

# Regeringens skrivelse

## 2005/06:210

Redovisning av  
AP-fondernas verksamhet 2001–2005

Skr.  
2005/06:210

Regeringen överlämnar denna skrivelse till riksdagen.

Stockholm den 18 maj 2006

*Bosse Ringholm*

*Sven-Erik Österberg*  
(Finansdepartementet)

### Skrivelsens huvudsakliga innehåll

I skrivelsen lämnar regeringen en redovisning av de allmänna pensionsfondernas (AP-fondernas) verksamhet under 2001–2005. I redovisningen ingår bl.a. en sammanställning av AP-fondernas årsredovisningar 2005 och en utvärdering av fondernas förvaltning sedan 2001.

Sammanställningen av AP-fondernas årsredovisningar visar att resultatet för buffertfonderna sammantagna, dvs. Första–Fjärde samt Sjätte AP-fonden, uppgick till 113,7 miljarder kr 2005. Förutom resultatet påverkades buffertkapitalet av ett positivt nettoinflöde av pensionsavgifter utöver pensionsbetalningar. Det summerade buffertkapitalet uppgick vid årets utgång till 769,2 miljarder kr, vilket var 123 miljarder kr mer än året innan.

Buffertfondernas samlade resultat uttryckt som avkastning var 17,4 procent 2005. Den genomsnittliga avkastningen under femårsperioden 2001–2005 uppgick till 4,3 procent per år, vilket motsvarar en real avkastning uppgående till 2,8 procent per år.

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

	2005	2004	2003	2002	2001	2001–2005
Första AP-fonden	17,4	11,2	16,3	-14,0	-5,8	4,3
Andra AP-fonden	18,5	11,4	17,7	-15,4	-3,4	4,9
Tredje AP-fonden	17,7	11,2	16,2	-12,6	-4,2	5,0
Fjärde AP-fonden	16,8	10,5	16,8	-16,9	-5,1	3,5
Sjätte AP-fonden	8,9	8,6	10,7	-30,9	-8,0	-3,6
<b>Totalt</b>	<b>17,4</b>	<b>10,9</b>	<b>16,4</b>	<b>-15,0</b>	<b>-4,4</b>	<b>4,3</b>

Det är för första gången möjligt att utvärdera AP-fondernas verksamhet över en femårsperiod. Samtidigt tas ytterligare steg för att utveckla utvärderingen av styrelsernas strategiska beslut. Som väntat har dessa

beslut avgörande betydelse för fondernas långsiktiga avkastning. Det är däremot inte säkerställt att fondernas aktiva förvaltning har bidragit positivt efter kostnader på aggregerad nivå, vilket inte hindrar att så kan vara fallet för enskilda fonder. Utvärderingen indikerar att analysen av fondernas val av förvaltningsstruktur bör fördjupas.

Sjätte AP-fonden har, jämfört med övriga buffertfonder, ett specialiserat uppdrag att investera i små och medelstora onoterade bolag. Fondens styrelse såg sig föranlåten att sänka marknadsrisken i förvaltningen av fondens likviditetsbuffert vid en tidpunkt som i efterhand framstår som oförmånlig, vilket haft negativ påverkan på likviditetsbuffertens långsiktiga avkastning. Detta illustrerar väl behovet att förändra regelverket så att det blir möjligt att renodla Sjätte AP-fondens verksamhet till att bara avse onoterade aktier. Fondens operativa förvaltning har uppnått styrelsens mål på övergripande nivå.

Sjunde AP-fonden, som ingår i premiepensionssystemet, har återhämtat tidigare års förluster, varför den genomsnittliga långsiktiga avkastningen var positiv vid utgången av 2005. Sjunde AP-fonden har även överträffat genomsnittet av valbara fonder i premiepensionssystemet med 1,3 respektive 0,3 procentenheter per år för Premiesparfonden och Premievalsfonden.

**Sjunde AP-fondens avkastning efter kostnader (procent p.a.).**

	2005	2004	2003	2002	2001	2001– 2005
Premiesparfonden	25,1	10,1	18,7	-27,0	-10,5	1,3
Premievalsfonden	27,7	9,6	19,6	-30,6	-12,5	0,3

Not. Avkastningen baseras på s.k. NAV-kurser som bygger på en daglig värdering av fondens tillgångar kl 16.

I skrivelsen för 2004 förutskickades en policy som tydliggör grunderna för regeringens årliga utvärdering. En sådan policy för styrning och utvärdering av AP-fonderna ingår som en bilaga till årets skrivelse och ligger för första gången till grund för utvärderingen av AP-fondernas verksamhet. Eftersom styrelserna har det fulla och odelade ansvaret för fondernas verksamhet är det av avgörande betydelse att styrelserna identifierar och upprätthåller en tydlig fördelning av roller och ansvar mellan fondernas styrelser och operativa ledning. Regeringen kan bli tydligare genom att bättre följa upp utnämningar av ledamöter i AP-fondernas styrelser, bl.a. genom en relevant introduktion av nya ledamöter också från huvudmannens sida, utöver den erforderliga introduktion som genomförs av fonderna. Utvärderingen av AP-fondernas verksamhet kan förbättras genom att i första hand inriktas mot fondernas långsiktiga resultat, avseende såväl styrelsernas strategiska beslut som fondernas operativa förvaltning. Policyn tydliggör även att fondernas förvaltningskostnader skall hållas under fortsatt uppsikt och att ytterligare åtgärder för att förbättra AP-fondernas kostnadseffektivitet kommer att föreslås vid behov. Regeringens policy för styrning och utvärdering av AP-fonderna utgör grund för en fortsatt och breddad dialog med fondernas styrelser.

1	Inledning.....	5
2	Bakgrund och marknadsutveckling .....	7
2.1	Bakgrund.....	7
2.2	Utvecklingen på de finansiella marknaderna åren 2001– 2005.....	8
2.2.1	Börsutvecklingen .....	8
2.2.2	Ränteutvecklingen .....	10
2.2.3	Valutautvecklingen .....	12
3	AP-fonderna och ålderspensionssystemet .....	14
3.1	Det allmänna ålderspensionssystemet.....	14
3.1.1	Närmare om inkomstpensionssystemet .....	15
3.2	Ålderspensionssystemet 2005 .....	17
3.2.1	Inkomstpensionssystemet .....	17
3.2.2	Premiepensionssystemet .....	18
3.3	AP-fondernas uppbyggnad.....	18
3.3.1	Historik .....	18
3.3.2	Buffertfondernas roll i inkomstpensionssystemet .....	19
3.3.3	Sjunde AP-fondens roll i premiepensionssystemet .....	24
3.4	Buffertfondernas samlade resultat .....	25
4	Sammanställning av AP-fondernas redovisade resultat 2005 .....	28
4.1	Första–Fjärde AP-fonderna.....	28
4.1.1	Första AP-fondens resultat .....	28
4.1.2	Andra AP-fondens resultat .....	30
4.1.3	Tredje AP-fondens resultat .....	32
4.1.4	Fjärde AP-fondens resultat .....	34
4.2	Sjätte AP-fonden .....	35
4.3	Sjunde AP-fonden .....	39
4.4	Avvecklingsfonderna .....	40
5	Regeringens utvärdering av AP-fondernas verksamhet .....	42
5.1	Styrning och utvärdering av AP-fonderna .....	43
5.2	Utvärdering av Första–Fjärde AP-fondernas förvaltning .....	45
5.2.1	Första AP-fondens förvaltning .....	54
5.2.2	Andra AP-fondens förvaltning .....	57
5.2.3	Tredje AP-fondens förvaltning .....	61
5.2.4	Fjärde AP-fondens förvaltning .....	65
5.3	Utvärdering av Sjätte AP-fondens förvaltning .....	69
5.3.1	Strategiska beslut .....	69
5.3.2	Operativ förvaltning.....	72
5.4	Utvärdering av Sjunde AP-fondens förvaltning .....	75
5.4.1	Strategiska beslut .....	75
5.4.2	Operativ förvaltning.....	78
Bilaga 1	Policy för styrning och utvärdering av AP-fonderna .....	80
Bilaga 2	Årsredovisning Första AP-fonden	

- Bilaga 3 Årsredovisning Andra AP-fonden
- Bilaga 4 Årsredovisning Tredje AP-fonden
- Bilaga 5 Årsredovisning Fjärde AP-fonden
- Bilaga 6 Årsredovisning Sjätte AP-fonden
- Bilaga 7 Årsredovisning Sjunde AP-fonden
- Bilaga 8 Underlag från Wassum

Skr. 2005/06:210

Utdrag ur protokoll vid regeringsammanträde den 18 maj 2006

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

Första–Fjärde samt Sjätte AP-fonderna förvaltar buffertkapitalet inom fördelningssystemet och kan därför sägas vara buffertfonder. Fonderna ingår bland pensionssystemets tillgångar tillsammans med avgiftstillgången, som i sin tur består av värdet av framtida pensionsavgifter. Buffertfonderna utjämnar svängningar i flödet av pensionsavgifter och pensionsbetalningar och förväntas därutöver bidra till pensionssystemets långsiktiga finansiering. Efter cirka 2010 förväntas pensionsbetalningarna beloppsmässigt överstiga pensionsavgifterna, vilket då kommer att ställa krav på årliga nettotillskott från buffertfonderna.

Sjunde AP-fonden förvaltar, tillsammans med ett stort antal privata fondförvaltare, det fonderade kapitalet i premiepensionssystemet.

Första–Fjärde AP-fonderna fick nya uppdrag 2000 med verkan fr.o.m. 2001. Som ett led i reformerna på pensionsområdet har fondernas roll som buffert och långsiktig finansiär av inkomstpensionen renodlats. Fondernas styrelser fastställer 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 för de fyra buffertfonderna är de underliggande uppdragen identiska. Första–Fjärde AP-fonderna förvaltar var och en diversifierade globala portföljer som huvudsakligen består av aktier och räntebärande instrument.

Under den i skrivelsen aktuella perioden 2001–2005 har AP-fondernas verksamhet präglats av kraftigt varierande förutsättningar på de finansiella marknaderna. Den anpassning till nya mål som genomfördes av Första–Fjärde AP-fonderna under 2001 kom att äga rum i ett skede av fallande aktiekurser. Premiépensionssystemet sjösattes under samma förhållanden, vilket hade stark påverkan på Sjunde AP-fondens resultat. Sjätte AP-fonden förlorade en stor del av den värdeökning som kom fonden till del i samband med den stigande börstrenden i slutet av 1990-talet. Genom stigande aktiekurser under 2003–2005 har förlusterna återhämtats, varför det samlade resultatet nu är positivt. Buffertfondernas summerade avkastning sedan 2001 överstiger både inflationen och Inkomstindex som är bestämmande för den årliga uppräknings av fördelningssystemets övriga tillgångar samt skulder. Sjunde AP-fondens avkastning är positiv i nominella termer och överträffar även genomsnittet av valbara fonder inom premiepensionssystemet.

Eftersom AP-fonderna nu har bedrivit verksamhet enligt nuvarande regelverk under fem år eller mer kan utvärderingen ges en mer långsiktig inriktning. Av samma skäl kan utvärderingen av styrelsernas strategiska beslut ges ökad tyngd. Denna gång tas ytterligare steg i den riktningen. I likhet med föregående år eftersträvas ett brett perspektiv genom att inte enbart bedöma styrelsernas beslut rörande placeringsstrategier utan även

beröra andra frågor som har strategisk betydelse, såsom valet mellan intern och extern, respektive aktiv och passiv förvaltning. Det är därutöver önskvärt att fondernas operativa förvaltning utvärderas i ett långsiktigt perspektiv. Även om det av praktiska skäl inte har varit möjligt att utsträcka utvärderingen till en full femårsperiod i samtliga fall är det likväl möjligt att dra vissa slutsatser beträffande fondernas operativa förvaltning.

Behovet av en långsiktig inriktning av utvärderingen av såväl styrelsernas strategiska beslut som fondernas operativa verksamhet är ett inslag i den policy för styrning och utvärdering av AP-fonderna som för första gången läggs till grund för den årliga granskningen av fonderna. En långsiktig inriktning av regeringens utvärdering kan förväntas bidra till att fonderna uppvisar en ökad självständighet i förvaltningsfrågor och stämmer väl med fondernas uppdrag. Regeringen kan även bli tydligare i förhållande till styrelserna, t.ex. genom att följa upp tillsättningar och nya ledamöter med en relevant introduktion från huvudmannens sida, utöver den erforderliga introduktion som redan sker från respektive fond. Andra viktiga inslag i denna policy är vikten av en tydlig fördelning av roller och ansvar mellan fondernas styrelser och operativa ledning.

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

I den fortsatta skrivelsen sammanfattas utvecklingen på de finansiella marknaderna i avsnitt 2. AP-fondernas roll i pensionssystemet och den övergripande utvecklingen under 2001–2005 beträffande pensionssystemet och buffertfondernas samlade resultat behandlas i avsnitt 3. AP-fondernas resultat sammanfattas i avsnitt 4 på grundval av fondernas årsredovisningar. Därefter följer i avsnitt 5 regeringens utvärdering av verksamheten. Regeringens policy för styrning och utvärdering av AP-fonderna återfinns i *bilaga 1*. AP-fondernas årsredovisningar återfinns i *bilagorna 2–7*. Även i år har extern expertis anlåtats för att bistå vid utvärderingen. Konsulternas underlag återfinns i *bilaga 8*.

### 2.1 Bakgrund

Regeringens utvärdering av AP-fondernas verksamhet sker i två steg. Först utvärderas styrelsernas strategiska beslut, som ofta har störst betydelse för fondkapitalets långsiktiga utveckling. Därefter utvärderas fondernas operativa resultat med utgångspunkt i de mål och riktlinjer som fastställts av styrelserna. Vid utvärderingen 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, som ett resultat av temporära svängningar i marknadspriserna. Sett över en längre period tenderar sådana tillfälliga fluktuationer i resultatet att utjämnas. Utvärderingsperioden bör därför sträcka sig över flera år. En alltför lång utvärderingsperiod kan dock medföra incitamentsproblem i förvaltningen, varför regeringen funnit att femåriga perioder är en lämplig avvägning. En utvärdering av styrelsernas strategiska beslut måste av naturliga skäl avse en längre period. I det sammanhanget kan fem år betraktas som ett minimum. Årets utvärdering är den första där samtliga AP-fonder bedrivit verksamhet under fem år eller mer. Sjätte AP-fonden har inför föreliggande utvärdering bedrivit verksamhet sedan utgången av 1996 samtidigt som Första–Fjärde samt Sjunde AP-fonderna nu har verkat under fem, respektive drygt fem år.

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

Första–Fjärde samt Sjunde AP-fondernas mål har utformats efter en analys av pensionssystemets åtagande. En sådan analys, varigenom man studerar olika tillgångsportföljer på basis av deras förenlighet med fondens grundläggande uppdrag, kallas *ALM-studie* (Asset Liability Modelling). Ett viktigt inslag i en sådan studie är valet av antaganden beträffande de olika tillgångsslagens förväntade avkastning och risk på längre sikt. Andra betydelsefulla inslag är analysen av mål och restriktioner på basis av fondernas roll i pensionssystemet samt valet av teknik för att omsätta dessa avkastningsantaganden, mål och restriktioner till en samlad bedömning av förväntad avkastning i förhållande till den risk som placeringarna medför. Sådana analyser har legat till grund för styrelsernas beslut om normalportföljer, dvs. den strategiska portföljstruktur som ligger till grund för fondernas operativa förvaltning. Sjätte AP-fonden har ett specialiserat uppdrag att placera fondkapitalet i svenska aktier och har därför inga alternativa tillgångsslag att överväga.

Utvecklingen på de finansiella marknaderna under perioden 2001–2005 kännetecknas av ytterligheter. Två år med svag utveckling har följts av tre år med stark utveckling. Under senare delen av perioden har de finansiella förhållandena varit mycket expansiva och gynnat återhämtningen i den reala ekonomin. De senaste tre åren har företagets vinstutveckling varit stark vilket bidragit till betydande börsuppgångar. Samtidigt har inflationen och den reala räntan varit låg bl.a. som en följd av den fördjupade globaliseringen och ökade konkurrensen i världsekonomin. Perioden har också kännetecknats av betydande skillnader i tillväxt mellan olika länder. Förenta staterna och många tillväxtmarknader (*emerging markets*) har uppvisat stark tillväxt, medan Europa och Japan har utvecklats svagt. Dollarn försvagades 2001–2004, för att åter stärkas under 2005. Generellt har riskpremier sjunkit. På obligationsmarknaden föll räntorna till historiskt låga nivåer och kreditspreaden, dvs. ränteskillnaden mellan stats- och företagsobligationer, föll från mycket höga till historiskt låga nivåer.

### 2.2.1 Börsutvecklingen

Den omfattande börsnedgång som inleddes i mars 2000 bröts först tre år senare i mars 2003. Börsutvecklingen var negativ under 2001 och 2002. Under 2003 uppvisade de dominerande marknaderna en avkastning omkring 30 procent. Börserna steg även under 2004, men i mindre omfattningen än föregående år. Under 2005 skedde åter en kraftig uppgång på börserna. Uppgången var mindre i Förenta staterna, men dollarns förstärkning innebär att uppgången, i kronor räknat, ändå var betydande.

Tabell 2.1 Aktiemarknadernas avkastning 2001–2005 (%).

	2005	2004	2003	2002	2001
Sverige	36,7	21,3	34,2	-34,7	-11,5
Europa	25,5	12,7	20,3	-29,1	-16,1
USA	5,7	10,7	29,2	-22,8	-12,0
Japan	44,7	10,9	23,0	-18,6	-18,8
Världen	16,3	11,8	25,8	-24,0	-13,9

Avkastning inklusive aktieutdelningar, lokal valuta. Sverige: SIX portfolio return index, Europa: Europe MSCI gross return index, USA: USA MSCI gross return index, Japan: Japan MSCI gross return index, världen: World MSCI gross return index. Källa: EcoWin.

Den positiva börsutvecklingen under andra halvan av nittiotalet bröts markant våren 2000. Den kraftiga uppgången i framför allt teknikaktier som tog extra fart under hösten 1999 låg bakom en stor del av den positiva utvecklingen. I efterhand kan man konstatera att detta var en s.k. bubbla; i mars 2003 hade index för både Stockholmsbörsen och tekniktunga Nasdaqbörsen fallit tillbaka till samma nivå som 1996.

Flera faktorer kan förklara de kraftigt stigande börskurserna under perioden fram till våren 2000. En balanserad ekonomisk utveckling i kombination med låga räntor och låg inflation är en förklaring till investerarnas minskade krav på riskpremie för att investera i aktier i stället för i riskfria tillgångar. Höga aktiepriser motiverades med förväntningar på hög framtida vinstutveckling i företagen. Efter toppnoteringarna på



börsen i mars 2000 inleddes en nedgång som kom att bli både djup och långvarig. Under 2001 och 2002 avspeglades konjunkturavmattningen i fortsatt börsnedgång. Till detta kom skandalen i det amerikanska energibolaget Enron i oktober 2001. Inledningsvis fick oegentligheterna relativt liten effekt på börsutvecklingen, men de amerikanska myndigheternas granskning av företagets redovisning och den minskade trovärdigheten för företagets räkenskaper gjorde att investerarnas förtroende sjönk under inledningen av 2002. Vinstvarningar från flera stora teknologiföretag bidrog också till nedgången liksom ytterligare en besvärande redovisningsskandal; konkursen i det amerikanska telekomföretaget WorldCom. Hösten 2002 började Irakkonflikten i större utsträckning påverka marknaderna. År 2003 vände utvecklingen och världens aktiemarknader steg kraftigt. Företagens ansträngningar med att skära i kostnader, skjuta upp investeringar och sanera sina balansräkningar bidrog tillsammans med den ekonomiska tillväxten till att företagets vinster ökade. Den cykliska återhämtningen i aktiepriserna förstärktes av det låga ränteläget och den allt lägre riskaversionen. Inledningen av 2004 innebar en fortsättning av den starka utvecklingen från 2003, men som helhet blev första halvåret 2004 en besvikelse. Den främsta förklaringen var osäkerheten inför, och i samband med, den väntade åtstramningen av penningpolitiken i Förenta staterna, men även oron för tillväxten i flera länder samt oljeprisuppgången bidrog. I mitten av augusti 2004 började börskurserna stiga och det som framför allt bidrog till börsuppgången under hösten var bedömningen att det inte skulle bli någon avmattning i tillväxten. Under 2003 steg börskurserna mer än vinsterna. Därmed steg P/E-talen, som på flera marknader översteg det historiska genomsnittet. Företagens vinsttillväxt utvecklades starkt under 2004, och börsvärderingarna föll tillbaka.

Under 2005 steg börserna mer än under 2004, Förenta staterna undantaget. Året började dock svagt. Problem bland amerikanska biltillverkare och svag makroekonomisk statistik bidrog till den negativa utvecklingen. Tecken på starkare tillväxt bidrog till en vändning på börserna i maj. Starka kvartalsrapporter, i Japan och Europa de starkaste på sju år, bidrog till uppgångarna. Signaler om snabbare räntehöjningar tyngde börserna under slutet av sommaren och början av hösten 2005, men fler positiva signaler om konjunkturutvecklingen blev starten på en kraftig börsuppgång i november. Börserna i Europa och Japan har sammantaget utvecklats starkare än börserna i Förenta staterna. Flera faktorer kan förklara den starka utvecklingen 2005: bolagens vinster överträffade förväntningarna och vinstprognoserna reviderades upp; ökade kostnader i form av högre oljepriser fick ingen märkbar effekt på resultaträkningarna; den förväntade avkastningen på alternativa tillgångar var låg och den underliggande internationella konjunkturen utvecklades väl. Trots kraftigt stigande börsindex låg P/E-talen på måttliga nivåer även 2005 som en följd av den starka vinstutvecklingen.

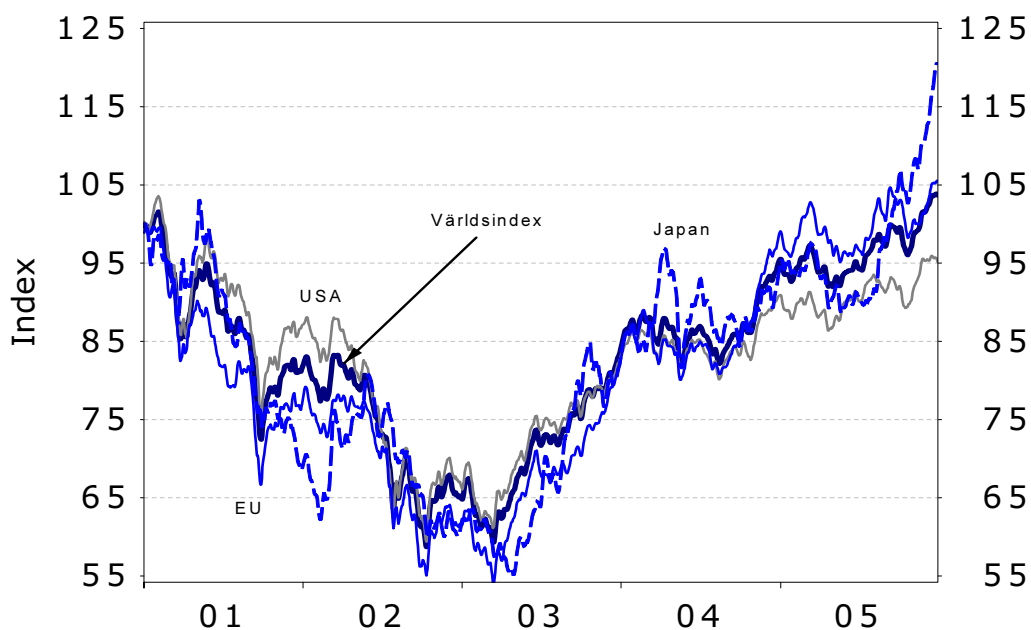
Stockholmsbörsen steg med närmare 37 procent 2005, därmed utvecklades Stockholmsbörsen starkare än flertalet börser i jämförbara länder. En stark kursutveckling för flera av de största börsnoterade bolagen bidrog till uppgången. Uppgången hade stöd av fortsatt god vinstutveckling i många företag. Andra faktorer som bidrog till den positiva

utvecklingen på Stockholmsbörsen var fortsatt låga obligationsräntor och en svagare krona. Skr. 2005/06:210

Figur 2.1 Stockholmsbörsens utveckling 2001–2005 (2000-12-30 = 100)



Figur 2.2 Aktieindex i gemensam valuta för USA, EU, Japan och Världen 2001–2005 (2000-12-30 = 100)



## 2.2.2 Ränteutvecklingen

Sedan 2000 har den övergripande trenden på räntemarknaden varit fallande. Fallande räntor betyder stigande priser på obligationer och avkastningen på obligationsstocken har varit hög under perioden 2001–2005.

Tabell 2.2 Statsobligationsmarknadernas avkastning 2001–2005 (procent p.a.).

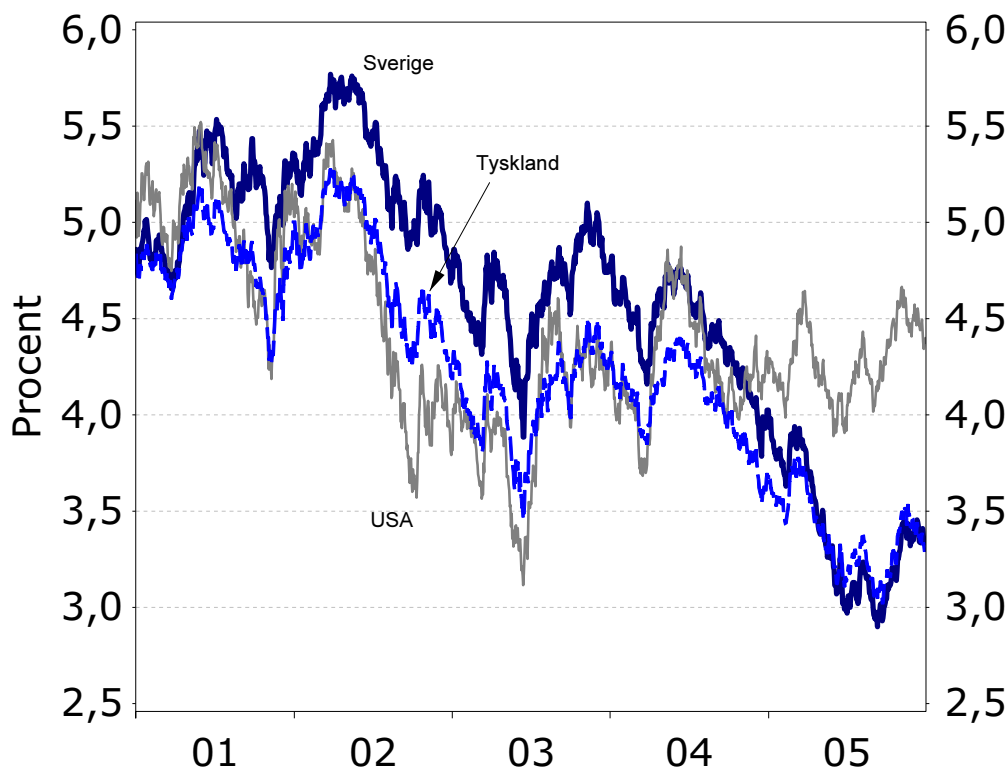
Skr. 2005/06:210

	2005	2004	2003	2002	2001
Sverige	5,1	8,6	5,0	9,0	2,6
Tyskland	4,7	7,4	3,9	9,3	5,1
USA	3,4	3,7	2,4	12,2	6,5
Tillväxtekonomier	11,1	11,7	25,5	13,1	1,4

I lokal valuta. JP Morgan Government Bond index, EMBI Global. Källa: EcoWin.

Under 2001 föll räntorna kraftigt till följd av bl.a. den svaga konjunkturutvecklingen och terrorattackerna i september. Under 2002 var ränteutvecklingen relativt volatil. Marknadsräntorna började stiga under hösten 2001 och uppgången varade till april 2002 för att sedan falla kraftigt när investerarnas förtroende urholkades. Under 2003 fick osäkerheten om Irakkonfliktens betydelse för konjunkturen och konjunkturåterhämtningen i Förenta staterna störst påverkan på ränteutvecklingen. När marknadsräntorna i Förenta staterna nådde botten under detta år var det på en rekordlåg nivå. Sett över hela 2003 var ränteutvecklingen relativt oförändrad i Sverige och Europa och stigande i Förenta staterna. Även under 2004 skiljde sig utvecklingen på obligationsmarknaden åt mellan Förenta staterna och Europa. I Förenta staterna var långa räntor oförändrade sett över hela 2004, medan de långa räntorna föll i Europa. Efter en period med fallande räntor under inledningen av året steg räntorna kraftigt under våren, när det blev klart att den amerikanska centralbanken skulle inleda en åtstramning av penningpolitiken. Däremot föll obligationsräntorna i Europa. Bidragande till tudelningen var att marknaden började inse att det fanns tydliga skillnader i tillväxten mellan Europa och Förenta staterna. Avkastningskurvan, i framför allt Förenta staterna, blev betydligt flackare under året som en följd av stigande korta räntor. Minskad riskaversion bidrog till att ränteskillnaderna mellan amerikanska statsobligationer och andra typer av obligationer föll till historiskt låga nivåer. En utveckling som gällde alla obligationer oavsett kreditbetyg, både företagsobligationer och obligationer emitterade av tillväxtekonomier.

Under 2005 steg obligationsräntorna i Förenta staterna, medan de föll i Sverige och övriga Europa. Rättnedgången i Sverige och övriga Europa var särskilt tydlig i obligationer med långa löptider och förklarades delvis av stor efterfrågan på obligationer från pensionsfonder och försäkringsbolag. Det låga ränteläget medförde också att placerare sökte alternativa placeringar, vilket bidrog till fallande riskpremier och minskade ränteskillnader. Fortsatt låg inflation och en något dämpad konjunktursyn under våren medförde förväntningar om lägre styrräntor och stora fall i obligationsräntorna. Under sommaren vände räntorna upp i Förenta staterna samtidigt som de fortsatte falla i Europa, med ökade ränteskillnader som följd. I september nådde obligationsräntorna botten även i Europa och sedan dess har den internationella räntetrenden varit stigande. Uppgången i september var en följd av stigande inflationsförväntningar och stigande inflation som ett resultat av högre energipriser. Signaler från både ECB och Riksbanken om att det snart var dags att börja höja styrräntan bidrog till uppgången i obligationsräntorna. Under hela 2005 ökade dock obligationsränteskillnaden mellan Förenta staterna och Europa.



### 2.2.3 Valutautvecklingen

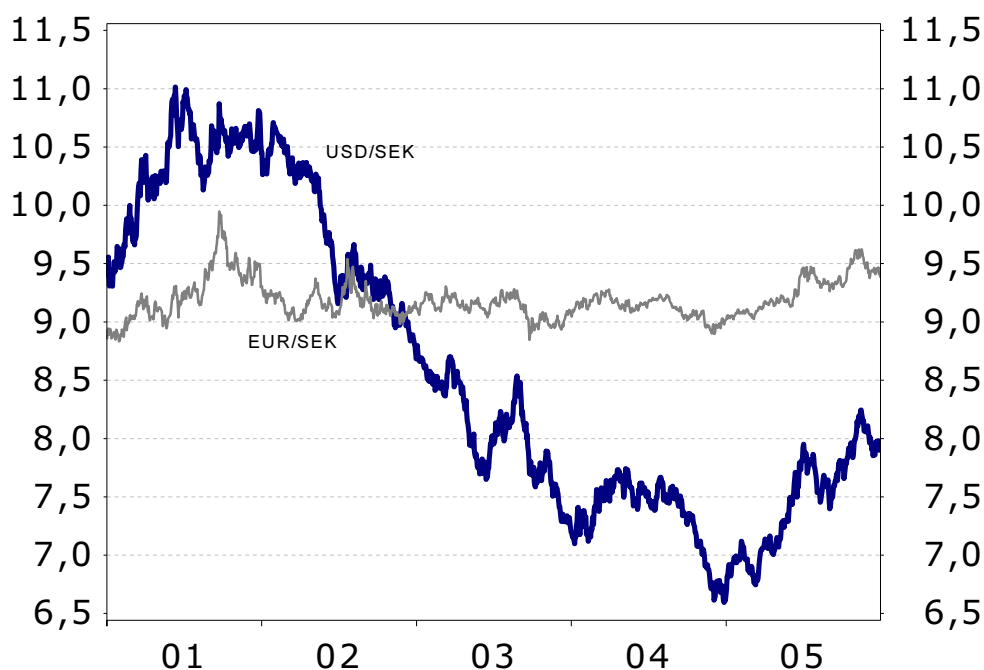
Undantaget försvagningen 2001 har kronan under åren 2001–2005 haft en relativt stabil växelkurs mot euron och en tydlig apprecierande trend mot dollarn. Kronan försvagades tillfälligt under våren och sommaren 2002, orsaken var bl.a. den svaga börsutvecklingen och oron på de finansiella marknaderna. Dollarns tidigare apprecierande trend bröts under 2002. Företagsskandalerna under året minskade förtroendet för den amerikanska kapitalmarknaden, vilket gav återverkningar på dollarn genom minskade finansiella inflöden. Under 2003 och 2004 fortsatte dollarn att försvagas trots den fortsatt höga tillväxttakten i Förenta staterna. Detta berodde bl.a. på en ökad uppmärksamhet på de stora bytesbalans- och budgetunderskotten. Kronans utveckling under 2004 förklaras bl.a. av överskottet i bytesbalansen, minskad osäkerhet på de finansiella marknaderna och en jämförelsevis stark ekonomisk utveckling. Under 2004 fanns förväntningar på en åtstramning av penningpolitiken, som framför allt mot slutet av året bidrog till en förstärkning av kronan.

Under 2005 stärktes den amerikanska dollarn kraftigt mot andra valutor, däribland euron och yenen. Orsaker till dollarförstärkningen var en växande räntedifferens mellan Förenta staterna och euroområdet samt en fortsatt stabil amerikansk tillväxt. I Förenta staterna steg korta räntor i takt med att centralbanken höjde styrräntan. Samtidigt bidrog lägre europeiska obligationsräntor till att räntedifferensen mellan Europa och Förenta staterna ökade även på långa löptider. Den relativt sett högre

tillväxten i Förenta staterna bidrog till att kapitalinflödet från utländska investerare till amerikanska portföljtillgångar och direktinvesteringar ökade under 2005, med positiva effekter på dollarn. Valutainflöden på grund av en tillfällig skattelättnad på företagsvinster som återfördes till Förenta staterna (under *Homeland Investment Act*), var ytterligare en förklarande faktor till dollarns styrka.

Efter att i slutet på 2004 ha noterats till sin starkaste nivå sedan 2000, försvagades kronan under 2005 mot samtliga större valutor. En betydande del av kronförsvagningen kan förklaras av det låga ränteläget i Sverige jämfört med flertalet andra länder. Förväntningar om den framtida penningpolitiken hade också en betydande effekt på växelkursen.

Figur 2.4 Kronan mot euron och US-dollar 2001–2005

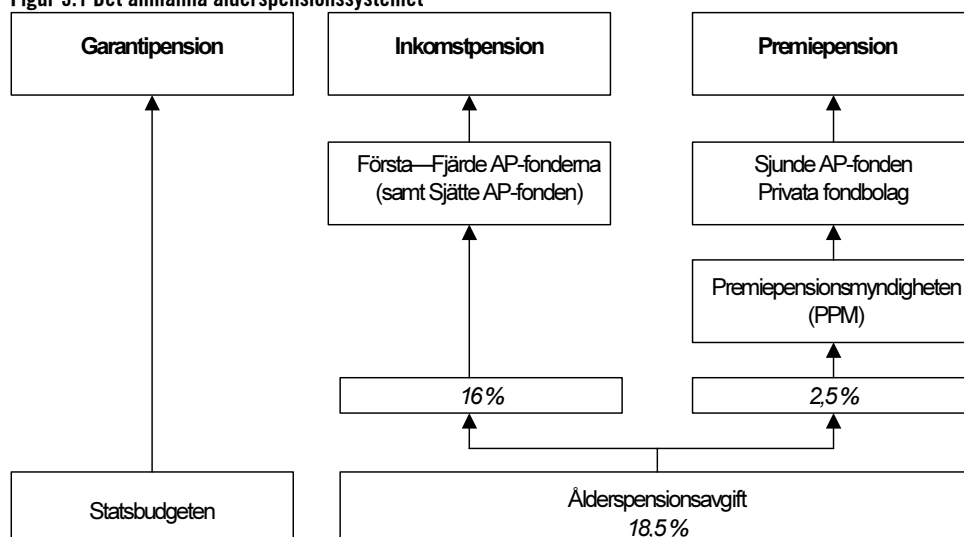


## 3.1 Det allmänna ålderspensionssystemet

Det reformerade allmänna ålderspensionssystemet trädde i kraft med början den 1 januari 1999.<sup>1</sup> För att stärka pensionssystemets motståndskraft i samband med den förväntade demografiska utvecklingen har en reform av det tidigare förmånsbestämda systemet, som omfattade ATP och folkpension, varit nödvändig.<sup>2</sup> Det äldre pensionssystemet kommer att fasas ut fram till 2018 och successivt ersättas av det nya avgiftsbestämda systemet.<sup>3</sup>

Genom att det nya och det äldre systemet verkar parallellt under en övergångsperiod innefattar alltså pensionssystemet utbetalningar enligt både nya och gamla regler. I pensionssystemet finns *garantipension*, *inkomstpension* och *premiepension* enligt de nya reglerna.<sup>4</sup> Under övergångsperioden benämns den pension som intjänats enligt gamla regler *tilläggpension* (utbetalningar av tilläggpension väntas fortgå in på 2030-talet).

Figur 3.1 Det allmänna ålderspensionssystemet



Avgiften till den allmänna ålderspensionen är fast och uppgår till motsvarande 18,5 procent av pensionsgrundande inkomster (jämför vissa tillkommande ersättningar och belopp). Den förmån som så småningom betalas ut från det avgiftsbestämda systemet beror dels på storleken av inbetalade avgifter under den förvärvsaktiva tiden, dels på den årliga uppräknningen av dessa belopp, som baseras på olika principer i inkomstpensionssystemet respektive premiepensionssystemet. Avgifterna

<sup>1</sup> Vissa delar av regelsystemet, bl.a. reglerna för uttag av pension trädde i kraft den 1 januari 2001.

<sup>2</sup> ATP-systemet var förmånsbestämt på så sätt att ålderspensionen i princip definierades som 60 procent av genomsnittlig lön under de 15 åren med de högsta årsinkomsterna.

<sup>3</sup> Individer födda tidigare än 1938 omfattas till fullo av det äldre systemet, medan individer födda efter 1953 får hela sin pension beräknad enligt de nya reglerna. För mellangenerationen, födda 1938–1953, beräknas pensionsförmånen, i varierande proportion beroende på födelseår, utifrån både det äldre och nya pensionssystemet.

<sup>4</sup> Se prop. 1997/98:151 och 152, bet. 1997/98:SfU13 och SfU14, rskr. 1997/98:315 och 320.

är i sin tur relaterade till individens inkomst, vilken tillsammans med den ekonomiska utvecklingen, särskilt inkomstutvecklingen, blir avgörande för storleken på den inkomstgrundade ålderspensionen, dvs. premiepension, inkomstpension och tilläggspension. Det innebär att det råder en överensstämmelse mellan inbetalning av pensionsavgifter och intjänad pensionsrätt och att dessa i sin helhet finansieras utanför statsbudgeten.<sup>5</sup>

Huvuddelen av pensionsavgiften, ett belopp motsvarande 16,0 procent av pensionsunderlaget, ger rätt till *inkomstpension*, vilken, tillsammans med tilläggspensionen som samordnats med denna, kan betraktas som ett fördelningssystem eftersom utgående pensioner i allt väsentligt kommer att finansieras löpande av pensionsavgifter. Ur den enskildes perspektiv sker dock en bokföring av inbetalade avgifter på ett konto. Målet är att behållningen på detta konto skall växa över tiden med genomsnittsinkomsten i samhället.

Resterande 2,5 procent av pensionsunderlaget förs till systemet för *premiepension* där det förvaltas i fonder enligt individens önskemål. För individer som inte uttryckt några andra önskemål förs motsvarande premiepensionsmedel till Sjunde AP-fondens Premiesparfond. Premiepensionssystemet är fullständigt fonderat. Det finns inte några tillgångar utöver det fonderade kapitalet i detta system. Uppräkning av fonderade medel sker med fondernas avkastning.

*Garantipensionen* är fristående från de övriga komponenterna genom att den utgör en del av samhällets grundskydd och därför är oberoende av inkomst. Reformen innebar att åtagandet för garantipension överfördes från pensionssystemet till statsbudgeten.

### 3.1.1 Närmare om inkomstpensionssystemet

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

Inkomstpensionssystemets tillgångar består av den s.k. avgiftstillgången och buffertfondernas förmögenhet. Avgiftstillgången kan under vissa förutsättningar beskrivas som nuvärdet av de framtida avgiftsinbetalningar som kan förväntas, givet de förhållanden som råder vid värderingstidpunkten. Närmare bestämt beräknas avgiftstillgången som den årliga avgiftsinbetalningen multiplicerat med systemets s.k. omsättningstid, som anger den genomsnittliga tidrymden från intjänandet av pensionsrätter till dess att de utbetalas. Denna omsättningstid är cirka 32 år, varav 21,5 år avser intjänandetid och 10,6 år avser utbetalningstid. Med kännedom om omsättningstiden kan det årliga avgiftsflödet enkelt omvandlas till ett kapitalbelopp som benämns avgiftstillgången.<sup>6</sup>

<sup>5</sup> I budgetsammanhang används termen Ålderspensionssystemet vid sidan av statsbudgeten.

<sup>6</sup> Avgiftstillgång = pensionsavgifter x omsättningstid. Detta innebär att avgiftstillgången kan uppfattas som nuvärdet av alla framtida pensionsavgifter under förutsättning att

inversen av omsättningstiden ( $\frac{1}{\text{omsättningstid}}$ ) är en lämplig diskonteringsränta.

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

Det fonderade kapitalet utgör en mindre del av pensionssystemets tillgångar och fungerar främst som ett buffertkapital. Med början omkring 2010 förväntas det fonderade kapitalet behöva tas i anspråk för att täcka ett varaktigt underskott av pensionsavgifter i förhållande till pensionsutbetalningar.

För att tillgodose grundläggande krav på neutralitet mellan generationer har det varit ett mål för reformarbetet att inkomstpensionen – gällande pensionsrätter såväl som utgående pensioner – skall 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. Om antalet förvärvsarbetande sjunker finns det en risk att systemets utgifter växer i snabbare takt än inkomsterna eftersom genomsnittsinkomsten, som påverkar pensionssystemets utgifter, i ett sådant fall växer snabbare än inkomstsumman (produkten av antal förvärvsarbetande och genomsnittsinkomsten) som påverkar pensionsavgifterna och därmed pensionssystemets inkomster.

Trots denna komplikation har det varit möjligt att konstruera ett autonomt pensionssystem vid sidan av statsbudgeten. Förklaringen är att pensionssystemet numera är avgiftsbestämt, vilket innebär att det råder full symmetri mellan avgiftsinbetalningar och den pensionsrätt som tillgodoräknas den enskilde, samt att pensionsrätterna anpassas till den demografiska utvecklingen i samhället. Vid pensionstillfället räknas individens intjänade pensionsrätt om till en årlig pension med hjälp av ett fast delningstal, som tar hänsyn till medellivslängdens utveckling fram till dess. Efter pensionstillfället påverkas inte individens pension av en förändrad medellivslängd i samhället.

Kvarvarande risker för varaktiga underskott i systemet elimineras av den automatiska balanseringen som beslutats av riksdagen.<sup>7</sup> Den automatiska balanseringen, som säkerställer pensionssystemets finansiella stabilitet även under svåra demografiska påfrestningar, innebär i korthet att uppräkningsmetoden av pensionsrätter och pensioner reduceras i förhållande till genomsnittsinkomsten när systemets tillgångar understiger pensionsskulden.<sup>8</sup> Den automatiska balanseringen aktiveras om det s.k. balanstalet – kvoten mellan systemets tillgångar och skulder – understiger ett, dvs. om tillgångarna understiger skulderna.<sup>9</sup>

Det har ännu inte beslutats vad som skall gälla om det uppstår betydande överskott, som skulle möjliggöra utdelning till de försäkrade. Regeringen tillsatte under 2002 en utredning om översyn av möjligheterna att fastställa och fördela utdelningsbara överskott i den inkomstgrundade ålderspensionens fördelningssystem (dir. 2002:5). Utredningen, som tog namnet UTÖ-utredningen, lämnade hösten 2004 slutbetänkandet Utbetalning av överskott i inkomstpensionssystemet

<sup>7</sup> Prop. 2000/01:70, bet. 2000/01:SfU13, rskr. 2000/01:210.

<sup>8</sup> När balanseringen aktiveras indexerar pensionsskulden först i en långsammare takt och därefter snabbare i förhållande till inkomstindex, till dess förlusterna återlagts och pensionsskulden återfått det värde den skulle ha haft om balanseringen aldrig aktiverats.

<sup>9</sup> Balanstal = (avgiftstillgång + buffertfond)/pensionsskuld



(SOU 2004:105). Utredningen föreslog att utdelning skall ske om systemets tillgångar överstiger skulderna med minst 10 procent, dvs. om balanstalet uppgår till minst 1,10. Betänkandet har remissbehandlats och ärendet bereds inom Regeringskansliet. Skr. 2005/06:210

## 3.2 Ålderspensionssystemet 2005

### 3.2.1 Inkomstpensionssystemet

Första–Fjärde och Sjätte AP-fonderna utgör närmare 12 procent av systemets tillgångar. Fondkapitalet ökade under 2005 med ungefär 123 miljarder kronor, eller 19,0 procent, varav fondernas avkastning svarade för 113,7 miljarder kronor. Pensionsavgifterna översteg pensionsutbetalningarna, vilket efter avdrag för administrationskostnader bidrog till att fondernas behållning ökade med 9,2 miljarder kronor.

Hela pensionssystemets resultat redovisas i pensionssystemets årsredovisning som upprättas av Försäkringskassan. Följande beskrivning är hämtat från Pensionssystemets årsredovisning 2005.

Inkomstpensionssystemets tillgångar består av avgiftstillgången som är värdet av systemets anspråk på 16 procent av alla framtida arbetsinkomster och pensionsgrundande transfereringar samt buffertfondernas kapital. Förändringen av avgiftstillgångens värde bestäms huvudsakligen av utvecklingen av antalet förvärvsarbetande, inkomstillväxten per person och systemets omsättningstid. År 2005 ökade avgiftstillgången med ungefär 114 miljarder kronor, eller 2,0 procent. En ökning av avgiftsflödet tillförde avgiftstillgången 163 miljarder kronor, medan en minskning av omsättningstiden innebar att värdet minskades med 49 miljarder kronor. Det har skett en väsentlig minskning av den genomsnittliga intjänandetiden, vilket, trots en längre utbetalningstid, har resulterat i en totalt sett kortare omsättningstid.

Sammantaget ökade systemets tillgångar med 237 miljarder kronor, eller 3,8 procent. Ökningen av pensionsskulden var 217 miljarder kronor, eller 3,5 procent, varav indexeringen svarade för 162 miljarder kronor, eller 2,6 procent. Den genomsnittliga utbetalningstiden har ökat, vilket ökat skulden med 37 miljarder kronor. Resterande del av ökningen förklaras av att nyintjänade pensionsrätter, inklusive vissa justeringar, översteg årets pensionsutbetalningar. Årets resultat på 20 miljarder kronor innebär att systemets överskott har ökat till 28 miljarder kronor. I förhållande till pensionsskulden är överskottet 0,44 procent. Systemets balanstal för år 2006, som avser ställningen den 31 december 2005, har således beräknats till 1,0044.

**Tabell 3.1 Inkomstpensionssystemets utveckling 2001–2005 (miljarder kr).**

	2005	2004	2003	2002	2001
Första–Fjärde och Sjätte AP-fondernas tillgångar	769	646	577	488	565
Avgiftstillgång	5721	5607	5465	5293	5085
Summa tillgångar	6490	6253	6042	5780	5650
Pensionsskuld	6461	6244	5984	5729	5432
Överskott	28	9	58	52	218
Balanstal (kvot)	1,0044	1,0014	1,0097	1,0090	1,0402

Källa: Försäkringskassan

### 3.2.2 Premiepensionssystemet

Värdet på pensionsspararnas fondinnehav uppgick per den 31 december 2005 till 192 miljarder kronor och värdeutvecklingen under året var drygt 30 procent.<sup>10</sup> Vid årets slut hade också cirka 95 procent av spararna haft en positiv värdeutveckling på sina premiepensionskonton sedan starten av premiepensionssystemet. Från att de första inbetalningarna till systemet ägde rum 1995 har den genomsnittliga årliga avkastningen i premiepensionssystemet varit 5,1 procent mätt som internränta.<sup>11</sup>

Avgiftsuttaget från pensionsspararna till Premiepensionsmyndigheten (PPM) uppgick under året till 335 miljoner kronor, vilket motsvarade 0,22 procent av värdet på pensionsspararnas premiepensionskonton. Under året har rabatter på fondbolagens avgifter motsvarande 476 miljoner kronor återförts till pensionsspararna. Pensionsspararnas aktivitet har ökat även under 2005, bl.a. har antalet genomförda fondbyten nästan fördubblats jämfört med föregående år till omkring 1,2 miljoner fondbyten.<sup>12</sup>

**Tabell 3.2 Marknadsvärdet av fondplaceringarna i premiepensionssystemet per fondkategori (miljarder kr).**

	2005	2004	2003	2002	2001
Aktiefonder	99,2	60,7	45,8	27,9	33,0
Blandfonder	7,2	5,1	4,0	2,6	2,7
Generationsfonder	23,0	15,2	11,6	8,2	9,1
Räntefonder	4,9	3,7	2,7	1,9	1,2
Premiesparfonden	58,1	40,1	29,8	18,7	19,0
Totalt	192,4	124,8	93,9	59,3	65,0

Källa: Premiepensionsmyndigheten

## 3.3 AP-fondernas uppbyggnad

### 3.3.1 Historik

Den ursprungliga AP-fonden inrättades i samband med 1960 års pensionsreform och införandet av Allmän tilläggspension (ATP). Motivet bakom fondbildningen var ett samhällsekonomiskt intresse av att hålla uppe sparandet i ekonomin och upprätthålla goda förutsättningar för

<sup>10</sup> PPM beräknar den tidsviktade avkastningen, dvs. avkastningen per krona som sattes in i början på perioden.

<sup>11</sup> Resultatet inkluderar inte förvaltningen av PPM:s traditionella livförsäkring.

<sup>12</sup> Totalt genomförde 454 144 personer åtminstone ett fondbyte, vilket motsvarar cirka 8 procent av antalet pensionssparare i systemet.

att finansiera pensionsutgifterna långsiktigt, samt att bygga upp en buffert för att jämna ut kortsiktiga avvikelser mellan avgiftsinkomster och pensionsutbetalningar.

Den genomgripande reformen av ålderspensionssystemet, som beskrivits ovan, utgör bakgrunden till de förändringar av AP-fondernas regelverk som inleddes 2000 och som fullföljdes året därpå. Som en konsekvens av reformen har AP-fondernas roll som buffert och långsiktig finansiär av det reformerade pensionssystemet tydliggjorts.<sup>13</sup>

I samband med reformen 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. Av den anledningen finns det i dag inte någon femte AP-fond. De nybildade Första–Fjärde AP-fondernas placeringsbestämmelser började gälla den 1 januari 2001.

Pensionsreformen innebär en belastning på statsbudgeten genom åtagandet för garantipension samtidigt som staten enligt nya regler åläggs att betala avgifter för pensionsgrundande ersättningar från social- och arbetslöshetsförsäkringarna samt för pensionsgrundande belopp i form av förtidspension, barnår, studier eller pliktjänst. Det har därför ansetts motiverat att kompensera statsbudgeten genom att överföra kapital från buffertfonderna till Riksgäldskontoret. Riksdagen har hittills beslutat om överföring av 245 miljarder kronor från AP-fonderna till Riksgäldskontoret i tre steg.<sup>14</sup> Enligt pensionsöverenskommelsen skulle överföringarnas slutliga storlek bestämmas vid en kontrollstation 2004. Eftersom frågan bordlades vid detta tillfälle, har riksdagen uppmanat regeringen att återkomma med en tidplan för frågans fortsatta hantering. Som framgår av budgetpropositionen för 2006 har partierna bakom pensionsöverenskommelsen gjort bedömningen att det, under överblickbar framtid, saknas förutsättningar för att överföra medel från AP-fonderna till statsbudgeten. Regeringen har i detta sammanhang uttryckt avsikten att återkomma i ärendet i samband med att frågan om hanteringen av överskott i pensionssystemet föreläggs riksdagen i proposition (se avsnitt 3.1.1).

### 3.3.2 Buffertfondernas roll i inkomstpensionssystemet

Första–Fjärde samt Sjunde AP-fonderna regleras i lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder), medan Sjätte AP-fonden regleras i lagen (2000:193) om Sjätte AP-fonden.

Som framgått av figur 3.1 fullgör Första–Fjärde AP-fonderna uppgiften som buffertfonder inom ramen för inkomstpension, övergångsvis inklusive tilläggspension (det s.k. fördelningssystemet). Dessa fonder mottar pensionsavgifter och finansierar pensionsbetalningar månatligen. Sedan riksdagen beslutat om den automatiska balanseringen av ålderspensionssystemet definieras även Sjätte AP-fonden som buffertfond

<sup>13</sup> AP-fondernas nya regelverk beslutades av riksdagen den 12 april 2000 (prop. 1999/2000:46, bet. 1999/2000:FiU19, rskr. 1999/2000:181).

<sup>14</sup> Under 1999 och 2000 överfördes 45 miljarder kr respektive år och 2001 överfördes 155 miljarder kr.

inom fördelningssystemet genom att inkluderas bland pensionssystemets tillgångar.<sup>15</sup> Sjätte AP-fonden ingick däremot inte i pensionsöverenskommelsen och har ett specialiserat uppdrag jämfört med andra buffertfonder.

Sjunde AP-fonden förvaltar en del av premiepensionskapitalet, dvs. det kapital som vid pensionering ligger till grund för utbetalning av premiepension. Sjunde AP-fonden ingår därför i premiepensionssystemet.

#### *Första–Fjärde AP-fonderna*

Genom att det reformerade pensionssystemet skall vara autonomt från statsbudgeten har buffertfondernas roll klarlagts ytterligare. På ett övergripande plan skall fondmedlen förvaltas så att de blir till största möjliga nytta för inkomstpensionssystemet. För Första–Fjärde AP-fondernas del innebär det att förvaltningen skall ta sin utgångspunkt i pensionssystemets åtagande. Fonderna skall inte ha näringspolitiska eller ekonomisk-politiska mål. Målet är att långsiktigt maximera avkastningen i förhållande till risken i placeringarna. Den totala risknivån i förvaltningen skall vara låg, vilket inte skall tolkas som ett riskminimeringsmål. Av det följer däremot ett krav på god riskspridning. Det sägs också att risk och avkastning skall tolkas i termer av utgående pensioner.<sup>16</sup> Rollen som förvaltare av allmänna pensionsmedel ställer krav på att fonderna uppbär allmänhetens förtroende, varför hänsyn skall tas i placeringsverksamheten till miljö och etik utan att avkall görs på det övergripande målet om hög avkastning.

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

Det skall finnas en styrelse för var och en av Första–Fjärde AP-fonderna. Varje styrelse skall bestå av nio ledamöter. Styrelsen ansvarar för fondens organisation och förvaltningen av fondens medel. Styrelsens ledamöter utses av regeringen och skall utses på grundval av sin kompetens att främja fondförvaltningen. Regeringen utser också en ledamot till ordförande och en till vice ordförande. Styrelsen tar bl.a. beslut om strategi, utifrån det uppdrag och mål som definieras i lag och förarbeten. Styrelsens strategiska beslut innefattar val av normalportfölj, riktlinjer för placeringsverksamheten och val av förvaltningsstruktur för att genomföra strategin.

Var och en av Första–Fjärde AP-fonderna skall 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 skall användas utnyttjas s.k. ALM-analyser (tillgångs/skuldanalys), där sambandet mellan fondens åtagande och olika tillgångsallokeringar studeras.

En annan del av den strategi som styrelsen skall besluta om är vilka riktlinjer som skall gälla när strategin genomförs (implementeras). Enligt lag skall var och en av Första–Fjärde AP-fonderna årligen fastställa en

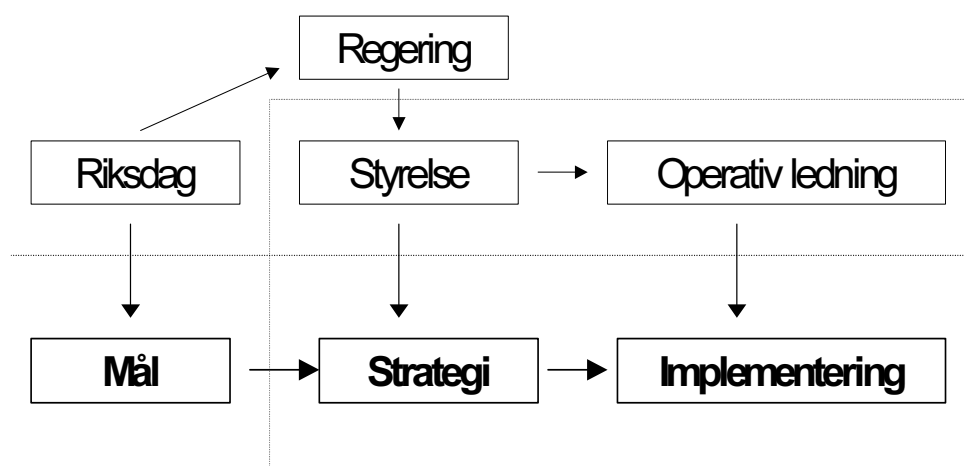
<sup>15</sup> Se prop. 2000/01:70, bet. 2000/01:SfU13, rskr. 2000/01:210.

<sup>16</sup> Prop. 1999/2000:46 s. 76 ff.

verksamhetsplan, som skall innehålla riktlinjer för placeringsverksamheten och för utövande av rösträtt i enskilda företag, samt en riskhanteringsplan. Riskhanteringsplanen skall beskriva de huvudsakliga risker som är förenade med placeringsverksamheten och hur dessa risker skall hanteras. Det skall vidare finnas interna instruktioner för hantering av dessa risker. Riskhanteringsplanen och instruktionerna skall också enligt lag följas upp löpande av styrelsen.

Styrelsen måste också besluta om en 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, andelen tillgångar som skall förvaltas externt respektive internt samt i vilken utsträckning tillgångarna skall förvaltas aktivt respektive passivt. Själva 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 skall ske. En del av det arbetet utgörs av s.k. riskbudgetering, som syftar till att fastställa målsättning och mandat för den aktiva förvaltningen. Till skillnad från beslut om förvaltningsstruktur, som ofta är långsiktiga och strategiska, kräver riskbudgeteringen löpande revideringar. Beslut kring riskbudgeteringen blir därför i första hand ett verktyg för den operativa ledningen.

Figur 3.2 Schematisk beskrivning av kompetensfördelningen inom AP-fonderna.



Buffertfondernas tillgångar ingår i beräkningen av det s.k. balanstalet och har därmed direkt betydelse för den automatiska balanseringen och frågan om denna skall aktiveras eller inte. AP-fondernas tillgångar utgör för närvarande cirka 12 procent, dvs. en mindre andel, av pensionssystemets samlade tillgångar. Första–Fjärde AP-fondernas uppdrag kan beskrivas som att, så långt fondernas inflytande sträcker sig, undvika att den automatiska balanseringen aktiveras, men inte i en snävt kortsiktig mening (prop. 1999/2000:46 s. 79). Ett alltför lågt kortsiktigt risktagande kan medföra att den långsiktiga avkastningen blir sämre och att sannolikheten därmed ökar för att balanseringsmekanismen skall aktiveras på längre sikt. Detta missgynnar yngre generationer som möter en ökad risk för att deras pensioner skall påverkas negativt, medan äldre generationer gynnas av att balansering inte behöver ske. 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.

Den centrala frågeställningen för AP-fondernas tillgångsförvaltning blir hur deras åtagande gentemot pensionssystemet kan preciseras, samt om de olika målen som ställts upp enligt ovan är förenliga med varandra. I de fall det finns en målkonflikt måste en avvägning ske. Eftersom belastningen på pensionssystemet till följd av demografiska faktorer kan förutses vara störst under perioden 2010–2050, måste analysen av åtagandesidan sträcka sig tiotals år in i framtiden.

Enligt det nu gällande uppdraget skall Första–Fjärde AP-fonderna förvalta diversifierade portföljer bestående av marknadsnoterade och omsättningsbara värdepapper samt aktier eller andra andelar som inom ett år avses bli noterade vid en börs eller annan reglerad marknad (se tabell 3.3). Minst 30 procent av det marknadsvärderade kapitalet skall placeras i räntebärande instrument med låg kredit- och likviditetsrisk.

Var och en av Första–Fjärde AP-fonderna får inneha noterade svenska aktier till ett belopp som uppgår till högst två procent av det samlade börsvärdet. En fond får äga aktier i ett börsnoterat företag som motsvarar högst tio procent av röstetalet. Maximalt fem procent av det marknadsvärderade fondkapitalet får placeras i aktier eller andra andelar i onoterade riskkapitalbolag, i onoterade fordringsrätter eller i fonder som huvudsakligen placerar i onoterade instrument.

Beträffande onoterade riskkapitalbolag gäller begränsningen maximalt 30 procent av röstetalet. Första–Fjärde AP-fondernas aktieplaceringar i onoterade fastighetsbolag är undantagna från begränsningarna avseende marknadsvärde och röstetal. Dessa placeringar begränsas i stället av en generell princip om riskspridning. Under 2005 fick högst 35 procent av Första–Fjärde AP-fondernas marknadsvärderade tillgångar vara utsatta för valutarisk. Från och med 2006 ökar den högsta tillåtna andelen till 40 procent av marknadsvärdet. Minst 10 procent av fondkapitalet skall förvaltas externt.

**Tabell 3.3 Första–Fjärde AP-fondernas placeringsregler i sammandrag.**

Skr. 2005/06:210

Typ av instrument	Tillåtna placeringar
Generellt	Alla förekommande instrument på kapitalmarknaden. Aktier och fordringsrätter skall vara marknadsnoterade och omsättningsbara (fastighetsaktier undantagna).
Onoterade värdepapper	Högst 5 procent av en fonds tillgångar får vara placerade i onoterade men omsättningsbara värdepapper. Onoterade aktier får endast ägas indirekt via fond eller riskkapitalbolag (fastighetsaktier undantagna).
Räntebärande instrument	Minst 30 procent av en fonds tillgångar skall vara placerade i räntebärande värdepapper med låg kredit- och likviditetsrisk.
Derivat	Främst i syfte att effektivisera förvaltningen eller minska risker. Ej derivat med råvaror som underliggande tillgång.
Krediter	Bankinlåning och utlåning på dagslånemarknaden. Direktlån till egna fastighetsbolag. Repor och värdepapperslån, främst i syfte att effektivisera förvaltningen.
Utländsk valuta	Högst 40 procent av tillgångarna får vara exponerade för valutarisk (under 2005 fick högst 35 procent av tillgångarna vara exponerade för valutarisk).
Upplåning	Kortfristig upplåning vid tillfälliga behov. Möjlighet till lån i Riksgäldskontoret vid fondtömning.
Stora exponeringar	Högst 10 procent av en fonds tillgångar får exponeras mot en enskild emittent eller grupp av emittenter med inbördes anknytning.
Svenska aktier	Marknadsvärdet av varje fonds innehav av noterade aktier i svenska bolag får uppgå till högst 2 procent av värdet av de svenska aktier som är noterade vid svensk börs eller auktoriserad marknadsplats.
Röstetal	Högst 10 procent i ett börsnoterat enskilt företag (egna fastighetsbolag undantagna). Högst 30 procent i onoterade företag (riskkapitalbolag).
Externa förvaltningsuppdrag	Minst 10 procent av kapitalet i varje fond skall skötas av utomstående förvaltare genom köp av fondandelar eller uppdrag om diskretionär förvaltning.

### *Sjätte AP-fonden*

Den 1 juli 1996 inrättades en sjätte fondstyrelse med uppgift att placera fondkapitalet på den inhemska riskkapitalmarknaden med inriktning mot små och medelstora företag. I samband med reformen 2000 bytte sjätte fondstyrelsen namn till Sjätte AP-fonden. Fonden motiveras på samma sätt som Första–Fjärde AP-fonderna av behovet att förvalta inkomstpensionens buffertkapital på ett effektivt sätt. Sjätte AP-fonden ingick däremot inte i pensionsöverenskommelsen och har därför arbetat med oförändrade förutsättningar sedan 1996. De tidigare gällande reglerna avseende Sjätte AP-fonden har överförts oförändrade till lagen (2000:193) om Sjätte AP-fonden. Dessa regler innebär bl.a. obegränsade möjligheter att investera i onoterade företag och börsnoterade riskkapitalbolag. Sjätte AP-fonden får äga maximalt 30 procent av röstetalet i svenska noterade aktiebolag. Däremot finns ingen begränsning av Sjätte AP-fondens innehav när det gäller onoterade bolag eller börsnoterade riskkapitalbolag som i sin tur investerar i onoterade aktier.

Medan övriga fonder fullgör en buffertfunktion inom fördelnings-systemet, och därtill förväntas bidra till inkomstpensionens långsiktiga finansiering, är Sjunde AP-fonden en del av det fullt fonderade premiepensionssystemet. Sjunde AP-fonden, den tidigare sjunde fondstyrelsen, inrättades ursprungligen 1998 och inledde verksamhet hösten 2000 när valen av fonder för första gången ägde rum inom premiepensionssystemet. Sjunde AP-fonden är en av systemets 83 fondförvaltare.<sup>17</sup>

Sjunde AP-fonden förvaltar Premiesparfonden och Premievals-fonden för de ändamål som framgår av bestämmelserna om premiepension i lagen (1998:674) om inkomstgrundad ålderspension. Förvaltningen skall ske utslutande i pensionsspararnas intresse. Sjunde AP-fonden lyder under samma övergripande regelverk som gäller för Första–Fjärde AP-fonderna. Kravet på låg risk gäller emellertid inte Sjunde AP-fondens förvaltning av Premievals-fonden, eftersom denna är fullt konkurrensutsatt. Hänsyn till miljö och etik skall tas i placeringsverksamheten, utan att avkall görs på det övergripande målet om hög avkastning.

Som framgått skall den totala risknivån i Premiesparfonden vara låg, varvid risk och avkastning skall tolkas i termer av utgående pensioner. Eftersom medlen i Premiesparfonden och Premievals-fonden förvaltas för individuella pensionssparares räkning, bärs risken av samma individer som erhåller den motsvarande avkastningen. Avvägningen mellan förväntad avkastning och risk kan därmed överlåtas till individen genom val av fond. När det gäller ickeväljarna, vars premiepensionsmedel förs till Premiesparfonden, måste Sjunde AP-fonden genomföra avvägningen mellan förväntad avkastning och risk i deras ställe.

Sjunde AP-fonden lyder dessutom under tillämpliga delar av lagen (2004:46) om investeringsfonder. Utöver den senare lagens bestämmelser om förvaltning av värdepappersfonder är Sjunde AP-fonden förhindrad att förvärva mer än fem procent av röstetalet i ett svenskt eller utländskt aktiebolag och är i normalfallet dessutom förhindrad att rösta för aktierna i svenska aktiebolag. För Sjunde AP-fonden finns inget krav på en minsta andel extern förvaltning.

Premiepensionsutredningen har i sitt betänkande (SOU 2005:87) föreslagit att Premiesparfonden skall ges en generationsfondprofil, öppnas för aktiva val och att Premievals-fonden avvecklas. Utredningen föreslår även att kravet på låg risk skall ersättas av en aktsamhetsprincip, i likhet med vad som gäller på tjänstepensionsområdet och att Sjunde AP-fonden skall få rätt att rösta för fondens svenska aktier. Premiepensionsutredningens förslag har remissbehandlats och bereds för närvarande inom Regeringskansliet.

<sup>17</sup> Vid utgången av 2005 ingick det i premiepensionssystemet 83 fondförvaltare som tillsammans förvaltade 725 fonder (Årsredovisning för Premiepensionsmyndigheten avseende år 2005).



Första–Fjärde AP-fonderna har nu bedrivit verksamhet med de nya placeringsreglerna som grund under sammanlagt fem år. Som en följd av det nya regelverket bytte den sammanlagda buffertfonden inriktning under 2001, från att till övervägande del placera fondkapitalet i räntebärande instrument till att investera i aktier. Samtidigt förändrades inriktningen från att huvudsakligen placera fondkapitalet i svenska finansiella instrument till att investera globalt.

Den sammanlagda buffertfonden omfattar, förutom Första–Fjärde AP-fonderna, även Sjätte AP-fonden samt de två s.k. avvecklingsfonderna som förvaltar onoterade värdepapper som inte fördelats mellan Första–Fjärde AP-fonderna.<sup>18</sup> Vissa förändringar av den övergripande portföljstrukturen har skett under 2005. Andelen utländska värdepapper har ökat både i aktie- och i obligationsportföljen. På aktiesidan är visserligen förändringen relativt marginell, en procentenhet till 41,5 procent. Det utländska obligationsinnehavet har däremot ökat med 2,6 procentenheter, till att nu omfatta 19,9 procent av totalportföljen. Trots det ökade innehavet av utländska värdepapper har valutaexponeringen minskat med 2,1 procentenheter i totalportföljen; fonderna fortsätter alltså att ta betydligt mindre valutarisk än vad regelverket tillåter. Valutarisken på aggregerad nivå uppgick till 15 procent vid årets slut.<sup>19</sup> Värt att notera är också att andelen realränteobligationer har minskat både i relativa och i absoluta tal, och uppgår nu till 4,3 procent av fondkapitalet eller drygt 33 miljarder kronor.

**Tabell 3.4 Den sammanlagda buffertfondens sammansättning 2003–2005 (miljarder kr).**

	2005-12-31	%	2004-12-31	%	2003-12-31	%
Svenska aktier	143,5	18,7	121,4	18,8	108,2	18,8
Utländska aktier	319,5	41,5	259,4	40,1	233,5	40,5
Svenska obligationer*	93,8	12,6	93,8	14,5	88,3	15,3
Utländska obligationer*	153,4	19,9	111,5	17,3	100,1	17,3
Realränteobligationer*	33,2	4,3	39,0	6,0	31,9	5,5
Övrigt (inkl. fastigheter)	22,8	3,0	21,1	3,3	15,0	2,6
Summa	769,2	100	646,2	100	577	100
Varav utomlands*	474,8	61,7	378,8	58,6	233,6	57,8
Varav valutaexponering	115,1	15,0	110,3	17,1	69,9	12,1

\*) Egna beräkningar av Andra och Fjärde AP-fondernas innehav av utländska obligationer respektive realränteobligationer med ledning av redovisningsinformation. Svenska obligationer inkluderar dessutom kassa.

Det samlade fondkapitalet i buffertfonderna ökade med 123 miljarder kronor under loppet av 2005 till följd av ett positivt marknadsvärderat resultat på cirka 113,7 miljarder kronor och ett fortsatt positivt nettoflöde av pensionsavgifter som uppgick till omkring 9,2 miljarder kronor (tabell 3.5). Överskottet av pensionsavgifter utöver pensionsbetalningar var 10,5 miljarder kronor medan kostnaderna för ålderspensionssystemets administration precis som 2004 uppgick till cirka 1,2 miljarder kronor.

**Tabell 3.5 Det summerade fondkapitalets utveckling 1960–2005 (miljarder kr).**

<sup>18</sup> Första AP-fondens avvecklingsfond samt Fjärde AP-fondens särskilda förvaltning.

<sup>19</sup> Uttryckt som andel av Första–Fjärde AP-fondernas sammanlagda fondkapital motsvarade fondernas valutaexponering 15,3 procent vid utgången av 2005. Denna andel var enligt lag begränsad till 35 procent detta år.

	2005	2004	2000	1990	1980	1970	1960
Resultat	113,7	63,7	28,1	54,1	10,4	2,0	0,0
Pensionsavgifter	179,6	171,6	144,3	77,7	22,2	6,1	0,5
Pensioner	-169,1	-164,8	-138,8	-77,4	-19,0	-1,2	
Överfört till statsbudgeten			-45,0				
Administration	-1,2	-1,2	-1,1	-0,5	-0,2	-0,1	
Tillfört kapital, netto	9,2	5,6	-40,6	0,9	3,0	4,8	0,5
Summa fondkapital	769,2	646,2	733,9	407,6	146,7	35,9	0,5

Med ledning av detaljerade uppgifter om pensionsavgifter och pensionsbetalningar, inklusive tidpunkterna för dessa betalningsflöden, är det möjligt att beräkna AP-fondernas samlade kapitalavkastning i form av en kapitalvägd avkastning (internränta). Mätt på detta sätt uppgick totalavkastningen 2005 till 17,4 procent (se tabell 3.6). Samtidigt uppgick inflationen under loppet av året till 0,9 procent, mätt med konsumentprisindex, varför buffertfondernas samlade reala avkastning blev 16,4 procent. Den reala avkastningen har därmed varit mycket hög tre år i följd, vilket återhämtat förlusterna under 2001 och 2002. Detta betyder att under den senaste femårsperioden uppgick den genomsnittliga avkastningen till 4,3 procent per år, vilket överstiger den genomsnittliga inflationen under samma tid med 2,8 procentenheter. För första gången sedan reformen genomfördes är följaktligen den reala långsiktiga avkastningen i systemet som helhet positiv.

**Tabell 3.6 Resultatsammanställning för summan av buffertfonder.**

	2005	2004	2003	2002	2001	2001-2005
Nettoflöde (mdkr)	9,2	5,6	8,6	7,9	-142,8	
Utgående fondkapital (mdkr)	769,2	646,2	577,0	487,5	565,2	
Avkastning (procent p.a.)*	17,4	10,9	16,4	-15,0	-4,4	4,3
Real avkastning (procent p.a.)	16,4	10,6	14,9	-16,7	-6,9	2,8

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

### *Buffertfondernas kostnader*

Kostnaderna för buffertfondernas kapitalförvaltning har stigit under de första åren efter reformen, vilket inte minst har samband med ökade kostnader för extern förvaltning. Under förra årets utvärdering gjordes en särskild genomgång av fondernas kostnadsstruktur i förhållande till normalkostnaderna för liknande förvaltning (skr. 2004/05:130). På den grunden inledde regeringen en dialog med AP-fondernas styrelser i syfte att förbättra fondernas kostnadseffektivitet.

I det reformerade pensionssystemet reducerar administrationskostnaderna utestående pensionsbehållningar, dock inte pensioner som har börjat utbetalas. Genom en förändring av Första–Fjärde AP-fondernas redovisningsprinciper minskar fr.o.m. 2005 den andel av fondernas kostnader som belastar de försäkrades pensionsbehållningar (tabell 3.7). Detta innebär även att kostnaderna för fondförvaltningen inte är jämförbara med förra årets kostnader. Se vidare Försäkringskassan, *Pensionssystemets årsredovisning 2005*, s. 16 och 34.

**Tabell 3.7 Buffertfondernas administrationskostnader enligt pensionssystemets årsredovisning (mnkr).**

	2005	2004	2003	2002	2001
Första AP-fonden	145	244	190	166	182
Andra AP-fonden	123	330	234	197	187
Tredje AP-fonden	127	314	235	177	110
Fjärde AP-fonden	133	246	216	165	175
Sjätte AP-fonden	326	340	340	302	272
Avvecklingsfonderna	4	14	19	23	26
Summa	858	1 488	1 234	1 030	952
Andel av fondkapital*		0,24 %	0,23 %	0,20 %	0,17 %

\*) Genomsnitt av ingående och utgående fondkapital respektive år.

Första–Fjärde AP-fondernas förändrade redovisningsprinciper innebär att endast interna kostnader fortsättningsvis redovisas som förvaltningskostnader. Externa förvaltningskostnader och depåkostnader benämns provisionskostnader och redovisas som en negativ intäkt. Dessutom görs en uppdelning av provisionskostnaderna i fasta avgifter respektive resultatberoende avgifter. De sistnämnda nettoredovisas i resultatet i stället för i provisionskostnader i resultaträkningens uppställning.

En jämförelse mellan tabellerna 3.7 och 3.8 visar att de förändrade redovisningsprinciperna innebar en reduktion av de redovisade kostnaderna 2004 med 95 miljoner kronor, jämfört med tidigare redovisning, vilket motsvarade 0,01 procent av genomsnittligt fondkapital. Denna förändring avser resultatberoende avgifter till externa förvaltare, dvs. avgifter som utbetalas under förutsättning att förvaltningen överträffat uppställda mål. Under 2005 har dessutom Första–Fjärde AP-fondernas redovisning förändrats när det gäller avgifter till riskkapitalföretag eller fonder som huvudsakligen placerar i onoterade aktier (riskkapitalfonder). Under förutsättning att avtalen med dessa fonder innehåller en klausul som föreskriver att återbetalning av inbetalda förvaltningsavgifter skall föregå eventuell vinstdelning får, enligt fondernas gemensamma redovisningsprinciper, förvaltningsavgifterna bokföras som en fordran. Detta förutsätter att vinstdelning kan bedömas vara sannolik. Sjätte AP-fonden, som är specialiserad på området, har dock valt att kostnadsföra alla avgifter till riskkapitalfonder. Det innebär att de redovisade kostnaderna för onoterade aktier inte längre är jämförbara mellan Första–Fjärde AP-fonderna å ena sidan och Sjätte AP-fonden å andra sidan.<sup>20</sup>

**Tabell 3.8 Buffertfondernas kapitalförvaltningskostnader enligt nya redovisningsprinciper (mnkr).**

	2005			2004		
	Interna	Externa	Totalt	Interna	Externa	Totalt
Första AP-fonden	145	120	265	131	104	235
Andra AP-fonden	123	160	283	119	189	308
Tredje AP-fonden	127	149	276	129	150	279
Fjärde AP-fonden	133	87	220	126	91	217
Sjätte AP-fonden	125	201	326	121	219	340
Avvecklingsfonderna	4	5	9	5	9	14
Summa	657	722	1379	631	762	1393
Andel av fondkapital*			0,19 %			0,23 %

\*) Genomsnitt av ingående och utgående fondkapital.

<sup>20</sup> Avgifter till riskkapitalfonder som inte kostnadsförts i Första–Fjärde AP-fondernas redovisning uppgick till 116 miljoner kronor 2005.

## 4 Sammanställning av AP-fondernas redovisade resultat 2005

Skr. 2005/06:210

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

### 4.1 Första–Fjärde AP-fonderna

Första–Fjärde AP-fonderna har ett i grunden identiskt uppdrag att förvalta diversifierade portföljer av marknadsnoterade aktier och obligationer 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.

Fondernas avkastning blev mycket god 2005, främst genom en gynnsam utveckling på världens aktiemarknader. Den svaga kronkursen bidrog även till att höja avkastningen i kronor på gjorda utlandsplaceringar, i den mån dessa inte valutasäkrats. Första–Fjärde AP-fonderna gynnades även av en mycket hög avkastning på aktier i AP Fastigheter, som fonderna äger gemensamt med en fjärdedel var. Den rapporterade avkastningen inom AP Fastigheter 2005 blev 47,7 procent, vilket beror på en god utveckling inom fastighetsbeståndet men också på förändrad värderingsprincip. Som en anpassning till marknadspraxis har den substansrabatt som tidigare tillämpats vid värdering av aktierna i AP Fastigheter tagits bort. Vid oförändrad värderingsmetod hade avkastningen på placeringar i AP Fastigheter uppgått till cirka 29 procent.

#### 4.1.1 Första AP-fondens resultat

Första AP-fondens resultat under 2005 blev 27 581 miljoner kronor (15 861 miljoner kronor föregående år), vilket motsvarar en avkastning före förvaltningskostnader på 17,5 procent (11,4 procent). Fondkapitalet steg under året till 187,3 miljarder kronor (från 156,8 miljarder kronor föregående år).

Första AP-fonden har som mål för verksamheten att avkastningen med god marginal skall överstiga den lägsta nivå som behövs för att pensionerna skall vara långsiktigt stabila. För den operativa förvaltningen är målet att avkastningen före kostnader skall överträffa jämförelseindex med 0,5 procentenheter på årsbasis. Under 2005 uppnåddes det operativa målet med bred marginal. Fondens avkastning på noterade tillgångar, som kan förvaltas löpande under året, var 17,0 procent (11,4 procent föregående år), vilket översteg jämförelseindex med 1,5 procentenheter (0,0 procentenheter föregående år).

Summan av interna kostnader och externa provisionskostnader uppgick till 265 miljoner kronor (235 miljoner kronor), vilket motsvarar 0,15 procent (0,16 procent) av ett schablonmässigt beräknat genomsnittligt fondkapital. Genom en förändring av AP-fondernas

gemensamma redovisningsprinciper har de av Första AP-fonden redovisade totala kostnaderna reducerats med 38 miljoner kronor 2005 (9 miljoner kronor 2004), varav 25 miljoner kronor (9 miljoner kronor) avser resultatberoende avgifter till externa förvaltare. Resultatberoende avgifter utbetalas under förutsättning att förvaltningens resultat har överträffat uppställda mål.

**Tabell 4.1 Första AP-fondens redovisade avkastning före kostnader 2004 och 2005 (procent).**

	2005			2004		
	Fonden	Index	Differens	Fonden	Index	Differens
Svenska aktier	34,4			26,6	26,8	-0,2
Utländska aktier	14,3			12,1	11,6	0,4
Aktier tillväxtmarknader	62,5			15,8	16,0	-0,2
Svenska räntebärande	4,1			7,9	7,8	0,1
Utländska räntebärande	2,6			4,9	5,3	-0,5
Realränteobligationer	7,1			11,0	11,0	0,0
Totalt noterade tillgångar	17,0	15,5	1,5	11,4	11,4	0,0
Övriga placeringar	47,6			13,2		
Totalt	17,5			11,4		

\*) Exklusive strategisk och taktisk allokering.

Som framgår av tabell 4.1 bidrog primärt svenska och utländska aktier samt övriga placeringar (AP Fastigheter) till Första AP-fondens totala avkastning. Fondens operativa resultat 2005 förklaras av, i tur och ordning, externt förvaltade medel, valutaförvaltning, taktisk allokering samt strategisk allokering. Även den interna aktieförvaltningen har bidragit positivt. Vid utgången av året omfattade de externt förvaltade medlen 37,7 procent (24,0 procent) av fondkapitalet som fördelats på 14 separata uppdrag, varav samtliga bidrog positivt under året. Fondens aktiva risker har under året befunnit sig i intervallet 0,2–0,5 procent, vilket bl.a. beror på en uppdelning av portföljen i ett större antal förvaltningsmandat som skall vara oberoende av varandra. En stor andel av dessa förvaltningsmandat har utfallit positivt under 2005, vilket bidragit till en extremt hög aktiv avkastning i förhållande till genomsnittliga aktiva risker (förhållandet mellan dessa storheter, den s.k. informationskvoten, uppgick till 3,9). Mätt sedan halvårsskiftet 2001 uppgår den årliga genomsnittliga informationskvoten till knappt 0,7.

**Tabell 4.2 Första AP-fondens portfölj 2004 och 2005.**

	2005		2004	
	Mdkr	%	Mdkr	%
Svenska aktier	23,4	12,5	18,9	12,0
Utländska aktier	77,2	41,2	63,5	40,5
Tillväxtmarknader	9,8	5,2	8,3	5,3
Svenska obligationer	16,4	8,8	15,7	10,0
Utländska obligationer	43,6	23,3	34,3	21,9
Realränteobligationer	14,6	7,8	12,4	7,9
Kassa	-2,0	-1,1	0,5	0,3
Övrigt (inkl. fastigheter)	4,3	2,3	3,2	2,1
<b>Summa</b>	<b>187,3</b>	<b>100,0</b>	<b>156,8</b>	<b>100,0</b>
Varav utomlands	130,6	69,7	106,6	68,0
Varav valutaexponering	38,6	20,6	32,8	20,9

\*) Inklusive derivatpositioner var fondens totala marknadsexponering 5,7 procentenheter lägre än fondkapitalet, vilket främst beror på en kraftig undervikt i nominella obligationer.

Efter en omstrukturering av förvaltningsuppdragen under 2005 förvaltas alla aktieplaceringar utanför Europa av externa förvaltare. Detta har

inneburit att andelen aktivt eller semiaktivt förvaltade medel har ökat till 95 procent (77 procent) av fondkapitalet samt att andelen externt förvaltade medel har ökat till 38 procent (24 procent) av fondkapitalet. Som framgår av tabell 4.2 var Första AP-fondens aktieandel marginellt högre vid utgången av 2005 jämfört med året innan, medan det skett omfördelning inom obligationsportföljen mot utländska placeringar (med beaktande av derivatpositioner är exponeringen mot svenska obligationer ännu mindre). Förutom innehavet i AP Fastigheter omfattar Första AP-fondens övriga placeringar mindre innehav i två riskkapitalfonder.

#### 4.1.2 Andra AP-fondens resultat

Andra AP-fondens resultat 2005 uppgick till 29 568 miljoner kronor (16 119 miljoner kr föregående år), vilket motsvarar en avkastning på 18,7 procent före förvaltningskostnader (11,6 procent föregående år). Fondkapitalet steg till 190 593 miljoner kronor (158 120 miljoner kronor föregående år).

Andra AP-fonden har som övergripande mål att maximera avkastningen så att konsekvenserna av den automatiska balanseringen minimeras över tiden. Andra AP-fonden har även formulerat ett reall avkastningsmål som för närvarande uppgår till 4,5 procent årligen. För den operativa förvaltningen gäller som mål att avkastningen skall överstiga jämförelseindex med 0,5 procentenheter per år före kostnader. Det reala avkastningsmålet och målet för den operativa förvaltningen har inte uppnåtts under perioden sedan 2001. Under de tre senaste åren har fondens avkastning med bred marginal uppnått det reala avkastningsmålet. Målet för fondens operativa förvaltning har inte uppnåtts. Under 2005 översteg avkastningen på Andra AP-fondens noterade tillgångar jämförelseindex med 0,2 procentenheter (-0,4 procentenheter föregående år).

Summan av interna kostnader och externa provisionskostnader uppgick till 283 miljoner kronor 2005 (308 miljoner kronor föregående år), vilket motsvarar 0,16 procent (0,22 procent) av ett schablonmässigt beräknat genomsnittligt fondkapital. Genom en förändring av AP-fondernas gemensamma redovisningsprinciper har de av Andra AP-fonden redovisade förvaltningskostnaderna reducerats med 108 miljoner kronor 2005 (22 miljoner kronor 2004), varav 90 miljoner kronor (22 miljoner kronor) avser resultatberoende avgifter till externa förvaltare. Resultatberoende avgifter utbetalas under förutsättning att förvaltningens resultat har överträffat uppställda mål.

Tabell 4.3 Andra AP-fondens redovisade avkastning före kostnader 2004 och 2005 (procent).

	2005			2004		
	Fonden	Index	Differens	Fonden	Index	Differens
Svenska aktier	36,6	39,5	-2,9	19,0	20,2	-1,2
Utländska aktier	22,9	20,9	2,0	11,5	11,8	-0,3
Obligationer	4,3	4,3	0,0	7,3	7,6	-0,3
Totalt noterade tillgångar			0,2			-0,4
Alternativa investeringar	30,1	12,9	17,2			
Totalt	18,7	17,8		11,6	12,0	

Andra AP-fonden överträffade jämförelseindex med 0,2 procentenheter 2005, vilket bl.a. beror på goda resultat i förvaltningen av utländska



aktier. Dessutom bidrog taktisk allokering. En andel av fondens svenska aktieportfölj, de s.k. speciella innehaven som förvaltas utifrån en längre horisont, bidrog negativt till fondens aktiva avkastning detta år. Andra AP-fondens aktiva risk för noterade tillgångar uppgick till 0,5 procent vid utgången av året, vilket var oförändrat jämfört med året innan.

Förvaltningen av svenska aktier resulterade i en god avkastning jämfört med ett sedvanligt marknadsindex, men understeg fondens jämförelseindex som bl.a. innehåller en större exponering mot småbolag. Andra AP-fonden rapporterar val av jämförelseindex som en separat värdeskapande aktivitet. Fondens index för svenska aktier är ett exempel på detta. Den större exponeringen mot småbolag har inneburit en ännu högre avkastning jämfört med Stockholmsbörsens benchmarkindex (SBX). Dessa förändringar av sedvanliga marknadsindex har tillsammans bidragit till fondens totala avkastning med 1,2 procentenheter under 2005.

Under 2005 har Andra AP-fonden infört en mer renodlad förvaltningsstruktur genom en uppdelning i bas- och specialmandat (*core-satellite*). Medan basmandaten förvaltas passivt eller indexnära, ofta internt, koncentreras risktagandet till specialmandat inom vissa områden, företrädesvis förvaltningsuppdrag med global räckvidd. Andelen extern förvaltning har minskat under året till 28 procent (37 procent föregående år).

Tabell 4.4 Andra AP-fondens portfölj 2004 och 2005.

	2005		2004	
	Mdkr	%	Mdkr	%
Svenska aktier	40,8	21,4	32,8	20,7
Utländska aktier	77,5	40,7	63,8	40,4
Obligationer	65,1	34,1	54,6	34,5
Alternativa investeringar	7,2	3,8	6,9	4,4
<b>Summa</b>	<b>190,6</b>	<b>100</b>	<b>158,1</b>	<b>100</b>
Varav utomlands*	109,8	57,6	86,8	54,9
Varav valutaexponering	21,8	11,4	16,2	10,2

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

\*) Schablonmässig bedömning på grundval av normalportföljens sammansättning.

Under 2005 avvecklades Andra AP-fondens innehav i hedgefonder, vilket minskade exponeringen något mot alternativa investeringar (tabell 4.4). Samtidigt reducerades exponeringen mot realränteobligationer och utökades exponeringen mot globala aktier och svenska nominella obligationer. Inom den globala aktieportföljen skedde en omfördelning, motsvarande två procent av fondkapitalet, från utvecklade marknader till tillväxtmarknader (*emerging markets*). Som en följd av detta höjdes även måttet för valutarisk i normalportföljen från nio till elva procent av fondkapitalet. Utöver innehavet i AP Fastigheter, som ägs gemensamt av Första–Fjärde AP-fonderna, äger Andra AP-fonden en tredjedel av fastighetsbolaget Norrporten som gav en avkastning på 24 procent under 2005.<sup>21</sup> Andra AP-fonden har gjort utfästelser om sammantaget 6,0 miljarder kronor i 13 riskkapitalfonder, varav 1,3 miljarder kronor

<sup>21</sup> Under 2006 har Andra AP-fonden utökat sitt ägande i Norrporten från en tredjedel till 50 procent av aktiekapitalet.

investerats. För dessa placeringar rapporterar Andra AP-fonden en avkastning på 24,3 procent under året. Skr. 2005/06:210

#### 4.1.3 Tredje AP-fondens resultat

Tredje AP-fondens resultat 2005 uppgick till 28 791 miljoner kronor (16 067 miljoner kronor föregående år), vilket motsvarar en avkastning före förvaltningskostnader på 17,9 procent (11,4 procent föregående år). Fondkapitalet steg till 191 950 miljoner kronor (160 254 miljoner kronor föregående år).

Tredje AP-fondens långsiktiga mål är att kapitalet skall växa med fyra procent per år efter avräkning för inflationen. Fondens reala avkastning 2001–2005 uppgick till 3,5 procent per år i genomsnitt och ligger därmed något under målet. Målet för Tredje AP-fondens operativa förvaltning har under de två senaste åren varit att överträffa jämförelseindex med 0,2–0,8 procentenheter per år efter kostnader. Inför 2006 har målet justerats till 0,6 procentenheter före kostnader. Målet avser ett årsgenomsnitt för rullande treårsperioder. Under 2005 blev fondens aktiva avkastning, dvs. avkastning utöver index, 1,2 procent före kostnader (0 procent föregående år). Resultatet ligger därmed inom ramen för långsiktig måluppfyllelse. Sedan starten 2001 rapporterar Tredje AP-fonden ett årligt mervärde genom aktiv förvaltning på i genomsnitt 0,38 procent före kostnader. För andra året i följd uppgick den aktiva risken för den noterade portföljen, mätt som tracking error, till 0,5 procent.

Summan av interna kostnader och externa provisionskostnader 2005 uppgick till 276 miljoner kronor (279 miljoner kronor föregående år), vilket motsvarar 0,16 procent av ett schablonmässigt beräknat genomsnittligt fondkapital (0,21 procent föregående år). Genom en förändring av AP-fondernas gemensamma redovisningsprinciper har de av Tredje AP-fonden redovisade förvaltningskostnaderna reducerats med 146 miljoner kronor 2005 (35 miljoner kr 2004), varav 85 miljoner kronor (35 miljoner kronor) avser resultatberoende avgifter till externa förvaltare. Resultatberoende avgifter utbetalas under förutsättning att förvaltningens resultat har överträffat uppställda mål.

Tabell 4.5 Tredje AP-fondens redovisade avkastning före kostnader 2004 och 2005 (procent).

	2005			2004		
	Fonden	Index	Differens	Fonden	Index	Differens
Svenska aktier	31,7	35,5	-3,8	20,1	20,8	-0,7
Utländska aktier	35,6	33,4	2,2			
Obligationer*	3,4	2,7	0,7			
Totalt noterade tillgångar	17,3	16,1	1,2	11,4	11,4	0,0
Alternativa investeringar	35,9					
Totalt	17,9			11,4		

\*) Avkastningen på utländska obligationer inkluderar valutasäkring.

I likhet med de andra buffertfonderna förklaras Tredje AP-fondens avkastning under 2005 primärt av aktiemarknadernas utveckling och av en god avkastning på övriga (alternativa) placeringar (tabell 4.5). Till Tredje AP-fondens operativa resultat 2005 bidrog, i tur och ordning, förvaltningen av utländska aktier, taktisk allokering samt förvaltningen av räntebärande tillgångar. Förvaltningen av svenska aktier bidrog



negativt till fondens operativa resultat 2005 även om avkastningen var hög i absoluta tal. Många av fondens externa förvaltare levererade en mycket god avkastning i absoluta och relativa termer, med beaktande av uppmätta avvikelser från index. Den s.k. informationskvoten översteg 1,0 i mer än hälften av fallen, vilket även gäller för den internt förvaltade obligationsportföljen.

Inför 2005 beslutade styrelsen att förändra fondens strategiska portfölj (normalportfölj) genom att utesluta realränteobligationer och halvera obligationsportföljens genomsnittliga löptid samt genom att reducera riktvärdet för fondens valutarisk från 19,3 till 14,7 procent av fondkapitalet. Inför 2006 har styrelsen beslutat att minska andelen svenska aktier från 16 till 12 procent av fondkapitalet, vilket förefaller ha motiverat en viss anpassning av andelen svenska aktier under loppet av 2005 (tabell 4.6). Samtidigt sker en omfördelning inom aktieportföljen från Sverige och övriga Europa till, främst, Asien och s.k. tillväxtmarknader (*emerging markets*). Även beträffande obligationer flyttas en andel av placeringarna från Sverige till andra länder. Styrelsen har reducerat riktvärdet för valutarisk ytterligare till 13 procent av fondkapitalet. Som framgår av tabell 4.6 har andelen utlandsplaceringar ökat under 2005, medan valutaexponeringen vid årets utgång låg vid samma nivå som ett år tidigare.

Tabell 4.6 Tredje AP-fondens portfölj 2004 och 2005.

	2005		2004	
	Mdkr	%	Mdkr	%
Svenska aktier	29,6	15,4	27,4	17,1
Utländska aktier	78,2	40,7	61,7	38,5
Svenska obligationer	25,6	13,3	24,7	15,4
Utländska obligationer	42,5	22,1	24,7	15,4
Realränteobligationer	8,6	4,5	14,6	9,1
Alternativa investeringar	7,5	3,9	7,2	4,5
<b>Summa</b>	<b>192,0</b>	<b>100,0</b>	<b>160,3</b>	<b>100,0</b>
Varav utomlands	122,6	63,9	91,5	57,1
Varav valutaexponering	36,6	19,0	30,4	19,0

Tredje AP-fonden utmärker sig genom ett betydande innehav av alternativa placeringar som fördelas på fastigheter, onoterade aktier, infrastruktur och en mindre portfölj av börsnoterade forskningsbolag inom *life science*. Utöver innehavet i AP Fastigheter äger Tredje AP-fonden även skogsfastigheter samt andelar i en fond som placerar i privatfinansierade infrastruktur tillgångar som skolor, vägar och sjukhus. Tredje AP-fonden har en betydande portfölj av placeringar i riskkapitalfonder. Under 2005 ingick fonden 17 nya investeringsåtaganden och har därmed sammantaget 54 sådana åtaganden uppgående till 9,5 miljarder kronor, varav drygt 3,8 miljarder kronor hade investerats vid utgången av 2005. Enligt AP-fondernas placeringsregler får maximalt fem procent av fondernas tillgångar placeras i riskkapitalfonder. Tredje AP-fonden har som mål att ligga nära denna gräns i investerat kapital, vilket i så fall innebär att ett högre belopp kommer att vara utfäst för framtida investeringar i onoterade aktier.

#### 4.1.4 Fjärde AP-fondens resultat

Skr. 2005/06:210

Fjärde AP-fondens resultat 2005 uppgick till 25 759 miljoner kronor (14 277 miljoner kronor föregående år), vilket motsvarar en avkastning på 16,9 procent (10,6 procent) före kostnader. Fondkapitalets värde ökade till 180 098 miljoner kronor (151 434 miljoner kronor föregående år).

Sedan starten 2001 uppgår Fjärde AP-fondens avkastning till 3,6 procent per år, eller 2,2 procent efter inflation, vilket tillgodoser ett långsiktigt mål om värdesäkring även om ett sådant specifikt mål inte har preciserats. Däremot har Fjärde AP-fondens styrelse formulerat målet att fondens avkastning under en löpande tvåårsperiod skall överstiga valt jämförelseindex med 1,35 procentenheter före kostnader, eller med i genomsnitt 0,7 procentenheter per år. Detta mål har fonden hittills inte uppnått. Under 2005 uppgick den aktiva avkastningen till -0,1 procentenheter (-0,3 procentenheter föregående år).

Summan av interna kostnader och externa provisionskostnader uppgick till 220 miljoner kronor (217 miljoner kronor föregående år), vilket motsvarar 0,13 procent (0,15 procent) av ett schablonmässigt beräknat genomsnittligt fondkapital. Genom en förändring av AP-fondernas gemensamma redovisningsprinciper har de av Fjärde AP-fonden redovisade förvaltningskostnaderna reducerats med 40 miljoner kr 2005 (29 miljoner kronor 2004), varav 16 miljoner kronor (29 miljoner kronor) avser resultatberoende avgifter till externa förvaltare. Resultatberoende avgifter utbetalas under förutsättning att förvaltningens resultat har överträffat uppställda mål. Fjärde AP-fonden rapporterar att ett antal kostnadsbesparande åtgärder har vidtagits, bl.a. genom byte av depåbank och omförhandling av hyresavtalet, som under året sänkt kostnaderna med 18 miljoner kronor på helårsbasis. Medelantalet anställda har dessutom minskat.

Tabell 4.7 Fjärde AP-fondens redovisade avkastning före kostnader 2004 och 2005 (procent).

	2005			2004		
	Fonden	Index	Differens	Fonden	Index	Differens
Svenska aktier	34,1	36,3	-2,2	18,1	20,8	-2,7
Utländska aktier*	14,5	14,8	-0,2	6,7	5,8	0,9
Obligationer*	3,7	3,5	0,3	7,0	6,1	0,9
Fastigheter	47,7	47,7	0	13,6	13,6	0
Totalt	16,9	17,0	-0,1	10,6	10,9	-0,3

\*) Avkastningen på samtliga utländska placeringar inkluderar valutasäkring.

Fjärde AP-fondens avkastning har understigit jämförelseindex fem år i följd. Mot den bakgrunden har fonden vidtagit ett antal åtgärder för att uppnå bättre avkastning i framtiden, varav några har gett resultat under 2005. Fjärde AP-fondens avkastning på svenska aktier var god i absoluta tal men räckte i likhet med tidigare år inte till för att överträffa jämförelseindex och bidrog därmed negativt till fondens operativa resultat. Den externt förvaltade globala aktieportföljen bidrog positivt, varav de s.k. semiaktiva mandaten, som förvaltas förhållandevis indexnära, lyckades bättre än de helt aktiva. Av Fjärde AP-fondens globala aktieportfölj var mindre än hälften (43,6 procent) externt förvaltad. Förvaltningen av räntebärande tillgångar överträffade jämförelseindex, i likhet med tidigare år. Under 2005 bidrog även

valutförvaltning och taktisk allokering positivt. I likhet med vad som gäller för de andra fonderna har avkastningen på innehavet i AP Fastigheter utvecklats mycket starkt under 2005, vilket till stor del beror på en förändrad värderingsprincip. För att undvika att redovisa ett snedvridet resultat har Fjärde AP-fonden avstått från att inkludera avkastningen på fastigheter i fondens sammanlagda aktiva resultat.

Under 2005 fattade styrelsen ett principbeslut om att investera tre procent av fondkapitalet i s.k. tillväxtmarknader (*emerging markets*) genom att minska placeringarna på andra utländska aktiemarknader i motsvarande mån. Upphandling av externa förvaltare förbereds. I slutet av 2005 minskades fondens strategiska valutaexponering från 20 till 10 procent av fondkapitalet mot bakgrund av en bedömning av kronans värdering i ett medelfristigt perspektiv. Vid utgången av 2005 hade Fjärde AP-fonden utfäst 1,6 miljarder kronor till sammanlagt elva riskkapitalfonder, varav 784 miljoner kronor investerats. Detta belopp redovisas tillsviðare som andelar av de svenska respektive utländska aktieportföljerna.

Tabell 4.8 Fjärde AP-fondens portfölj 2004 och 2005.

	2005		2004	
	Mdkr	%	Mdkr	%
Svenska aktier	36,3	20,0	29,4	19,3
Utländska aktier	76,8	42,2	62,1	42,8
Obligationer	63,3	36,4	54,5	35,8
Fastigheter	3,8	2,1	3,1	2,1
<b>Summa</b>	<b>180,2</b>	<b>100,0</b>	<b>151,5</b>	<b>100,0</b>
Varav utomlands*	111,8	62,1	91,6	60,5
Varav valutaexponering	18,1	10,1	30,9	20,4

\*) Schablonmässig beräkning.

## 4.2 Sjätte AP-fonden

Sjätte AP-fondens resultat 2005 uppgick till 1 241 miljoner kronor (1 110 miljoner kronor 2004), vilket motsvarar en avkastning före kostnader på 11,0 procent (11,5 procent). Fondkapitalet ökade till 15,1 miljarder kronor under 2005 från 13,9 miljarder kronor föregående år.

Vid utgången av 2005 hade 8,2 miljarder kronor (54 procent av fondkapitalet) investerats i onoterade aktier, medan sammantaget 14,1 miljarder kronor utfästas för investeringar i riskkapitalfonder och direktägda bolag, vilket representerar en ökning med två miljarder kronor från föregående år. Under 2005 gjordes ny- och tilläggsinvesteringar i onoterade bolag som uppgick till knappt 1,7 miljarder kronor medan 2,7 miljarder kronor återbetalades till Sjätte AP-fonden i samband med försäljningar av portföljbolag. Fonden ägde vid utgången av 2005 andelar i cirka 300 bolag, varav majoriteten ägdes på indirekt väg, genom fondens investeringar i riskkapitalfonder.

**Tabell 4.9 Sjätte AP-fondens struktur vid utgången av respektive år (miljoner kr).**

	2005	2004	2003	2002	2001	Andel 2005
Private equity	8 243	8 469	7 257	5 853	5 983	54 %
Likviditetsförvaltning	6 874	5 413	5 516	5 748	10 750	46 %
Total portfölj	15 117	13 882	12 773	11 601	16 733	
Övrigt	9	3	2	20	-5	
Fondkapital	15 126	13 885	12 775	11 621	16 728	100 %

Verksamheten i Sjätte AP-fonden är organiserad i två delar, dels riskkapitalverksamheten (den s.k. private equity-verksamheten) som omfattar placeringar i noterade aktier, dels likviditetsförvaltningen som handhar fondens likviditetsbuffert. Fonden avviker från privata riskkapitalfonder genom att inom ramen för fondens verksamhet även förvalta denna likviditetsbuffert.<sup>22</sup>

Enligt det av styrelsen definierade målet skall avkastningen, sedan hänsyn tagits till fondens kostnader, överträffa ett absolut avkastningsmål i ett rullande femårsperspektiv. Avkastningsmålet 2005 var 6,1 procent (6,4 procent 2004). Avkastningen efter kostnader uppgick till 8,9 procent (8,6 procent) och har under de senaste tre åren överträffat styrelsens mål och är därför konsistent med långsiktig måluppfyllelse. Före 2003 var fondens mål knutet till börsindex. Som framgår av tabell 4.10 har Sjätte AP-fonden även överträffat ett sammanvägt långsiktigt mål under femårsperioden 2001–2005.

Målet för hela fondens avkastning har under de tre senaste åren baserats på förväntade riskpremier i olika delar av verksamheten. Det innebär att avkastningskraven är högre i riskkapitalverksamheten. Här var det övergripande målet 2005 att uppnå en avkastning på minst 8,4 procent (8,7 procent 2004), medan målet för likviditetsförvaltningen var 3,1 procent (3,7 procent föregående år). Båda delmålen överträffades 2003–2005.

**Tabell 4.10 Sjätte AP-fondens avkastning efter kostnader 2001–2005 (procent p.a.).**

	2005	2004	2003	2002	2001	Genom- snitt
Private equity	8,6	11,9	14,6	-21,7	11,1	3,9
Likviditetsförvaltning	8,4	4,4	6,7	-34,7	-13,8	-7,4
Totalavkastning	8,9	8,6	10,7	-30,9	-8,0	-3,6
Jämförelseindex*	6,1	6,4	7,4	-35,7	-14,2	-7,7
Differens	2,8	2,2	3,3	4,8	6,2	4,1

\*) SIX RX exklusive Nokia 2000–2002, absolut avkastningsmål 2003–2005.

Eftersom Sjätte AP-fondens långsiktiga mål tidigare var knutet till börsindex har det varit möjligt att uppnå fondens långsiktiga mål även vid negativ avkastning. Efter 2003 är detta inte längre möjligt. Som framgår av tabell 4.10 har resultatet i riskkapitalverksamheten varit positivt varje år, med undantag för 2002. Detta hade samband med nyemissioner i portföljbolagen på låga nivåer som, enligt branschens riktlinjer, skall åtföljas av nedskrivningar av tidigare gjorda placeringar.

Mot bakgrund av det växande inslaget av noterade aktier beslutade styrelsen att Sjätte AP-fonden fr.o.m. 2003 skulle ha samma typ av mål som hela tiden gällt för riskkapitalverksamheten, dvs. ett krav på absolut

<sup>22</sup> I privata riskkapitalfonder utgör likviditetsbufferten det av fondens investerare utfästa men ännu inte investerade kapital, vilket fonden kan ropa av när behov uppstår.

avkastning över rullande femårsperioder. Vid samma tillfälle sänktes Skr. 2005/06:210 aktieexponeringen i likviditetsförvaltningen.

**Tabell 4.11 Sjätte AP-fondens redovisade resultat 2001–2005 (miljoner kr).**

	2005	2004	2003	2002	2001
Private equity	990	1 152	1 099	-1 276	503
Likviditetsförvaltning	577	298	394	-3 529	-1 911
Kostnader	-326	-340	-340	-302	-272
Varav externa kostnader*	-201	-219	-187	-152	-124
<b>Årets resultat</b>	<b>1 241</b>	<b>1 110</b>	<b>1 153</b>	<b>-5 107</b>	<b>-1 680</b>

\*) Arvoden till externa förvaltare.

Fondens förvaltningskostnader uppgick till 326 miljoner kronor 2005, vilket motsvarar 2,2 procent av ett schablonmässigt beräknat genomsnittligt fondkapital. Huvuddelen av kostnaderna avser riskkapitalverksamheten, som i stor utsträckning bedrivs i form av extern förvaltning. Kostnaderna för extern förvaltning minskade under 2005 till 201 miljoner kronor, från 219 miljoner kronor året innan, medan de interna kostnaderna steg något från 121 till 125 miljoner kronor. Dock kvarstår fondens interna kostnader på en lägre nivå jämfört med 2001–2003.

#### *Private equity-verksamheten*

Sjätte AP-fondens förvaltning av onoterade aktier har t.o.m. 2005 varit uppdelad i fyra verksamhetsgrenar:

- Life Science Ventures Investeringar inom läkemedel, bioteknik och medicinsk teknik
- Technology Ventures Investeringar inom IT, telekom och media/underhållning
- Products & Services Investeringar i industri- och tjänsteföretag med stor tillväxtpotential i tillväxt- eller mognadsfaserna
- AP Direktinvesteringar Investerar direkt i väletablerade företag där det finns en stark tillväxtpotential med hjälp av förändrade finansiella eller strukturella förutsättningar

Riskkapitalverksamhetens resultat 2005 blev 990 miljoner kr före kostnader (1 152 miljoner kr föregående år). Som framgår av tabell 4.12 har tre av fyra verksamhetsområden bidragit positivt, medan Technology Ventures åter bidragit negativt genom nedskrivningar av ett par större innehav.

**Tabell 4.12 Den onoterade portföljens resultat före kostnader 2001–2005.**

	%	Miljoner kr				
		2005	2004	2003	2002	2001
Life science	10,2	200	47	274	-526	217
Technology	-27,1	-398	170	-46	-201	-145
Products & Services	37,0	842	398	235	-443	-
AP Direktinvesteringar	13,3	346	537	636	-106	-
<b>Totalt</b>		<b>990</b>	<b>1 152</b>	<b>1 099</b>	<b>-1 276</b>	<b>503</b>

Som framgått ovan har avkastningen efter kostnader (8,6 procent) knappt överträffat styrelsens mål 2005. Detta beror på god avkastning på investeringar i mogen fas (*buy out*) som uppvägt negativ avkastning på investeringar i tidig fas (*venture capital*). De senare placeringarna är spridda på ett stort antal (cirka 180) portföljbolag som ställer krav på lång placeringshorisont.

Inför 2006 har verksamheten strukturerats på fyra nya affärsområden:

- AP Direktinvesteringar, investerar direkt i mogna företag
- AP Partnerinvesteringar, ett nytt affärsområde för direktinvestering i mindre, onoterade bolag
- AP Life Science, direkta och indirekta investeringar inom läkemedel, bioteknik och medicinsk teknik
- AP Fondinvesteringar, ett nytt affärsområde som omfattar indirekta investeringar i tidig fas (*venture capital*), mogen fas (*buy out*) och fonder som utgör en mellanform mellan noterade och onoterade innehav (*mixed equity*)

### Likviditetsförvaltningen

Likviditetsförvaltningen förvaltar den andel av fondkapitalet som inte har investerats i onoterade aktier. Likviditetsförvaltningens uppdrag har varit att säkerställa betalningsberedskap för finansiella åtaganden och förväntade framtida utflöden inom riskkapitalverksamheten och att därutöver överträffa de avkastningskrav som styrelsen definierat. Verksamhetens inriktning baseras på kort- och långsiktiga likviditetsprognoser.

Som framgår av tabell 4.11 uppgick likviditetsförvaltningens intäkter 2005 till 577 miljoner kronor (298 miljoner kronor föregående år), vilket motsvarar en avkastning före kostnader på 9,1 % (5,1 % 2004). Med avdrag för likviditetsförvaltningens kostnader på 26 miljoner kronor (28 miljoner kronor 2004) uppgick avkastningen till 8,4 procent (4,4 procent föregående år) vilket överträffade fondens mål med 5,3 procentenheter (0,7 procentenheter föregående år). Under femårsperioden 2001–2005 har likviditetsförvaltningen överträffat jämförelseindex med 1,8 procent per år.

Tabell 4.13 Likviditetsförvaltningens avkastning efter kostnader 2001–2005 (procent p.a.).

	2005	2004	2003	2002	2001	Genomsnitt
Likviditetsförvaltningen	8,4	4,4	6,7	-34,7	-13,8	-7,4
Jämförelseindex	3,1	3,7	4,9	-35,7	-14,2	-9,2
Differens	5,3	0,7	1,8	1,0	0,4	1,8

Huvuddelen av likviditetsförvaltningens kapital förvaltas externt genom placering i aktiefonder, räntefonder och hedgefonder och genom fortlöpande allokering mellan dessa tillgångsslag. Resultatet under 2005 har uppnåtts genom en viss exponering mot främst aktiemarknaden och därutöver genom god riskjusterad avkastning i de flesta fonder som valts av likviditetsförvaltningen. Avkastningen 2005 kan inte mäta sig med Stockholmsbörsen detta år men har uppnåtts vid en genomsnittlig standardavvikelse på endast 1,9 procent, vilket indikerar att avkastningen var konkurrenskraftig i riskjusterade termer. Under femårsperioden

2001–2005 har likviditetsförvaltningen överträffat ett sammanvägt jämförelseindex med i genomsnitt 1,8 procentenheter per år. Skr. 2005/06:210

### 4.3 Sjunde AP-fonden

Sjunde AP-fonden förvaltar två fonder inom premiepensionssystemet, Premiesparfonden och Premievalsfonden. För den individ som avstår från att välja någon annan fond skall premiepensionsmedlen föras till Premiesparfonden. Eftersom ett stort antal pensionssparare avstått från att välja annan fond är Premiesparfonden den klart största premiepensionsfonden. Vid utgången av 2005 var Premiesparfondens andel av det totala premiepensionskapitalet 30,2 procent. Därutöver förvaltar Sjunde AP-fonden Premievalsfonden som är det valbara statliga alternativet inom premiepensionssystemet. Premievalsfondens andel av det samlade premiepensionskapitalet var 0,9 procent 2005, vilket gjorde Premievalsfonden till systemets sjuttonde största fond.

För Premiesparfonden har Sjunde AP-fondens styrelse definierat målet att fondens avkastning under löpande femårsperioder skall motsvara minst genomsnittet för samtliga fonder som deltar i premiepensionssystemet, men med lägre marknadsrisk. På den grunden har styrelsen beslutat om fondens strategiska placeringsinriktning i form av en s.k. normalportfölj. För den operativa förvaltningen gäller dessutom ett mål att överträffa jämförelseindex med 0,5 procentenheter per år.

Premievalsfonden har samtidigt målet att fondens avkastning under en femårsperiod skall överträffa genomsnittet av alla valda fonder med 0,35 procentenheter per år (fram till utgången av 2003 gällde målet att Premievalsfonden skulle tillhöra den bästa fjärdedelen av alla valbara fonder). För Premievalsfonden gäller samma operativa mål som för Premiesparfonden, dvs. att jämförelseindex skall överträffas med 0,5 procentenheter per år.

Jämförelser med andra fonder i premiepensionssystemet görs med en avkastning mätt enligt NAV-kursmodellen (dvs. på grundval av fondkurser som beräknats kl. 16). 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). Därmed erhålls konsistenta jämförelser, såväl med andra fonder i premiepensionssystemet som med fondernas sammanvägda jämförelseindex.

Tabell 4.14 Sjunde AP-fondens avkastning efter kostnader enligt NAV-kursmodellen (procent).

	2005	2004	2003	2002	2001	Genomsnitt
Premiesparfonden	25,1	10,1	18,7	-27,0	-10,5	1,3
PPM-index	32,3	8,8	16,2	-33,1	-10,6	0,0
Differens	-7,2	1,3	2,5	6,1	0,1	1,3
Premievalsfonden	27,7	9,6	19,6	-30,6	-12,5	0,3
PPM-index	32,3	8,8	16,2	-33,1	-10,6	0,0
Differens	-4,6	0,8	3,5	2,5	-1,9	0,3

Premiepensionssystemet startade under hösten 2000. Därmed blir det möjligt att för första gången utvärdera Sjunde AP-fondens förvaltning för en hel femårsperiod. Under 2005 nådde inte avkastningen för vare sig



Premiesparfonden eller Premievalsfonden upp till genomsnittet för samtliga fonder som deltar i premiepensionssystemet (PPM-index). Under femårsperioden 2001–2005 har Premiesparfonden däremot överträffat PPM-index med 1,3 procent per år, samtidigt som fondens risk understigit genomsnittet av fonder, varför styrelsens mål har uppnåtts under perioden. Under samma tid har Premievalsfonden överträffat PPM-index med i genomsnitt 0,3 procent per år, vilket ligger nära den nya målsättning som gäller fr.o.m. 2004 men inte räcker för att uppnå tidigare gällande mål. En viktig orsak till att fonderna överträffat PPM-index är Sjunde AP-fondens beslut att, till skillnad från vad som brukar utmärka andra värdepappersfonder, valutasäkra ungefär hälften av de utländska tillgångarna. Sjunde AP-fondens val av realränteplaceringar framför nominella obligationer har också bidragit till fondernas överavkastning.

Som framgår av tabell 4.15 har Sjunde AP-fondens operativa mål uppnåtts fullt ut under 2005, men inte under femårsperioden. Båda fonderna övertröffade jämförelseindex med god marginal detta år, medan den genomsnittliga aktiva avkastningen sedan 2001 är negativ i båda fallen, för Premiesparfondens del dock med knapp marginal.

**Tabell 4.15 Sjunde AP-fondens avkastning före kostnader enligt stängningskursmodellen (procent).**

	2005	2004	2003	2002	2001	Genomsnitt
Premiesparfonden	25,5	10,8	19,8	-27,1	-9,3	2,0
Jämförelseindex	24,8	11,2	19,5	-26,5	-9,1	2,1
Differens	0,7	-0,4	0,3	-0,6	-0,2	-0,1
Premievalsfonden	28,2	10,5	21,2	-30,8	-11,2	1,1
Jämförelseindex	27,2	11,7	21,4	-30,0	-10,5	1,6
Differens	1,0	-1,2	-0,2	-0,8	-0,7	-0,5

Sjunde AP-fondens placeringar är till övervägande del externt förvaltade. Det är en viktig anledning till att antalet anställda uppgick till bara 13 personer vid utgången av 2005, vilket kan jämföras med 46–67 personer i var och en av Första–Fjärde AP-fonderna vid samma tillfälle. Nettokostnaden efter rabatt uppgick till 0,15 procent i Premiesparfonden och 0,30 procent i Premievalsfonden.

Under 2005 införde Sjunde AP-fonden i begränsad omfattning en modell som innebär en tydlig uppdelning av aktiv och passiv förvaltning i form av separerad alfa- och betaförvaltning. Enligt denna modell förvaltas hela kapitalet passivt till lägsta möjliga kostnad, medan eventuell aktiv förvaltning får karaktären av ett absolutavkastande uppdrag (alfauppdrag) som komplement till den passiva förvaltningen (betauppdraget). Summan av de två uppdragen blir helt jämförbar med ett traditionellt aktivt förvaltningsuppdrag. Fördelen är ökad tydlighet och förmodligen förbättrad långsiktig kostnadseffektivitet.

#### 4.4 Avvecklingsfonderna

Avvecklingsfonderna förvaltar de onoterade värdepapper i vilka Första–Fjärde AP-fonderna inte får placera enligt nuvarande placeringsregler. Förvaltningen sker avskilt från övriga tillgångar inom Första respektive Fjärde AP-fonden. Innehaven skall avvecklas så snart det är möjligt utan att placeringarnas värde försämras. De medel som flyter in i de två



avvecklingsfonderna skall fördelas mellan Första–Fjärde AP-fonderna i lika delar. Verksamheten bedrivs med stöd av lagen (2000:194) om införande av ny lagstiftning för allmänna pensionsfonder. Skr. 2005/06:210

Tabell 4.16 Avvecklingsfonderna 2004 (miljoner kr).

	Första AP-fondens avvecklingsfond	Fjärde AP-fonden, Särskilda förvaltningen
Ingående fondkapital	4 924	806
Överföringar	-1 450	-920
Årets resultat	214	586
Utgående fondkapital	3 688	472

I Första AP-fondens avvecklingsfond förvaltas fordringsrätter som inte är utgivna för allmän omsättning samt aktier i det av fonden helägda Första AP-fonden Renting AB. Resultatet 2005 blev 214 miljoner kronor (225 miljoner kronor föregående år). Fortsatta avvecklingar av innehaven inbringade 1 105 miljoner kronor under året, vilket bidrog till att totalt 1 450 miljoner kronor kunde överföras till Första–Fjärde AP-fonderna (515 miljoner kronor under 2003). Detta bidrog sammantaget till att fondkapitalet minskade från 4 924 miljoner kronor till 3 688 miljoner kronor under 2005. Sedan 2001 har Första AP-fondens avvecklingsfond överfört totalt 21,3 miljarder kronor till Första–Fjärde AP-fonderna.

Fjärde AP-fonden, Särskilda förvaltningen förvaltar onoterade aktier och liknande värdepapper som Första–Fjärde AP-fonderna inte får inneha enligt nuvarande regler. Resultatet 2005 blev 586 miljoner kronor (15 miljoner kronor föregående år). Genom fortsatta utförsäljningar av portföljbolag kunde 920 miljoner kronor överföras till Första–Fjärde AP-fonderna (500 miljoner kronor under 2004). Sedan 2001 har Särskilda förvaltningen överfört totalt 1 753 miljoner kronor till dessa fyra fonder.

## 5 Regeringens utvärdering av AP-fondernas verksamhet

Skr. 2005/06:210

I detta avsnitt presenteras regeringens utvärdering av AP-fondernas verksamhet som omfattar bedömningar av fondernas strategiska beslut respektive förvaltningsresultat under femårsperioden 2001–2005. För Första–Fjärde AP-fondernas del dominerades första halvåret 2001 av en snabb anpassning av fondernas portföljer till nya placeringsregler. Eftersom det under denna tid har visat sig vara praktiskt svårt att åstadkomma rättvisande jämförelser av fondernas operativa förvaltning, avser utvärderingen av dessa fonder perioden från halvårsskiftet 2001. När det gäller Sjätte och Sjunde AP-fonderna avser utvärderingen fem år eller längre. Sjätte AP-fondens onoterade portfölj måste av praktiska skäl utvärderas med utgångspunkt i den första investering som ännu inte realiserats, dvs. med början 1997.

Utvärderingen av AP-fondernas förvaltning innehåller dels en bedömning av fondernas mål och andra beslut av strategisk vikt som tagits av respektive fondstyrelse, dels en bedömning av fondernas avkastning i förhållande till uppställda mål. AP-fondernas mål kommer till uttryck i styrelsernas beslut om referens- eller normalportföljer, dvs. den långsiktiga placeringsinriktning som ligger till grund för fondernas operativa förvaltning, samt i styrelsernas beslut om operativa mål i förhållande till dessa normalportföljer. Andra beslut av strategisk betydelse inkluderar fondernas val av förvaltningsstruktur, dvs. fördelningen mellan intern och extern förvaltning, respektive aktiv och passiv förvaltning. Vid detta utvärderingstillfälle fördelas Första–Fjärde AP-fondernas ackumulerade resultat från halvårsskiftet 2001 t.o.m. 2005 i en strategisk respektive operativ del. Det strategiska resultatet, beräknat på detta sätt, kommer att vara ojämförligt mycket större än det operativa resultatet. Varje strategiskt beslut om investeringar i tillgångar som har gett en positiv avkastning sedan halvårsskiftet 2001 tillgodoräknas det strategiska resultatet, medan det operativa resultatet utgår från marknadernas genomsnittliga avkastning och kan därför avvika i både positiv och negativ riktning.

Till grund för regeringens utvärdering ligger ett underlag från Wassum Investment Consulting, som utfört uppdraget med stöd av nätverket Hewitt Wassum Investment Partners (bilaga 8). Wassum har efter upphandling fått detta uppdrag under treårsperioden 2006–2008, med möjlighet till ett års förlängning. Wassum har tidigare år bidragit med underlag beträffande fondernas operativa förvaltning. Denna gång har uppdraget utvidgats till att omfatta även styrelsernas strategiska beslut, enligt ovan.

Utvärderingen av styrelsernas strategiska beslut baseras på styrelsedokumentation, intervjuer med styrelseledamöter och företrädare för fondernas operativa ledning samt på fondernas totala avkastning i ett långsiktigt perspektiv. Vid utvärderingen av fondernas operativa förvaltning exkluderas däremot fastigheter och onoterade aktier som inte kan marknadsvärderas fortlöpande eller omsättas på en marknad till följd av taktiska marknadsbedömningar på det sätt som normalt sker i samband med förvaltning av likvida finansiella instrument.

Utvärderingen baseras på avkastningssiffror som har beräknats av Wassum på grundval av portföljdata från AP-fonderna. Resultaten kan i vissa fall avvika något från den avkastning som redovisats i fondernas årsredovisningar. Avkastningen är även beräknad före förvaltningskostnader, vilket har sin grund i behovet av jämförbarhet mellan fonderna.

Sjätte AP-fonden är inriktad mot förvaltning av onoterade aktier. Denna förvaltning utvärderas med beaktande av branschens riktlinjer (se faktaruta efter avsnitt 5.3). Sjunde AP-fondens förvaltning utvärderas på grundval av fondkurser (*net asset value*) eller motsvarande, vilka inkluderar samtliga tillgångsslag. Sjätte och Sjunde AP-fondernas avkastning är i vissa fall beräknad efter kostnader.

## 5.1 Styrning och utvärdering av AP-fonderna

**Regeringens bedömning:** Regeringens policy för styrning och utvärdering av AP-fonderna, som för första gången ligger till grund för utvärderingen, utgör grund för en fortsatt och breddad dialog med fondernas styrelser. Eftersom AP-fondernas styrelser har det fulla och odelade ansvaret för verksamheten är det av avgörande betydelse att styrelserna identifierar och upprätthåller en tydlig fördelning av roller och ansvar mellan styrelsen och den operativa ledningen i respektive fond. Regeringen kan bli tydligare genom att bättre följa upp utnämningar av ledamöter i AP-fondernas styrelser, bl.a. genom en relevant introduktion från huvudmannens sida. Utvärderingen av AP-fondernas verksamhet kan förbättras genom att i första hand inriktas mot fondernas långsiktiga resultat, avseende såväl styrelsernas strategiska beslut som fondernas operativa förvaltning.

**Regeringens skrivelse för 2004:** Den preliminära bedömning som regeringen framfört i tidigare års utvärderingar, att Första–Fjärde AP-fondernas förvaltningsaktivitet inte stått i proportion till verksamhetens kostnader, bekräftades av KPMG:s utvärdering. Regeringen förutsåg i skrivelsen en dialog med styrelserna om vilka åtgärder som kan genomföras med syfte att förbättra fondernas kostnadseffektivitet. Åtgärder som förutsätter förändringar av AP-fondernas regelverk övervägs i samråd med partierna bakom pensionsöverenskommelsen. Förslaget som KPMG framförde i sin utvärdering att minska antalet AP-fonder genom sammanslagningar saknar dock aktualitet.

För att ytterligare bidra till styrningen av AP-fonderna avsåg regeringen för sin del att, inom ramen för gällande regelverk, utforma en policy som tydliggör grunderna för regeringens årliga utvärdering.

Mot bakgrund av de kraftigt ökade administrationskostnaderna för ålderspensionssystemet hade Regeringskansliet inlett en intern översyn av samtliga kostnader som belastar pensionssystemet och därmed pensionerna, vilket inkluderar kostnaderna för buffertfondernas förvaltning. Vid behov skulle ytterligare åtgärder föreslås för att förbättra AP-fondernas kostnadseffektivitet.

**Skälen för regeringens bedömning:** I skrivelsen för 2004 aviserade regeringen sin avsikt att, inom ramen för gällande regelverk, utforma en

policy som tydliggör grunderna för regeringens årliga utvärdering (skr. 2004/05:130 s. 67). En sådan policy för styrning och utvärdering av AP-fonderna återfinns i *bilaga 1*. Målsättningen är att denna skall förbättra styrningens effektivitet genom att bidra till ökad tydlighet och främja konsistens över tiden. En policy har även fördelen att vara oavbrutet aktuell, till skillnad från de årliga utvärderingarna som riskerar att förlora aktualitet kort efter offentliggörandet.

AP-fondernas styrelser bär det fulla och odelade ansvaret för fondernas förvaltning (prop. 1999/2000:46 s. 122 ff). Regeringens utvärdering motiveras av behovet att balansera styrelsernas långtgående frihet att själva utforma mål och riktlinjer för verksamheten och att själva besluta om finansiering av fondernas förvaltningskostnader.

AP-fondernas uppdrag följer av lag och förarbeten. Lagens krav på låg risk i fondernas placeringar bör, tillsammans med andra krav, tillgodoses på ett sätt som går att förstå för en bred allmänhet. Därutöver omfattas AP-fonderna naturligen av de krav och önskemål som i allmänhet ställs på institutionella investerare, exempelvis när det gäller bolagsstyrning i fondernas portföljbolag och hänsynstagande till miljö och etik.

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

Regeringen skall i sin utnämningsspolitik tillse att styrelserna är kvalificerade för sin uppgift och allsidigt sammansatta. Nya ledamöter skall introduceras av huvudmannen, utöver den introduktion som sker genom fondernas försorg. Härutöver skall kommunikationen mellan huvudmannen och styrelsens ledamöter ha en adekvat omfattning, exempelvis genom styrelseseminarier eller liknande arrangemang.

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

AP-fondernas mål har uttryckts i allmänna termer, vilket erbjuder särskilda utmaningar. Risker att regeringens utvärdering skall 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 i första hand 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 strategiska beslut har avgörande betydelse för den långsiktiga avkastning som därefter realiserar, vilket inte minst framgår av årets utvärdering.

**Regeringens bedömning:** Första–Fjärde AP-fondernas långsiktiga resultat är nu positivt, även efter beaktande av inflationen och jämfört med Inkomstindex som är styrande för uppräknningen av inkomstpensionssystemets övriga tillgångar respektive skulder. Till fondernas långsiktiga resultat bidrar i allt väsentligt styrelsernas strategiska beslut. För att närmare bedöma styrelsernas val av förvaltningsstruktur krävs ytterligare underlag.

**Skrivelsen för 2004:** Första–Fjärde AP-fondernas styrelser har valt likartade grundläggande förvaltningsmodeller, med tonvikt på s.k. aktiv förvaltning, vilket innebär fortlöpande försök att med viss marginal överträffa marknadernas genomsnittliga avkastning, dvs. index. Eftersom dessa beslut medför extra kostnader, utöver vad som följer av en passiv indexnära förvaltning, måste fondernas operativa resultat utvärderas med utgångspunkt i jämförelseindex.

Fondernas ackumulerade avkastning är positiv sedan reformen 2001. Avkastningen uppvisar i allmänhet små avvikelser i förhållande till index, vilket även gäller över tiden. Detta förefaller tala emot styrelsernas val av förvaltningsmodeller enligt ovan.

**Wassums utvärdering:** Första–Fjärde AP-fondernas ackumulerade avkastning sedan halvårsskiftet 2001 uppgår till 166,5 miljarder kronor. Det är tveklöst så att det är styrelsernas ursprungliga strategi och benchmark som har bidragit mest till detta (159,3 miljarder kronor). Därutöver har styrelsernas samlade strategiändringar sedan 2001 bidragit med ytterligare drygt 7 miljarder kronor medan den operativa förvaltningen har bidragit med 3,3 miljarder kronor. Det är värt att notera att strategiändringar sammanlagt har bidragit med mer än dubbelt så stora värden som den operativa förvaltningen av fondernas likvida portföljer. Första–Fjärde AP-fondernas samlade förvaltningskostnader uppgick till 4,0 miljarder kronor under perioden.

Första–Fjärde AP-fonderna står inför en svår utmaning när det gäller att skapa relevanta utgångspunkter för medlens förvaltning. Efter fem års förvaltning uppgår det ackumulerade resultatet i fasta priser till cirka 106 miljarder kronor. Första–Fjärde AP-fonderna har överträffat Inkomstindex med cirka 44 miljarder kronor under perioden. Det är emellertid svårt att efter några få år bedöma om resultatet är tillräckligt mot bakgrund av den långa placeringshorisonten. Det är sannolikt inte heller tillräckligt att konstatera att den automatiska balansmekanismen inte har utlösts eftersom detta i stor utsträckning påverkas av faktorer som AP-fonderna inte kan påverka, t.ex. arbetskraftsdeltagande och demografisk utveckling.

Andra AP-fonden, och på senare tid även Tredje AP-fonden, har ställt upp absoluta avkastningskrav som fonderna upplever tillfredsställande mot bakgrund av det långsiktiga uppdraget (4,5 respektive 4,0 procent real avkastning per år). Genom detta tillvägagångssätt möjliggörs en löpande utvärdering av den totala förvaltningen, trots att utvärderingen avser en kortare period än 40 år. En annan fördel med att fonderna uttryckligen fastställer ett eget avkastningsmål är att det också

fortsättningsvis skapas förutsättningar för ett oberoende agerande mellan fonderna. Det är inte bra för riskspridningen och oberoendet inom fondsystemet om en eller flera buffertfonder fattar beslut som delvis har sin utgångspunkt i de beslut som har fattats inom andra buffertfonder.

Fonderna har i olika utsträckning valt att genomföra förvaltningen med hjälp av interna resurser. Bland Första–Fjärde AP-fonderna har för närvarande Fjärde AP-fonden högst andel intern förvaltning (cirka 80 procent) och Tredje AP-fonden lägst andel (cirka 55 procent). Sjunde AP-fonden har valt att lägga ut huvuddelen av förvaltningen externt och har en ännu mindre andel intern förvaltning (cirka 20 procent). Det finns naturligtvis fördelar med att bedriva förvaltningen internt; dels byggs det upp en kompetens inom organisationen, dels kan intern förvaltning vara billigare jämfört med att anlita externa förvaltare. En stor intern förvaltningsorganisation kan också innebära nackdelar, t.ex. genom att leda till att förvaltningen förlorar flexibilitet.

Under utvärderingen har det framkommit att några av AP-fonderna endast i begränsad omfattning gick på djupet kring frågeställningen om interna aktiva förvaltningsorganisationer skulle upprättas eller ej. Bevisbördan för att den interna organisationen hade förmågan att tillföra avkastning var i vissa fall inte den tyngsta. Styrelserna har en viktig roll som kontrollinstans när det gäller de interna förvaltningsorganisationerna. Styrelserna bör vara uppmärksamma på den potentiella intressekonflikt som kan uppstå mellan styrande och operativa roller och verka för att det ställs samma krav på interna förvaltningsuppdrag som på externa.

Avvägningen mellan passiv och aktiv förvaltning är svår att göra. Förutsättningarna kan variera över tiden. Emellertid är det rimligt att förvänta sig att AP-fonderna på förhand analyserar förutsättningarna för att lyckas med aktiv förvaltning. Sjunde AP-fonden genomförde tidigt strukturerade analyser för att välja inom vilka områden förvaltningen skulle vara aktiv eller passiv. På samma sätt har Tredje AP-fonden använt sig av liknande analyser sedan 2003. I övrigt förefaller det som att fonderna inte har gjort lika djupgående studier när det gäller valet av aktiv eller passiv förvaltning.

**Skälen för regeringens bedömning:** Genom goda resultat 2005 har Första–Fjärde AP-fonderna genererat ett reallt överskott efter inflation som uppgår till 106 miljarder kronor för femårsperioden 2001–2005. Under samma tid har fonderna sammantagna genererat ett överskott i förhållande till Inkomstindex som uppgår till cirka 44 miljarder kronor (bilaga 8, s. 17). Inkomstindex är styrande för den årliga uppräknings av inkomstpensionssystemets övriga tillgångar, den s.k. avgiftstillgången, respektive skulder och utgör därmed en lägsta norm för att avgöra om fonderna bidragit till pensionssystemets finansiering. Båda överskotten är en konsekvens av en god utveckling under 2005. Det kan alltså diskuteras vad som är ett tillräckligt bra långsiktigt resultat. Andra och Tredje AP-fonderna har, var och en för sig, formulerat långsiktiga avkastningsmål som uppgår till 4,5 respektive 4,0 procent reallt per år. Som framgår av tidigare avsnitt (tabell 3.6) uppgick den reala avkastningen för buffertfonderna sammantagna (inklusive Sjätte AP-fonden) till 2,8 procent per år under femårsperioden, dvs. något

mindre.<sup>23</sup> Dock gäller det att fondernas summerade överskott i förhållande till Inkomstindex (44 miljarder kronor) översteg pensionssystemets överskott 2005 (28 miljarder kronor), varför fonderna entydigt kan sägas ha medverkat till att den automatiska balansmekanismen hittills inte behövt aktiveras (se avsnitt 3.2.1).

**Tabell 5.1 Första–Fjärde AP-fondernas ackumulerade resultat sedan halvårsskiftet 2001 (mdkr).**

	AP1	AP2	AP3	AP4	Summa
Ursprunglig strategi	41,7	38,0	39,8	39,8	159,3
Strategiändringar	1,5	5,1	3,7	-3,1	7,1
Förvaltningsaktivitet	1,8	0,7	2,7	-1,9	3,3
Övriga resultateffekter	-1,9	2,1	0,7	-0,3	0,6
Kostnader	-0,9	-1,0	-1,1	-0,9	-4,0
Akkumulerat resultat	42,2	44,9	45,9	33,5	166,5

Källa: Wassum

Första–Fjärde AP-fondernas ackumulerade resultat i nominella termer från halvårsskiftet 2001 till och med utgången av 2005 uppgick till 166,5 miljarder kronor (tabell 5.1). Detta resultat förklaras till helt övervägande del av styrelsernas initialt beslutade strategi, vilket är naturligt. Om denna ursprungliga placeringsinriktning hade behållits hela tiden hade resultatet blivit 159,3 miljarder kronor före kostnader. Den aktivitet som bedrivits därefter kan fördelas mellan förändringar av styrelsernas strategiska beslut, som bidragit med 7,1 miljarder kronor före kostnader, respektive fondernas operativa förvaltning, som bidragit med 3,3 miljarder kronor före kostnader. Som Wassum påpekar har förändringar av styrelsernas strategier bidragit med mer än dubbelt så stora värden som den operativa förvaltningen. Dessutom torde en större andel av fondernas summerade kostnader under samma tid (4,0 miljarder kronor) ha samband med den löpande operativa förvaltningen, varför det knappast är säkerställt att det aggregerade bidraget från aktiv förvaltning hittills varit positivt efter kostnader.

Den strategi som var gällande vid halvårsskiftet 2001 är inte med nödvändighet en korrekt utgångspunkt för en regelrätt utvärdering. En del av styrelsernas strategiändringar fram till 2005 hade en långsiktig inriktning och kan därmed betraktas som successiva förbättringar av den ursprungliga strategin, vilka i så fall bör utvärderas över en tillräckligt lång horisont. I andra fall motiveras strategiförändringar av värderingsargument som däremot kan utvärderas över en medelfristig horisont. Vid en djupare analys kan alla förändringar av styrelsernas strategiska beslut därför inte bedömas från samma utgångspunkter.

Posten övriga resultateffekter har samband med onoterade tillgångar och kan därmed anses ingå i styrelsernas ansvarsområde. Det kan exempelvis betraktas som ett utslag av tillfälligheter om fastigheter ingick i fondens strategi från start eller vid ett senare tillfälle och vilka resultateffekter detta i så fall har givit upphov till. Detta ändrar inte det grundläggande förhållandet att Första–Fjärde AP-fonderna redan från start ägde en fjärdedel vardera av AP Fastigheter och därför har haft en identisk resultatutveckling beträffande detta innehav. Utvärderingen av styrelsernas strategiska beslut blir av dessa anledningar indikativ till sin

<sup>23</sup> Både Andra och Tredje AP-fondens reala (inflationskorrigerade) avkastning uppgick till 3,4 procent per år under femårsperioden 2001–2005.

natur och bör uppfattas som ett steg i en fortgående process. Fondernas förvaltningsaktivitet bedrivs däremot kontinuerligt och med en relativt kortfristig horisont, varför utgångspunkten för utvärderingen av aktiv förvaltning är relevant.

### *Förvaltningsstruktur*

Fondernas val av förvaltningsmodeller avviker i viss mån från varandra, särskilt mellan Första–Fjärde AP-fonderna å ena sidan och Sjätte respektive Sjunde AP-fonderna å andra sidan. Fjärde AP-fonden har den högsta andelen intern förvaltning och även, med en något knappare marginal, den högsta andelen aktiv och semiaktiv förvaltning. Bland Första–Fjärde AP-fonderna har Tredje AP-fonden lägst andel intern förvaltning och också lägst andel aktiv förvaltning. Sjätte och Sjunde AP-fonderna avviker genom att lita till intern förvaltning i betydligt mindre utsträckning än Första–Fjärde AP-fonderna. Sjätte AP-fonden förvaltar onoterade aktier varför valet mellan aktiv och passiv förvaltning förlorar relevans (det finns inget index och därmed ingen möjlighet att bedriva passiv förvaltning av onoterade aktier). Sjunde AP-fonden har däremot en klart mindre andel aktiv förvaltning än Första–Fjärde AP-fonderna (uppgifterna i tabell 5.2 avser Premiesparfonden).

**Tabell 5.2 AP-fondernas förvaltningsstruktur 2005 (procent).**

	AP1	AP2	AP3	AP4	AP6	AP7
Andel intern	62	72	55	81	37	20
Andel aktiv*	95	90	74	100	-	35

\*) Inkluderar indexnära s.k. semiaktiv förvaltning. Källa: Fondernas årsredovisningar och Wassum.

Wassum konstaterar att några AP-fonder inledningsvis upprättade interna organisationer för aktiv förvaltning utan att först ha gjort en djupgående analys av förutsättningarna. Argumenten för att en intern organisation skulle ha förmåga att tillföra avkastning var i vissa fall inte uttömmande (som Wassum uttrycker saken var bevisbördan för att detta skulle vara fallet inte den tyngsta). Eftersom det är angeläget att styrelserna upprätthåller en tydlig fördelning av styrande och operativa roller i förhållande till fondernas operativa ledning finns det i detta sammanhang skäl att kritiskt granska argumenten för intern förvaltning. Styrelserna bör vara uppmärksamma på eventuella intressekonflikter och verka för att samma krav ställs på interna förvaltningsuppdrag som på externa leverantörer av förvaltningstjänster. Fördelar vid intern förvaltning såsom kompetensuppbyggnad och lägre kostnader får vägas mot risken för intressekonflikter och försämrade flexibilitet när det uppstår behov att förändra uppdraget.

Det är värt att notera att det inte är ett mål i sig att fonderna skall bedriva aktiv förvaltning. Om styrelserna däremot beslutar om aktiv förvaltning krävs det att resultatet av denna verksamhet över tiden förväntas överstiga de merkostnader som blir resultatet med en marginal som minst motsvarar en adekvat riskpremie. Det är knappast lämpligt att utsätta pensionssystemets fonderade kapital för risk utan att detta med en viss sannolikhet kan förväntas bli kompenserat av en adekvat riskpremie. För att detta skall ske krävs att valda förvaltare uppvisar en tillräcklig



grad av skicklighet och att de ges utrymme att demonstrera denna förmåga. AP-fonderna, liksom alla institutionella förvaltare, har anledning att göra en kritisk bedömning på mandatnivå om det finns förutsättningar att överträffa marknadernas genomsnitt, dvs. index, och om den interna organisationen kan anförtros uppdraget eller om detta bör upphandlas externt. En sådan bedömning bör inkludera angivandet av specifika skäl som utgör grund för bedömningen att överavkastning är sannolik i det enskilda fallet. Finns det inte goda sådana skäl bör förvaltningsuppdraget i fråga skötas på det mest kostnadseffektiva sättet, dvs. passivt.

Enligt Wassum genomförde Sjunde AP-fonden på ett tidigt stadium strukturerade analyser för att välja inom vilka områden förvaltningen skulle ske aktivt respektive passivt. Tredje AP-fonden har utnyttjat motsvarande analyser sedan 2003. Intressant nog utmärks dessa fonder av en delvis annorlunda förvaltningsstruktur (tabell 5.2). Inför kommande år har Wassum i uppdrag att granska fondernas argument för aktiv förvaltning på en mer detaljerad nivå.

### *Kostnadseffektivitet*

Eftersom regeringens utvärdering motiveras av ett behov att balansera styrelsernas långtgående frihet att själva besluta om förhållanden som rör fondernas förvaltning, inklusive deras finansiering, ingår även kostnadseffektiviteten som en naturlig del av denna utvärdering. Förra året upphandlades en separat utvärdering av AP-fondernas kostnader som genomfördes av KPMG. På den grunden inleddes en dialog med fondernas styrelser om möjligheterna att förbättra kostnadseffektiviteten. Denna dialog pågår alltjämt.

Första–Fjärde AP-fonderna har själva upphandlat en separat utvärdering av fondernas kostnadseffektivitet som har resulterat i delvis annorlunda slutsatser. En invändning som kan anföras mot dessa slutsatser är att de baseras på fondernas befintliga förvaltningsmodeller och att det därför inte sker någon prövning av fondernas val av förvaltningsstruktur. Regeringen har förbehållit sig rätten att göra en utvärdering mot riktmärken som regeringen själv valt om de riktmärken som fonderna fastställt för sin portföljförvaltning bedöms vara uppenbart olämpliga (prop. 1999/2000:46 s. 114). Som framgår av policyn för styrning och utvärdering av AP-fonderna (bilaga 1) är det angeläget att en utvärdering av fondernas kostnader inkluderar en prövning av fondernas val av förvaltningsmodeller och att en granskning av kostnadseffektivitet baseras på antaganden om förväntad avkastning som är rimligt kvalitetssäkrade. Historiska resultat bör avse en längre period för att kunna läggas till grund för en utvärdering.

**Tabell 5.3 Första–Fjärde AP-fondernas aktiva risker 2004 och 2005 (procent).**

	AP1		AP2		AP3		AP4	
	2005	2004	2005	2004	2005	2004	2005	2004
Svenska aktier	0,4	0,4	1,6	1,3	1,5	1,9	1,3	2,2
Utländska aktier	0,5	0,2	0,9	0,5	1,4	0,6	0,9	1,1
Totalt	0,5	0,2	0,4	0,4	0,7	0,7	0,3	0,6

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

Regeringens utvärdering har flera år i följd kommenterat relationen mellan kostnader och förvaltningsaktivitet, mätt med s.k. aktiva risker som är ett sammanfattande mått på relationen mellan fondernas avkastning och jämförelseindex under en period. När det gäller Första–Fjärde AP-fonderna har förvaltningsaktiviteten inte ansetts stå i proportion till verksamhetens kostnader (skr. 2004/05:130 s. 67). Detta kan åtgärdas genom att anpassa kostnaderna till förvaltningsaktiviteten eller genom att anpassa aktiviteten i nivå med kostnaderna. Fonderna har genomgående eftersträvat den senare lösningen.

Tabell 5.3 ger en översikt av Första–Fjärde AP-fondernas aktiva risker över rullande tolv månadersperioder. Eftersom individuella skattningar baseras på tolv observationer är det inte möjligt att dra långtgående slutsatser enbart på denna grund. Uppgifterna skall endast uppfattas som indikativa. Med detta sagt indikerar tabellen en viss ökning av Första AP-fondens uppmätta sammanlagda förvaltningsaktivitet under 2005, genom ökade aktiva risker i förvaltningen av utländska aktier. Även för Andra och Tredje AP-fonderna gäller att den uppmätta aktiviteten i förvaltningen av utländska aktier tycks ha ökat utan att detta slagit igenom i fondernas uppmätta totala aktiva risker. Detta kan bero på statistisk osäkerhet till följd av ett begränsat antal observationer men kan också vara en konsekvens av riskspridning mellan förvaltningsuppdrag som är mer eller mindre oberoende av varandra. Inför kommande år har Wassum i uppdrag att granska förvaltningsaktiviteten inom enskilda interna och externa förvaltningsmandat som inte påverkas av riskspridning och som därför kan förväntas ge en mer rättvisande bild av den faktiska förvaltningsaktiviteten. I det sammanhanget skall även behovet av statistiskt säkerställda underlag beaktas.

Den bästa bekräftelsen på fondernas val av förvaltningsmodeller är naturligtvis en avkastning över tiden som mer än väl kompenserar för kostnaderna, med en marginal som motsvarar en adekvat riskpremie till pensionssystemet. Hittills har endast Tredje AP-fonden åstadkommit ett långsiktigt resultat, också efter kostnader, som ger visst stöd för den valda förvaltningsstrukturen, även om det alltjämt är oklart vilken riskpremie som skall anses vara motiverad. I motsats till förväntade framtida resultat är en avkastning som redan realiserats säkerställd. Vid en framåtblickande bedömning kvarstår emellertid ett behov att väga målen för verksamheten mot sannolikheten för att de skall realiserats. Här kommer fondernas aktiva risker in i bilden. Om den aktiva risken är 0,5 procent, kan man säga att det är mindre sannolikt att ett mål för aktiv avkastning som uppgår till 0,5 procentenheter skall uppnås över tiden.<sup>24</sup> Uttryckt på annat sätt är det föga sannolikt att förhållandet mellan aktiv avkastning och aktiv risk, den s.k. informationskvoten, varaktigt skall uppgå till positiva heltal – eller ens ligga nära 1,0 – eftersom detta erfarenhetsmässigt tillhör undantagen.

<sup>24</sup> En enkel sannolikhetskalkyl baserad på oberoende (normalfördelade) utfall ger vid handen att sannolikheten är 16 procent att överträffa ett mål för överavkastning på 0,5 procentenheter ett enskilt år, om den aktiva risken är 0,5 procent (under förutsättning att det förväntade utfallet är noll, i likhet med marknadens genomsnitt). Över längre perioder blir den teoretiska sannolikheten mindre.

Första–Fjärde AP-fondernas styrelser skall årligen fastställa en verksamhetsplan innehållande en placeringspolicy, en ägarpolicy och en riskhanteringsplan. Ägarpolicyen skall innehålla mål, medel, regler för beslutsfattande samt allmänna riktlinjer i ägarstyrningsfrågor (prop. 1999/2000:46 s. 82). Därutöver tillhör AP-fonderna kategorin institutionella investerare, på vilka det ställs växande krav att, på uppdragsgivarnas vägnar, förvalta det värde som rätten att rösta för fondernas aktier motsvarar. I detta specifika fall är uppdragsgivaren pensionssystemet och därmed den breda allmänhet som har eller har haft pensionsgrundande inkomster (bilaga 1).

Det är inte motiverat att granska Sjätte och Sjunde AP-fondernas ägarstyrning på samma sätt. Sjätte AP-fonden bedriver förvaltning av onoterade aktier som skiljer sig från annan institutionell förvaltning genom att ställa direkta och långtgående krav på bolagsstyrning som ett nödvändigt komplement till fondens finansiella insatser (av detta skäl används ibland uttrycket ”intelligent kapital” om denna typ av finansiering). Bolagsstyrning är i detta fall en självklar del av själva förvaltningsprocessen, vars resultat framgår av fondens långsiktiga avkastning. Sjunde AP-fondens förvaltningsinriktning ansluter närmare till Första–Fjärde AP-fonderna men Sjunde AP-fonden har inte rätt att rösta för fondens svenska aktier.

Under 2005 har frågor rörande Skandia uppmärksammats speciellt av Första, Andra och Fjärde AP-fonderna som hade betydande innehav i bolaget. Bolagsstämman den 14 april hade att ta ställning till en föreslagen förlikning med den tidigare ordföranden Lars Ramqvist. En viktig orsak till att förslaget accepterades av de tre AP-fonderna och av stämman var det stöd för förslaget som uttalades av den då nya oberoende styrelsen i Skandia. Under våren aviserades ett intresse för Skandia som sedan konkretiserades genom ett konkret anbud från Old Mutual under hösten. Första, Andra och Fjärde AP-fonderna ansåg budet vara för lågt och framförde även detta i den offentliga debatten.

Under 2005 var Första AP-fonden representerad vid samtliga bolagsstämmor, totalt 43, i de svenska bolag som ingår i fondens aktieportfölj. Representanter för fonden har fört diskussioner med styrelsens ordförande i flera av de bolag där fonden är aktieägare. Under året har bl.a. frågan om lämplig kapitalstruktur varit aktuell. Fonden har även deltagit i diskussioner med flera bolag som velat införa eller förändra incitamentsprogram för bolagets ledning. Inför bolagsstämmorna 2006 är Första AP-fonden representerad i tre valberedningar.

Andra AP-fonden har inlett ett arbete som syftar till att integrera ägarfrågorna i fondens löpande förvaltning. Genom att väga samman interna förvaltares och analytikens bedömningar görs en värdering av vilken möjlig värdestegring som skulle kunna realiseras i bolagen genom ett förändringsarbete. På den grunden identifieras fyra eller fem bolag som erbjuder störst potential och en strategi formuleras för att uppnå önskade förändringar. Under 2005 har Andra AP-fonden deltagit i 54 bolagsstämmor i svenska bolag och vidare utövat rösträtten på bolagsstämmor i de 50 största utländska innehaven genom fullmakt

(*proxy voting*). Inför bolagsstämamosäsongen 2006 är Andra AP-fonden representerad i 14 valberedningar. Fonden har också medverkat i förberedelsearbetet inför ett större antal stämmor genom att tillsammans med andra institutionella ägare och representanter för bolagens styrelser diskutera förslag gällande bl.a. incitamentssystem, kapitalstruktur och styrelsenomineringar.

Tredje AP-fondens ägarpolicy reviderades under 2005 som en konsekvens av den nya koden för bolagsstyrning. I fondens nya ägarpolicy flyttas fokus från bolagsstyrningsregler, som nu ingår i koden, till andra ägarfrågor. Ett viktigt tema är Tredje AP-fondens syn på aktierelaterade incitamentsprogram. Under 2005 deltog Tredje AP-fonden i 47 bolagsstämmor. Fonden hade någon form av kontakt med styrelsen eller övriga ägare i 29 bolag, bl.a. i de elva bolag där aktierelaterade incitamentsprogram var en beslutspunkt på stämman. Tredje AP-fonden hade kritiska synpunkter i åtta fall, vilka helt eller delvis beaktades i fyra fall. Inför bolagsstämmorna 2006 är Tredje AP-fonden representerad i fem valberedningar.

Fjärde AP-fonden har under året deltagit aktivt i Institutionella ägares förening som är ett formaliserat samarbete mellan svenska finansiella institutioner, i syfte att stärka och utveckla självregleringen på den svenska aktiemarknaden. Föreningen har under året bl.a. lämnat ett kritiskt remissvar på en lagrådsremiss om ersättning till ledande befattningshavare i näringslivet (dnr Ju2005/39/L1) med hänvisning till att förslaget innebär en förskjutning av ansvar mellan bolagens ledningsorgan som skapar oklarhet i rollfördelningen. Företrädare för fonden har även medverkat i styrelsen för Föreningen för aktiemarknadsfrågor i syfte att ombilda föreningen för att ge de självreglerande organen på aktiemarknaden en enda huvudman och samtidigt säkerställa en hållbar finansiering. Under 2005 var Fjärde AP-fonden företräd vid 41 bolagsstämmor, vilket motsvarar i stort sett alla stämmor där fonden har ett betydande aktieinnehav. Inför 2006 års bolagsstämmor är Fjärde AP-fonden representerad i 17 valberedningar, varav som ordförande i tre fall.

Andra och Tredje AP-fonderna publicerade separata ägarrapporter i anslutning till fondernas halvårsrapporter 2005, vilket förefaller vara ett lämpligt sätt att sprida information om den bolagsstyrning som bedrivs, eftersom arbetet i stor utsträckning sker i det fördolda och därför blir svårt att bedöma för en intresserad allmänhet. Var och en av Första–Fjärde AP-fonderna har inte endast utvecklat en ägarpolicy för formens skull utan också följt upp dessa med adekvata personella resurser. Det är rimligt att förvänta sig att detta skall bidra positivt till fondernas långsiktiga avkastning.

Utöver kravet att formulera en ägarpolicy skall fonderna även ta hänsyn till miljö och etik utan att göra avkall på det övergripande målet om hög långsiktig avkastning (prop. 1999/2000:46 s. 76). Fondernas riktlinjer för miljö och etik ansluter nära till ägarpolicyn och utgör i vissa fall en integrerad del av denna. Sjunde AP-fonden definierade tidigt en policy för miljö och etik med utgångspunkt i de internationella konventioner som Sverige har undertecknat. Syftet var att, i egenskap av statlig aktör, ansluta till de värderingar beträffande miljö och etik som svenska staten har gett uttryck för genom att underteckna dessa

konventioner. Bolag som bryter mot någon av dessa konventioner utesluts ur Sjunde AP-fondens portfölj. Eventuella överträdelser skall bedömas utifrån prövningar av domstol eller internationell prövningsinstans. Även Första och Tredje AP-fonderna arbetade på ett tidigt stadium med en liknande metodik som nu kan sägas ha vunnit bred acceptans bland AP-fonderna. En skillnad mellan Sjunde AP-fonden å ena sidan och Första–Fjärde AP-fonderna å andra sidan är att de senare lägger mer resurser på bolagsstyrning och därför utnyttjar direkt påverkan (*corporate engagement*) i större utsträckning, vilket har samband med att dessa fonder har rätt att rösta fondernas innehav av svenska aktier. Uteslutning av aktierna blir i dessa fall en sista utväg om direkt påverkan inte ger önskat resultat. Det finns fortfarande vissa skillnader mellan fonderna när det gäller balansen mellan direkt påverkan och uteslutning eller utnyttjandet av positiva urval av bolag som på ett bra sätt tar hänsyn till miljö och etik (*positive screening*). Första–Fjärde AP-fonderna uppmärksammar genomgående behovet av allsidigt sammansatta bolagsstyrelser med en jämn könsfördelning.

Finansutskottet uttalade vid behandlingen av regeringens skrivelse för 2003 att regeringen, vid sidan av den sedvanliga utvärderingen av fondernas förvaltningsresultat, även skall utvärdera fondernas riktlinjer för miljö och etik. Utskottet framförde även att riktlinjerna bör ha varit i kraft under ett antal år för att det skall vara meningsfullt att analysera och utvärdera dem (bet. 2004/05:FiU6 s. 18). Eftersom fonderna nu verkat med det nya regelverket i mer än fem års tid kan en sådan tillräcklig tidsperiod anses vara passerad. Inom Regeringskansliet bereds därför förslag till en utvärdering av fondernas riktlinjer för miljö och etik som skall ha formen av en offentlig utredning, med bl.a. den norska utredningen angående den dåvarande Petroleumfondens etiska riktlinjer som förebild (NOU 2003:22 Forvaltning for fremtiden).

#### **Faktaruta 5.1 Risk- och avkastningsmått**

I skrivelsen används en rad riskbegrepp. Risk definieras ofta med utgångspunkt i statistiska spridningsmått som beskriver hur tillgångspriser eller räntor varierar omkring ett medelvärde. Ett sådant ofta använt spridningsmått är *standardavvikelse*, som mäts i procent. För portföljer av värdepapper kan man beräkna *portföljbeta* som anger portföljens känslighet för variationer i marknadspriser som de kommer till uttryck i jämförelseindex. Ett portföljbeta som överstiger 1,0 indikerar att portföljen tenderar att röra sig mer än jämförelseindex. Motsatsen, dvs. en defensiv portfölj som rör sig mindre än marknaden, har ett portföljbeta understigande 1,0.

Ofta redovisas den *riskjusterade avkastningen*. Ett vanligt mått på riskjusterad avkastning är *Sharpekvoten* som är avkastning utöver den s.k. riskfria räntan dividerad med avkastningens standardavvikelse.<sup>25</sup> Man kan alternativt uttrycka det som att Sharpekvoten mäter erhållen riskpremie per enhet standardavvikelse. Ett alternativt mått på riskjusterad avkastning är *alfa* (ibland *Jensen's alfa*). Detta mått uppskattas med hjälp av statistiska metoder, i likhet med beta, och beskriver den

<sup>25</sup> Sharpekvot = (avkastning – riskfri ränta)/standardavvikelse.

andel av portföljens avkastning som uppkommit oberoende av förändringarna i jämförelseindex under den studerade perioden.

Ett riskmått som är viktigt för förvaltare är *aktiv risk*. Den aktiva risken visar i hur hög grad en förvaltare avviker från jämförelseindex. Den aktiva risken mäts med *tracking error* som i princip är standardavvikelsen avseende förvaltarens överavkastning 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 mätt med tracking error.<sup>26</sup> 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*.<sup>27</sup> 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 Försäkringskassan. Den kapitalvägda avkastningen ger ett korrekt uttryck för den procentuella avkastning som kommit pensionssystemet till del, justerad för flödeseffekter, och kan därför jämföras med inflationen eller med andra förvaltares resultat. Alternativet är att beräkna en *tidsvägd avkastning*, som bortser från konsekvenserna av flöden. Den tidsvägda avkastningen mäter den hypotetiska avkastning som skulle ha blivit resultatet om det inte förekommit några flöden alls. Detta senare mått anses vara relevant vid utvärdering av fondförvaltare, eftersom dessa inte rör över andelsägarnas beslut att köpa och sälja fondandelar. AP-fonderna rapporterar en tidsvägd avkastning, eftersom de inte har inflytande över flödet av pensionsavgifter och pensionsbetalningar.

## 5.2.1 Första AP-fondens förvaltning

### 5.2.1.1 Strategiska beslut

**Regeringens bedömning:** Att döma av hittillsvarande resultat förefaller Första AP-fondens styrelses val av strategi ha varit väl utformad från start.

**Regeringens skrivelse för 2004:** Styrelsens mål och instruktioner för fonden förefaller vara väl övervägda, men den förvaltningsaktivitet som kan uppmätas i efterhand verkar inte överensstämma med dessa mål.

**Wassums utvärdering:** Fondens övergripande mål är att genom långsiktigt hög avkastning undvika att den automatiska balanseringen aktiveras. Vid slutet av 2005 utgjordes investeringsstrategin av 57 procent aktier, 40 procent obligationer och tre procent alternativa investeringar. Samma investeringsstrategi har med vissa undantag gällt sedan 2001. Sedan april 2004 har de globala aktierna kompletterats med

<sup>26</sup> Informationskvot = överavkastning/aktiv risk.

<sup>27</sup> Internräntan är den diskonteringsränta som jämställer nuvärdet av en portföljs alla kassaflöden, inklusive slutvärdet, med portföljens startvärde.

en fördelning till amerikanska småbolag (1,6 procent av fondkapitalet). Vid inledningen av 2003, och på nytt under sommaren 2005, beslutade styrelsen att avstå från att genomföra förslag om att minska aktieandelen som vid dessa tillfällen hade framförts av fondens ledning mot bakgrund av försämrade prognoser för balanstalet.

Styrelsen har fastslagit att det operativa målet för den totala portföljens överavkastning skall vara 0,5 procentenheter per år över rullande femårsperioder genom en aktiv risk som maximalt får uppgå till tre procent för den totala portföljen. Numer förväntar sig styrelsen att den aktiva risken skall ligga i intervallet 0,8–1,0 procent på årsbasis.

Styrelsen har beslutat att svenska aktier, valutaförvaltning samt nästan hela ränteförvaltningen skall bedrivas internt och att globala aktier skall förvaltas externt. I december 2005 sägs att intern förvaltning skall fokusera på områden där fonden på ett aktivt sätt kan dra nytta av komparativa fördelar och att övriga områden skall förvaltas externt.

Initialt bedrevs förvaltningen av räntor, valuta och svenska aktier aktivt medan utländska aktier förvaltades passivt. Sedan 2001 har fonden successivt ökat andelen aktiv förvaltning, såväl internt som externt.

Fondens ursprungliga strategi skulle ha genererat ett resultat på 41,7 miljarder kronor vid utgången av 2005, om denna strategi hade behållits i oförändrad form. I stället var det ackumulerade resultatet 42,2 miljarder kronor, dvs. 0,5 miljarder kronor mer. Detta beror i huvudsak på bidrag från den aktiva förvaltningen, efter kostnader. Positiva effekter av strategiändringar motverkas av negativa övriga resultateffekter som i sin tur har samband med avkastningen på fastigheter.

**Skälen för regeringens bedömning:** Av fondens ackumulerade resultat sedan halvårsskiftet 2001, som uppgår till 42,2 miljarder kronor, bidrar den initialt utformade strategin med 41,7 miljarder kronor, dvs. nästan hela resultatet. Bidraget från fondens ursprungliga strategi är dessutom högt jämfört med övriga fonder (tabell 5.1), vilket talar för att denna var väl utformad från start. Första AP-fondens ursprungliga portfölj har bl.a. gynnats av en exponering mot tillväxtmarknader, vilket förefaller ha kompenserat en jämfört med övriga fonder något mindre andel svenska aktier som också utvecklats väl under perioden.

Styrelsen beslutade tidigt att svenska aktier, valutor och nästan hela obligationsportföljen skulle förvaltas internt och aktivt, medan utländska aktier, inklusive tillväxtmarknader skulle förvaltas passivt. Vid utgången av 2005 förvaltades 95 procent av fondkapitalet aktivt eller semiaktivt medan 62 procent av fondkapitalet förvaltades internt (tabell 5.2).

Tabell 5.4 Första AP-fondens normalportfölj (portföljandelar i procent).

	2006	2005	Index
Svenska aktier	12	12	MSCI
Globala aktier	40	40	MSCI
Tillväxtmarknadsaktier	5	5	MSCI
Svenska obligationer	10	10	Lehman Brothers
Utländska obligationer	22	22	Lehman Brothers
Realränteobligationer	8	8	Lehman Brothers
Alternativa investeringar	3	3	Carnegie Real Estate
Riskkapitalfonder			MSCI World + 4 %-enheter
Summa	100	100	Sammanvägt index
Valutaexponering	20	20	

Vid utgången av 2005 var den övergripande portföljstrukturen oförändrad jämfört med tidigare år, med 57 procent aktier, tre procent alternativa investeringar och 40 procent obligationer. Första AP-fonden har hittills utmärkts av en, jämfört med övriga AP-fonder, förhållandevis låg andel svenska aktier och en större exponering mot tillväxtmarknader. Under 2005 har fonden gynnats av en förhållandevis stor valutaexponering.

Enligt styrelsens operativa mål skall avkastningen överträffa normalportföljens avkastning med 0,5 procentenheter per år över rullande femårsperioder. Målet avser avkastning före kostnader, vilket innebär att det resultat som pensionssystemet i så fall kan tillgodogöra sig blir mindre.

### 5.2.1.2 Operativ förvaltning

**Regeringens bedömning:** Genom ett gott resultat 2005 har de långsiktiga förutsättningarna att uppnå styrelsens mål förbättrats, vilket framför allt gäller under kommande år. Det hittillsvarande långsiktiga resultatet bedöms vara endast svagt positivt efter kostnader.

**Regeringens skrivelse för 2004:** Första AP-fondens ackumulerade avkastning understiger jämförelseindex marginellt. För att uppnå styrelsens långsiktiga mål måste goda resultat skapas framöver.

**Wassums utvärdering:** Avkastningen på likvida tillgångar var väsentligt högre än jämförelseindex 2005. Samtliga delpportföljer överträffar jämförelseindex under året. Taktisk tillgångsfördelning och aktiv valutaförvaltning lämnar de största bidragen till fondens överavkastning, följt av globala aktier och svenska aktier. Särskilt bra resultat visar portföljen för tillväxtmarknader, trots att detta är ett passivt mandat.

Under de första 4,5 åren har den likvida portföljen i genomsnitt överstigit jämförelseindex med 0,24 procentenheter per år. Detta resultat har beräknats av Wassum och avviker något från det resultat som har beräknats och kommunicerats av Första AP-fonden.<sup>28</sup> Det är resultatet för 2005 som har skapat fondens överavkastning för hela perioden. Under hela perioden sedan 2001 är det framför allt den taktiska tillgångsfördelningen och den aktiva valutaförvaltningen som har skapat resultaten.

Vidare framstår fondens aktivitetsnivå fortfarande som något låg, även om den har ökat väsentligt under det senaste året. Under 2005 uppgick den aktiva risken till cirka 0,5 procent för såväl för den totala portföljen som för globala aktier. Under 2004 var den aktiva risken 0,2 procent för båda dessa portföljer.

**Skälen för regeringens bedömning:** Genom ett gott resultat 2005 har Första AP-fonden hittills nått halvvägs till det av styrelsen uppsatta målet för den operativa förvaltningen. Enligt detta mål skall avkastningen överstiga jämförelseindex med 0,5 procentenheter per år över rullande femårsperioder före kostnader. Den genomsnittliga överavkastningen sedan halvårsskiftet 2001 uppgick till 0,24 procentenheter. Detta resultat

<sup>28</sup> Avvikelsen beror på resultat effekter som har samband med onoterade tillgångar.



har i sin helhet uppnåtts genom ett särskilt gott resultat under 2005. Det gäller därför alltså att det krävs mycket goda resultat under kommande år om fondens operativa mål skall uppnås under de första femåriga utvärderingsperioderna efter 2001. Under åren därefter har förutsättningarna för att detta skall ske förbättrats påtagligt, under förutsättning att fonden fortsättningsvis levererar övervägande goda resultat.

Som Wassum påpekar framstår dock fondens aktivitetsnivå fortfarande som något låg. Fondens avkastning 2005 demonstrerade att det är möjligt att åstadkomma goda resultat även vid låga sammanlagda aktiva risker under förutsättning att en majoritet av mandaten ger positiva bidrag och att de negativa bidragen uteblir eller förblir obetydliga. Ett exempel hämtat från 2005 är det goda utfallet i den externa förvaltningen av tillväxtmarknadsaktier, trots att detta mandat är i grunden passivt och över tiden förväntas ge en avkastning nära index. Vid en samlad bedömning måste även förväntade framtida resultat beaktas och därmed sannolikheten för att målen skall nås över tiden.

**Tabell 5.5 Första AP-fondens resultat 2001–2005 (procent).**

	2005		Genomsnitt		Riskjusterad avkastning*	
	Absolut	Relativt	Absolut	Relativt	Aktiv risk	Informationskvot
Svenska aktier	34,4	1,2	6,3	0,2	0,6	0,27
Globala aktier	14,3	0,6	3,4	0,2	0,5	0,36
Tillväxtmarknader	62,5	2,1	14,0	0,0	1,9	-0,01
Nominella obligationer	2,6	0,1	5,9	-0,1	0,4	-0,25
Realränteobligationer	7,1	0,1	9,3	0,1	0,2	0,29
<b>Total portfölj</b>	<b>17,0</b>	<b>1,4</b>	<b>5,8</b>	<b>0,2</b>	<b>0,4</b>	<b>0,57</b>

\*) Avser genomsnittet 2001–2005. Informationskvoten uttrycker relationen mellan relativ avkastning och aktiv risk.

Sedan halvårsskiftet 2001 är avkastningen på Första AP-fondens likvida portfölj 5,8 procent per år i genomsnitt, vilket överstiger jämförelseindex med strax över 0,2 procent per år. Eftersom Första AP-fondens kostnader är något lägre (0,15 procent av fondkapitalet 2005), täcker resultatet även fondens kostnader. Det långsiktiga resultatet bedöms dock vara blygsamt efter kostnader. Till fondens långsiktiga resultat har framför allt den taktiska tillgångsförvaltningen och valutaförvaltningen bidragit genom särskilt goda resultat under 2005. Även aktieförvaltningen, primärt förvaltningen av utländska aktier, har lämnat positiva bidrag.

## 5.2.2 Andra AP-fondens förvaltning

### 5.2.2.1 Strategiska beslut

**Regeringens bedömning:** Efter en trevande start kan Andra AP-fondens styrelses strategiska beslut bedömas ha bidragit med betydande värden sedan halvårsskiftet 2001.

**Regeringens skrivelse för 2004:** Andra AP-fonden utmärks av ett stort antal externa förvaltningsuppdrag. Detta gäller även efter den översyn av fondens strategi som genomfördes under 2004. Den avvikelse som hittills kunnat observeras mellan det stora antalet aktiva mandat och

fondens låga aktivitet på övergripande nivå, kan betecknas som Skr. 2005/06:210  
anmärkningsvärd.

**Wassums utvärdering:** Andra AP-fondens övergripande mål är att maximera avkastningen i syfte att minimera konsekvenserna för framtida pensioner av den automatiska balanseringen. Fonden anger ett realt avkastningsmål om 4,5 procent per år.

Vid slutet av 2005 utgjordes investeringsstrategin av 60 procent aktier, 36 procent obligationer och fyra procent fastigheter och riskkapitalfonder. På ett övergripande plan har strategin varit oförändrad sedan 2001. De förändringar som skett sedan dess har främst berört allokeringen inom respektive tillgångsklass. En sådan omfördelning avser obligationsportföljen som inledningsvis var renodlat inhemsk (av tidsskäl prioriterade fonden diversifieringsarbetet till aktier). Efter en omfördelning från svenska till utländska obligationer har de senare fördelats mellan statsobligationer (75 procent) och kreditobligationer (25 procent). Förvaltningen av svenska aktier har fördelats mellan tre typer av mandat, ett sedvanligt kapitalvägt börsindex (70 procent), ett ovägt index (20 procent) respektive småbolag (10 procent). Förvaltningen av globala aktier har fördelats på utvecklade marknader respektive tillväxtmarknader. De utvecklade marknaderna har i sin tur fördelats på fyra regioner i linje med regionernas andel av BNP. I klartext innebar detta att styrelsen ansåg Nordamerika vara övervärderat i förhållande till Europa. Under 2005 beslutade styrelsen att avveckla innehavet i hedgefonder. Ursprungligen övervägdes en betydligt större allokering, vilket skulle ha krävt stora interna resurser och ökade förvaltningskostnader.

Enligt styrelsens operativa mål skall avkastningen överstiga jämförelseindex med minst 0,5 procentenheter per år över rullande femårsperioder, genom en aktiv risk som för den totala portföljen maximalt får uppgå till 3 procent.

Andra AP-fonden startade från noll under relativt stor tidspress. Till att börja med var därför hela portföljen externt förvaltd. I takt med att intern kompetens byggdes upp har andelen internt förvaltda medel ökat kraftigt. Vid utgången av 2005 var andelen intern förvaltning 72 procent av fondkapitalet. Gradvis byggdes en intern organisation upp för att förvalta svenska och utländska obligationer samt svenska och europeiska aktier. Under 2004 påbörjades en uppdelning i "core-satellite" strategier. I huvudsak skall fondens interna organisation förvalta de indexnära basuppdragen ("core"), medan externa förvaltare anlitas för de specialuppdrag som skall generera meravkastning ("satellite"), med undantag för de områden där fonden anser sig ha egen kompetens.

Fondens strategi för globala aktier (exklusive svenska aktier) är att ta hög aktiv risk i stora och breda mandat, där möjligheten att ta många oberoende positioner i enskilda aktier är störst. När det gäller svenska aktier tillämpas en annan filosofi. Merparten förvaltas internt och fonden anser sig ha en hög egen kompetens att skapa mervärde. Förvaltningen av svenska aktier är uppdelad i tre typer av mandat; fundamental, kvantitativ och strategiska innehav. Fonden anser att tre oberoende investeringsprocesser kan åstadkomma en bättre riskjusterad avkastning än en enda process.

Fondens ursprungliga strategi hade genererat ett resultat på 38,0 miljarder kronor vid utgången av 2005, om denna strategi hade behållits i oförändrad form. I stället var det ackumulerade resultatet 44,9 miljarder kronor, dvs. 6,9 miljarder kronor mer. Detta beror i huvudsak på effekter av strategiförändringar (5,1 miljarder kronor) och en övrig resultateffekt (2,1 miljarder kronor) som sammanhänger med avkastningen på fondens fastigheter jämfört med fondens mål. Bidraget från aktiv förvaltning (0,7 miljarder kronor) understiger fondens ackumulerade kostnader (1,0 miljarder kronor).

**Skälen för regeringens bedömning:** Andra AP-fondens ackumulerade resultat sedan halvårsskiftet 2001, uppgick till 44,9 miljarder kronor, varav styrelsens sammantagna beslut kan bedömas ha bidragit med 45,2 miljarder kronor före kostnader, vilket i princip motsvarar hela överskottet före kostnader. En inte oväsentlig del av detta har tillkommit efter 2001, i form av strategiändringar och s.k. övriga resultateffekter som har samband med fondens fastighetsinnehav. Detta beror delvis, men inte helt, på att Andra AP-fonden byggde upp verksamheten från grunden och att strategin därför inte var fullt utmejslad vid halvårsskiftet 2001. Separata beslut som har bidragit till den goda utvecklingen är en innovativ utformning av den svenska aktieförvaltningen, med en förhållandevis hög andel småbolag, och en låg valutarisk (det senare utgjorde en kortsiktig nackdel under 2005).

Under ett inledningsskede förvaltades av naturliga skäl hela fondkapitalet externt. Under några år behölls en betydande andel extern förvaltning. Vid utgången av 2005 hade dock denna andel minskat till 28 procent (hälften av den utländska aktieportföljen, 19 procent av den svenska aktieportföljen och 9 procent av obligationsportföljen). Vid samma tidpunkt var 90 procent av portföljen aktivt eller semiaktivt förvaltat (tabell 5.2).

**Tabell 5.6 Andra AP-fondens normalportfölj (portföljandelar i procent).**

	2006	2005	Index
Svenska aktier	20	20	SBX, OSX, CSX*
Utländska aktier	40	39	MSCI
Svenska obligationer	19	16	SHB All Bond
Utländska obligationer	15	15	Lehman Brothers
Realränteobligationer	2	5	SHB Index Linked
Fastigheter mm	3	3	Svenskt Fastighetsindex
Private equity	1	1	11 % per år
Hedgefonder	-	1	SHB T-bills 1–3 mån + 3 %
Summa	100	100	Sammanvägt totalindex
Valutaexponering	9,4	8,0	

\*) 65 procent SBX (Stockholmsbörsens Benchmarkindex), 25 procent OSX (ett eget ovägt index av de 50 största svenska börsföretagen) och 10 procent CSX (Carnegie Small Cap).

Andra AP-fonden är den fond som har den största andelen svenska tillgångar, inklusive svenska kronor. Andra AP-fondens styrelse har även definierat ett annorlunda förvaltningsuppdrag beträffande svenska aktier, eftersom andelen småbolag är högre än vad som följer av ett vanligt börsindex som vägs samman med hjälp av bolagens andelar av det samlade börsvärdet. Sedan 2004 har Andra AP-fonden definierat en strategisk aktieportfölj som avser långsiktiga innehav i svenska företag där fonden har goda förutsättningar att utöva bolagsstyrning. Bland dessa innehav nämns Volvo, Handelsbanken, SCA, Skandia och Electrolux.

Styrelsen för Andra AP-fonden har definierat ett avkastningsmål som innebär att fonden långsiktigt skall överträffa jämförelseindex med 0,5 procentenheter per år före kostnader över rullande femårsperioder. Det innebär att det resultat som pensionssystemet i så fall kan tillgodogöra sig blir mindre.

### 5.2.2.2 Operativ förvaltning

**Regeringens bedömning:** Andra AP-fondens avkastning sedan halvårsskiftet 2001 överstiger jämförelseindex med en obetydlig marginal efter kostnader. Mycket goda resultat måste skapas framöver för att styrelsens mål skall uppnås.

**Regeringens skrivelse för 2004:** Andra AP-fondens aktiva förvaltning har resulterat i en ackumulerad genomsnittlig avkastning utöver index på 0,2 procentenheter per år. Det positiva resultatet är emellertid hänförligt till en begränsad tidsperiod. För att uppnå styrelsens mål måste goda resultat skapas framöver.

**Wassums utvärdering:** Avkastningen på fondens likvida tillgångar var något högre än jämförelseindex 2005 (0,2 procentenheter). Bra resultat i förhållande till index har under året noterats för globala aktier, medan det omvända gäller för svenska aktier och förvaltningen av räntebärande tillgångar.

Under de första 4,5 åren har den likvida portföljen haft en genomsnittlig överavkastning på 0,16 procentenheter jämfört med index. Det bör noteras att överavkastningen härstammar från tredje kvartalet 2001. Den årliga avkastningen under de senaste fyra åren har i stället varit 0,3 procentenheter lägre än jämförelseindex. Informationskvoten för den svenska aktieportföljen (-0,96) indikerar en låg kvalitet i den operativa förvaltningen. Efter bra resultat för den globala aktieförvaltningen under 2005 är nu den genomsnittliga avkastningen sedan 2001 högre än jämförelseindex och informationskvoten uppgår till godkända 0,37. Även obligationsförvaltningen har överträffat sitt jämförelseindex under hela perioden. Till det ackumulerade resultatet har bidragit i tur och ordning taktisk tillgångsfördelning, förvaltningen av globala aktier samt räntebärande instrument.

**Skälen för regeringens bedömning:** I likhet med föregående år har Andra AP-fondens förvaltning sedan 2001 resulterat i en överavkastning på 0,2 procentenheter per år i förhållande till normalportföljens avkastning. Detta är ett resultat som exkluderar förvaltningskostnader. Det aktiva resultatet efter kostnader kan därför bedömas vara obetydligt.

Tabell 5.7 Andra AP-fondens resultat 2001–2005 (procent).

	2005		Genomsnitt		Riskjusterad avkastning*	
	Absolut	Relativt	Absolut	Relativt	Aktiv risk	Informationskvot
Svenska aktier	36,5	-3,0	6,7	-1,4	1,5	-0,96
Globala aktier	22,8	1,9	3,5	0,4	0,9	0,37
Obligationer	4,0	-0,4	6,7	0,2	0,6	0,32
<b>Total portfölj</b>	<b>18,1</b>	<b>0,2</b>	<b>6,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,8</b>	<b>0,21</b>

\*) Avser genomsnittet 2001–2005. Informationskvoten uttrycker relationen mellan överavkastning och aktiv risk.

Resultatet är i sin helhet hänförligt till tredje kvartalet 2001. Därefter har den årliga avkastningen understigit jämförelseindex. För att uppnå styrelsens mål för den operativa verksamheten måste därför goda resultat skapas framöver. Wassum anmärker att informationskvoten för den svenska aktieportföljen (-0,96) indikerar att den operativa förvaltningen håller låg kvalitet. Det bör i detta sammanhang beaktas att merparten av den aktiva risken i förvaltningen av svenska aktier hör till fondens portfölj av speciella eller strategiska innehav som förvaltas med ett mer långsiktigt perspektiv, bl.a. genom att bedriva aktiv bolagsstyrning. Genomlysningen av den samlade svenska aktieförvaltningen är därmed inte den bästa. Eftersom placeringshorisonten i detta fall är längre kan det finnas skäl att i framtiden eftersträva en separat rapportering av resultaten i förvaltningen av de strategiska innehaven.

Under 2005 uppgick den totala portföljens avkastning till 18,1 procent, vilket något översteg avkastningen för jämförelseindex (0,2 procentenheter). Till detta resultat har framför allt förvaltningen av globala aktier bidragit. Till fondens långsiktiga resultat har den taktiska tillgångsfördelningen lämnat det största bidraget. Alla tillgångsslag utom svenska aktier har bidragit positivt.

### 5.2.3 Tredje AP-fondens förvaltning

#### 5.2.3.1 Strategiska beslut

**Regeringens bedömning:** Tredje AP-fondens styrelses strategiska beslut bedöms ha bidragit med betydande värden sedan halvårsskiftet 2001.

**Regeringens skrivelse för 2004:** Tredje AP-fonden har valt en något annorlunda risknivå än de andra fonderna, vilket kan antas bidra i någon mån till riskspridning mellan fonderna. Fondens nya operativa mål brister något i tydlighet och kan bedömas vara delvis lågt satt.

**Wassums utvärdering:** Till grund för fondens övergripande mål ligger analyser av ett flertal av pensionssystemets nyckelvariabler, varav systemets överskott och fondstyrka tidigt definierades som viktiga styrmått. Därefter introducerades ett nytt riskmått (förväntade förluster av den automatiska balanseringen) för att komplettera analysen av negativa utfall. Från och med 2006 tillämpar fonden ett långsiktigt mål som uppgår till 4 procent real avkastning per år i genomsnitt.

Den inledande investeringsstrategin som valdes 2001 innehöll 49 procent aktier, varav en tredjedel svenska, 37 procent nominella obligationer, 7 procent realränteobligationer och 7 procent fastigheter. Redan under hösten 2001 ökade aktieexponeringen till 54,5 procent, på bekostnad av nominella obligationer. Från och med 2003 har fonden successivt ökat betydelsen av medelfristiga antaganden för förväntad avkastning. Fonden betraktar onoterade aktier som en del av fondens aktieallokering. Vid utgången av 2005 var hela 9,5 miljarder kronor öronmärkta för onoterade aktier, varav 3,8 miljarder kronor hade investerats.

Det operativa målet för den totala portföljens överavkastning i förhållande till jämförelseindex har varierat över tiden (0,3

procentenheter 2001, 0,4 procentenheter 2002, intervallet 0,2–0,8 procentenheter 2004 och 0,6 procentenheter per år fr.o.m. 2006). Ett normalt intervall för aktiv risk sågs vara 0,5–1,8 procent.

Inledningsvis beslutade fondens ledning att aktieportföljer utanför Europa skulle förvaltas externt, vilket delvis gällde även europeiska aktier och utländska obligationer. Vid utgången av 2001 var mer än tre fjärdedelar av portföljen internt förvaltat. De följande åren upphandlades extern aktiv förvaltning, bl.a. gällande amerikanska företagsobligationer, aktier i Japan och övriga Stillahavsasien samt aktiemandat för amerikanska och europeiska små och medelstora bolag. I april 2005 beslutade ledningen att den interna europeiska aktieförvaltningen, med ett undantag, skulle läggas ned och överföras till extern förvaltning.

Enligt den gällande metodiken för valet mellan aktiv och passiv förvaltning utgår fonden från analyser som syftar till att identifiera marknader som lämpar sig för aktiv förvaltning utifrån faktorer som analytikertäckning, antal och typ av professionella aktörer, historiska förvaltningsresultat, likviditet och transaktionskostnader. Vidare bedöms marknadens potential i form av antal möjliga investeringsbeslut som är oberoende av varandra, möjligheter till blankning och diversifiering med avseende på industristruktur. Det resulterande valet mellan aktiv och passiv förvaltning utvärderas löpande och ändras då fonden bedömer att förutsättningarna har förändrats.

Fondens ursprungliga strategi hade genererat ett resultat på 39,8 miljarder kronor vid utgången av 2005, om denna strategi hade behållits i oförändrad form. I stället var det ackumulerade resultatet 45,9 miljarder kronor, dvs. 6 miljarder kronor mer. Detta beror främst på effekter av strategiändringar men även på ett summerat resultat av aktiv förvaltning som överstiger fondens kostnader. Övriga resultateffekter (0,7 miljarder kronor) har samband med fondens investeringar i onoterade bolag.

**Skälen för regeringens bedömning:** Av buffertfonderna har Tredje AP-fonden hittills lämnat det största bidraget till pensionssystemet genom ett ackumulerat överskott sedan halvårsskiftet 2001 som uppgår till 45,9 miljarder kronor. Av detta överskott bidrar styrelsens summerade beslut med 44,2 miljarder kronor, inklusive övriga resultateffekter som bl.a. avser avkastning på onoterade aktier. De strategiska besluten bidrar därmed med en helt övervägande andel av fondens ackumulerade resultat.

Enligt Wassum var det fondens ledning som initialt beslutade att utländska aktier skulle förvaltas externt, med undantag för delar av den europeiska aktieportföljen, liksom delar av den utländska obligationsportföljen. Vid utgången av 2001 var mindre än en fjärdedel av portföljen externt förvaltat. Under de följande åren ersattes vissa externa passiva mandat med aktiva mandat. Under 2005 avvecklades, med ett undantag, den interna förvaltningen av europeiska aktier som i stället fördes över till passiva externa mandat. Vid utgången av 2005 var 55 procent av fondkapitalet internt förvaltat, vilket utgjorde den minsta andelen intern förvaltning bland Första–Fjärde AP-fonderna. Samtidigt var 74 procent av kapitalet aktivt eller semiaktivt förvaltat, vilket även det var jämförelsevis lågt (tabell 5.2).

Under 2003 lade fonden en mer strukturerad process till grund för valet mellan aktiv och passiv förvaltning. Bedömningen baserades på

marknadernas funktion och effektivitet, vilket kan förväntas leda till mer kostnadseffektiva förvaltningsmodeller.

Tredje AP-fondens placeringar innehåller ett växande inslag av alternativa placeringar – onoterade aktier, skogsfastigheter och nu även fondplaceringar som ger en exponering mot infrastruktur. Till gruppen alternativa placeringar kan även räknas den nyligen påbörjade uppbyggnaden av en aktieportfölj med inriktning mot små bolag verksamma inom *life science* (läkemedel, bioteknik m.m.) som förvaltas med utgångspunkt i ett absolut avkastningskrav. Pensionssystemet bör vara betjänt av riskspridning inom de ramar som regelverket medger, eftersom detta förbättrar utbytet mellan förväntad avkastning och risk. Det bör dock tillses att rapporteringen inte blir lidande genom att en bedömning av resultaten onödigtvis försvåras, exempelvis genom en bristande särredovisning av resultat eller avkastningskrav.

Tredje AP-fondens mål för den operativa verksamheten har under de två senaste åren varit en avkastning som överträffar jämförelseindex med 0,2–0,8 procentenheter per år efter kostnader, sett över rullande femårsperioder. Från och med 2006 är det operativa målet en genomsnittlig överavkastning med 0,6 procentenheter före kostnader under en treårsperiod. Eftersom målet avser en avkastning före kostnader blir det resultat som pensionssystemet i så fall kan tillgodogöra sig mindre. Målet kan emellertid inte längre sägas brista i tydlighet. Det kan i det sammanhanget noteras att Tredje AP-fonden inkluderar avkastningen på onoterade aktier i den svenska respektive utländska aktieportföljen, vilket motiverar ett i viss mån högre avkastningskrav på de sammanlagda aktieplaceringarna. Även om problem undviks genom att Tredje AP-fonden rapporterar en separat avkastning för likvida tillgångar på övergripande nivå, och genom att Wassum i denna utvärdering exkluderar onoterade tillgångar från portföljerna, kan en rättvisande bedömning av förvaltningsresultaten på portföljnivå fortfarande underlättas.

Tabell 5.8 Tredje AP-fondens normalportfölj (portföljdandelar i procent).

	2006	2005	Index
Svenska aktier	12	16	SBX
Utländska aktier	42,5	38,5	FTSE
Svenska obligationer	6,1	12,6	Merrill Lynch/SHB Mortgage Bond
Utländska obligationer	23,4	24,4	Merrill Lynch
Realränteobligationer	7,5	0	Merrill Lynch
Fastigheter	8,5	8,5	Svenskt Fastighetsindex
Alternativa investeringar			Absolut och relativt mål*
Summa	100	100	Sammanvägt index
Valutaexponering	13,0	15,6	

\*) För onoterade aktier gäller dels ett mål om absolut avkastning (15 procent per år över en treårsperiod), dels ett mål som är kopplat till ett geografiskt vägt börsindex för småbolag, med ett påslag om 5 procentenheter per år.

Tredje AP-fondens styrelse fäster stort avseende vid framåtblickande bedömningar i samband med strategiska beslut, vilket bör vara till nytta för den långsiktiga förvaltningen av pensionskapitalet. Med denna utgångspunkt har styrelsen beslutat att inför 2006 minska andelen svenska aktier genom att omfördela fyra procentenheter av fondkapitalet till den utländska aktieportföljen, primärt Asien och tillväxtmarknader (*emerging markets*). Det sker även en omfördelning inom den utländska aktieportföljen mot dessa marknader. Styrelsen har dessutom återinfört

realränteobligationer i normalportföljen och fortsatt att reducera valutaexponeringen, trots att andelen utländska aktier ökar. Skr. 2005/06:210

### 5.2.3.2 Operativ förvaltning

**Regeringens bedömning:** Det långsiktiga resultatet av Tredje AP-fondens operativa förvaltning har förbättrats påtagligt genom ett gott resultat 2005. Fondens avkastning sedan halvårsskiftet 2001 överstiger jämförelseindex med en viss marginal även efter kostnader. De långsiktiga förutsättningarna att uppnå styrelsens mål har förbättrats, vilket inte minst gäller under kommande år.

**Regeringens skrivelse för 2004:** Tredje AP-fondens operativa förvaltning har överträffat jämförelseindex med 0,2 procentenheter per år. För att uppnå styrelsens mål för verksamheten måste goda resultat skapas framöver.

**Wassums utvärdering:** Avkastningen på likvida tillgångar var något högre än fondens jämförelseindex 2005 (1,3 procentenheter). Bra resultat kan under det senaste året noteras för globala aktier och obligationsportföljerna, medan det omvända gäller för svenska aktier. Tillgångsslaget globala aktier inkluderar här taktisk tillgångsallokering.

Ett genomsnitt av fondens operativa mål sedan 2001 blir cirka 0,43 procentenheter per år. Under de första 4,5 åren har den likvida portföljen haft en genomsnittlig överavkastning på 0,4 procentenheter, nära fondens mål. Förvaltningen av svenska aktier har utfallit nära index, medan obligationsportföljerna och globala aktier överträffat sina jämförelseindex med 0,2 respektive 1,1 procentenheter per år. Förvaltningen av globala aktier och svenska obligationer har bedrivits med hög kvalitet, vilket framgår av att informationskvoterna överstiger 0,5. Detsamma gäller den totala likvidportföljen vars informationskvot uppgår till 0,76. Till fondens långsiktiga operativa resultat har framför allt förvaltningen av globala aktier bidragit, medan den aktiva tillgångsfördelningen har bidragit negativt.

**Skälen för regeringens bedömning:** Genom ett gott resultat i den operativa förvaltningen 2005 har Tredje AP-fonden överträffat jämförelseindex med i genomsnitt 0,4 procentenheter per år sedan 2001, vilket är en fördubbling jämfört med föregående år. Från denna överavkastning skall fondens förvaltningskostnader för den aktiva förvaltningen subtraheras, vilket lämnar en viss överavkastning också efter kostnader.

Fondens förvaltning av utländska aktier bidrar väsentligt till den långsiktiga resultatförbättring som ägt rum genom resultatet 2005. Den avkastning på globala aktier som redovisas i tabell 5.9 inkluderar resultaten av taktisk allokering som också lämnat positiva resultatbidrag. Det är även noterbart att fonden överträffar index på total nivå trots ett markant negativt bidrag från förvaltningen av svenska aktier. Det långsiktiga resultatet från förvaltningen av svenska aktier är nu neutralt.



Tabell 5.9 Tredje AP-fondens resultat 2001–2005 (procent).

	2005		Genomsnitt		Riskjusterad avkastning*	
	Absolut	Relativt	Absolut	Relativt	Aktiv risk	Informationskvot
Svenska aktier	31,7	-3,7	7,3	0,1	1,8	0,08
Globala aktier	27,9	3,9	4,5	1,1	0,9	1,24
Svenska obligationer	3,8	0,6	6,4	0,2	0,4	0,52
Utländska obligationer	3,1	1,0	6,0	0,2	1,2	0,13
<b>Total portfölj</b>	<b>17,4</b>	<b>1,3</b>	<b>6,3</b>	<b>0,4</b>	<b>0,5</b>	<b>0,76</b>

\*) Avser genomsnittet 2001–2004. Informationskvoten uttrycker relationen mellan överavkastning och aktiv risk.

Det gäller alltså att goda resultat måste skapas fortsättningsvis om styrelsens mål skall uppnås under den första femårsperioden. Under de närmast följande åren har förutsättningarna för att detta skall ske förbättrats genom 2005 års goda resultat.

Som framgår av tabell 5.9 har alla underliggande tillgångsslag bidragit positivt till fondens långsiktiga resultat i förhållande till jämförelseindex.

## 5.2.4 Fjärde AP-fondens förvaltning

### 5.2.4.1 Strategiska beslut

**Regeringens bedömning:** Fjärde AP-fonden har under hela tiden sedan 2001 behållit en hög aktieandel jämfört med Första–Tredje AP-fonderna. Styrelsens ackumulerade bidrag har hittills inte motsvarat den ambition som låg till grund för detta val av strategi. Inte heller beslutet att huvudsakligen lita till intern aktiv förvaltning för att nå fondens mål har gett förväntade resultat.

**Regeringens skrivelse för 2004:** Fjärde AP-fonden har den högsta andelen intern förvaltning och den högsta andelen aktiv förvaltning och kan därmed sägas bedriva en jämförelsevis renodlad förvaltning. Fjärde AP-fondens normalportfölj innehåller även den högsta andelen aktier. Fondens profil i dessa avseenden markerar ett visst oberoende i förhållande till övriga AP-fonder och kan därmed antas bidra i någon mån till riskspridning bland dessa fonder.

**Wassums utvärdering:** Fondens övergripande målsättning var inledningsvis att uppnå en långsiktig avkastning som överstiger inkomstindex med minst tre procentenheter per år samt att fonden skall ha en sådan styrka att en buffertfunktion kan upprätthållas efter 40 år. I samband med den ALM-analys som genomfördes 2003 uttrycktes målet i termer av att den förväntade balanseringseffekten bör minimeras.

Inledningsvis utgjordes strategin av 62,5 procent aktier, varav 22,5 procent svenska aktier, 32,5 procent nominella obligationer och 5 procent realränteobligationer. Den stora andelen svenska aktier motiverades med fondens tidigare erfarenheter av förvaltning av svenska aktier. Dessutom förväntades den svenska aktiemarknaden ha en högre avkastning och en högre risk jämfört med globala aktier. Inför 2002 beslutades att reala obligationer skulle exkluderas och att nominella obligationer skulle utökas i motsvarande utsträckning. Dock kunde fonden fortfarande investera i reala obligationer av taktiska skäl. Samtidigt minskades den svenska aktieandelen något i utbyte mot globala aktier. Fondens

valutaexponering anpassades till importens valutafördelning. Inför 2004 infördes fastigheter i den strategiska portföljen för att bättre spegla fondens faktiska placeringar. Inför 2005 fastställdes valutaexponeringen till 20 procent av fondkapitalet. Före utgången av året togs beslutet att minska valutaexponeringen till 10 procent.

Det operativa målet för totalportföljen är en överavkastning på 0,7 procentenheter per år, varav målet för svenska aktier är 1,4 procentenheter per år.

Fonden avsåg att i första hand utnyttja intern förvaltning. Initialt beslutades att den svenska aktieportföljen, ränteportföljen och två tredjedelar av den globala aktieportföljen skulle förvaltas internt. Efter 2001 har andelen externa förvaltare successivt ökat inom globala aktier och uppgick till cirka 43 procent av den globala aktieportföljen vid utgången av 2005.

Initialt beslutades att en tredjedel av den globala portföljen skulle förvaltas passivt mot bakgrund av att det historiskt varit svårare att generera överavkastning på denna marknad, jämfört med svenska aktier. Därefter utökades den aktiva delen av den globala aktieportföljen. Vid utgången av 2005 var 22 procent av den globala aktieportföljen semiaktivt förvaltat, medan resterande 78 procent förvaltades aktivt.

Fondens ursprungliga strategi hade genererat ett resultat på 39,8 miljarder kronor vid utgången av 2005, om denna strategi hade behållits i oförändrad form. I stället var det ackumulerade resultatet 33,5 miljarder kronor, dvs. 6,3 miljarder kronor mindre. Detta beror främst på effekter av strategiändringar men även på ett negativt resultat av aktiv förvaltning. Det negativa bidraget från strategiändringar beror främst på beslutet att minska andelen svenska aktier till förmån för globala aktier. En annan orsak är omfördelningen från reala obligationer till nominella obligationer från och med 2002.

**Skälen för regeringens bedömning:** Fjärde AP-fondens ackumulerade resultat sedan halvårsskiftet 2001 uppgår till 33,5 miljarder kronor, varav styrelsens samlade beslut bidrar med 36,4 miljarder kronor, inklusive en mindre övrig resultateffekt, dvs. mer än det samlade resultatet (skillnaden beror på ackumulerade negativa bidrag från aktiv förvaltning samt kostnader). Fondens ursprungliga strategi framstår i efterhand som den bästa komponenten i Fjärde AP-fondens förvaltning under denna period, eftersom resultatet av denna strategi i oförändrad form hade blivit 39,8 miljarder kronor före kostnader (tabell 5.1).

Fjärde AP-fonden valde tidigt en hög aktieandel mot bakgrund av en ambition att överträffa de andra fonderna. Denna aktieandel visade sig därefter inte vara möjlig att vidmakthålla, bl.a. mot bakgrund av behovet att ta hänsyn till fondens faktiska innehav av AP Fastigheter (fastigheter inkluderades i normalportföljen 2004, dvs. efter perioden av negativ börsutveckling). Intressant nog är det hypotetiska ackumulerade resultatet av Fjärde AP-fondens ursprungliga strategi inte påtagligt annorlunda jämfört med de andra fonderna. Det är t.o.m. så att det hypotetiska ackumulerade resultatet av Fjärde AP-fondens ursprungliga strategi överensstämmer helt och hållet med motsvarande resultat för Tredje AP-fonden, trots att denna fond hade den lägsta aktieandelen av

Första–Fjärde AP-fonderna (tabell 5.1).<sup>29</sup> Ambitionen att överträffa de andra fonderna med hjälp av en större exponering mot aktiemarknaderna har således inte infriats under denna period.

Enligt Wassum hade Fjärde AP-fonden därutöver ambitionen att i första hand utnyttja intern förvaltning. Inledningsvis beslutades att den svenska aktieportföljen, obligationsportföljen och två tredjedelar av den globala aktieportföljen skulle förvaltas internt. Sedan dess har andelen extern förvaltning ökat från en tredjedel till 43 procent av den globala aktieportföljen vid utgången av 2005. Detta motsvarade 19 procent av fondkapitalet, vilket var den minsta andelen extern förvaltning av alla AP-fonder. Fondens inriktning mot intern förvaltning åtföljs av en ännu tydligare inriktning mot aktiv och semiaktiv förvaltning (tabell 5.2). Det kan noteras att styrelsens inriktning mot internt bedriven aktiv förvaltning av svenska och globala aktier hittills inte gett förväntade resultat.

**Tabell 5.10 Fjärde AP-fondens normalportfölj (portföljandelar i procent).**

	2006	2005	Index
Svenska aktier	19	19	SIX RX
Utländska aktier	42	42	MSCI World DNI
Obligationer	37	37	SHB, Merrill Lynch
Fastigheter	2	2	Svenskt Fastighetsindex
Summa	100	100	Sammanvägt index
Valutaexponering	10	20	

Inför 2006 förbereddes en omfördelning från globala aktier till tillväxtmarknader motsvarande tre procent av fondkapitalet. I slutet av 2005 halverade fonden valutaexponeringen till tio procent av fondkapitalet, mot bakgrund av den försvagning av svenska kronan som ägt rum under loppet av året, vilket påverkade fondens avkastning positivt. Under tidigare år har Fjärde AP-fondens resultat påverkats negativt av en förhållandevis hög valutaexponering.

Enligt Fjärde AP-fondens operativa mål skall avkastningen överträffa jämförelseindex med 0,7 procent per år före kostnader under en tvåårsperiod. Målet avviker jämfört med andra AP-fonder genom att uttrycka en högre ambition.

#### 5.2.4.2 Operativ förvaltning

**Regeringens bedömning:** Fjärde AP-fondens långsiktiga operativa resultat är ihållande negativt på övergripande nivå, även före kostnader. Förutsättningarna är under överskådlig tid inte goda för att uppnå styrelsens långsiktiga mål.

**Regeringens skrivelse för 2004:** Fjärde AP-fondens operativa förvaltning har hittills resulterat i en ackumulerad avkastning som understiger jämförelseindex med 0,5 procentenheter per år. För att uppnå styrelsens långsiktiga mål måste mycket goda resultat skapas framöver.

<sup>29</sup> Vid halvårsskiftet 2001 uppgick Tredje och Fjärde AP-fondernas strategiska aktieandel till 49 respektive 62,5 procent, vilket innebär att avvikelserna då uppgick till ansenliga 13,5 procentenheter.

**Wassums utvärdering:** Avkastningen på likvida tillgångar överensstämde med fondens jämförelseindex 2005. Under året uppnådde endast obligationsportföljen en positiv relativ avkastning. Sämre resultat kan noteras för de svenska och globala aktierna.

Fondens operativa mål är att överträffa jämförelseindex med 0,7 procentenheter per år över en tvåårsperiod. Under de första fyra och ett halvt åren har avkastningen för likvidportföljen emellertid varit lägre än jämförelseindex (-0,4 procentenheter per år). Det finns indikationer på att den aktiva förvaltningen totalt sett har bedrivits med låg kvalitet i förhållande till marknadens genomsnitt eftersom informationskvoten för den totala portföljen är låg (-0,49). En ytterligare analys visar att fonden inte har presterat överavkastning mot index under någon tvåårsperiod sedan halvårsskiftet 2001. Förvaltningen av obligationsportföljen har överträffat sitt index under de senaste fyra och ett halvt åren. Informationskvoten indikerar att obligationsförvaltningen bedrivits med godkänd kvalitet, medan det omvända gäller för aktieportföljerna.

**Skälen för regeringens bedömning:** Fjärde AP-fondens operativa förvaltning har resulterat i en ackumulerad avkastning som understiger jämförelseindex med 0,4 procentenheter per år sedan halvårsskiftet 2001. Detta är ett resultat som exkluderar kostnader, varför avkastningen efter kostnader är lägre. Det är framför allt aktieförvaltningen, i första hand förvaltningen av globala aktier, som ligger bakom det långsiktigt negativa operativa resultatet. Som framgår av tabell 5.11 är det långsiktiga resultatet från förvaltningen av svenska aktier något sämre, men denna portfölj är mindre än den globala aktieportföljen, varför resultateffekten inte blir lika stor. Ihållande goda resultat har däremot skapats av Fjärde AP-fondens ränteförvaltning som överträffat jämförelseindex med 0,2 procentenheter per år sedan halvårsskiftet 2001.

Det kan konstateras att mycket goda resultat måste skapas framöver för att fonden skall uppnå styrelsens mål. Relationen mellan fondens aktiva avkastning och aktiva risk (informationskvot) har hittills i genomsnitt varit låg (-0,5). Wassums utvärdering visar dessutom att fonden inte presterat någon överavkastning jämfört med index under någon tvåårsperiod sedan halvårsskiftet 2001.

Tabell 5.11 Fjärde AP-fondens resultat 2001–2005 (procent).

	2005		Genomsnitt		Riskjusterad avkastning*	
	Absolut	Relativt	Absolut	Relativt	Aktiv risk	Informationskvot
Svenska aktier	34,4	-1,9	6,5	-0,9	1,8	-0,47
Globala aktier	14,6	-0,2	-5,5	-0,6	1,4	-0,41
Obligationer	3,7	0,2	6,3	0,2	0,4	0,44
<b>Total portfölj</b>	<b>16,5</b>	<b>0,0</b>	<b>4,6</b>	<b>-0,4</b>	<b>0,8</b>	<b>-0,49</b>

\*) Avser genomsnittet 2001–2004. Informationskvoten uttrycker relationen mellan överavkastning och aktiv risk.

Under 2005 var Fjärde AP-fondens avkastning 16,5 procent, vilket precis motsvarade jämförelseindex före kostnader. Positiva bidrag från ränte- och valutaförvaltningen och den taktiska tillgångsfördelningen uppvägdes av negativa bidrag från förvaltningen av aktieportföljerna

### 5.3.1 Strategiska beslut

**Regeringens bedömning:** Sjätte AP-fondens styrelse sänkte marknadsrisken i likviditetsförvaltningen vid en tidpunkt som i efterhand framstår som oförmånlig. Detta illustrerar väl behovet att förändra regelverket så att det blir möjligt att renodla Sjätte AP-fondens verksamhet till att bara avse onoterade aktier.

Sjätte AP-fonden kan ha skäl att ompröva målet för riskkapitalverksamheten, eftersom detta förefaller vara något lågt satt.

**Regeringens skrivelse för 2004:** Sjätte AP-fonden har renodlat verksamheten genom att till övervägande del utnyttja extern förvaltning, vilket bör vara effektivt inte minst mot bakgrund av fondens verksamhet som förvaltare av aktier i ett stort antal onoterade bolag. Sjätte AP-fondens förändrade mål innebär en sänkning av avkastningskravet i den onoterade portföljen men framför allt gällande likviditetsförvaltningen. Den förra sänkningen förefaller, på en övergripande nivå, vara väl motiverad mot bakgrund av låga räntor och fallande riskpremier. Likviditetsförvaltningens nya mål är förenligt med Sjätte AP-fondens specialiserade uppdrag men kan i sig vara svårare att förena med pensionssystemets övergripande intresse av en hög långsiktig avkastning.

**Wassums utvärdering:** De omständigheter som omger förvaltningen inom Sjätte AP-fonden skiljer sig väsentligt från de förutsättningar som övriga buffertfonder har. Det är därför inte möjligt att använda samma modell för att analysera strategiska beslut och aktivitet.

Sjätte AP-fonden försågs med allt investeringskapital från början, vilket är ovanligt för fonder som placerar i onoterade aktier. Normalt erhåller riskkapitalfonder i stället kapital från externa investerare i takt med att investeringsmöjligheterna uppstår. Denna skillnad har varit en hämmande omständighet som har bidragit till att fonden har haft svårt att öka andelen onoterade innehav.

Sjätte AP-fonden arbetade under sina första år mycket försiktigt med att bygga upp sina aktieplaceringar. I efterhand fick fonden kritik för detta och under 1998 verkställdes en total omplacering från räntebärande värdepapper till huvudsakligen noterade aktier. Totalportföljens placeringar i noterade och onoterade aktier bestod till hösten 2002 då en omfördelning påbörjades till en större andel likvida medel.

Under sina första år fram t.o.m. 2002 hade Sjätte AP-fonden ett mål som utgick från börsindex. Med utgångspunkt i en pessimistisk likviditetsprognos beslutade styrelsen att byta strategisk inriktning genom att fastställa ett absolut avkastningsmål som skulle gälla fr.o.m. 2003. Det kan i efterhand konstateras att bytet av benchmark inte ägde rum vid en gynnsam tidpunkt.

Det övergripande målet för Sjätte AP-fonden anges vara att utveckla verksamheten på ett sådant sätt att avkastningsmålet kan höjas väsentligt inom en femårsperiod. Fondens mål baseras på placeringarnas fördelning och antaganden om riskpremier i de olika typerna av placeringarna. Målet skall överträffas över rullande femårsperioder och består av summan av riskfria räntan (Riksbankens reporänta) och en sammanvägd

genomsnittlig riskpremie. Under 2006 har fondens avkastningsmål uppgått till 6,1 procent. Inom riskkapitalinvesteringar internationellt har ofta antagits att *private equity* långsiktigt bör avkasta fem procentenheter årligen utöver börsindex. Mot denna bakgrund kan konstateras att Sjätte AP-fonden har satt ett relativt lågt långsiktigt mål, även om inriktningen är att höja densamma.

Fondens likviditetsprognoser har utgjort ett så kraftigt styrmedel att en stor andel av fondens kapital har hållits som buffert. Det kan inte uteslutas att avkastningen för hela fonden har blivit lidande av denna omständighet.

Sjätte AP-fonden har sedan starten på ett föredömligt sätt använt extern förvaltning inom riskkapitalverksamheten. Utnyttjandet av externa förvaltare av riskkapitalfonder har visat sig vara ett framgångsrikt koncept. Likviditetsbufferten förvaltades internt fram t.o.m. 2002. Förvaltningen var dock liten personalmässigt och inför valet att bygga ut denna valde fonden att i stället använda extern förvaltning.

Flertalet investeringar bereds ingående av och i styrelsen. Detta tillvägagångssätt innebär såväl för- som nackdelar. Styrelsen, och i synnerhet ordföranden, är mycket väl insatt i fondens affärer. Samtidigt innebär arbetssättet påverkan på styrelsens kontrollfunktion. Ansvar kan bli svårt att utkräva, i de fall detta till äventyrs skulle bli nödvändigt.

**Skälen för regeringens bedömning:** Sjätte AP-fonden är en sluten fond som tillfördes allt kapital vid ett tillfälle, i samband med starten vid utgången av 1996. Därefter har kapitalet förändrats endast genom en fortlöpande marknadsvärdering av fondens tillgångar. Detta strider mot gängse praxis när det gäller förvaltning av onoterade aktier i s.k. riskkapitalfonder. Eftersom investeringar i den typen av aktier ofta sker stegvis, i takt med att de onoterade bolagen ifråga efterfrågar nytt kapital, måste aktörerna på denna marknad hålla en likviditetsreserv som buffert för uppföljningsinvesteringar. Detta gäller i än högre grad investerare i riskkapitalfonder eftersom dessa fonder avropar kapital från fondens investerare i takt med att investeringstillfällen uppstår. Det innebär att placeringar i riskkapitalfonder har karaktären av ett åtagande som gradvis realiserar genom att kapitalet, som från början endast är utfäst, tas i anspråk successivt. Sjätte AP-fonden har inte haft någon möjlighet att avropa ytterligare kapital från externa källor utan har i stället varit hänvisad till att avdela en andel av fondkapitalet som likviditetsbuffert och förvalta denna inom ramen för fondens normala verksamhet. Erfarenheterna från fondens hittillsvarande verksamhet belyser att detta inte är en lämplig ordning.

Sjätte AP-fonden har genomfört större förändringar av fondens strategiska inriktning vid två tillfällen. Efter kritik i regeringens skrivelse för 1997 investerade fonden under 1998 det kapital som dittills inte placerats i onoterade bolag i stället i börsaktier. Vid utgången av 1998 motsvarade denna andel mer än 90 procent av fondkapitalet. Under hösten 2002 genomfördes en andra strategisk förändring genom styrelsens beslut att fonden fr.o.m. 2003 skulle ha ett absolut avkastningsmål. Detta berodde i sin tur på att andelen onoterade placeringar vid det tillfället översteg 50 procent av fondkapitalet, samtidigt som fondens bedömning av den framtida likviditeten indikerade att likviditetsbufferten riskerade att bli otillräcklig i

förhållande till förväntade framtida investeringsbehov. Eftersom fondens förmåga att bära risk försämrades som en följd av den negativa börsutvecklingen under 2002, blev konsekvensen att exponeringen mot aktiemarknaderna kom att reduceras vid en tidpunkt som i efterhand framstår som oförmånlig. Detta är en tydlig illustration av bristerna med den nuvarande ordningen som innebär att Sjätte AP-fonden själv förvaltar fondens likviditetsbuffert inom ramarna för en balansräkning som domineras av onoterade tillgångar. Det finns därför ett behov att förändra regelverket i en riktning som möjliggör en renodling av Sjätte AP-fondens verksamhet till att bara avse onoterade aktier.

Det är möjligt att den hastigt krympande likviditetsbufferten 2002 även begränsade de faktiska investeringarna i riskkapitalfonder som genomfördes under detta år, vilket i så fall kan utgöra en hämmande faktor idag (framgångsrika riskkapitalfonder gallrar bland investerare genom att huvudsakligen acceptera placeringar från redan kända motparter på *pro rata* basis). Wassum uppger att Sjätte AP-fondens styrelse har kritiserat flera av de stora svenska utköpsfonderna (*buy out*) för bristande transparens och höga kostnader. Av dessa skäl har fonden tackat nej till flera, senare framgångsrika, utköpsfonder. Detta kan emellertid betraktas som ett uttryck för bolagsstyrning som i sin tur inte kan förväntas ge utdelning på kort sikt, men förhoppningsvis på längre sikt.

Wassum noterar att flertalet investeringar bereds ingående av styrelsen, vilket innebär att styrelsen blivit mycket väl insatt i fondens affärer. Detta arbetssätt innebär, enligt Wassum, en påverkan på styrelsens kontrollfunktion som kan försvåra utkrävande av ansvar, om detta skulle bli nödvändigt. Som framgår av regeringens policy för styrning och utvärdering av AP-fonderna är det av stor vikt att styrelserna identifierar och upprätthåller en tydlig fördelning av roller och ansvar mellan styrelsen och den operativa ledningen i fonden. Det bör emellertid observeras att verksamheten i detta fall avser investering i onoterade tillgångar som binder fonden för avsevärd tid. Styrelsens medverkan vid beslut om sådana investeringar är rimlig. Dessutom innebär en god insikt i fondens verksamhet inte med nödvändighet en belastning. Det är lika troligt att en initierad styrelse har bättre förutsättningar att utkräva ansvar som att detta skulle försvåras. Snarare bör styrelsens och ordförandens förhållningssätt vara avgörande för rollfördelningen mellan fondens styrelse och dess verkställande ledning (bilaga 1).

Sjätte AP-fonden har som övergripande mål att utveckla verksamheten på ett sådant sätt att avkastningsmålet kan höjas väsentligt inom en femårsperiod. För 2005 var fondens mål att uppnå en absolut avkastning på minst 6,1 procent efter kostnader, vilket i sin tur bestod av ett högre mål för onoterade aktier (8,4 procent) och ett motsvarande lägre avkastningskrav för likviditetsförvaltningen (3,1 procent).

Wassum bedömer att Sjätte AP-fonden har satt ett relativt lågt långsiktigt mål, med hänvisning till att man internationellt ofta antar att onoterade aktier årligen skall avkasta fem procentenheter över börsindex. Med ett sådant antagande skulle man kunna komma till avkastningskrav för onoterade aktier i intervallet 10–12 procent (under det ytterligare antagandet att en långsiktig riskpremie för noterade aktier uppgår till 2–4 procentenheter), vilket kan jämföras med fondens faktiska

avkastningskrav som uppgick till 8,4 procent 2005. Dock är Sjätte AP-fonden begränsad till investeringar inom Sverige varför det inte är säkert att internationella antaganden är tillämpliga. Det är t.ex. ett känt faktum att den långsiktiga avkastningen från riskkapitalfonder som placerar i tidiga faser (*venture capital*) hittills varit högre i Förenta staterna än i Europa.<sup>30</sup> Dessutom kan de europeiska erfarenheterna inte utan vidare antas vara tillämpliga i Sverige. Det är däremot känt att de stora svenska utköpsfonderna (*buy out*) har levererat en internationellt konkurrenskraftig avkastning. Inte heller dessa fonder utgör dock en lämplig jämförelse för Sjätte AP-fonden som har en lägre riskprofil genom att finansiera alla egna investeringar med eget kapital, i skarp kontrast till utköpsfonderna som i hög grad utnyttjar belåning. Det är emellertid fortfarande möjligt att Sjätte AP-fondens avkastningskrav för onoterade aktier kan vara något lågt satt. Denna förmodan stärks av att fonden själv har som övergripande mål att höja målet över tiden.

Likviditetsförvaltningens mål har förändrats mer påtagligt, från att överträffa börsindex t.o.m. 2002, till att överträffa absoluta avkastningsmål för tiden därefter. Under 2005 uppgick målet till 3,1 procent. Även detta kan vara något lågt satt, framför allt ur pensionssystemets perspektiv, men är framför allt ett resultat av regelverkets nuvarande utformning. Det är uppenbart att Sjätte AP-fonden, inom ramen för fondens begränsade balansräkning, inte har kapacitet att bära risk i likviditetsförvaltningen, utöver de risker som följer av fondens kärnverksamhet. Som noterades i fjolårets skrivelse torde detta utgöra exempel på s.k. suboptimering ur pensionssystemets perspektiv.

### 5.3.2 Operativ förvaltning

**Regeringens bedömning:** Sjätte AP-fonden har, i likhet med tidigare år, uppnått styrelsens långsiktiga mål på övergripande nivå, vilket kan betraktas som ett gott resultat. Detta beror i väsentlig utsträckning på det långsiktiga resultatet från förvaltningen av onoterade aktier, trots att fonden i denna del av verksamheten inte har uppnått styrelsens långsiktiga mål.

**Regeringens skrivelse för 2004:** I likhet med tidigare år har Sjätte AP-fonden uppnått det av styrelsen fastställda målet över en rullande femårsperiod, vilket kan betecknas som ett gott resultat. Likviditetsförvaltningen har uppnått styrelsens långsiktiga mål. Förvaltningen av onoterade aktier har bidragit verksamt till fondens långsiktiga resultat på övergripande nivå. I denna del av verksamheten har Sjätte AP-fonden uppnått styrelsens mål under de två senaste åren, men inte under hela perioden sedan 1997.

**Wassums utvärdering:** Sjätte AP-fonden har uppnått sina mål samtliga år utom 1999. Investeringsverksamheten har visat en avsevärt bättre utveckling än likviditetsbufferten.

<sup>30</sup> Venture Capital Investments in Europe in 2004, ECFIN/L/6(2006)REP/266.



Den totala portföljens avkastning uppgick till 8,9 procent efter kostnader 2005, vilket översteg fondens mål med 2,8 procentenheter. Under femårsperioden 2001–2005 uppgick avkastningen till -3,9 procent, vilket dock överträffar jämförelseindex med 3,8 procentenheter per år.

Likviditetsportföljens avkastning 2005 uppgick till 8,4 procent, vilket överträffade styrelsens mål med 5,3 procentenheter. Under femårsperioden 2001–2005 uppgick avkastningen till -7,0 procent per år, vilket överträffar jämförelseindex med 2,1 procentenheter per år.

Investeringsportföljen har haft en avkastning mätt med internränta uppgående till 9,4 procent per år, sedan tidpunkten för den första investeringen i januari 1997. Detta utgör en förbättring jämfört med 2004 då internräntan sedan 1997 uppgick till 8,9 procent per år. Efter avdrag för externa förvaltningsavgifter uppgår den genomsnittliga avkastningen till 7,7 procent per år. Målet för investeringsportföljen har därmed inte uppnåtts, sett över hela perioden.

Avkastningen från investeringsportföljen, och därmed den totala portföljen, är till stor del beroende av den marknadsvärdering som gjorts vid utgången av 2005. Marknadsvärdet var vid utgången av 2005 72 procent större än nettot av investerade belopp och inflöden.

Om investeringarna i den onoterade portföljen sedan 1997 jämförs med parallella men hypotetiska investeringar i börsindex, har skillnaden krympt till 0,7 procentenheter per år. Den årliga skillnaden uppgick till 5,5 procentenheter för ett år sedan.

**Skälen för regeringens bedömning:** Under femårsperioden 2001–2005 uppgick Sjätte AP-fondens sammanvägda avkastning till -3,9 procent efter avdrag för samtliga kostnader. Detta är en förbättring jämfört med förra året, men fortfarande en negativ total avkastning, vilket i sin tur beror på att fonden var helt exponerad mot svenska noterade och onoterade aktier i samband med börsfallet t.o.m. 2002. Under femårsperioden utvecklades emellertid jämförelseindex betydligt sämre (-7,7 procent per år), varför Sjätte AP-fondens sammanvägda avkastning överträffade jämförelseindex med 3,8 procentenheter per år, vilket kan betecknas som ett gott resultat (tabell 5.12).

Fondens långsiktiga överavkastning på total nivå sammanhänger med en långsiktigt positiv avkastning i fondens onoterade portfölj (riskkapitalverksamheten). Samtidigt som den onoterade portföljen verksamt bidragit till Sjätte AP-fondens måluppfyllelse på övergripande nivå har fonden inte uppnått styrelsens mål i denna del av verksamheten. Likviditetsförvaltningens genomsnittliga avkastning under femårsperioden var negativ (-7,0 procent per år) men bättre än jämförelseindex.

Tabell 5.12 Sjätte AP-fondens resultat 2001–2005 (procent).

	2005		Genomsnitt		Riskjusterad avkastning*	
	Absolut	Relativt	Absolut	Relativt	Aktiv risk	Informationskvot
Likviditetsförvaltning	8,4	5,3	-7,0	2,1	4,2	0,50
Fonden totalt	8,9	2,8	-3,9	3,8	10,6	0,36

\*) Avser genomsnittet 2000–2004. Informationskvoten uttrycker relationen mellan överavkastning och aktiv risk.

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

**Tabell 5.13 Sjätte AP-fondens investeringar i onoterade aktier sedan 1997 (miljoner kr respektive procent p.a.).**

Portfölj	Investerat belopp	Flöden	Marknadsvärde	Akkumulerad avkastning
Indirekt	7 739,9	3 815,8	4 676,7	4,2 %
Direkt orealiserat	3 657,1	1 714,9	3 566,8	17,3 %
Direkt realiserat	3 180,8	4 259,7	-	11,2 %
<b>Totalt</b>	<b>14 577,9</b>	<b>9 790,4</b>	<b>8 243,5</b>	<b>9,4 %</b>
Totalt, netto	-	-	-	7,7 %

Sjätte AP-fonden har sedan start investerat sammanlagt knappt 14,6 miljarder kronor i onoterade företag, vilket är 1,8 miljarder kronor mer än för ett år sedan. Marknadsvärdet av ännu orealiserade tillgångar var drygt 8,2 miljarder kronor enligt branschens riktlinjer. Med beaktande av utbetalningar uppgående till sammantaget knappt 9,8 miljarder kronor, inklusive tidpunkten för varje sådan betalning, motsvarade detta en genomsnittlig avkastning på 9,4 procent per år, eller 7,7 procent per år efter externa förvaltningsavgifter. Detta resultat är inte riktigt i nivå med styrelsens sammanlagda mål under perioden.

En rättvisande jämförelse med börsindex visar att Sjätte AP-fondens onoterade portfölj har överträffat börsindex sedan fondens start. Genom att jämföra avkastningen på fondens onoterade portfölj med lika stora och tidsmässigt parallella investeringar i börsindex kan man beräkna vilken avkastning fonden skulle ha fått om medlen i stället hade investerats i börsindex (*public market equivalent*). En sådan beräkning visar att Sjätte AP-fondens avkastning skulle ha blivit 8,7 procent per år om kapitalet i stället hade placerats i börsindex, dvs. 0,7 procentenheter mindre årligen än som nu har blivit fallet genom fondens investeringar i onoterade aktier.

**Tabell 5.14 Sjätte AP-fondens onoterade portfölj, fördelning på utvecklingsstadier (procent).**

	Direkt	Indirekt	Totalt
Start	0,1	0,0	0,1
Expansion	10,2	49,7	32,6
Tillväxt/mognad	88,7	50,3	66,9
Noterat	0,9	0,0	0,4
Summa	100	100	100

Strukturen av fondens onoterade portfölj är i princip oförändrad på total nivå, jämfört med ett år sedan (tabell 5.14). Inom ramen för den onoterade portföljen har det skett en viss mindre förskjutning till tidigare faser (expansion) när det gäller direkta investeringar medan inslaget av mogna placeringar har ökat bland de indirekta investeringarna i fonder.

Likviditetsförvaltningens resultat under femårsperioden är negativt i absoluta tal (-7,0 procent per år) men positivt jämfört med jämförelseindex, vilket föll ännu mer (-9,1 procent per år). Jämförelseindex utgör en kombination av börsindex till och med 2002 och absoluta avkastningsmål därefter. Även om förmågan att bära risk, och därmed ambitionen att uppnå en hög avkastning, har reducerats efter 2002 har likviditetsförvaltningen konsistent överträffat jämförelseindex under den senaste femårsperioden. Detta kan betecknas som ett gott operativt resultat.

Tabell 5.15 Likviditetsförvaltningens resultat 2001–2005 (procent).

	2005	2004	2003	2002	2001	Genomsnitt
Portfölj	8,4	5,4	6,8	-34,6	-12,9	-7,0
Index	3,1	3,7	5,1	-35,7	-14,2	-9,1
Differens	5,3	1,7	1,7	1,1	1,3	2,1

### Faktaruta 5.2 Värdering av onoterade aktier

Sjätte AP-fondens redovisning, och regeringens utvärdering av Sjätte AP-fondens onoterade portfölj, baseras på EVCA:s riktlinjer (European Private Equity & Venture Capital Association). Generellt gäller att värderingen skall avspegla verkligt värde med beaktande av försiktighet och konsekvens. För yngre innehav (upp till ett år) innebär det att innehav skall värderas till anskaffningskostnad, om inte en ny finansieringsrunda eller delförsäljning har ägt rum där en väsentlig investering gjorts av tredje part. I så fall bör innehavet värderas med ledning av priset vid denna transaktion med tredje part. Ett annat undantag avser tillfällen när en stadigvarande och väsentlig minskning av värdet på investeringen bedöms ha ägt rum. I det fallet skall en nedvärdering av värdet göras.

Enligt EVCA:s riktlinjer skall 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:** Premiesparfonden har överträffat genomsnittet av andra fonder inom premiepensionssystemet, vilket bekräftar styrelsens tidigare gjorda val av strategi. Sjunde AP-fondens styrelse bedöms ha fattat väl övervägda beslut beträffande fondens val av förvaltningsstruktur.

**Regeringens skrivelse för 2004:** Sjunde AP-fonden utmärks av en enkel och renodlad struktur genom en dominerande andel extern förvaltning och även en övervägande andel passiv förvaltning. Styrelsen har, genom att besluta om Premiesparfondens och Premievalsfondens normalportföljer, uppnått det strategiska målet att överträffa den genomsnittligt valda fonden i premiepensionssystemet.

**Wassums utvärdering:** Det övergripande målet för Premiesparfonden är att avkastningen under en löpande femårsperiod minst skall motsvara genomsnittet för samtliga fonder som kan väljas aktivt i premiepensionssystemet, men till lägre risk. Motsvarande mål för Premievals-fonden är att avkastningen skall vara minst 0,35 procentenheter högre än samma genomsnitt.

Investeringsstrategin har varit i princip oförändrad sedan halvårsskiftet 2002. Placeringar i utländska aktier kurssäkras till 50 procent, hedgefonder kurssäkras till 100 procent. Denna strategi att delvis kurssäkra valutarisk är inte påtvingad av lag, vilket är fallet i andra AP-fonder, utan är ett strategiskt beslut. Den samlade strategin har medfört att fondens övergripande mål har uppnåtts för Premiesparfonden, men inte riktigt för Premievals-fonden.

Sjunde AP-fondens operativa mål är att de båda fonderna skall överträffa jämförelseindex med 0,5 procentenheter per år före kostnader. Detta höjdes från 0,3 procentenheter från halvårsskiftet 2002 i samband med genomförandet av alternativa investeringar.

Under 2002 fastslog styrelsen att valet mellan intern och extern förvaltning är ett styrelsebeslut som skall baseras på en jämförelse av kostnader och förvaltningens förväntade kvalitet. Beslutet skall utvärderas var tredje år. För det andra konstaterade styrelsen att det inom nästan alla områden finns mycket som talar för att fonden skall engagera externa förvaltare. Vid utgången av 2005 uppgick andelen intern förvaltning till 20 procent inom Premiesparfonden och 16 procent inom Premievals-fonden.

I april 2001 fastställde styrelsen en fördelning mellan aktiv och passiv förvaltning av aktier som skulle ses över vart tredje år. Fördelningen baserades på en studie av marknadernas effektivitet inom respektive region. I februari 2005 ändrade styrelsen fördelningen mellan aktiv och passiv förvaltning genom att minska andelen aktiv förvaltning av svenska aktier. Skälet till beslutet var en uppdatering av studien från 2001 som visade att resultaten från aktiv förvaltning i allmänhet varit svaga när det gäller den svenska aktiemarknaden.

I oktober 2005 ändrade styrelsen placeringspolicyn genom att tillåta s.k. alfa- och betaseparering inom förvaltningen av svenska aktier. Om utfallet blir bra ämnar styrelsen att gå vidare.

**Skälen för regeringens bedömning:** Sjunde AP-fonden förvaltar två fonder inom premiepensionssystemet, varav Premiesparfonden intar en särställning. Dit förs premiepensionsmedel för de premiepensionssparare som inte har valt annan fond. Premiesparfonden omfattade vid utgången av 2005 drygt 30 procent av det totala premiepensionskapitalet och är systemets klart största fond. Premievals-fonden, däremot, är en valbar fond som konkurrerar fritt med privata alternativ inom premiepensionssystemet.

Sjunde AP-fondens övergripande mål, som detta har formulerats av styrelsen, är att avkastningen skall överstiga genomsnittet av alla fonder som kan väljas aktivt i premiepensionssystemet (PPM-index). Målet för Premiesparfonden är att avkastningen skall överträffa PPM-index över rullande femårsperioder och att detta skall ske till lägre risk. Målet för Premievals-fonden är att avkastningen skall överträffa PPM-index med en viss marginal som har uppgått till 0,35 procentenheter under de senaste

två åren och som var större för tiden dessförinnan. På dessa grunder har styrelsen fastställt fondernas normalportföljer (tabell 5.16). Strategin har varit i princip oförändrad sedan halvårsskiftet 2002 när alternativa investeringar, i form av onoterade aktier och hedgefonder, tillkom.

**Tabell 5.16 Sjunde AP-fondens normalportföljer (procentuella andelar).**

	Premiesparfonden	Premievalsfonden	Index
Svenska aktier	17	20	SBX
Utländska aktier	65	68	FTSE
Realränteobligationer	10	4	OMRX Real
Onoterade aktier	4	8	FTSE
Hedgefonder	4	-	STIBOR O/N
Summa	100	100	Sammanvägt index
Valutaexponering	38,5	38,0	

För Premiesparfonden, men inte för Premievalsfonden, gäller ett krav att den totala risknivån i förvaltningen skall vara låg. Förvaltningen skall dock inte vara så försiktig att den förväntade premiepensionen för dessa sparare avviker kraftigt negativt från den förväntade pensionsnivån för hela kollektivet av premiepensionssparare (prop. 1999/2000:46 s. 80 f). Det kan även uppstå fördelningseffekter om ickeväljarna, som förmodligen rymmer grupper som känner sig främmande inför fondsparande, skulle missgynnas genom systematiskt lägre pension.<sup>31</sup> I Premiepensionsutredningens betänkande (SOU 2005:87) föreslås att Premiesparfonden skall ges en generationsfondprofil som innebär att risknivån trappas ned i takt med pensionsspararnas ålder och återstående tid till pension. Detta skulle innebära att risken sänks när detta är befogat utan att den förväntade långsiktiga avkastningen riskerar att bli omotiverat låg för yngre pensionssparare. Utredningen föreslår även att kravet på låg risk skall ersättas av en aktsamhetsprincip, i likhet med vad som gäller på tjänstepensionsområdet. Utredningens förslag bereds för närvarande inom Regeringskansliet.

Sjunde AP-fondens övergripande mål har uppnåtts under femårsperioden 2001–2005 beträffande Premiesparfonden, men inte riktigt beträffande Premievalsfonden (tabell 5.17). Premiesparfondens avkastning har överträffat genomsnittet av premiepensionsfonder med 1,3 procentenheter per år, vilket är en betryggande marginal (beräkningarna inkluderar alla kostnader). Risken i Premiesparfonden har dessutom varit lägre under femårsperioden.<sup>32</sup> Under samma tid har Premievalsfonden överträffat PPM-index med 0,3 procent per år under hela femårsperioden, vilket ligger nära målet under de två senaste åren men klart under det mål som gällde tidigare (Premievalsfonden skulle då tillhöra den bästa fjärdedelen av alla valbara fonder i premiepensionssystemet).

Genom styrelsens strategiska beslut att delvis valutasäkra utländska placeringar uppgår Premiesparfonden och Premievalsfondens genomsnittliga valutaexponering till 38,5 respektive 38,0 procent. Denna strategi att delvis valutasäkra utländska innehav avviker från branschpraxis och har, enligt Wassum, bidragit verksamt till Sjunde AP-

<sup>31</sup> Sådana synpunkter framfördes av vissa remissinstanser, bl.a Riksbanken och RFV, med anledning av utredningen om Sjunde AP-fonden (SOU 1997:131).

<sup>32</sup> Premiesparfondens standardavvikelse var 14,4 procent (årligt genomsnitt) medan motsvarande standardavvikelse för PPM-index var 16,7 procent.

fondens långsiktiga resultat. Under 2005 verkade valutastrategin i motsatt riktning, eftersom kronan försvagades under detta år (båda fonderna utvecklades kortsiktigt sämre än PPM-index). Skr. 2005/06:210

Tabell 5.17. Sjunde AP-fondens avkastning i förhållande till PPM-index 2001–2005 (procent p.a.).

	2005		Genomsnitt*		Riskjusterad avkastning*	
	Absolut	Relativt	Absolut	Relativt	Aktiv risk	Informationskvot
Premiesparfonden	25,1	-7,3	1,3	1,3	3,1	0,43
Premievals-fonden	27,6	-4,8	0,3	0,3	2,5	0,12

Not. Avser avkastning efter kostnader enligt "NAV-kursmodellen", vilket innebär att avkastningen justerats för fondernas bruttoavgift.

För såväl Premiesparfonden som Premievals-fonden gäller det operativa målet att fonderna skall överträffa jämförelseindex med 0,5 procentenheter per år och avser avkastning före kostnader. Detta mål inkluderar förväntade riskpremier för alternativa investeringar (onoterade aktier och hedgefonder) och därför kan bedömas vara cirka 0,2 procentenheter lägre i ett långsiktigt perspektiv än som framgår vid en första anblick. På kort sikt försvåras en bedömning av Sjunde AP-fondens operativa resultat, eftersom de onoterade tillgångarna kan påverka avkastningen tillfälligtvis i både positiv och negativ riktning.

Sjunde AP-fondens styrelse har på ett tydligt sätt tagit ansvar för valet av förvaltningsstruktur. Det bestämdes tidigt att det var styrelsens ansvar att besluta om fördelningen mellan intern och extern förvaltning. Styrelsen förutsatte att extern förvaltning i de flesta fall var ett naturligt val. På ett tidigt stadium beslutade styrelsen även om fördelningen mellan aktiv och passiv förvaltning och bestämde att denna fördelning skulle ses över vart tredje år. Fördelningen baserades på strukturerade analyser av marknadernas funktion och tidigare erfarenheter av aktiv förvaltning på respektive marknad. En uppdatering av dessa studier bidrog till att andelen aktiv förvaltning av svenska aktier minskades 2005, eftersom resultaten tenderade att vara svaga. Denna praxis av Sjunde AP-fondens styrelse ansluter väl till behovet av en tydlig fördelning av roller och ansvar mellan styrelse och operativ ledning (bilaga 1). En skeptisk hållning från styrelsens sida beträffande nyttan av aktiv förvaltning och behovet av stora interna organisationer kan även antas främja fondens kostnadseffektivitet. Det kan inte uteslutas att denna praxis bidragit till att Sjunde AP-fonden uppvisar en avvikande förvaltningsstruktur med klart lägre andel intern förvaltning respektive aktiv förvaltning än övriga AP-fonder (tabell 5.2).

#### 5.4.2 Operativ förvaltning

**Regeringens bedömning:** Sjunde AP-fonden har inte uppnått styrelsens långsiktiga mål för den operativa förvaltningen. Det bör dock beaktas att Sjunde AP-fonden har ett stort inslag av passiv förvaltning.

**Regeringens skrivelse för 2004:** Sjunde AP-fonden har uppnått styrelsens strategiska mål att överträffa premiepensionssystemets genomsnittsfond, men skulle ha gjort detta i än högre utsträckning om fonden även uppnått styrelsens operativa mål att överträffa



jämförelseindex med 0,5 procentenheter per år. För att även detta skall uppnås måste mycket goda resultat skapas framöver.

**Wassums utvärdering:** Under 2005 visar både Premiesparfonden och Premievalsfonden högre avkastning än jämförelseindex (0,6 respektive 0,9 procentenheter). Sedan start har fonderna haft en underavkastning på 0,2 respektive 0,6 procentenheter per år. Förvaltningen har således inte uppnått målet för avkastning i förhållande till jämförelseindex. De relativt låga informationskvoterna indikerar också låg kvalitet i den aktiva förvaltningen under perioden.

**Skälen för regeringens bedömning:** Genom hög avkastning under 2005 har tidigare förluster återhämtats, varför avkastningen sedan 2001 nu är positiv. Den genomsnittliga avkastningen under femårsperioden 2001–2005 uppgick till 1,9 procent per år för Premiesparfonden och till 1,0 procent per år för Premievalsfonden. Dessa beräkningar tar inte hänsyn till kostnader. Ett sammanvägt jämförelseindex har emellertid i båda fallen avkastat något mer, varför den aktiva avkastningen jämfört med index är negativ (-0,2 procentenheter per år i Premiesparfonden och -0,6 procentenheter per år i Premievalsfonden). Avkastningen efter kostnader blir ännu något sämre. Resultaten bör dock ses mot bakgrund av att en stor del av Sjunde AP-fondens portfölj är passivt förvaltd och därför inte förvaltas med utgångspunkten att överträffa index (tabell 5.2).

Tabell 5.18. Sjunde AP-fondens avkastning före kostnader i förhållande till jämförelseindex 2001–2005 (procent p.a.).

	2005		Genomsnitt*		Riskjusterad avkastning*	
	Absolut	Relativt	Absolut	Relativt	Aktiv risk	Informationskvot
Premiesparfonden	25,7	0,6	1,9	-0,2	0,6	-0,26
Premievalsfonden	28,4	0,9	1,0	-0,6	0,8	-0,70

Not. Avser avkastning före kostnader enligt "stängningskursmodellen".

De kortsiktiga förvaltningsresultaten var bättre under 2005. Under detta år uppnåddes för första gången styrelsens operativa mål. Eftersom Wassum inte har haft i uppdrag att i detalj analysera Sjunde AP-fondens avkastning har vi inte underlag för att bedöma vad de operativa resultaten beror på. Det är t.ex. oklart vilken roll som de alternativa investeringarna har spelat sedan halvårsskiftet 2002. Sjunde AP-fondens förvaltningsstruktur, med en helt övervägande andel extern förvaltning, innebär att det torde finnas goda förutsättningar att åtgärda det som eventuellt behöver åtgärdas. Som ett exempel på det kan nämnas att Sjunde AP-fonden under 2004 avslutade ett större externt förvaltat mandat gällande europeiska aktier och halverade ett svenskt aktiemandat. Åtgärder som dessa kan ha bidragit till den vändning som ägde rum under 2005.

## Bakgrund

*En policy för styrning och utvärdering av AP-fonderna motiveras av styrelsernas oberoende och behovet att tydliggöra grunderna för regeringens årliga utvärderingar som skall 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,
- årligen utvärdera förvaltningen av fondmedlen i efterhand.

Enligt lag och förarbeten skall 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 skall 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 möjlig att bedöma (*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.

## AP-fondernas uppdrag

*AP-fondernas uppdrag följer av lag och förarbeten. Lagens krav på låg risk i fondernas placeringar bör tillgodoses, tillsammans med andra krav, på ett sätt som går att förstå för en bred allmänhet. Därutöver omfattas AP-fonderna naturligen av de krav och önskemål som i allmänhet ställs på institutionella investerare, exempelvis när det gäller bolagsstyrning i fondernas portföljbolag och hänsynstagande till miljö och etik.*

Fondernas uppdrag har formulerats i allmänna termer. Det övergripande målet har karaktären av generalklausul genom föreskriften att fonderna

skall vara till största möjliga nytta för pensionssystemet. Ett antal preciseringar har angetts, bl.a. att allokeringen av tillgångar skall baseras på en analys av pensionssystemets åtagande, att den totala risknivån i fondernas placeringar skall vara låg och att nödvändig betalningsberedskap skall upprätthållas. Målet är långsiktigt hög avkastning i förhållande till risk, där avkastning och risk skall tolkas i termer av utgående pensioner. Kravet på låg risk skall emellertid inte tolkas i en snävt kortsiktig mening utan även beakta yngre generationers intressen av en hög förväntad avkastning. Fonderna bör i sin placeringspolitik sträva efter att vara neutrala mellan olika pensionärgenerationer (prop. 1999/2000:46 s. 76 ff). Lagstiftarens krav på att den totala risknivån skall vara låg gäller emellertid alltjämt. Det är angeläget att de krav som finns ges ett konkret innehåll som går att kommunicera och som förblir begripligt för en bredare allmänhet under skiftande marknadsförutsättningar.

AP-fonderna tillhör kategorin institutionella placerare, dvs. finansiella mellanhänder som förvaltar kapital på uppdrag av andra. I detta fall är uppdragsgivaren pensionssystemet och därmed den breda allmänhet som har eller har haft pensionsgrundande inkomster. Krav som läggs på institutionella placerare i allmänhet bör även gälla AP-fonderna, exempelvis när det gäller bolagsstyrning. Ett sådant krav är föreskriften i OECD:s principer för bolagsstyrning, som är införd i *Svensk kod för bolagsstyrning* (SOU 2004:130), att institutionella placerare skall offentliggöra riktlinjer för utövandet av rösträtten för innehav aktier, med hänvisning till att detta kan anses vara en del av placeringarnas värde som skall förvaltas (*OECD Principles of Corporate Governance*, OECD 2004, s. 37).

För AP-fonderna gäller redan ett lagfäst krav på att fonderna skall fastställa en ägarpolicy. Fonderna lägger erfarenhetsmässigt stor vikt vid detta. Det råder en växande enighet om att utnyttjandet av de rättigheter som följer med aktieägandet skall ses som en viktig del av de institutionella placerarnas uppdrag.

Lagen ställer vidare krav på att fondernas placeringspolicy skall ange på vilka sätt hänsyn till miljö och etik skall tas i placeringsverksamheten utan att avkall görs på det övergripande målet om hög avkastning. Detta motiveras av kravet att fonderna skall uppbära allmänhetens förtroende (prop. 1999/2000:46 s. 76 f). En jämförelse kan göras med den statliga ägarpolitiken för statliga bolag där det ingår som en viktig del att bolagen har en genomtänkt strategi för miljö, socialt ansvar, jämställdhet och etik (*Statens ägarpolitik 2005*, särtryck, Näringsdepartementet, s. 8).

## Styrelsernas roll

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

Enligt aktiebolagslagen och god styrelsesed skall en styrelse styra och kontrollera bolaget i alla aktieägares intresse. Uppdraget utgår från

bolagets bästa. God praxis på området sammanfattas bl.a. i OECD:s principer och den svenska Koden 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 skall förvaltas till största möjliga nytta för pensionssystemet. Regelverket innehåller inga föreskrifter om hur förvaltningen skall organiseras, med undantag för regeln att minst tio procent skall 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 skall 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 2005 s. 7). 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 Koden 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 skall i sin utnämningspolitik tillse att styrelserna är kvalificerade för sin uppgift och allsidigt sammansatta. Nya ledamöter skall introduceras av huvudmannen, utöver den introduktion som sker genom fondernas försorg. Härutöver skall kommunikationen mellan huvudmannen och styrelsens ledamöter ha adekvat omfattning, exempelvis genom styrelseseminarier eller liknande arrangemang.*

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 skall 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. Kön fördelningen skall 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 frångå 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.

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 skall kommunikation upprätthållas med styrelsernas ledamöter genom styrelseseminarier eller liknande arrangemang.

Ersättningen till styrelsens ledamöter skall 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

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

*AP-fondernas mål har uttryckts i allmänna termer, vilket erbjuder särskilda utmaningar. Risken att regeringens utvärdering skall 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.*

Regeringens årliga utvärdering baseras på AP-fondernas uppdrag, som det framgår av lag och förarbeten och som kommenterats kortfattat ovan. Utvärderingen har motiverats av behovet att balansera styrelsernas

långtgående frihet att själva utforma mål och riktlinjer. Av lagens förarbeten framgår bl.a. att utvärderingen skall 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 skall 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 mål har formulerats i allmänna termer. Av det följer med automatik en svårighet att bedöma vad som utmärker en god måluppfyllelse. 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) skall 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 iakttas 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. skall 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 skall uppvisa ökad självständighet i förvaltningsfrågor. Ett långsiktigt perspektiv för utvärdering överensstämmer även med fondernas uppdrag. Den utvärderingshorisont på fem år som tidigare använts kan bedömas vara en lämplig avvägning mellan önskvärdheten av långsiktighet och behovet av effektiv styrning.

Utvärderingen bör i större utsträckning än tidigare år inriktas mot styrelsernas strategiska beslut som erfarenhetsmässigt har avgörande betydelse för den avkastning som därefter realiserats. Behovet av en lång horisont för utvärdering är särskilt stort i detta sammanhang, varför utvärderingen kan utvecklas i takt med att fondernas historik blir tillräckligt lång för att möjliggöra relevanta bedömningar av fondernas strategier.

Eftersom regeringens utvärdering skall 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 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 skall vara rimligt kvalitetssäkrade.

Mot bakgrund av de kraftigt ökade administrationskostnaderna för ålderspensionssystemet har Regeringskansliet inlett en intern översyn av samtliga kostnader som belastar pensionssystemet och därmed pensionerna, vilket inkluderar kostnaderna för buffertfondernas förvaltning. Regeringen avser att vid behov föreslå ytterligare åtgärder för att förbättra AP-fondernas kostnadseffektivitet (skr. 2004/05:130 s. 67).

När det gäller AP-fondernas redovisningsprinciper bör dessa överensstämma 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, i enlighet med god praxis för avgiftsbestämda pensionslösningar (*OECD guidelines for pension fund governance*, OECD 2005, s. 18). Den avkastning som kommer pensionssystemet till del, dvs. med korrigering för både interna kostnader och externa provisionskostnader, bör vara en del av fondernas externa rapportering. 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.