aktuella. Det återstår också förslag som ännu inte har genomförts fullt ut. Utvärderingar av denna omfattning bör därför förekomma endast med längre tidsmellanrum. Däremellan är det lämpligt att bevaka fondernas uppföljning av förslag som kan genomföras direkt, inom ramen för gällande regelverk.

Ett tecken på att utredningen inte har förlorat i aktualitet är att fonderna, i likhet med föregående år, arbetar inom de områden där Etik- och miljöutredningen lämnade rekommendationer. Bland utredningens förslag som kan genomföras inom ramen för gällande regelverk ingick följande rekommendationer:

- fondernas arbetssätt, organisation och kommunikation bör utformas med ledning av faktorer som främjar fondernas trovärdighet och – i förlängningen – förtroende,
- utveckla och tydliggör den värdegrund som ska ligga till grund för verksamheten,
- miljö och etik hanteras bäst genom att integreras i den löpande analysen och förvaltningen,
- miljö och etik kan integreras med fondernas ägarpolicyer,
- sådana ägarpolicyer bör övervägas för alla typer av tillgångar, inte enbart börsnoterade aktier,
- extern utvärdering av styrelsernas arbete bör göras regelbundet,
- det bör avsättas tillräckliga resurser för att säkerställa kvaliteten i arbetet med miljö och etik,
- AP-fonderna kan utveckla samarbetet inom miljö och etik,
- principerna för bolagens ersättningsvillkor har viktiga förtroendimensioner och är därför en viktig uppgift för fonderna och
- fondernas arbete med miljö och etik bör utvärderas regelbundet.

Fonderna har genomfört ett antal av utredningens förslag och arbetet fortgår. Det har inte noterats något avtagande intresse för arbetet, även om det har gått ett par år sedan Etik- och miljöutredningen lämnade sitt betänkande. Första–Fjärde AP-fonderna har inom det gemensamma Etikrådet under 2010 anställt en generalsekreterare, vilket är ett svar på utredningens begäran om att tillräckliga resurser ska avsättas för fondernas arbete med riktlinjer för miljö och etik. Att samarbeta inom detta område bör dessutom vara kostnadseffektivt, samtidigt som det inte får avhålla fonderna från att integrera miljö- och etikfrågor i fondernas löpande förvaltning. I sitt arbete har Etikrådet också upphandlat avtal med flera leverantörer och därigenom minskat sårbarheten mot en leverantör i enlighet med utredningens iakttagelse. Utan att åsidosätta kravet på oberoende i affärsbeslut har Första–Fjärde AP-fonderna ökat samarbetet för informationsinhämtning, röstningsplattform och analys vad avser röstning i utländska bolag. I relation till svenska bolag träffar fonderna i större utsträckning dessa gemensamt för dialog kring miljö och etikfrågor.

En utestående fråga har varit fondernas arbete med att utveckla och tydliggöra den värdegrund som ska ligga till grund för fondernas arbete. Finansutskottet har ställt sig bakom regeringens bedömning. Därför har fokus i år riktats mot Första–Fjärde och Sjunde AP-fondernas arbete på detta område. I syfte att följa upp fondernas arbete inom miljö och etik samt frågan om värdegrund hölls i början av 2011 ett seminarium med representanter från AP-fonderna, Etikrådet och professor Hans De Geer från Etik- och miljöutredningen. Fonderna har valt att basera sin värdegrund på de internationella konventioner som Sverige har undertecknat. Baserat på Etik- och miljöutredningens förslag har regeringen menat att fondernas värdegrund kan utvecklas (skr. 2009/10:130, s. 82, skr. 2008/09:130, s. 77f).

Vid seminariet framkom att Etikrådet har bedrivit ett arbete med förslag till värdegrund för fondernas styrelser att ta ställning till. Några av fonderna har hittills beslutat om ägarpolicyer med utvecklad

värdegrund. Etikrådet och fonderna står fast vid internationella konventioner som utgångspunkt i sin värdegrund, därtill med betoning på engagemang, agerande och förändring i syfte att göra skillnad. Skillnad görs enligt fonderna genom att proaktivt verka för en hållbar utveckling på områden som främjar en långsiktigt hög avkastning och genom att engagera sig i bolag där problem identifieras och bedömts påtagliga och väl dokumenterade. Principerna för förändring baseras på samma värdegrund som svenska staten, i vilken demokrati, alla människors lika värde, den enskilda människans frihet och värdighet och en hållbar utveckling är centrala delar. Internationella konventioner utgör en väsentliga instrument för Etikrådet i sitt arbete. Etikrådet arbetar dels reaktivt, att genom dialog skapa positiv förändring i bolag som bryter mot konvention(er), dels proaktivt, att arbeta förebyggande på andra områden. Det senare kan t.ex. vara i syfte att förhindra korrruption eller att öka transparensen från företag vad gäller miljöpåverkan.

En kritik mot internationella konventioner som grund är att det ger ringa vägledning om agerande inom områden där konventioner saknas. Frågan om värdegrund är inte enkel. Syftet är att värdegrunden ska skapa trovärdighet för fondernas arbete som förutsättning för förtroende för verksamheten. Baserat på denna utgångspunkt kan ett par aspekter noteras.

Första–Fjärde AP-fonderna bedriver ett arbete inom etik- och miljöfrågor som sträcker sig längre än enbart efterlevnaden av internationella konventioner i de bolag fonderna är ägare. Fonderna har inom ramen för Etikrådet genomfört ett arbete kring fondernas värdegrund och den värdegrund som etablerats inskränker sig inte till internationella konventioner. Sjunde AP-fonden, som baserat sitt arbete på uteslutning i stället för dialog, har utvecklat sitt arbete genom att komplettera internationella konventioner med frågor kring vad som kan vara deras ”sparares syn”. Det har till exempel lett till att fonden beslutat att utesluta företag som tillverkar kärnvapen från sin portfölj.

Ett annat motiv för en tydlig värdegrund har varit behovet i samband med kommunikation med allmänheten. Regeringen har tidigare belyst kravet på öppenhet från fondernas sida i syfte stärka deras trovärdighet. Här kan noteras att Första–Fjärde och Sjunde AP-fonderna arbetar aktivt med etik- och miljöfrågor i en omfattning som sannolikt inte är känd för allmänheten. Utåtriktad kommunikation, oavsett fondernas vägval, bör därför eftersträvas. Etikrådets årsrapport är ett bra exempel på öppenhet om arbetet. Allmänheten kan förutsättas respektera förhållandena att fonderna har begränsade resurser och, trots sin sammantagna storlek, är en i global mening liten aktör.

Som Etik- och miljöutredningen konstaterade hanteras etik och miljö bäst genom att integreras i den löpande analysen och förvaltningen. Det är möjligen den stora utmaningen och målet, inte bara för AP-fonderna utan även för andra pensionsfonder. När frågorna är en självklar del av förvaltningen har kraven angående värdegrund och resurser automatiskt besvarats. Under 2010 har initiativ tagits som går i den riktningen.

Mot bakgrund av AP-fondernas offentliga uppdrag och roll inom pensionssystemet är det önskvärt att fonderna tillhandahåller rättvisande information om sin verksamhet och sitt resultat. Den externa redovisningen bör stå i rimlig proportion till verksamhetens omfattning.

Redovisningen bör också vara någorlunda lätt att följa och förstå. Det kan konstateras att fondernas årsredovisningar inte alltid innehåller fullständiga upplysningar om resultaten, dess bakomliggande orsaker eller riskerna i verksamheten. Aktuella exempel är de som nämns i tidigare i detta avsnitt om bl.a. fortlöpande utvärdering av fondernas resultat samt riskerna och resultatet i fondernas operativa förvaltning.

Utöver en regelbunden uppföljning av hur fonderna har valt att hantera kommitténs förslag, kan det finnas skäl att – i förekommande fall – uppmärksamma händelser som kan bedömas ha påverkat allmänhetens förtroende, med syfte att om möjligt dra slutsatser för framtiden. Förra året var en sådan iakttagelse fondernas förändrade förvaltningsprocesser med syfte att skapa en bättre beredskap för mer utbredd marknadsoro. Det bakomliggande skälet i detta sammanhang är det faktum att fondernas avkastning i sig är ett viktigt etiskt mål, eftersom det är fondernas ändamål. En växande förståelse noterades hos fonderna för att exponeringen mot aktiemarknaderna kan tillåtas variera över tiden, även om detta är svårt att hantera i praktiken. Utmaningen för AP-fonderna har förstärkts av att pensionssystemets finansiella ställning försvagas av skäl såsom den demografiska utvecklingen och sysselsättningen i samhället. I årets utvärdering kan noteras ytterligare steg från fondernas sida i riktning mot att stabilisera den framtida förväntade avkastningen genom ökat fokus på alternativa tillgångar, som i lägre grad samvarierar med aktier och obligationer.

Regeringen har inte inom ramen för årets uppdrag till konsulter lämnat något avgränsat uppdrag, såsom skedde förra året (McKinsey fick då i uppdrag att granska bolagsstyrningen i Första–Fjärde AP-fonderna).

Regeringens riktlinjer för anställningsvillkor för ledande befattningshavare i AP-fonderna

Mot bakgrund av ersättningsvilkorens stora betydelse för allmänhetens förtroende, vilket också Etik- och miljöutredningen konstaterade, har regeringen beslutat om separata riktlinjer för anställningsvillkor för ledande befattningshavare i AP-fonderna. Riktlinjerna utgör en del av regeringens policy för styrning och utvärdering av AP-fonderna (*bilaga 1*). Riktlinjerna riktar sig till AP-fondernas styrelser som har att inom ramen för de mål för placeringsverksamheten som lagstiftningen anger omsätta riktlinjerna på ett ansvarsfullt sätt. Riktlinjerna har under 2010 varit föremål för konstitutionsutskottet granskning. Utskottet menade att regeringens riktlinjer var godtagbara och granskningen föranledde inte något uttalande.

I enlighet med riktlinjerna har Finansdepartementet gett AP-fondernas revisorer ett särskilt uppdrag att granska fondernas genomförande av regeringens riktlinjer för anställningsvillkor. Av revisorernas granskning, som sammanfattats inledningsvis, framgår att en anpassning till regeringens riktlinjer har skett. Ingen av AP-fonderna utbetalar rörlig ersättning till ledande befattningshavare och två fonder, Första och Sjunde AP-fonderna, utbetalar inte heller rörlig ersättning till övriga anställda. Som framgår i avsnitt 4.1.1 kompenseras övriga anställda i Första AP-fonden, i samband med att rörlig ersättning avskaffades under

2010, med en löneökning på 6,75 procent, vilket motsvarade 50 procent av tidigare maximal rörlig ersättning (två månadslöner) inklusive kostnad för att lönen är pensionsgrundande. Motsvarande uppgifter för andra anställda i AP-fonderna där rörlig ersättning har avskaffats saknas. Tredje AP-fonden har dock angett att någon generell kompensation för försämringar avseende rörlig ersättning inte förekom i samband med förändringarna under 2009.

Inom några områden noterar revisorerna avvikelser. Uppsägningstiden för vissa ledande befattningshavare avviker från rekommendationen från regeringen om att den inte ska överstiga sex månader. I Första AP-fonden förekommer att tidigare ingångna avtal har en uppsägningstid som överstiger sex månader. Styrelsen har beslutat att avtalen inte ska omförhandlas, eftersom det skulle innebära ökade kostnader för fonden utan att några väsentliga förbättringar uppnås. I Andra AP-fonden gäller en uppsägningstid på tolv månader för ledande befattningshavare som anställdes före regeringens riktlinjer beslutades. Avtalen har inte heller här omförhandlats då det skulle medföra en högre kostnad för fonden. I Sjätte AP-fonden uppgår den genomsnittliga uppsägningstiden för ledande befattningshavare, exklusive vd, till tolv månader utan avgångsvederlag. Enligt Sjätte AP-fonden understiger dock kostnaden totalt sett den kostnad som skulle följa med en tillämpning av regeringens princip. Informationen framgår av fondernas årsredovisningar. Regeringens riktlinjer på området syftar till att kontrollera kostnaderna vid uppsägning. Därmed utgår regeringen från att det i förlängningen inte kommer att finnas några avtal med avvikande innehåll.

Det saknas en separat och fullständig beskrivning av fondernas tillämpning av riktlinjerna i fondernas årsredovisning. Fonderna redovisar principer för anställningsvillkor till fondens egna anställda och utbetald ersättning till vd. Redovisningen av beviljade ersättningar till ledande befattningshavare i övrigt är inte fullständig. Fondernas revisorer pekar på att Sjunde AP-fonden redovisar ersättning till ledande befattningshavare, men för helåret 2010 innefattar redovisningen endast vd (vice vd ingår t.o.m. november 2010). Det finns anledning att återkomma till frågan om öppenhet, med syfte att värna förtroendet för fondernas verksamhet, särskilt som uppgifterna i detta fall är offentliga. När det gäller fondernas agerande som ägare saknas i de flesta fall en beskrivning i årsredovisning. Däremot lämnar flera av fonderna (Andra, Tredje och Fjärde AP-fonderna för 2010) separata ägarrapporter.

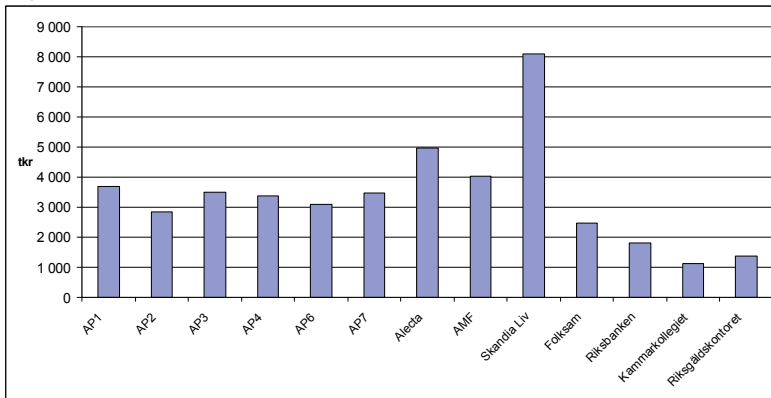
Revisorerna har även granskat att fondernas styrelser har rutiner för att bedöma och försäkra sig om att den totala ersättningen till ledande befattningshavare är i enlighet med principerna i regeringens riktlinjer, dvs. att den är rimlig och väl avvägd, konkurrenskraftig, takbestämd och ändamålsenlig, bidrar till en god etik och organisationskultur samt inte är löneledande i förhållande till jämförbara institut utan präglas av måttfullhet. Revisorerna konstaterar att när det gäller styrelsernas övergripande bedömning av ersättningar till ledande befattningshavare så är processerna inte fullständigt dokumenterade och att det föreligger en osäkerhet kring hur en sådan dokumentation skulle kunna se ut. Revisorerna har granskat att ersättningen är takbestämd men bedömer inte huruvida nivån kan anses uppfylla övriga kriterier. Det är

AP-fondernas styrelser som bär ansvaret för fondernas verksamhet och enligt regeringens mening därför bör kunna presentera en sådan bedömning.

Baserat på revisorernas granskning och fondernas årsredovisningar saknas emellertid underlag för att granska styrelsernas övergripande bedömning av om ersättningarna till fondens anställda överensstämmer med regeringens riktlinjer, bl.a. att de ska vara rimliga, väl avvägda och präglade av måttfullhet, vilket inte behöver betyda att styrelserna saknar underlag för en sådan bedömning. Regeringen ser allvarligt på att det inte är möjligt att bedöma om ersättningarna uppfyller principerna i riktlinjerna och anser att fonderna bör ha en dokumenterad bedömning av hur ersättningen till fondens anställda förhåller sig till principerna i riktlinjerna och att den bör göras tillgäng.

Lön och ersättning (exklusive pension och sociala avgifter) till samtliga AP-fonders verkställande direktörer är väsentligt högre än lön och ersättning till generaldirektör/chef för Sveriges Riksbank, Riksgäldskontoret och Kammarkollegiet (figur 5.11). Jämförelsen med dessa myndigheter sker baserat på att de också har kapitalförvaltande verksamhet. I förhållande till fyra stora privata pensionsförvaltare är den totala ersättningen till vd i AP-fonderna ungefär i nivå med ersättningen till vd i dessa.

Figur 5.11 Total ersättning, exklusive pensionskostnader och sociala avgifter, till vd, gd respektive riksbankschef under 2010 (tkr)



Not. I total ersättning ingår även redovisade förmåner. För Kammarkollegiets generaldirektör ingår dock inte förmån avseende tjänstebil. Ersättning till vd i Sjunde AP-fonden avser perioden fram t.o.m. den 5 oktober 2010. För riksbankschefen redovisas utöver lön och andra ersättningar styrelsearvode på 700 tkr (som inte ingår i diagrammet).

Källa: Årsredovisningar 2010.

Med anledning av regeringens riktlinjer för anställningsvillkor för ledande befattningshavare i AP-fonderna, som i dess nuvarande form beslutades i april 2009, har fonderna reviderat sina riktlinjer för bolagsstyrning, enligt vilka kraven på ersättningsvillkor delvis har stärkts. Första–Fjärde AP-fonderna understryker dock att det är styrelsernas ansvar att föreslå ersättningsvillkor utifrån bolagets specifika förutsättningar. I några uppmärksammade fall har fondernas riktlinjer lett till att AP-fonderna har röstat emot förslag som regeringen uttalat stöd

för vid bolagsstämma. Regeringen konstaterar, i likhet med föregående år, att styrelserna har ansvaret för AP-fondernas agerande, både i rollen som ägare av bolag och för ersättningsvillkor i AP-fonderna. Regeringen kan konstatera att fonderna i rollen som ägare av börsbolag har agerat för andra ersättningsvillkor än de som finns uttalade i regeringens riktlinjer.

I förarbetena till lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder) anges bl.a. att det för buffertfondernas del är angeläget att ägarrollen utövas med särskilt beaktande av den starka statliga prägeln och med hänsyn till fondernas mål att vara till nytta för pensionssystemet. Ägarrollen ska entydigt utövas i syfte att tillvarata möjligheterna till högre avkastning. Buffertfondernas ägande ska inte vara ett närings- eller ekonomiskpolitiskt instrument (prop. 1999/2000:46 s. 84). Fonderna ska dock ta hänsyn till miljö och etik i placeringsverksamheten utan att göra avkall på målet om hög avkastning (samma prop. s. 77). Som framgått ovan under avsnittet om fondernas riktlinjer för miljö och etik har ersättningsfrågor viktiga förtroendimensioner, varför det blir viktigt hur fonderna väljer att arbeta med dessa frågor, också i rollen som ägare av börsbolag.

Besparingar genom samarbete

Regeringen uppmärksammade i utvärderingen för två år sedan att i första hand Första–Fjärde AP-fonderna dittills inte hade utnyttjat de möjligheter till kostnadsbesparingar genom samarbete som lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder) medger. Som framgår av förarbetena till lagen utesluter inte fondernas inbördes oberoende i placeringsverksamheten att de samarbetar inom andra områden, om detta upplevs som kostnadseffektivt (prop. 1999/2000:46 s. 124). Som uttryckliga exempel på områden där samarbete bör vara möjligt anges administrativa tjänster, t.ex. värdepappersadministration, IT, ekonomi- och personaltjänster. Första–Fjärde AP-fonderna gemensamma Etikråd har getts som ett utmärkt exempel på samarbete.

Regeringen angav som sin avsikt att inom ramen för utvärderingen av AP-fondernas förvaltning följa upp vilka initiativ i första hand Första–Fjärde AP-fonderna har tagit för att undersöka möjligheter till ytterligare samarbete i kostnadsbesparande syfte. I fjolårets utvärdering konstaterades att fonderna hade initierat en översyn av utrymmet för samordning. Första–Fjärde AP-fonderna slutförde under 2010 översynen, som skedde med stöd av konsulter, och har presenterat resultatet i sina årsredovisningar (*se avsnitt 4.1*). Där framgår att Första–Fjärde AP-fondernas styrelser har, baserat på översynen, beslutat att etablera ett forum för samverkan, där även Sjätte och Sjunde AP-fonderna ingår. Samverkan innefattar kompetensutbyte, förhandlingar med externa leverantörer och utvecklingsarbete. Fokus är riktat mot depåbank, IT-strategiska frågor, outsourcing, portföljssystem samt systemstöd för onoterade tillgångar och dokumenthantering. I översynen ingick även alternativet att samordna administrationen genom att bilda ett gemensamt servicebolag, vilket fonderna inte såg skäl till med hänvisning till höga kostnader, svårigheter i kontroll och styrning samt risker förenade med detta.

Det är förenat med svårigheter uppskatta kostnadsbesparingen genom ett förstärkt samarbete och informationsutbyte. Enligt en uppskattning i augusti 2010 hade samarbetet lett till en besparing på 12 miljoner kronor årligen och en engångsbesparing på 3 miljoner kronor.

Den uppskattade besparingen är svår att sätta i relation till fondernas förvaltningskostnader som under 2010 uppgick till 1,1 miljarder kronor, eftersom fonderna inte får samarbeta i placeringsverksamheten. I den översyn Första–Fjärde AP-fonderna har genomfört uppskattades de adresserbara administrativa kostnaderna till 205 miljoner kronor. Det är dock oklart om dessa kostnader omfattar samtliga administrativa kostnader där möjlighet till samarbete ges av gällande lagstiftning. Med det sagt kvarstår ändå faktum att besparingen är relativt liten.

I McKinseys jämförelse av Första–Fjärde AP-fonderna med ett urval utländska pensionsfonder ingår uppgift om pensionsfondernas förvaltningskostnader. Dessa uppgifter ger dock ringa bidrag till analysen av AP-fondernas möjligheter till kostnadsbesparingar genom samordning. Som konstateras i avsnitt 5.2.1 är en jämförelse av kostnader också svår på grund av, t.ex. olika investeringsstrategier, redovisningsregler och klassificering av kostnader.

Första–Fjärde AP-fondernas översyn leder till ett par slutsatser. Den första att det har funnits outnyttjade möjligheter till besparing mellan AP-fonderna och att samarbetet mellan fonderna kan reducera fondernas förvaltningskostnader, till nytta för pensionssystemet. I detta avseende får översynen snarast betecknas som ett startskott för utökat samarbete. Den andra slutsatsen är de betydande utmaningar som finns att inom ramen för nuvarande regelverk åstadkomma mer genomgripande förändringar. Första–Fjärde AP-fondernas totala förvaltningskostnader uppgick under 2010 till 1 130 miljoner kronor. Det kan därför finnas anledning att återkomma till förutsättningarna för en kostnadseffektiv förvaltning av buffertkapitalet.

Ett gemensamt arbete mellan AP-fonderna för att sänka kostnaderna utsluter inte fortsatt effektivisering av fondernas interna verksamhet.

Bakgrund

En policy för styrning och utvärdering av AP-fonderna motiveras av styrelsernas oberoende och behovet att tydliggöra grunderna för regeringens årliga utvärderingar som ska balansera detta oberoende.

AP-fonderna styrs av lag och är statliga myndigheter. Regeringen utövar inflytande genom att:

- utse styrelser, inklusive ordförande och vice ordförande,
- utse revisorer,
- fastställa fondernas resultat- och balansräkningar, och
- årligen utvärdera förvaltningen av fondmedlen i efterhand.

Enligt lag och förarbeten ska ledamöter i fondernas styrelser utses på grundval av sin kompetens att främja fondförvaltningen. Fyra ledamöter i var och en av Första–Fjärde AP-fondernas styrelser utses på förslag av arbetsmarknadens organisationer.

Av rätten att utse revisorer och fastställa fondernas resultat- och balansräkningar följer en uttrycklig möjlighet för regeringen att ta ställning till, och bedöma, fondernas räkenskaper. I detta sammanhang är revisorernas granskning särskilt viktig. Enligt rådande praxis lämnar AP-fondernas revisorer en skriftlig och muntlig rapport till Finansdepartementet efter varje bokslut. Detta bör gälla även fortsättningsvis.

Regeringens utvärdering av fondernas verksamhet motiveras av statens ansvar för det allmänna pensionssystemet och behovet att balansera fondernas oberoende. Fonderna har bl.a. stor frihet att välja inriktning och risknivå. Av det följer en rätt och ett åliggande för regeringen att avge en opartisk bedömning av fondernas förvaltningsresultat. Regeringen har även getts utrymme att förtydliga sin syn på pensionssystemets åtagandesida och uppdraget i övrigt (prop. 1999/2000:46 s. 111 ff.).

En policy för styrning och utvärdering av AP-fonderna kan uppfattas som ett sådant förtydligande. En omsorgsfullt formulerad och väl kommunicerad policy ökar tydligheten när det gäller utnyttjandet av de styrinstrument som regeringen har till sitt förfogande och främjar konsistens över tiden. Ökad tydlighet och konsistens över tiden bidrar till att förbättra styrningens effektivitet. En policy har även fördelen att vara oavbrutet aktuell, till skillnad från de årliga utvärderingarna som efter offentliggörandet riskerar att förlora aktualitet i viss mån och därmed relevans.

En policy för styrning och utvärdering av AP-fonderna bör givetvis ta sin utgångspunkt i fondernas uppdrag som det har formulerats i lag och förarbeten och samtidigt beakta behovet av konsistens i regeringens samlade styrning av myndigheter, statligt ägda bolag och affärsverk. Det kan därför vara lämpligt att hämta inspiration och viss vägledning från gällande riktlinjer beträffande styrning av statliga bolag och i det sammanhanget även beakta principer och riktlinjer som antagits av

OECD, utan att dessa för den skull ska anses gälla AP-fonderna i sin helhet.

OECD:s riktlinjer för styrning av statsägda företag klargör att dessa är primärt inriktade mot statsägda företag som har en separat juridisk form, skild från staten själv, och som bedriver kommersiell verksamhet, vilket i sin tur definieras som att verksamheten till huvudsaklig del finansieras genom försäljning eller avgifter, oavsett om verksamheten i övrigt tillgodoser ett allmänt intresse eller inte. Riktlinjerna kan också vara användbara för icke-kommersiella statsägda "företag" som uteslutande tillgodoser allmänna syften, oavsett om detta sker i bolagsform eller inte (*OECD Guidelines on corporate governance of state-owned enterprises*, OECD 2005, s. 10 f.). Mot bakgrund av att styrningen inte kan vara direkt rekommenderar riktlinjerna bl.a. att staten, som informerad och aktiv ägare, fastställer en tydlig ägarpolicy som tillförsäkrar att styrningen är transparent och säkerställer ansvarsskyldighet (accountable).

AP-fondernas styrelser åtnjuter operationell autonomi genom att ensamma bära ansvaret för fondernas förvaltning. Styrelserna företräder respektive fond också inför domstol. Styrelserna svarar själva för fondernas finansiering med de medel som fonderna förvaltar, vilket liknar den typ av avgiftsfinansiering som bedrivs av exempelvis försäkringsbolag. I dessa avseenden motsvarar AP-fonderna kriterier för statsägda "företag". De avgifter som finansierar fondernas verksamhet hämtas dock ur ett fondkapital som tillhör pensionssystemet och som tilldelas AP-fonderna genom lag. Fondkapitalet har därför inte anskaffats under konkurrens på en öppen marknad. Det innebär att avgiftsfinansieringen inte är en del av fondernas affärsverksamhet. Fonderna finansieras med offentliga medel, även om beslutanderätten har delegerats till fondernas styrelser. Däremot bedriver fonderna renodlad affärsverksamhet när det gäller placeringsverksamheten.

AP-fonderna har definierats som statliga myndigheter, vilket har implikationer bl.a. genom att regler om offentlig arbetsrätt och offentlig upphandling blir tillämpliga (prop. 1999/2000:46 s. 133 ff.). Enligt regelverket styrs AP-fonderna inte genom instruktioner, regleringsbrev och regeringsuppdrag.

Styrelsernas roll

Styrelsernas primära ansvar avser det förvaltade kapitalet. Fördelningen av roller och ansvar mellan styrelse och verkställande ledning ska vara tydlig och ansluta till god praxis på området.

Enligt aktiebolagslagen och god styrelsesed ska en styrelse styra och kontrollera bolaget i alla aktieägares intresse. Uppdraget utgår från bolagets bästa. God praxis på området sammanfattas i bl.a. OECD:s principer och Svensk kod för bolagsstyrning.

Eftersom fonderna är statliga myndigheter och inte aktiebolag, kan det behöva klargöras vad som mer precist är föremålet för styrelsernas uppdrag. Eftersom AP-fondernas uppdrag enligt lag och förarbeten utgår från pensionssystemets intresse, bör styrelsernas uppdrag definieras med

samma utgångspunkt. Av det följer att verksamhetens ändamål är det kapital som styrelsen har fått i uppdrag att förvalta. Fondkapitalet ska förvaltas till största möjliga nytta för pensionssystemet. Regelverket innehåller inga föreskrifter om hur förvaltningen ska organiseras, med undantag för regeln att minst tio procent ska förvaltas externt. Enligt lagens förarbeten har denna regel införts för att understryka vikten av en kostnadseffektiv förvaltning (prop. 1999/2000:46 s. 112).

OECD:s riktlinjer för styrning av pensionsfonder riktar sig till privata tjänstepensionsfonder och är därför inte tillämpliga för AP-fonderna i alla avseenden. Det finns dock skäl att uppmärksamma den övergripande principen beträffande ramverket för styrning av pensionsfonder (governance structure) som ska tillförsäkra en tydlig identifiering och fördelning av ansvar och roller när det gäller översyn och uppföljning å ena sidan och operativt ansvar å andra sidan (*OECD Guidelines for pension fund governance*, OECD 2009). Det är lämpligt att denna fördelning av roller och ansvar i AP-fondernas fall ansluter till svensk praxis, exempelvis som denna kommer till uttryck i Svensk kod för bolagsstyrning. Det är därför styrelsernas ansvar att bl.a. besluta om mål och strategi samt att fortlöpande utvärdera fondens operativa ledning och vid behov tillsätta eller entlediga verkställande direktör, medan den verkställande direktören rapporterar till styrelsen och ansvarar för fondens löpande förvaltning. Det är av avgörande betydelse att styrelserna identifierar och upprätthåller en tydlig fördelning av styrande och operativa roller, eftersom de ensamma har ansvaret för fondernas löpande förvaltning.

Tillsättning av styrelser

Regeringen ska i sin utnämningsspolitik tillse att styrelserna är kvalificerade för sin uppgift och allsidigt sammansatta. Nya ledamöter ska introduceras av huvudmannen, utöver den introduktion som sker genom fondernas försorg. Härutöver ska kommunikationen mellan huvudmannen och styrelsens ledamöter ha adekvat omfattning, exempelvis genom styrelseseminarier eller liknande arrangemang. En begränsning vid cirka åtta år införs för uppdrag som ledamot i AP-fondernas styrelser.

Ledamöterna i AP-fondernas styrelser tillgodoser höga krav på kompetens, erfarenhet och integritet och måste göra detta mot bakgrund av styrelsernas ansvar och uppdragets betydelse i samhället. Ledamöterna ska enligt lag utses på grundval av sin förmåga att främja fondförvaltningen, vilket inte bör tolkas alltför snävt. Det är angeläget att styrelserna är allsidigt sammansatta bl.a. avseende bakgrund och erfarenhet. Könstilldelningen ska vara så jämn som möjligt.

Det har blivit praxis att utse ledamöter för ett år i taget, vilket även överensstämmer med praxis i andra sammanhang. Det är t.ex. vanligt att ledamöter i bolagsstyrelser utses för ett år i taget. Skäl saknas att frånga denna ordning beträffande AP-fonderna, även om lagen innehåller en möjlighet att förordna ledamöter i AP-fondernas styrelser för perioder

upp till tre år i taget. Däremot bör någon typ av begränsning definieras för uppdragets sammanlagda längd.

Svensk kod för bolagsstyrning har en allmän begränsning vid att hälften av stämموvalda styrelseledamöter ska vara oberoende i förhållande till bolaget och bolagsledningen och att frågan ska avgöras efter en samlad bedömning. För statliga myndigheter gäller i regel en gräns vid nio år, vilket är något längre än den praxis som utvecklats inom statligt ägda bolag. Styrelsernas roll som ensamma ansvariga för verksamheten, i kombination med kravet att AP-fonderna ska uppbära allmänhetens förtroende, motiverar att höga krav ställs på ledamöternas oberoende i detta fall. Kravet på oberoende gäller hela styrelsen, inte endast en andel av styrelsen, och begränsningen bör vara någorlunda tydlig för att underlätta praktisk tillämpning. En begränsning vid cirka åtta år ligger väl inom ramarna för vad som i andra sammanhang har ansetts rimligt för att upprätthålla ledamöternas oberoende och bidrar dessutom till att skapa rimliga förväntningar angående uppdragets slutliga varaktighet.

Den utbildning av styrelseledamöter i statliga myndigheter som finns att tillgå har hittills inte anpassats till de särskilda behov som gäller för AP-fondernas ledamöter. Det har fått den olyckliga konsekvensen att sådan introduktion och utbildning från huvudmannens sida hittills helt har saknats. Det är dock möjligt att efter viss anpassning åstadkomma en lämplig introduktion av nya ledamöter i AP-fondernas styrelser från huvudmannens sida. Det är därutöver angeläget att nya ledamöter får en introduktion av fonderna, mot bakgrund av den specifika och ofta komplexa verksamhet som bedrivs där.

Kommunikationen mellan huvudmannen och styrelsernas ordförande och övriga ledamöter bör ha tillräcklig omfattning. Regeringens årliga utvärdering innehåller mycket information vid ett och samma tillfälle. Denna form för styrning kan troligen effektiviseras genom tillräckliga kontakter mellan företrädare för huvudmannen och fondernas styrelser. Återkommande möten med fondernas ordförande är en form för information och meningsutbyte. Därutöver ska kommunikation upprätthållas med styrelsernas ledamöter genom styrelseseminarier eller liknande arrangemang.

Ersättningen till styrelsens ledamöter ska avspegla behovet att attrahera och behålla kvalificerade ledamöter mot bakgrund av uppdragets natur och ledamöternas ansvar och med beaktande av den ersättning som staten betalar för motsvarande typ av insatser i andra sammanhang.

Regeringens utvärdering

AP-fondernas mål har uttryckts i allmänna termer, vilket erbjuder särskilda utmaningar. Risker att regeringens utvärdering ska baseras på skiftande utgångspunkter och av denna anledning brista i konsistens över tiden, är ett av motiven för en tydlig policy i dessa frågor. Det är lämpligt att fondernas resultat bedöms i ett långsiktigt perspektiv. Detta minskar uppmärksamheten på fondernas kortsiktiga utveckling och kan förväntas bidra till ökad självständighet i förvaltningsfrågor. Det är även önskvärt att styrelsernas strategiska beslut uppmärksammas och

utvärderas i tillräcklig omfattning, eftersom dessa beslut erfarenhetsmässigt har stor betydelse för fondernas långsiktiga avkastning.

Styrelsernas frihet att själva besluta om finansiering motiverar att fondernas medelsanvändning är en naturlig del av regeringens granskning. Fondernas förvaltningskostnader ska hållas under fortsatt uppsikt. Vid behov kommer ytterligare åtgärder för att förbättra AP-fondernas kostnadseffektivitet att föreslås.

Regeringens årliga utvärdering har motiverats av behovet att balansera styrelsernas långtgående frihet att själva utforma mål och riktlinjer. Av lagens förarbeten framgår bl.a. att utvärderingen ska avse hur väl de övergripande målen operationaliserats i mer konkreta förvaltningsmål. Regeringen kan vid behov förtydliga sin syn på pensionssystemets åtagandesida och förvaltningsuppdraget i övrigt. Utvärderingen ska även ta fasta på i vilken grad de uppsatta målen har uppnåtts. Regeringens utvärdering kan dessutom omfatta fondernas ägarinflytande i portföljbolagen och en bedömning av fondernas oberoende sinsemellan, med särskilt avseende på placeringsstrategierna, samt fondernas gemensamma redovisningsprinciper (prop. 1999/2000:46 s. 113 f.).

AP-fondernas uppdrag har formulerats i allmänna termer. Av det följer med automatik en svårighet att bedöma vad som utmärker en god målpuppfyllelse. Det faktum att fyra sinsemellan oberoende fonder har försetts med ett identiskt mål, som i sin tur innehåller ett utrymme för tolkning, medför en förhöjd risk för att fonderna (medvetet eller omedvetet) ska ta intryck av varandras beslut. Strategier som är avvikande i förhållande till andra AP-fonder kan upplevas som en risk på fondnivå men är knappast att betrakta som en risk ur pensionssystemets perspektiv. Därför bör regeringens utvärdering uppmärksamma frågor som har samband med fondernas inbördes oberoende. Enligt lagens förarbeten är det viktigt att stor försiktighet iaktas så att inte fördelarna med uppdelningen av organisationen på fyra parallella förvaltningsorganisationer försvinner genom en alltför stor likriktning av tillgångsförvaltningen (prop. 1999/2000:46 s. 123).

Avkastning och risk kan inte vägas mot varandra på objektiva grunder utan förutsätter ett subjekt som gör avvägningen för egen del. Eftersom regeringens utvärdering bl.a. ska granska hur väl styrelserna har operationaliserat de övergripande målen får i slutändan regeringens värdering av avkastning och risk stor betydelse. En god styrning av AP-fonderna förutsätter att regeringens utvärdering så långt som möjligt utmärks av konsistens över tiden. Värderingen av avkastning och risk bör inte variera alltför mycket mellan olika år. Av den anledningen bör utvärderingen primärt avse ett långsiktigt perspektiv. En sådan inriktning av utvärderingen minskar uppmärksamheten på fondernas kortsiktiga utveckling och kan förväntas bidra till att fonderna ska uppvisa ökad självständighet i förvaltningsfrågor. Ett långsiktigt perspektiv för utvärdering överensstämmer även med fondernas uppdrag.

Vid utvärdering av fondernas operativa förvaltning kan den utvärderingshorisont på fem år som tidigare använts bedömas vara en lämplig avvägning mellan önskvärdheten av långsiktighet och behovet av effektiv styrning. Vid utvärdering av styrelsernas strategiska beslut bör den granskade perioden vara längre.

Utvärderingen bör i tillräckligt stor utsträckning inriktas mot styrelsernas strategiska beslut som erfarenhetsmässigt har avgörande betydelse för den avkastning som därefter realiserar. Behovet av en lång horisont för utvärdering motiveras ytterst av fondernas långsiktiga uppdrag. Utvärderingen måste trots det avse en jämförelsevis begränsad period eftersom det annars kan vara alltför sent att dra slutsatser och att vidta sådana åtgärder som utvärderingen kan komma att motivera. Det faktum att styrelseledamöternas uppdrag är begränsat i tiden talar också för en jämförelsevis begränsad period för utvärdering. Utvärderingen av styrelsernas strategiska beslut kan dock inte upphöra att ta hänsyn till AP-fondernas uppdrag, som det framgår av lag och förarbeten.

Eftersom regeringens utvärdering ska balansera fondernas långtgående självständighet måste även finansieringen, och den resulterande medelsanvändningen, granskas. Styrelserna har inte endast stor frihet att välja inriktning och risknivå, utan även stor frihet att på egen hand besluta om verksamhetens finansiering. Det bör uppmärksammas att fonderna inte är konkurrensutsatta i denna del, vilket ställer särskilda krav på uppföljning och utvärdering. Normalt baseras regeringens utvärdering på de av styrelserna uppsatta målen. Regeringen har emellertid förbehållit sig rätten att göra en utvärdering mot riktmärken som regeringen själv valt om de riktmärken fonderna fastställt för sin portföljförvaltning bedöms vara uppenbart olämpliga (prop. 1999/2000:46 s. 114). I samband med utvärdering av kostnader är det angeläget att det även sker en prövning av fondernas val av förvaltningsmodeller. En sådan prövning innefattar såväl kostnader som förväntade resultat där förväntade resultat ska vara rimligt kvalitetssäkrade.

När det gäller AP-fondernas redovisningsprinciper bör dessa överensstämja med god praxis och möjliggöra rättvisande bedömningar. Det är angeläget att avkastningen redovisas på ett jämförbart sätt. I kommunikationen med allmänheten bör avkastningen redovisas efter kostnader, dvs. med korrigering för både interna kostnader och externa provisionskostnader. Naturligtvis bör fondernas interna och externa kostnader själva ingå i den externa rapporteringen, med bevarad jämförbarhet bakåt i tiden.

En utvärdering av fondernas verksamhet enligt ovan, i kombination med en fortgående dialog, har förutsättningar att bidra till fondernas utvecklingsarbete och till en god måluppfyllelse, vilket kan antas vara till långsiktig nytta för pensionssystemet. Även denna policy kan komma att utvecklas och förbättras i dialog med fondernas styrelser.

Riktlinjer för anställningsvillkor för ledande befattningshavare i AP-fonderna

Inledning

AP-fondernas tillgångar utgör statliga medel som i lag har avsatts till sådan särskild förvaltning som anges i 9 kap. 8 § regeringsformen. AP-fondernas styrelser, som utses av regeringen, ansvarar för AP-fondernas förvaltning. Rollen som förvaltare av statliga pensionsmedel medför krav på att AP-fonderna uppbär allmänhetens förtroende. Regeringen har sedan 2001 uttalat att regeringens riktlinjer för incitamentsprogram i statliga bolag även bör vara vägledande för AP-fonderna (skr. 2000/01:131 s. 48). Mot bakgrund av ersättningsvilkorens stora betydelse för allmänhetens förtroende anser regeringen att särskilda riktlinjer bör gälla för AP-fondernas styrelsearbete i frågor som rör anställnings- och ersättningsvillkor.

Det är viktigt att styrelserna behandlar frågor om ersättning till de ledande befattningshavarna på ett medvetet, ansvarsfullt och transparent sätt och att styrelserna försäkras sig om att den *totala ersättningen* är rimlig, präglad av måttfullhet och väl avvägd, samt bidrar till en god etik och organisationskultur.

Regeringen kommer att följa upp och utvärdera efterlevnaden av dessa riktlinjer. Utvärderingen avser att behandla hur AP-fonderna har tillämpat riktlinjerna och levt upp till riktlinjernas ersättningsprinciper. Utvärderingen kommer att redovisas i regeringens årliga skrivelse till riksdagen med redogörelse för AP-fondernas verksamhet.

Tillämpningsområde

Dessa riktlinjer kompletterar regeringens riktlinjer för anställningsvillkor för ledande befattningshavare i företag med statligt ägande. Genom riktlinjer som riktar sig direkt till AP-fonderna bortfaller, för AP-fondernas del, behovet att hänvisa till regeringens riktlinjer för anställningsvillkor för ledande befattningshavare i företag med statligt ägande. Styrelsen ansvarar för att tidigare ingångna avtal med ledande befattningshavare innefattande villkor om rörlig lön omförhandlas så att de överensstämmer med dessa riktlinjer. Andra ingångna avtal som strider mot dessa riktlinjer bör omförhandlas.

Riktlinjerna utgör en del av regeringens policy för styrning och utvärdering av AP-fonderna. I företag där AP-fonderna direkt eller genom ett företag är delägare bör AP-fonderna respektive företaget i dialog med övriga ägare verka för att riktlinjerna tillämpas så långt som möjligt.

Styrelserna i AP-fonderna ska besluta om riktlinjer för ersättning till ledande befattningshavare. Riktlinjerna ska vara förenliga med regeringens riktlinjer.

Av styrelsens riktlinjer ska bland annat framgå

- hur styrelsen säkerställer att ersättningarna följer dessa riktlinjer,
- att det ska finnas skriftligt underlag som utvisar AP-fondens kostnad innan beslut om enskild ersättning beslutas.

Det är *hela styrelsens* ansvar att fastställa ersättning till den verkställande direktören. Styrelsen ska även säkerställa att såväl den verkställande direktörens som övriga ledande befattningshavares ersättningar ryms inom styrelsens riktlinjer.

Styrelsen ska säkerställa att den verkställande direktören tillser att AP-fondens ersättningar till övriga anställda bygger på ersättningsprinciperna enligt nedan.

Ersättningsprinciper

Den totala ersättningen till ledande befattningshavare ska vara rimlig och väl avvägd. Den ska även vara konkurrenskraftig, takbestämd, och ändamålsenlig, samt bidra till en god etik och organisationskultur. Ersättningen ska inte vara löneledande i förhållande till jämförbara institut utan präglas av måttfullhet. Rörlig lön ska inte ges till ledande befattningshavare. Med beaktande av övriga principer i dessa riktlinjer är det möjligt att ge rörlig lön till övriga anställda. Det ställs dock särskilda krav i dessa fall med hänsyn till AP-fondernas roll som förvaltare av statliga pensionsmedel. Som ytterligare förutsättningar för rörlig lön gäller därför att den är begränsad till ett belopp som maximalt motsvarar två månadslöner, att den totala ersättningen alltid ligger inom ramen för styrelsens riktlinjer samt att det finns en objektiv grund för utbetalning av rörlig lön som har kommunicerats tydligt.

Pensionsförmåner ska vara avgiftsbestämda, såvida de inte följer tillämplig kollektiv pensionsplan, och avgiften bör inte överstiga 30 procent av den fasta lönen. I de fall AP-fonden avtalar om en förmånsbestämd pensionsförmån, ska den således följa tillämplig kollektiv pensionsplan. Eventuella utökningar av den kollektiva pensionsplanen på lönedelar överstigande de inkomstnivåer som täcks av planen ska vara avgiftsbestämda. AP-fondens kostnad för pension ska bäras under den anställdes aktiva tid. Inga pensionspremier för ytterligare pensionskostnader ska betalas av AP-fonden efter att den anställda har gått i pension. Pensionsåldern ska inte understiga 62 år och bör vara lägst 65 år.

Vid uppsägning från AP-fondens sida ska uppsägningstiden inte överstiga sex månader. Vid uppsägning från AP-fondens sida kan även avgångsvederlag utgå motsvarande högst arton månadslöner. Avgångsvederlaget ska utbetalas månadsvis och utgöras av enbart den fasta månadslönen utan tillägg för förmåner. Vid ny anställning eller vid erhållande av inkomst från näringsverksamhet ska ersättningen från den uppsägande AP-fonden reduceras med ett belopp som motsvarar den nya inkomsten under den tid då uppsägningsslön och avgångsvederlag utgår.

Vid uppsägning från den anställdes sida ska inget avgångsvederlag utgå. Avgångsvederlag utbetalas aldrig längre än till 65 års ålder.

Skr. 2010/11:130
Bilaga 1

Redovisning

AP-fonderna ska redovisa ersättningar till de ledande befattningshavarna på motsvarande sätt som noterade företag. Det innebär att AP-fonderna ska iakttä de särskilda regler om redovisning av ersättningar till de ledande befattningshavarna som gäller för noterade företag och publika aktiebolag. Reglerna för detta återfinns huvudsakligen i aktiebolagslagen (2005:551) och i årsredovisningslagen (1995:1554). Dessutom ska ersättningen för varje enskild ledande befattningshavare särredovisas med avseende på fast lön, förmåner och avgångsvederlag.

Styrelsen ska i årsredovisningen redovisa om tidigare beslutade riktlinjer har följts eller inte och skälen för eventuell avvikelse. Vidare ska AP-fondernas revisorer till revisionsberättelsen föga ett skriftligt och undertecknat yttrande avseende om de anser att de riktlinjer som har gällt för räkenskapsåret har följts eller inte.

Definitioner

Med *ledande befattningshavare* avses verkställande direktör och andra personer i AP-fondens ledningsgrupp. Denna krets omfattar normalt chefer som är direkt underställda den verkställande direktören.

Med *ersättning* avses alla ersättningar och förmåner till den anställde, såsom lön, förmåner och avgångsvederlag.

Med *förmåner* avses olika former av ersättning för arbete som ges i annat än kontanter, exempelvis pension samt bil-, bostads- och andra skattepliktiga förmåner.

Med *rörlig lön* avses exempelvis incitamentsprogram, gratifikationer, ersättning från vinstandelsstiftelser, provisionslön och liknande ersättningar.

Med *avgiftsbestämd pension* (premiebestämd pension) avses att pensionspremien är bestämd som en viss procent av den nuvarande fasta lönen.

Med *förmånsbestämd pension* avses att pensionens storlek är bestämd som en viss procent av en viss definierad fast lön.