

Regeringens skrivelse

2003/04:130

Redovisning av AP-fondernas verksamhet 2003

Skr.
2003/04:130

Regeringen överlämnar denna skrivelse till riksdagen.

Stockholm den 13 maj 2004

Göran Persson

Bosse Ringholm
(Finansdepartementet)

Skrivelsens huvudsakliga innehåll

I skrivelsen lämnar regeringen en redovisning av de allmänna pensionsfondernas (AP-fondernas) verksamhet under 2003. I redovisningen ingår bl.a. en sammanställning av AP-fondernas årsredovisningar och en utvärdering av fondernas förvaltning.

Sammanställningen av AP-fondernas årsredovisningar visar att resultatet för buffertfonderna sammantagna, dvs. Första–Fjärde samt Sjätte AP-fonderna, uppgick till 80,8 miljarder kr 2003. Förutom resultatet påverkades buffertkapitalet positivt av ett positivt nettoinflöde av pensionsavgifter utöver pensionsbetalningar. Det summerade buffertkapitalet uppgick vid årets utgång till 577 miljarder kr, vilket var 89,5 miljarder kr mer än föregående år.

Buffertfondernas samlade resultat uttryckt som avkastning var 16,4 procent 2003. Den genomsnittliga avkastningen under femårsperioden 1999–2003 uppgick till 1,7 procent per år, vilket inte riktigt motsvarar den genomsnittliga inflationen under samma period.

Fondernas negativa utveckling under de två första åren efter reformen av AP-fonderna lades till grund för kritik i skrivelsen för 2002 (regeringens skrivelse 2002/03:130 s. 37 ff.). I år noterar regeringen att Första–Fjärde AP-fondernas resultat 2003 är bra i absoluta termer och att en betydande andel av förlusterna återvunnits. Fondernas förvaltning har emellertid genererat små avvikelser från sina jämförelseindex, vilket indikerar ett lågt risktagande i förhållande till dessa index. Det leder i sin tur till slutsatsen att Första–Fjärde AP-fondernas förvaltningskostnader inte synes stå i proportion till graden av förvaltningsaktivitet.

En granskning av fondernas oberoende – som det kommer till uttryck i samvariationen mellan fondernas månatliga avkastning sedan halvårsskiftet 2001 – visar att den riskspridning mellan Första–Fjärde AP-

fonderna som kan mätas på detta sätt hittills varit låg. Även detta resultat har samband med graden av förvaltningsaktivitet. Skr. 2003/04:130

Genom att behålla de aktieandelar som tidigare år vållade stora förluster har Första–Fjärde AP-fonderna dragit nytta av börsuppgången 2003. Perioden för utvärdering är alltså något kort men regeringen konstaterar att goda resultat måste skapas under kommande år för att styrelsernas mål skall kunna uppnås.

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

	2003	2002	2001	2000	1999	1999-2003
Första AP-fonden	16,5	-13,8	-5,6			
Andra AP-fonden	17,7	-15,3	-3,7			
Tredje AP-fonden	16,4	-12,4	-4,4			
Fjärde AP-fonden	17,0	-16,8	-5,0			
Sjätte AP-fonden	10,7	-30,9	-8,0	-1,3	55,8	1,6
Totalt	16,4	-15,0	-4,4	3,8	10,8	1,7

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

Sjätte AP-fonden har, jämfört med övriga buffertfonder, ett specialiserat uppdrag att investera i små och medelstora noterade bolag. Detta uppdrag är oförändrat sedan 1996, varför fonden kan utvärderas över en längre period. Fonden har uppnått styrelsens mål genom en långsiktig positiv avkastning på fondens innehav av noterade aktier. Den noterade portföljen som sådan har dock inte uppnått styrelsens mål under perioden. Resultatet kan likväl betecknas som gott.

Sjunde AP-fondens avkastning (procent p.a.).

	2003	2002	2001	2001– 2003
Premiesparfonden	18,7	-27,0	-10,6	-8,2
Premievals-fonden	19,6	-30,6	-12,5	-10,1

Sjunde AP-fonden, som ingår i premiepensionssystemet, har genom börsuppgången 2003 återhämtat en del av tidigare förluster. Sjunde AP-fonden har hittills uppnått styrelsens långsiktiga mål att Premiesparfonden skall överträffa genomsnittet av premiepensionsfonder, men med lägre risk.

1	Inledning.....	4
2	AP-fonderna och ålderspensionssystemet	6
2.1	Det allmänna ålderspensionssystemet.....	6
2.2	AP-fondernas uppbyggnad.....	9
2.2.1	Historik	9
2.2.2	AP-fondernas roll i ålderspensionssystemet...	10
3	De finansiella marknaderna	15
3.1	Bakgrund och grundläggande termer.....	15
3.2	Utvecklingen på de finansiella marknaderna 2001–2003.	17
4	Sammanställning av AP-fondernas resultat 2003.....	23
4.1	Första–Fjärde AP-fonderna.....	23
4.1.1	Första AP-fondens resultat	23
4.1.2	Andra AP-fondens resultat	24
4.1.3	Tredje AP-fondens resultat	26
4.1.4	Fjärde AP-fondens resultat	27
4.2	Sjätte AP-fonden	28
4.3	Sjunde AP-fonden	32
4.4	Avvecklingsfonderna	33
4.5	Buffertfondernas samlade resultat	34
5	Regeringens utvärdering av AP-fondernas verksamhet	37
5.1	Utvärdering av Första–Fjärde AP-fondernas förvaltning .	38
5.1.1	Första AP-fondens förvaltning	43
5.1.2	Andra AP-fondens förvaltning	45
5.1.3	Tredje AP-fondens förvaltning	48
5.1.4	Fjärde AP-fondens förvaltning	50
5.2	Utvärdering av Sjätte AP-fondens förvaltning	53
5.3	Utvärdering av Sjunde AP-fondens förvaltning	58
5.4	Övriga förvaltningsfrågor	61
Bilaga 1	Årsredovisning Första AP-fonden	
Bilaga 2	Årsredovisning Andra AP-fonden	
Bilaga 3	Årsredovisning Tredje AP-fonden	
Bilaga 4	Årsredovisning Fjärde AP-fonden	
Bilaga 5	Årsredovisning Sjätte AP-fonden	
Bilaga 6	Årsredovisning Sjunde AP-fonden	
Bilaga 7	Underlag från Wassum Investment Consulting	

Utdrag ur protokoll vid regeringssammanträde den 13 maj 2004.

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 uteslutande finansieras av fonderade medel.

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

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

AP-fondernas verksamhet under de första två åren efter reformerna präglades av den mycket negativa utvecklingen på världens aktiemarknader. Den anpassning till nya mål som genomfördes av Första–Fjärde AP-fonderna kom att genomföras förhållandevis tidigt i ett skede av markant fallande aktiekurser. Premiépensionssystemet sjuöptes under samma förhållanden, vilket har haft 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. Såväl den tidigare värdeökningen som de senare förlusterna hade för Sjätte AP-fondens del samband med en oförändrat hög aktieandel nära 100 procent av fondkapitalet. Genom stigande aktiekurser under 2003 har en stor del av pensionssystemets samlade förluster återhämtats.

Regeringens utvärdering av AP-fondernas verksamhet handlar denna gång om AP-fondernas verksamhet i ett något bredare perspektiv. Utöver fondernas mål och resultat sker en översiktlig granskning av relationen mellan fondernas förvaltningskostnader och aktivitet samt av den riskspridning som hittills blivit resultatet av att inrätta fyra sinsemellan oberoende fonder med identiskt uppdrag. Det visar sig att graden av förvaltningsaktivitet har bäring även på den senare frågeställningen. För Första–Fjärde och Sjunde AP-fondernas del blir den undersökta perioden

förhållandevis kort, två och ett halvt år respektive strax över tre år, varför förvaltningsresultaten alltså bör tolkas med viss försiktighet. Sjätte AP-fonden kan utvärderas över en längre period.

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

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

2 AP-fonderna och ålderspensionssystemet

2.1 Det allmänna ålderspensionssystemet

Under våren 1998 fattade riksdagen beslut om det reformerade ålderspensionssystemet. Reformen, som trädde i kraft med början den 1 januari 1999, innebär en genomgripande förändring av det allmänna ålderspensionssystemet.¹ Det äldre förmånsbestämda pensionssystemet, som omfattade ATP och folkpension, kommer att fasas ut successivt fram till 2018, för att i växande grad ersättas av det avgiftsbestämda allmänna ålderspensionssystemet.² 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 mellan 1938 och 1953, beräknas pensionsförmånen, i varierande proportion beroende på födelseår, utifrån både det äldre och det nya pensionssystemet.

Pensionssystemet innefattar alltså pensionsutbetalningar enligt både nya och gamla regler. I det reformerade pensionssystemet finns *garantipension*, *inkomstpension* och *premiepension*.³ Under övergångsperioden benämns den pension som intjänats enligt gamla regler *tilläggs pension* (medan pensionsrätt enligt äldre regler kan intjänas fram till 2018 väntas utbetalningar av tilläggs pension fortgå in på 2030-talet).

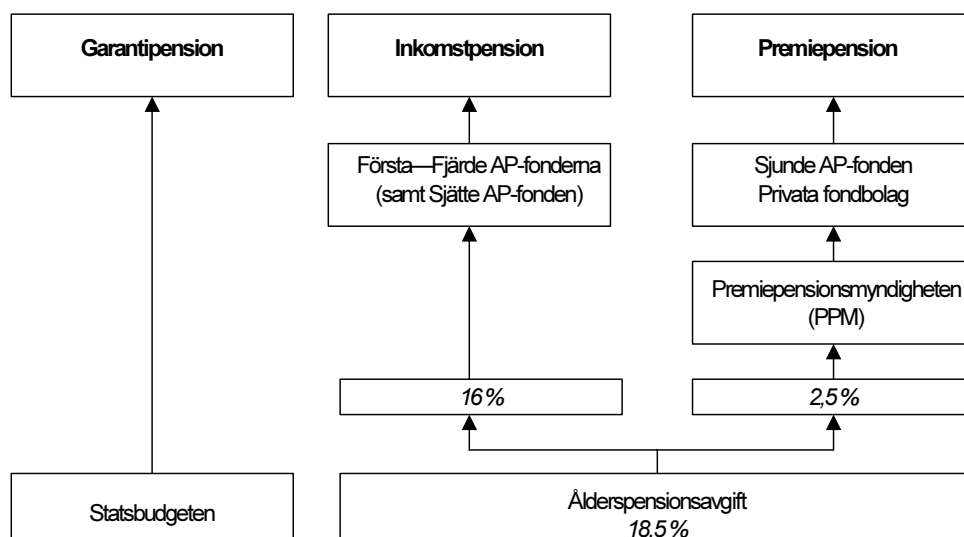
Garantipensionen skiljer sig från annan pension genom att den utgör en del av samhällets grundskydd och därför inte är inkomstgrundad. Reformen innebar att åtagandet för grundskyddet i form av garantipension överfördes från pensionssystemet till statsbudgeten.

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

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

² Ett avgiftsbestämt pensionssystem innebär att det råder en överensstämmelse mellan inbetalning av pensionsavgifter och intjänad pensionsrätt. Det slutliga värdet av all intjänad pensionsrätt vid pensionstillfället är däremot inte garanterat eftersom detta bl.a. påverkas av inkomstutvecklingen i samhället.

³ Se prop. 1997/98:151 och 152, bet. 1997/98:SfU13 och SfU14, rskr. 1997/98:315 och 320.



En reformering av pensionssystemet till ett avgiftsbaserat system ansågs nödvändig för att stärka systemets motståndskraft i samband förväntade påfrestningar till följd av den demografiska utvecklingen. Till skillnad från ett förmånsbestämt system, som alltid ger pensionsförmåner enligt en förutbestämd nivå, anpassas pensionsförmånerna i det avgiftsbestämda systemet till den ekonomiska utvecklingen och avgifterna som betalats in. Avgifterna är i sin tur relaterade till individens inkomst, vilken tillsammans med den ekonomiska utvecklingen, särskilt inkomstutvecklingen i stort, blir avgörande för storleken på den inkomstgrundade ålderspensionen – premiepension, inkomstpension och tilläggspension. Dessa finansieras i sin helhet utanför statsbudgeten med en fast pensionsavgift och med utnyttjande av det fonderade kapitalet, inklusive avkastningen på detta kapital.⁴

Vad gäller inkomstpensionen, inklusive tilläggspensionen som samordnats med inkomstpensionen, kan denna under överskådlig framtid betraktas som ett fördelningssystem eftersom den i allt väsentligt kommer att finansieras av de löpande inkomsterna i form av pensionsavgifter. Under övergångstiden utgår således både inkomstpension och tilläggspension från detta fördelningssystem. Det fonderade kapitalet utgör en mindre del av pensionssystemets tillgångar och fungerar främst som ett buffertkapital. På längre sikt, med början cirka 2010, förväntas även det fonderade kapitalet tas i anspråk för att täcka ett underskott av pensionsavgifter i förhållande till pensionsbetalningar. Premiépensionssystemet, däremot, är fullständigt fonderat. Det finns inte några tillgångar utöver det fonderade kapitalet i detta system.

För att tillgodoses grundläggande krav på neutralitet mellan generationer har det varit ett mål för reformarbetet inom pensionsområdet att inkomstpensionen – gällande pensionsrätter såväl som utgående pensioner – skall räknas upp med genomsnittsinkomstens utveckling. Detta skulle på längre sikt kunna 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 snabbare än inkomsterna eftersom

⁴ I budgetsammanhang används termen Ålderspensionssystemet vid sidan av statsbudgeten.

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 symmetri mellan avgiftsinbetalningar och den pensionsrätt som tillgodoräknas den enskilde, samt att pensionsrätterna anpassas till den förväntade 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. Därefter 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.⁵ Den automatiska balanseringen, som säkerställer pensionssystemets finansiella stabilitet även under svåra demografiska påfrestningar, innebär i korthet att uppräkningsgraden av pensionsrätter och pensioner reduceras i förhållande till genomsnittsinkomsten när systemets tillgångar understiger pensionskulden.⁶ Den automatiska balanseringen aktiveras om det s.k. balansstalet – kvoten mellan systemets tillgångar och skulder – understiger ett, dvs. om tillgångarna understiger skulderna.⁷ Riksförsäkringsverket (RFV) beräknade balansstalet för 2005, som beräknas på förhållandena vid utgången av 2003, till 1,01 (figur 2).⁸

Figur 2. Pensionssystemets balansräkning den 31 december 2003.

Tillgångar 6042 mdkr	Skulder 5984 mdkr
Fond 577 mdkr	
Avgiftstillgång 5465 mdkr	Pensionsskuld 5984 mdkr

Källa: Riksförsäkringsverket

Pensionssystemets skulder beräknas utifrån de utbetalningar som förväntas till förvärvsaktiva och pensionärer, medan tillgångarna består av den s.k. avgiftstillgången och därutöver av buffertfondernas förmögenhet. Avgiftstillgången utgör värdet av framtida avgiftsinbetalningar och beräknas med utgångspunkt i hur pensionsrätter intjänas och

⁵ Prop. 2000/01:70, bet. 2000/01:SfU13, rskr. 2000/01:210.

⁶ 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.

⁷ Balanstal = (avgiftstillgång + buffertfond)/pensionsskuld.

⁸ Pensionssystemets årsredovisning 2003.

pension utbetalas. Den med beloppen vägda genomsnittliga tidrymden från det att pensionsrätter intjänas till dess att de utbetalas är cirka 32 år, varav 22 år avser intjänandetid och 10 år avser utbetalningstid. Med kännedom om denna s.k. omsättningstid kan det årliga avgiftsflödet enkelt omvandlas till ett kapitalbelopp som benämns avgiftstillgången.⁹

2.2 AP-fondernas uppbyggnad

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

Inledningsvis gick uppdraget att förvalta fonden till tre fondstyrelser – första, andra och tredje fondstyrelserna. Fondstyrelserna skulle enligt lag placera medlen i svenska räntebärande instrument och, fr.o.m. 1988, även i fastigheter. För att bredda den tidigare AP-fondens placeringsmöjligheter till att omfatta även aktier inrättades en fjärde fondstyrelse 1974 och därpå en femte fondstyrelse 1988. Vidare inrättades den 1 juli 1996 en sjätte fondstyrelse med uppgift att placera på riskkapitalmarknaden med inriktning mot små och medelstora företag.

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 har AP-fondernas roll som buffert och långsiktig finansiär av det reformerade pensionssystemet tydliggjorts.¹⁰ Den inkomstbaserade ålderspensionen finansieras av den fasta pensionsavgiften, som utslutande har detta ändamål, och av det fonderade kapitalet, inklusive avkastningen på detta kapital. Det reformerade pensionssystemet är därför autonomt i förhållande till statsbudgeten.

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 innebar en belastning på statsbudgeten genom ökade åtaganden garantipension, efterlevandepension och förtidspension samtidigt som staten enligt nya regler åläggs att betala avgifter för pensionsgrundande ersättningar från social- och arbetslöshetsförsäkring samt för

⁹ Avgiftstillgång = pensionsavgifter x omsättningstid. Det framgår även att avgiftstillgången kan uppfattas som nuvärdet av alla framtida pensionsavgifter under förutsättning att inversen av omsättningstiden är en lämplig diskonteringsränta.

¹⁰ AP-fondernas nya regelverk beslutades av riksdagen den 12 april 2000 (prop. 1999/2000:46, bet. 1999/2000:FiU19, rskr. 1999/2000:181).

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 kr från AP-fonderna till Riksgäldskontoret i tre steg.¹¹ Överföringarnas slutliga storlek bestäms vid en kontrollstation denna sommar, med en eventuell sista överföring kommande årsskifte.

Under 2000 arbetade en särskild utredare (dir. 2000:8) med att föreslå sammansättningen av de 155 miljarder kr som AP-fonderna skulle inleverera till Riksgäldskontoret vid det följande årsskiftet. Utredaren hade också i uppdrag att föreslå hur tillgångarna skulle fördelas mellan Första–Fjärde AP-fonderna vid samma tidpunkt. Utredaren föreslog därtill bl.a. att onoterade fordringsrätter och aktier som inte får innehas enligt de nya placeringsreglerna skulle överföras till särskild förvaltning i Första respektive Fjärde AP-fonden. De av utredaren föreslagna lagändringarna genomfördes sedermera.¹² Regeringen fattade beslut i december 2000 om hur tillgångarna som tidigare förvaltades av första–femte fondstyrelserna skulle fördelas på Första–Fjärde AP-fonderna samt vilka tillgångar som skulle överföras till Riksgäldskontoret. Denna fördelning av tillgångar genomfördes därefter vid årsskiftet 2000/2001.

2.2.2 AP-fondernas roll i ålderspensionssystemet

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 1 fullgör Första–Fjärde samt Sjätte AP-fonderna uppgiften som buffertfonder inom ramen för inkomstpension, övergångsvis inklusive tilläggspension (det s.k. fördelningssystemet). Sedan riksdagen beslutat om den automatiska balanseringen av ålderspensionssystemet definieras även Sjätte AP-fonden som buffertfond inom fördelningssystemet genom att inkluderas bland pensionssystemets tillgångar.¹³ 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 pensionssystemets skall vara autonomt från statsbudgeten har buffertfondernas roll klarlagts ytterligare, vilket tydliggjort fondernas åtaganden i det reformerade pensionssystemet. Det grundläggande målet är att fondmedlen skall förvaltas så att de blir till största möjliga nytta för inkomstpensionen. För Första–Fjärde AP-

¹¹ Överföringarna uppgår sammantaget till 245 miljarder kr vid tre tillfällen 1999–2001. Under 1999 och 2000 överfördes 45 miljarder kr respektive år och 2001 överfördes 155 miljarder kr.

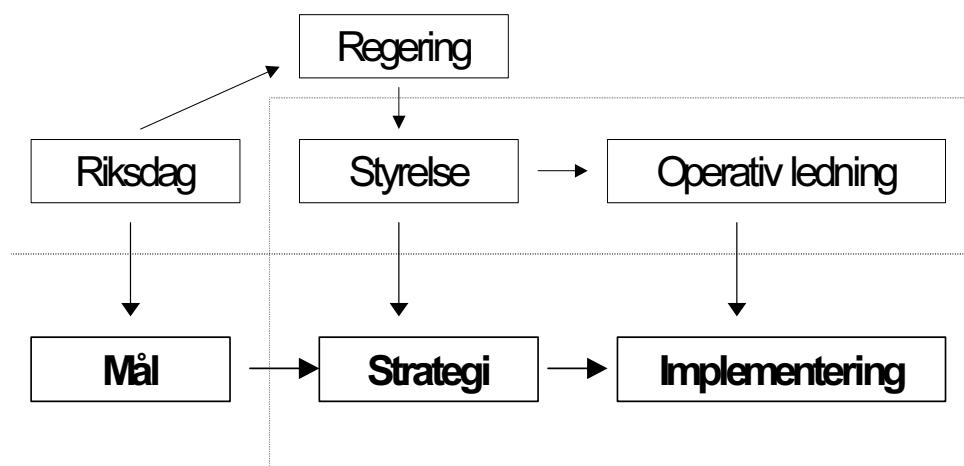
¹² Prop. 2000/01:14, bet. 2000/01:FiU13, rskr. 2000/01:47.

¹³ Se prop. 2000/01:70, bet. 2000/01:SfU13, rskr. 2000/01:210.

fondernas del innebär det att förvaltningen skall ta sin utgångspunkt i pensionssystemets åtagande. Målet är att långsiktigt maximera avkastningen i förhållande till risken i placeringarna. Den totala risknivån i förvaltningen skall vara låg, vilket dock 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.¹⁴

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 respektive vice ordförande. Styrelsen tar bl.a. beslut om strategi, utifrån det uppdrag och mål som definieras i lag och förarbeten.

Figur 3. Schematisk beskrivning av kompetensfördelningen inom AP-fonderna



Enligt lag skall var och en av styrelserna för Första–Fjärde AP-fonderna årligen fastställa en verksamhetsplan, som innehåller 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.

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 tio procent av pensionssystemets samlade tillgångar. Första–Fjärde AP-fondernas uppdrag kan beskrivas som att, så långt fondernas inflytande sträcker sig, undvika att den automatiska balanseringen aktiveras, men inte i en snävt kortsiktig mening (prop. 1999/2000:46 s. 79). Ett alltför lågt kortsiktigt risktagande kan medföra att den långsiktiga avkastningen blir sämre och att sannolikheten därmed ökar för att balanseringsmekanismen skall aktiveras på sikt. Detta missgynnar yngre generationer som möter en ökad risk för att deras

¹⁴ Prop. 1999/2000:46 s. 76 ff.

pensioner skall påverkas negativt, medan äldre generationer förblir opåverkade. Ett alltför högt risktagande kan å andra sidan leda till en kortsiktigt negativ utveckling som drabbar äldre generationer oproportionerligt. I denna komplicerade avvägning mellan olika generationers intressen bör AP-fonderna sträva efter neutralitet.¹⁵ Fondernas roll som buffert motiverar också ett krav på att nödvändig betalningsberedskap upprätthålls.

Enligt det nu gällande uppdraget skall Första–Fjärde AP-fonderna förvalta diversifierade portföljer bestående av marknadsnoterade och omsättningsbara värdepapper samt aktier eller andra andelar som inom ett år avses bli noterade vid en börs eller annan reglerad marknad (se tabell 1). Minst 30 procent av det marknadsvärderade kapitalet skall placeras i räntebärande instrument med låg kredit- och likviditetsrisk.

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

Typ av instrument	Tillåtna placeringar
Generellt	Alla förekommande instrument på kapitalmarknaden. Aktier och fordringsrätter skall vara marknadsnoterade och omsättningsbara.
Onoterade värdepapper	Högst fem 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. Upptrappning med fem procentenheter per år från den gräns på 25 procent som gällde vid utgången av 2003.
Upplåning	Kortfristig upplåning vid tillfälliga behov. Möjlighet till lån i Riksgäldskontoret vid fondtömning.
Stora exponeringar	Högst tio 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 två procent av värdet av de svenska aktier som är noterade vid svensk börs eller auktoriserad marknadsplats.
Röstetal	Högst tio procent i ett börsnoterat enskilt företag (egna fastighetsbolag undantagna). Högst 30 procent i onoterade företag (riskkapitalbolag).
Externa förvaltningsuppdrag	Minst tio procent av kapitalet i varje fond skall skötas av utomstående förvaltare genom köp av fondandelar eller uppdrag om diskretionär förvaltning.

¹⁵ Utöver risken för underskott i pensionssystemet finns även möjligheten att det i framtiden uppkommer utdelningsbara överskott. En särskild utredare har tillkallats för att överväga denna möjlighet och hur uppkomna överskott i så fall skall fördelas (dir. 2002:5).

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. Det kvarstår sedan tidigare en begränsning vid maximalt tio procent av röstetalet i börsnoterade företag. 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 placeras i onoterade instrument.

Beträffande onoterade riskkapitalbolag gäller begränsningen maximalt 30 procent av kapital eller röster. Första–Fjärde AP-fondernas aktieplaceringar i onoterade fastighetsbolag är undantagna från begränsningarna avseende marknadsvärde eller röstetal. Dessa placeringar begränsas i stället av en generell princip om riskspridning. Under 2003 fick högst 25 procent av Första–Fjärde AP-fondernas marknadsvärderade tillgångar vara utsatta för valutarisk. Denna tillåtna högsta andel ökar med 5 procentenheter per år upp till maximalt 40 procent. Minst 10 procent av fondkapitalet skall förvaltas externt.

Första–Fjärde AP-fondernas styrelser beslutade om en förändrad placeringsinriktning under loppet av 2001. De värdepapper som i huvudsak fördelades lika mellan fonderna vid årets inledning innehöll en stor andel räntebärande placeringar och en viss andel huvudsakligen svenska aktier. Fondernas styrelser bedömde att denna sammansättning inte stämde överens med fondernas nya uppdrag. På basis av detta nya uppdrag placerades under första året mer än hälften av fondkapitalet i aktier och en nästan lika stor andel av portföljen placerades i utländska aktier och räntebärande instrument (se avsnitt 4.5).

Sjätte AP-fonden

Sjätte AP-fonden har, på samma sätt som Första–Fjärde AP-fonderna, uppgiften att förvalta inkomstpensionens buffertkapital. Sjätte AP-fonden ingick däremot inte i pensionsöverenskommelsen och har därför arbetat med oförändrade förutsättningar sedan starten 1996. De tidigare gällande reglerna avseende Sjätte AP-fonden har överförts oförändrade till lagen (2000:193) om Sjätte AP-fonden och gäller därför alltjämt. Det innebär bl.a. obegränsade möjligheter att investera i onoterade företag och börsnoterade riskkapitalbolag. Sjätte AP-fonden får äga maximalt 30 procent av aktiekapital eller röster i svenska noterade 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.

Sjunde AP-fonden

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 premiepensions-systemet. Sjunde AP-fonden är en av systemets 86 fondförvaltare.¹⁶

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 uteslutande 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 konkurrens-utsatt. 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 fonderna 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. Vad 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 (1990:1114) om värdepappersfonder, fr.o.m. den 1 april 2004 lagen (2004:46) om investeringsfonder.¹⁷ Utöver den senare lagens bestämmelser om placeringsinriktning 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 har inte angetts någon föreskrift om minsta andel extern förvaltning.

¹⁶ Vid utgången av 2003 ingick det i premiepensionssystemet 86 fondbolag som tillsammans förvaltade 664 fonder.

¹⁷ Prop. 2002/03:150, bet. 2003/04:FiU14, rskr. 2003/04:139, SFS 2004:68.

3 De finansiella marknaderna

3.1 Bakgrund och grundläggande termer

Vid utvärdering av AP-fondernas förvaltningsresultat, jämförs portföljernas avkastning med avkastningen på de marknader där fonderna placerat medel. 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 vara opraktisk, varför regeringen funnit att femåriga perioder är en lämplig avvägning. Endast Sjätte AP-fonden har i föreliggande utvärdering en tillräckligt lång historik. Första–Fjärde samt Sjunde AP-fonderna har verkat under tre, respektive drygt tre år. För Första–Fjärde AP-fondernas del har det dessutom befunnits lämpligt att låta regeringens utvärdering omfatta perioden efter halvårsskiftet 2001. Mot bakgrund av den i sammanhanget förhållandevis korta tidrymden bör resultaten i dessa fall alltså tolkas med viss försiktighet.

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

I skrivelsen används en rad riskbegrepp. Risk definieras ofta med utgångspunkt i statistiska spridningsmått som beskriver hur tillgångspriser eller räntor varierar omkring ett medelvärde. Ett sådant ofta använt spridningsmått är *standardavvikelse*, som i detta fall mäts 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 ett indikerar att portföljen tenderar att röra sig mer än jämförelseindex. Motsatsen, dvs. en defensiv portfölj som rör sig mindre än marknaden, har ett portföljbeta understigande ett.

Ofta redovisas den *riskjusterade avkastningen*. Ett vanligt mått på riskjusterad avkastning är *Sharpekvoten* som är avkastning utöver den s.k. riskfria räntan dividerad med avkastningens standardavvikelse.¹⁸ Man kan alternativt uttrycka det som att Sharpekvoten mäter erhållen riskpremie per enhet standardavvikelse. Ett alternativt mått på riskjusterad avkastning är *alfa* (ibland *Jensen's alfa*). Detta mått uppskattas med hjälp av statistiska metoder, i likhet med beta, och beskriver den andel av portföljens avkastning som uppkommit oberoende av förändringarna i jämförelseindex under den studerade perioden.

Ett riskmått som är viktigt för förvaltare är *aktiv risk*. Den aktiva risken visar i hur hög grad en förvaltare avviker från jämförelseindex. Den aktiva risken mäts t.ex. med *tracking error* som i princip är standard-

¹⁸ Sharpekvot = (avkastning – riskfri ränta)/standardavvikelse.

avvikelsen 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 i förhållande till jämförelseindex med aktiv risk mätt med tracking error.¹⁹ 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*.²⁰ Därmed beaktas inte bara ingående och utgående fondkapital utan också effekterna av alla flöden till och från den aggregerade buffertfonden. Dessa flöden, som i normalfallet består av inbetalning av pensionsavgifter, utbetalning av pensioner samt administrationskostnader, administreras av Riksförsäkringsverket. Den kapitalvägda avkastningen ger ett korrekt uttryck för den procentuella avkastning som kommit pensionssystemet till del, justerad för flödeseffekter, och kan därför jämföras med inflationen eller med andra förvaltares resultat. Alternativet är att beräkna en *tidsvägd avkastning*, som bortser från konsekvenserna av flöden. Den tidsvägda avkastningen mäter den hypotetiska avkastning som skulle ha blivit resultatet om det inte förekommit några flöden alls. Detta senare mått anses vara relevant vid utvärdering av fondförvaltare eftersom dessa inte rör över andelsägarnas beslut att köpa och sälja fondandelar. AP-fonderna rapporterar en tidsvägd avkastning, eftersom de inte har inflytande över flödet av pensionsavgifter och pensionsbetalningar. Vid regeringens utvärdering av Sjätte AP-fondens onoterade portfölj tillämpas EVCA:s riktlinjer (European Private Equity & Venture Capital Association), som är ett undantag från denna princip.

Enligt 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. Enligt EVCA:s riktlinjer skall därtill värderingen av onoterade aktier baseras på en konservativ värdering (*conservative value*) alternativt en skälig värdering (*fair market value*). Sjätte AP-fonden tillämpar en konservativ värdering enligt vilken onoterade aktier värderas till bokfört värde till dess det sker en transaktion med tredje part till ett annat pris. Nedskrivningar i multiplar av 0,25 äger rum vid en påtaglig och varaktig försämring av förutsättningarna.

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

¹⁹ Informationskvot = överavkastning/aktiv risk.

²⁰ Internräntan är den diskonteringsränta som jämställer nuvärdet av en portföljs alla kassaflöden, inklusive slutvärdet, med portföljens startvärde.

som placeringarna medför. Sådana analyser har legat till grund för styrelsernas beslut om normalportföljer.

Styrelserna måste också besluta om en förvaltningsstruktur för implementeringen av normalportföljen, dvs. en fördelning mellan intern och extern förvaltning respektive mellan *aktiv* och *passiv förvaltning*. Med passiv förvaltning avses en indexnära förvaltning som syftar till att replikera marknadens genomsnittliga avkastning, dvs. index. Begreppet aktiv förvaltning syftar därmed på avvikelser från index som genomförs avsiktligt i portföljerna med syfte att generera en avkastning som är bättre än index. Aktiv risk är ett mått på graden av aktiv förvaltning.

I styrelsens uppdrag ingår att fastställa målsättning och mandat till den operativa ledningen vad gäller tillgångsfördelningen mellan olika marknader, andelen som skall förvaltas externt respektive internt samt i vilken utsträckning tillgångarna skall förvaltas aktivt respektive passivt. En målsättning om hög avkastning i förhållande till index bör åtföljas av ett mandat att avvika från detta index, dvs. att ta aktiv risk.

Utifrån de riktlinjer som styrelsen fastställt beslutar den operativa ledningen närmare om hur genomförandet skall utföras (se figur 3). En del av det arbetet utgörs av s.k. *riskbudgetering*, som syftar till att definiera 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 och inte för styrelsen.

3.2 Utvecklingen på de finansiella marknaderna 2001–2003

Börsutvecklingen

Den omfattande börsnedgången som inleddes i mars 2000 bröts tre år senare i mars 2003. Börsutvecklingen var negativ under 2001 och 2002. Under 2003 uppvisade de dominerande marknaderna en avkastning omkring 30 procent.

Tabell 2. Aktiemarknadernas avkastning 2001–2003 (procent).

	2003	2002	2001
Sverige	34,2	-35,9	-14,9
Europa	39,1	-29,1	-16,1
USA	29,2	-22,8	-12,0
Japan	36,2	-18,1	-18,8
Världen	33,8	-23,9	-13,9

Avkastning inklusive aktieutdelningar. Sverige i kronor, övriga i dollar. 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 nittioåret bröts markant våren 2000. Den dittills kraftiga uppgången i framför allt teknikaktier, som tog extra fart under hösten 1999, låg bakom en stor del av den mycket positiva utvecklingen för bl.a. Stockholmsbörsen och Nasdaqbörsen. I efterhand kan man konstatera att detta var en s.k. bubbla

och att index för Stockholmsbörsen och Nasdaqbörsen i mars 2003 fallit tillbaka på samma nivå som 1996.

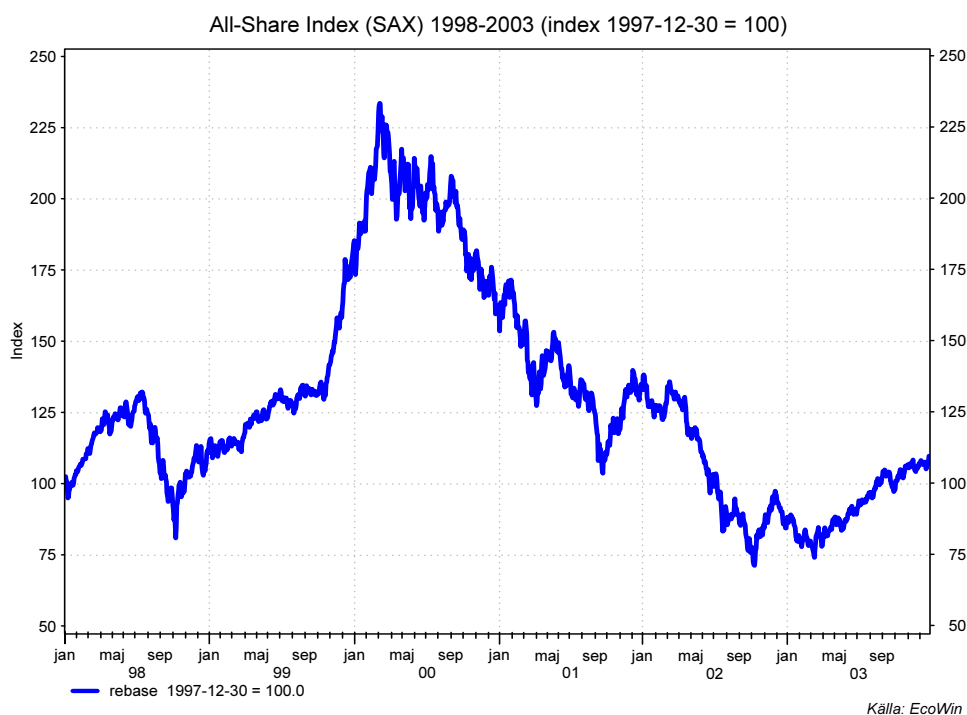
Flera faktorer kan förklara de kraftigt stigande börskurserna under perioden fram till våren 2000. En balanserad ekonomisk utveckling i kombination med låga räntor och låg inflation är en förklaring till investerarnas reducerade krav på riskpremie för att investera i aktier i stället för i riskfria tillgångar. Höga aktiepriser motiverades av höga förväntningar på företagens framtida vinstutveckling. Efter toppnoteringarna på börsen i mars 2000 inleddes en nedgång som kom att bli djup och långvarig. Under 2001 och 2002 bidrog konjunkturavmattningen till fortsatt börsnedgång. Till detta kom Enronskandalen i oktober 2001, som inledningsvis fick relativt liten effekt på börsutvecklingen, men under inledningen av 2002 påverkades investerarnas förtroende i hög grad av amerikanska myndigheters granskning av företagens redovisning och den minskade trovärdigheten för företagens räkenskaper. 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.

Världens aktiemarknader steg kraftigt under 2003. Efter tre år av fallande börsutveckling steg MSCI:s världsindex med 30,8 procent (i dollar, exklusive utdelningar) under 2003. Företagens ansträngningar att skära ned kostnader, skjuta upp investeringar och sanera sina balansräkningar bidrog tillsammans med den ekonomiska tillväxten till att företagens vinster ökade. Aktiemarknadernas återhämtning förstärktes av det låga ränteläget och ett ökat intresse för placeringar i mer riskfyllda tillgångar. Efter den tidigare negativa vinstutvecklingen under 2001 och 2002 förbättrades företagens vinster i hög grad, framför allt i Förenta staterna där vinsterna 2003 överträffade det tidigare rekordet från 2000. Återhämtningen av vinsttillväxten i Europa och Japan var långsammare och hade under 2003 ännu inte nått nivåer i samband med tidigare konjunkturuppgångar. Den ökade riskaptiten under 2003 kan delvis förklaras av stigande vinster men var till stor del också en effekt av penningpolitiken. Låga korträntor bidrog till ökade investeringar i riskfyllda tillgångar.

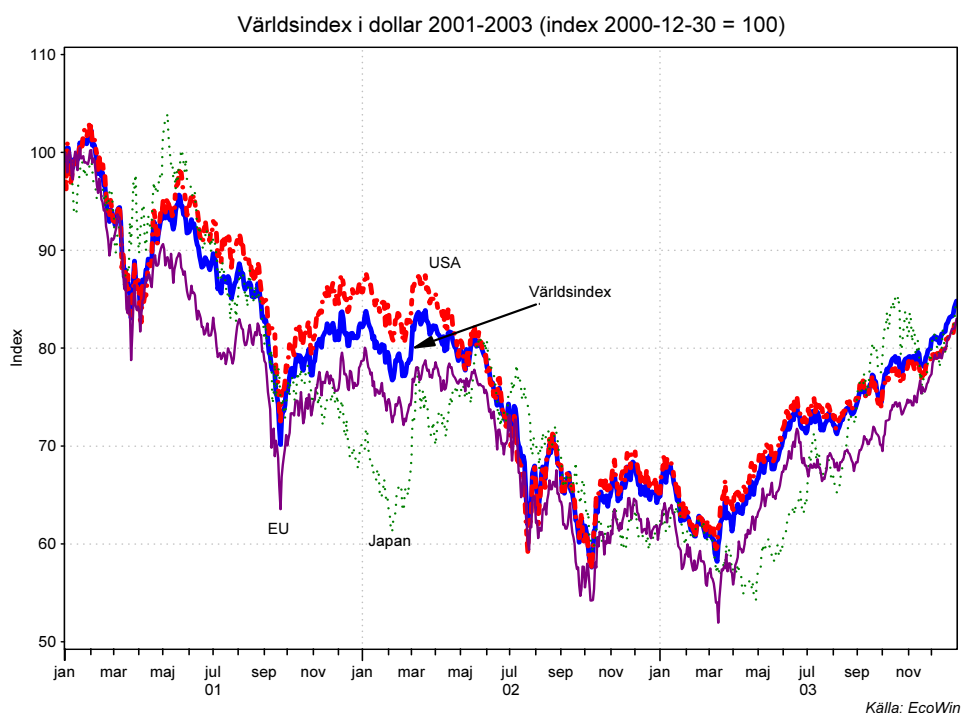
Under inledningen av 2003 påverkade hotet om krig i Irak marknaderna negativt. När Bagdad slutligen föll vände investerarna blicken åt företagets vinstutveckling och fann anledning till optimism. De förbättrade makroekonomiska utsikterna bidrog till att ge ytterligare bränsle till aktiemarknaderna med start i september 2003. Efter en stillastående utveckling med oförändrade kursnivåer under sommaren steg börserna kraftigt under hösten. Genom uppgången under hösten var ökningen i MSCI:s världsindex 45,7 procent från botten den 12 mars till årsskiftet.

Stockholmsbörsen utvecklades i linje med de internationella börserna, SAX-index ökade med 29,8 procent under 2003. Detta år innebar också en revansch för Ericsson vars B-aktie steg med 290 procent från botten den 11 mars till årsskiftet.

Figur 4. Stockholmsbörsens utveckling 1998–2003.



Figur 5. Utländska aktiemarknader 2001–2003.



Ränteutvecklingen

Sedan 2000 har den övergripande trenden på räntemarknaden varit fallande. Fallande räntor betyder hög avkastning på en obligationsportfölj. Avkastningen på obligationsstocken var mycket hög under 2002.

Tabell 3. Statsobligationsmarknadernas avkastning 2001–2003 (%).

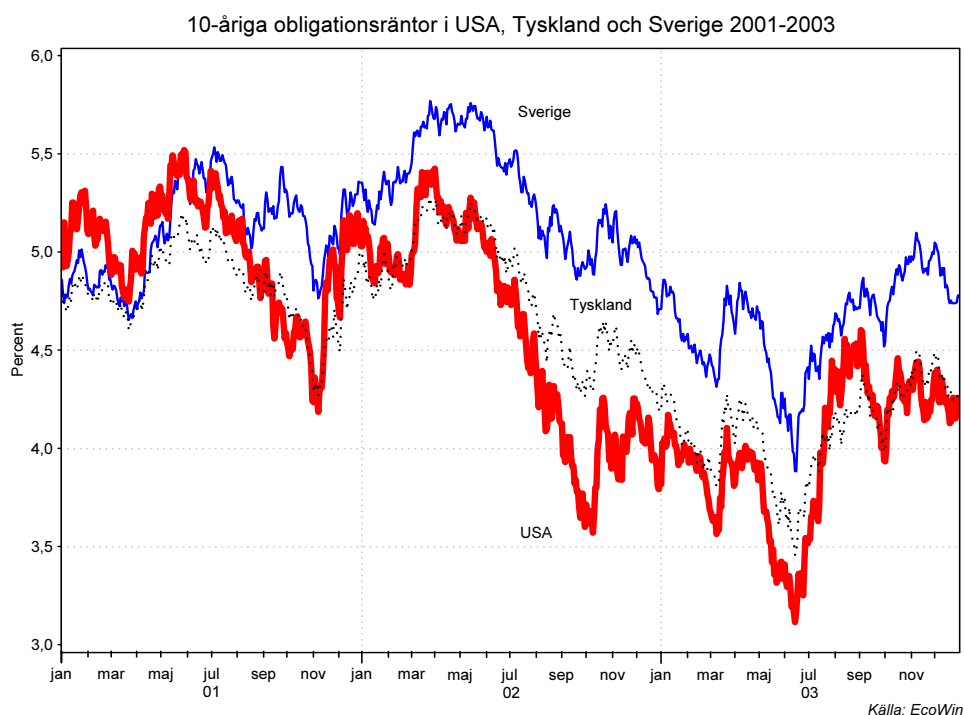
Skr. 2003/04:130

	2003	2002	2001
Sverige	5,0	9,0	2,6
Tyskland	3,9	9,3	5,1
USA	2,4	12,2	6,5

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

Konjunkturuppgången under slutet av 1990-talet ledde till stigande långräntor under 1999 och inledningen av 2000. Under 2000 dämpades förväntningarna på tillväxten och räntorna föll tillbaka. Under 2001 föll räntorna kraftigt till följd av bl.a. den svaga konjunkturutvecklingen och terrorattackerna i september. Under 2002 var ränteutvecklingen relativt volatil. Marknadsräntorna började stiga under hösten 2001 och uppgången varade till april 2002 för att sedan falla kraftigt när investerarnas förtroende för den ekonomiska utvecklingen och för aktiemarknaderna urholkades.

Under 2003 hade den ekonomiska utvecklingen i Förenta staterna med en tilltagande deflationsoro störst påverkan på ränteutvecklingen. När marknadsräntorna bottnade under våren var det på en rekordlåg nivå i Förenta staterna. Minskad geopolitisk osäkerhet och allt tydligare tecken på ekonomisk återhämtning bidrog till stigande marknadsräntor därefter. Under juni och juli skedde omfattande utförsäljningar på obligationsmarknaden och räntorna steg kraftigt. Under perioden juni–augusti steg den amerikanska 10-årsräntan med 1,5 procentenheter och motsvarande räntor i Tyskland och Sverige med 0,9 respektive 1,0 procentenheter. Till ränteuppgången bidrog också en bedömning att den amerikanska centralbanken skulle börja strama åt penningpolitiken. Sämre ekonomisk statistik än väntat i Förenta staterna fick marknadsräntorna att falla under september. I oktober kom nya tecken på en förstärkning av den amerikanska ekonomin och räntorna steg åter. Från november 2003 fokuserade marknaden främst på att sysselsättningen i Förenta staterna inte ökade i takt med konjunkturen och 2003 avslutades med fallande marknadsräntor. Sett över hela 2003 var räntenivåerna oförändrade i Sverige och Europa men stigande i Förenta staterna.



Valutautvecklingen

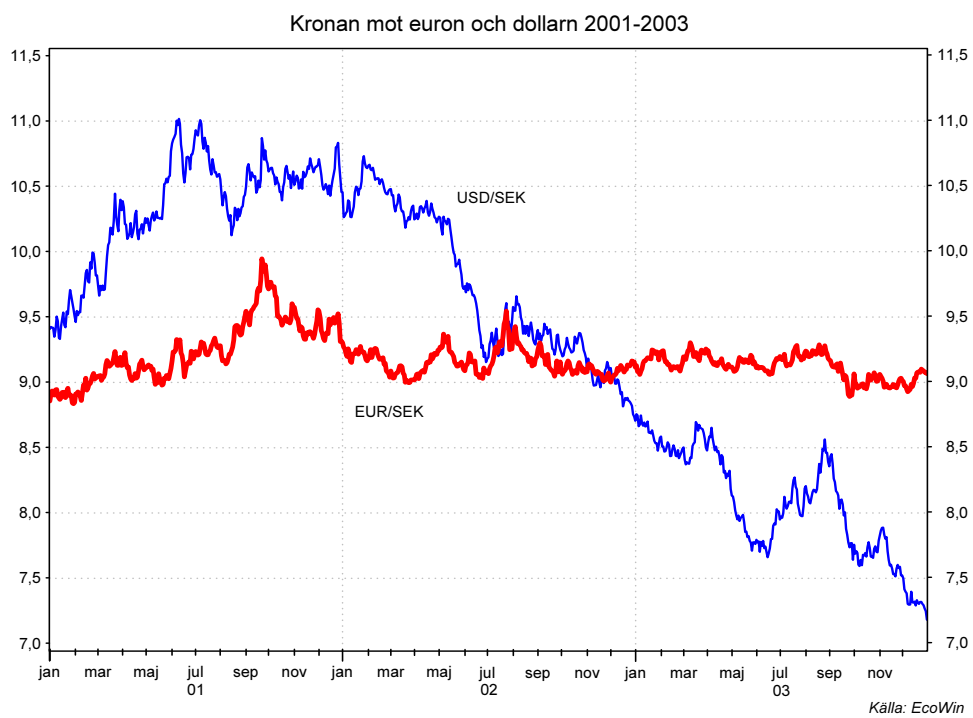
Den kraftiga kronförsvagningen mellan juni 2000 och september 2001 förklaras till stor del av finansiella faktorer, t.ex. den svaga börsutvecklingen, ökad diversifiering av institutionella placerares portföljer samt av strukturella faktorer såsom sämre framtidsutsikter för telekomindustrin. Sedan hösten 2001 har kronan stärkts och stabiliserats. Kronan försvagades tillfälligt under våren och sommaren 2002 i samband med den svaga börsutvecklingen och oron på de finansiella marknaderna.

Dollarns apprecierande trend bröts abrupt under 2002. Den tidigare starka dollarn var delvis en effekt av ett stort inflöde av pengar för investeringar i amerikanska tillgångar. Företagsskandalerna under 2002 minskade förtroendet för den amerikanska kapitalmarknaden, vilket gav återverkningar på dollarn genom reducerade finansiella inflöden.

Under 2003 fortsatte dollarn att försvagas trots den amerikanska ekonomins höga tillväxttakt. Detta berodde bl.a. på en ökad uppmärksamhet på de stora amerikanska bytesbalans- och budgetunderskotten. Sammantaget kan den svaga dollarn sedan 2002 förklaras av de dubbla underskotten, det låga ränteläget i Förenta staterna samt av företagsskandalerna.

Under sommaren 2003 försvagades kronan något mot både euron och dollarn. Utvecklingen bedömdes vara relaterad till osäkerheten inför folkomröstningen om ett svenskt deltagande i EMU samt till dollarn som då förstärktes tillfälligt. Efter folkomröstningen förstärktes dock kronan relativt snabbt. Kronans sammantaget positiva utveckling under de två senaste åren kan förklaras av bl.a. överskottet i bytesbalansen, som fortsatt att växa, minskad osäkerhet på de finansiella marknaderna, en jämförelsevis stark ekonomisk utveckling liksom av ett ränteläge som varit högre än omvärlden, men också på försvagningen av dollarn.

Figur 7. Svenska kronans utveckling 2001–2003.



4 Sammanställning av AP-fondernas resultat 2003

I detta avsnitt görs en sammanställning av AP-fondernas årsredovisningar avseende placeringar och redovisade resultat. Jämförelser bakåt i tiden begränsas av bristande jämförbarhet med åren före 2001 beträffande Första–Fjärde AP-fonderna. För Sjätte AP-fonden däremot, som verkat under samma regelverk sedan 1996, kan jämförelser göras även över längre tid. Sjätte AP-fonden lämnar även en egen utvärdering som ingår i underlaget för avsnitt 4.2. Buffertfondernas samlade resultat, omfattande Första–Fjärde AP-fonderna, Sjätte AP-fonden samt de två s.k. avvecklingsfonderna, redovisas i avsnitt 4.5. Därutöver redovisas Sjunde AP-fondens resultat i avsnitt 4.3.

4.1 Första–Fjärde AP-fonderna

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

4.1.1 Första AP-fondens resultat

Första AP-fondens resultat 2003 blev 19 575 miljoner kr (-18 665 miljoner kr föregående år), vilket motsvarar en avkastning före förvaltningskostnader på 16,5 procent (-13,8 procent). Fondkapitalet ökade i värde under 2003 från 117,1 till 139,3 miljarder kr. Förändringen förklaras av fondens resultat 19,6 miljarder kr, kapitalflöden inom pensionssystemet på netto 2,1 miljarder kr, samt överföring av kapital från Första AP-fondens Avvecklingsfond och Fjärde AP-fondens särskilda förvaltning om 423 miljoner kr.

Första AP-fonden har som målsättning att överträffa referensportföljens avkastning med 0,5 procentenheter. Under 2003 uppnåddes inte målet. Fondens avkastning exklusive avkastningen på fastigheter och andra illikvida tillgångar, som inte är föremål för en aktiv fortlöpande förvaltning, var 17,1 procent. Avkastningen i förhållande till jämförelseindex var -0,2 procent (-0,4 procent), dvs. något sämre än jämförelseindex båda åren.

Verksamhetens kostnader uppgick till 190 miljoner kr (166 miljoner kr), vilket motsvarar 0,15 procent (0,13 procent) av ett schablonmässigt beräknat genomsnittligt fondkapital. Av kostnaderna avser 48 miljoner kr (35 miljoner kr) avgifter för extern förvaltning.

Tabell 4. Första AP-fondens redovisade avkastning 2003 (procent).

	Fonden	Index	Aktiv avkastning
Svenska aktier	36,1	37,1	-1,0
Utländska aktier	25,9	26,6	-0,7
Aktier tillväxtmarknader	27,4	28,7	-1,3
Svenska räntebärande	4,9	4,9	0,0
Utländska räntebärande	4,1	4,6	-0,5
Realränteobligationer	6,4	6,4	0,0
Valuta*			0,2
Totalt 2003 exklusive fastigheter mm.	17,1	17,3	-0,2
Totalt 2002 exklusive fastigheter mm.	-13,8	-13,4	-0,4
Totalt 2001	-5,6	-4,6	-1,0

*) Exklusive strategisk och taktisk allokering.

Det negativa resultatet i förhållande till index 2003 förklaras i huvudsak av ett ofördelaktigt aktieurval i internt förvaltade portföljer och av en ogynnsam fördelning mellan regionerna i ränteportföljerna. Effekterna har dock motverkats av en positiv aktiv avkastning i valutaförvaltningen och av en gynnsam tillgångsallokering.

Vid ingången av 2003 ändrades sammansättningen av referensindex så att andelen utländska ränteplaceringar ökade med två procentenheter av placeringarnas marknadsvärde, medan andelen kassamedel reducerades i motsvarande mån. Under 2003 har Första AP-fonden också infört ett nytt placeringsområde omfattande alternativa placeringar, vilket i detta fall inbegriper fastigheter, noterade aktier och hedgefonder. Det långsiktiga målet är att detta område skall utgöra tio procent av fondens tillgångar.

Första AP-fondens årsredovisning innehåller mycket begränsad information om fondens resultat tidigare år.

Tabell 5. Första AP-fondens portfölj 2002–2003.

	2003		2002	
	Mdkr	%	Mdkr	%*
Svenska aktier	17,1	12,3	12,5	10,7
Utländska aktier	62,0	44,5	50,5	43,1
Svenska obligationer	14,5	10,4	12,2	10,4
Utländska obligationer	30,3	21,8	26,5	22,6
Realränteobligationer	10,7	7,7	9,9	8,5
Kassa	1,5	1,1	1,7	1,5
Övrigt (inkl. fastigheter)	3,3	3,2	3,8	3,2
Summa	139,3	100,0	117,1	100,0
Varav utomlands	92,2	66,2	77,0	65,8
Varav valutaexponering	20,5	14,7	17,9	15,3

*) Inklusive derivatpositioner var fondens faktiska exponering mot aktiemarknaderna, främst utländska aktier, 1,1 procentenheter högre än som framgår av portföljstrukturen, och fondens totala marknadsexponering 0,6 procentenheter högre än fondkapitalet.

4.1.2 Andra AP-fondens resultat

Andra AP-fondens resultat 2003 uppgick till 20 693 miljoner kr (-21 405 miljoner kr föregående år), vilket motsvarar en avkastning på 17,7 procent efter förvaltningskostnader. Fondens avkastning i förhållande till jämförelseindex (aktiva avkastning) var -0,8 procent efter kostnader.

Verksamhetens kostnader 2003 uppgick till 234 miljoner kr, vilket motsvarar 0,18 procent av ett schablonmässigt beräknat genomsnittligt fondkapital. Eftersom fonden rapporterar en avkastning med avdrag för kostnader skall dessa adderas för att avkastningen skall bli jämförbar med övriga fonder. Om såväl förvaltningskostnader som avkastningen på fastigheter och andra illikvida tillgångar som inte förvaltas löpande exkluderas blir Andra AP-fondens aktiva avkastning 2003 cirka -0,5 procent.

Tabell 6. Andra AP-fondens redovisade avkastning 2003 (procent).

	Fonden	Index	Aktiv avkastning
Svenska aktier	34,4	36,0	-1,6
Utländska aktier	22,5	23,5	-1,0
Obligationer	5,3	5,4	-0,1
Fastigheter	-0,7	-0,2	-0,5
Totalt 2003	17,7	18,5	-0,8
Totalt 2002	-15,3	-15,7	0,4
Totalt 2001	-3,7	-5,4	1,7

Andra AP-fonden utnyttjar extern förvaltning i betydande grad. Vid utgången av 2003 förvaltades 45 procent av fondens tillgångar av externa förvaltare.²¹ Fondens negativa aktiva avkastning i förhållande till index förklaras delvis av dålig avkastning på hedgefonder, samt av värdepappersval i de svenska och utländska aktieportföljerna. Även en initial undervikt mot tillväxtmarknader har påverkat aktieavkastningen negativt. För räntebärande tillgångar redovisas en avkastning i nivå med index. För Andra AP-fondens del är detta ett sammanvägt resultat avseende svenska och utländska nominella obligationer samt realränteobligationer. Andra AP-fonden har en något större innehav av onoterade fastighetsbolag än övriga fonder.²²

Tabell 7. Andra AP-fondens portfölj 2002–2003.

	2003		2002	
	Mdkr	%	Mdkr	%
Svenska aktier	28,4	20,2	22,8	19,5
Utländska aktier	56,7	40,4	46,1	39,4
Obligationer	50,4	35,9	43,4	37,1
Övrigt (inkl. fastigheter)	4,9	3,5	4,8	4,1
Summa	140,4	100,0	117,1	100,0
Varav utomlands*	77,9	55,5	64,9	55,4
Varav valutaexponering	11,5	8,2	8,0	6,8

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

*) Schablonmässig bedömning på grundval av normalportföljens sammansättning.

²¹ Vid utgången av 2001 förvaltades mer än 80 procent av fondkapitalet externt och vid utgången av 2002 var ännu hälften av den svenska aktieportföljen och nära 2/3 av den utländska aktieportföljen utlagda för extern förvaltning.

²² Utöver intressebolaget AP Fastigheter Holding, som Första–Fjärde AP-fonderna äger gemensamt, står Andra AP-fonden även för en tredjedel av ägandet i NS Holding AB (Fastighetsbolaget Norrporten AB). Det summerade marknadsvärdet för dessa innehav uppgår till 4,6 miljarder kr, exklusive förlagslån.

4.1.3 Tredje AP-fondens resultat

Skr. 2003/04:130

Tredje AP-fondens resultat 2003 var 19 758 miljoner kr (-17 514 miljoner kr), vilket motsvarade en avkastning på 16,4 procent exklusive förvaltningskostnader. Om även fastigheter exkluderas var avkastningen 17,2 procent, vilket fonden jämför med ett sammanvägt jämförelseindex som avkastade 17,3 procent. Fondens aktiva avkastning, dvs. avkastning utöver index, blev därmed -0,1 procent exklusive kostnader.

Verksamhetens kostnader 2003 uppgick till 235 miljoner kr, en ökning från 2002 då kostnaderna uppgick till 177 miljoner kr. Kostnadsökningen förklaras av den ökade andelen aktiva mandat i den externa förvaltningen och samt av satsningen på onoterade aktier. Vid utgången av 2003 var 29 procent av fondkapitalet utlagt för extern förvaltning, varav drygt hälften förvaltades passivt eller indexnära. Kostnaderna motsvarar 0,18 procent av ett schablonmässigt beräknat genomsnittligt fondkapital. Fondens aktiva avkastning i förhållande till index efter kostnader blir med dessa förutsättningar cirka -0,2 procent. Under de tre år som gått sedan starten av fondens nya förvaltningsmandat har fonden överträffat jämförelseindex med i genomsnitt 0,2 procentenheter per år.

Tabell 8. Tredje AP-fondens redovisade avkastning 2003 (procent).

	Fonden	Index	Aktiv avkastning
Svenska aktier	31,9	34,2	-2,3
Europeiska aktier	13,8	15,5	-1,7
Aktier övriga världen	8,8	9,7	-0,9
Nominella obligationer	0,5	-0,2	0,7
Realränteobligationer	6,2	6,4	-0,2
Fastigheter	-4,6		
Onoterade aktier	-4,3		
Totalt 2003 exkl. fastigheter mm.	17,2	17,3	-0,1
Totalt 2002 exkl. fastigheter mm.	-12,9	-13,5	0,6
Totalt 2001 exkl. fastigheter mm.	-4,4	-4,6	0,2

*) Inklusive valutasäkring

Tredje AP-fondens ALM-analys, som används som beslutsunderlag för den strategiska tillgångsallokeringen, pekade under 2003 bl.a. på att det var lämpligt att ta bort japanska obligationer från fondens portfölj av räntebärande instrument. Under 2002 uppgick denna andel till 1,4 procent av referensportföljen. En annan förändring var att valutasäkringskvoten för aktier minskades från 80 till 75 procent. Dessa förändringar i referensportföljen genomfördes under januari månad 2003. Dessutom beslutade Tredje AP-fondens styrelse att öka andelen fastigheter i referensportföljen med 0,5 procentenheter och minska svenska räntebärande tillgångar i motsvarande mån. Dessa förändringar i referensportföljen har inte fått genomslag under 2003 på den faktiska tillgångsallokeringen, vilket framgår av tabell 9.

	2003		2002	
	Mdkr	%	Mdkr	%
Svenska aktier	23,8	16,7	19,4	16,1
Utländska aktier	57,0	40,0	48,2	40,1
Svenska obligationer	21,5	15,1	15,1	12,6
Utländska obligationer	22,7	15,9	19,5	16,2
Realränteobligationer	10,2	7,2	9,8	8,2
Fastigheter*	7,3	5,1	8,2	6,8
Summa	142,5	100,0	120,2	100,0
Varav utomlands	79,7	55,9	67,7	56,3
Varav valutaexponering	12,8	9,0	10,0	8,3

*) Tredje AP-fonden inkluderar upplåningen i AP Fastigheter och anger därför fondens andel (1/4) av fastighetsbolagets hela balansräkning. Därmed erhålls en renodlad fastighetsexponering utan finansiell hävstång.

4.1.4 Fjärde AP-fondens resultat

Fjärde AP-fondens resultat 2003 blev 19 334 miljoner kr (-22 981 miljoner kr föregående år), vilket motsvarar en avkastning på 17,0 procent (-16,8 procent) före kostnader. I förhållande till jämförelseindex var detta en relativ avkastning på -1,0 procent (-0,5 procent). Exklusive fastigheter var fondens avkastning 17,6 procent (-17,2 procent), vilket motsvarar en avkastning i förhållande till jämförelseindex på -0,4 procent (-0,9 procent). Fonden har därmed utvecklats sämre än jämförelseindex tre år i följd. Verksamhetens kostnader uppgick till 216 miljoner kr, vilket motsvarar 0,17 procent av ett schablonmässigt beräknat genomsnittligt fondkapital.

Tabell 10. Fjärde AP-fondens redovisade avkastning 2003 (procent).

	Fonden	Index	Aktiv avkastning
Svenska aktier	32,9	34,2	-1,3
Utländska aktier	9,2	10,2	-1,0
Obligationer	4,8	4,3	0,5
Fastigheter	-4,7	-	-
Totalt 2003	17,0	18,0	-1,0
Totalt 2002	-16,8	-16,3	-0,5
Totalt 2001	-5,0	-4,5	-0,5

Fjärde AP-fonden strategiska portfölj har en högre aktieandel än Första–Tredje AP-fonderna, vilket påverkat totalavkastningen positivt. Avkastningen för svenska aktier var hög under 2003 och även den globala aktieportföljen steg under året. Resultaten nådde dock inte upp till jämförelseindex, vilket främst förklaras av val av aktier i de internt förvaltade portföljerna. Avkastningen för den globala portföljen understeg den svenska, vilket främst förklaras av den amerikanska dollarns nedgång. Fjärde AP-fondens valutasäkringar gynnade avkastningen under året eftersom den svenska kronan stärktes gentemot andra valutor. Valutasäkring innebär försäljning av utländsk valuta mot kronor, vilket är gynnsamt när kronan stärks eftersom den försålda valutan då kan köpas tillbaka till en lägre kostnad. Fonden beslutade under året att tillfälligtvis avbryta den pågående anpassningen mot en ökad exponering mot utländsk valuta, vilket också gav en positiv resultat effekt. Fondens valutaexponering var vid årets utgång 18,5 procent.

Tabell 11. Fjärde AP-fondens portfölj 2002–2003.

Skr. 2003/04:130

	2003		2002	
	Mdkr	%	Mdkr	%
Svenska aktier	27,3	20,1	22,0	19,3
Utländska aktier	57,6	42,5	46,8	41,2
Obligationer	47,4	35,0	41,3	36,4
Fastigheter	3,2	2,4	3,6	3,1
Summa	135,6	100,0	113,6	100,0
Varav utomlands*	83,7	56,7	69,5	61,2
Varav valutaexponering	25,1	18,5	19,1	16,8

*) Schablonmässig bedömning baserad på fondens normalportfölj.

4.2 Sjätte AP-fonden

Sjätte AP-fonden har ett specialiserat uppdrag att placera anförtrödda medel i små och medelstora onoterade bolag. Fonden har under 2003 fortsatt att renodla verksamheten i denna riktning. Vid utgången av året hade mer än hälften av det marknadsvärderade fondkapitalet investerats i onoterade aktier (*private equity*) och närmare 90 procent investerats eller utfästs för investeringar i riskkapitalfonder och direktägda onoterade bolag. Fonden ägde vid detta tillfälle andelar i 350 företag, varav majoriteten ägdes på indirekt väg genom fondens investeringar i sammanlagt 43 riskkapitalfonder. Verksamheten har även renodlats genom att en betydande andel av fondens likviditetsbuffert, som placeras i börsnoterade aktier och räntebärande instrument, lagts ut för extern förvaltning. Sjätte AP-fonden har därmed i växande grad fått karaktären av fondandelsfond med inriktning mot riskkapitalmarknaden. Fondens mål har fr.o.m. 2003 anpassats till denna inriktning genom att utgå från ett absolut avkastningskrav och inte längre vara knutet till Stockholmsbörsen.

Fondkapitalet uppgick vid utgången av 2003 till 12,8 miljarder kr, varav 7,3 miljarder kr investerats i onoterade bolag, varav i sin tur 1,4 miljarder kr nyinvesterades under loppet av 2003. Samtidigt uppgick det kapital som fonden utfäst för framtida investeringar i riskkapitalfonder och direktägda bolag till fyra miljarder kr, varför det totalt sett utfästa kapitalet, inklusive redan gjorda investeringar, uppgick till 11,3 miljarder kr.

Tabell 12. Sjätte AP-fondens struktur vid utgången av respektive år (miljoner kr).

	2003	2002	2001	2000	1999	Andel 2003
Riskkapital	7 257	5 853	5 983	3 727	2 550	57 %
Likviditetsförvaltning	5 516	5 748	10 750	14 655	16 248	43 %
Total portfölj	12 773	11 601	16 733	18 382	18 798	
Övrigt	2	20	-5	26	38	
Fondkapital	12 775	11 621	16 728	18 408	18 836	100 %

Verksamheten i Sjätte AP-fonden är organiserad i två delar, dels riskkapitalverksamheten (*private equity*-verksamheten) som omfattar placeringar i onoterade aktier, dels likviditetsförvaltningen som handhar fondens likviditetsbuffert. För första gången sedan fondens start motsvarar riskkapitalverksamheten mer än hälften av fondkapitalet. Det

kan noteras i sammanhanget att en aktör på riskkapitalmarknaden sällan bör investera hela det kapital som finns tillgängligt mot bakgrund av risken att inte fullt ut kunna delta i eventuella nyemissioner i portföljbolagen och i så fall råka ut för utspädning. Utspädning av ägandet i samband med nyemission försämrar utsikterna till en god avkastning framåt i tiden.

Sjätte AP-fondens resultat 2003 uppgick till 1 153 miljoner kr (-5 107 miljoner kr föregående år), vilket motsvarar en avkastning på 10,7 procent (-30,9 procent) efter kostnader. Det av styrelsen definierade målet är att Sjätte AP-fonden från och med 2003 skall överträffa ett absolut avkastningsmål som under detta år uppgick till 7,4 procent. Under 2003 översteg således avkastningen fondens mål. Tidigare år var fondens mål knutet till börsindex (justerat för Nokia som Sjätte AP-fonden inte får inneha). Som framgår av tabell 13 har Sjätte AP-fonden överträffat det sammanvägda långsiktiga målet under femårsperioden 1999–2003.

Fondens mål 2003 – en absolut avkastning på minst 7,4 procent – baseras på förväntade riskpremier i olika delar av verksamheten. Det innebär bl.a. att avkastningskraven är högre i riskkapitalverksamheten. Här var det övergripande målet att uppnå en avkastning på minst 9,7 procent medan målet för likviditetsförvaltningen var att uppnå en avkastning på minst 4,9 procent. Båda delmålen överträffades 2003.

Tabell 13. Sjätte AP-fondens redovisade avkastning 1999–2003 (procent p.a.).

	2003	2002	2001	2000	1999	Genomsnitt
Riskkapital	14,6	-21,7	11,1	17,0	33,3	9,2
Likviditetsförvaltning	6,7	-34,7	-13,8	-6,3	60,4	-2,0
Totalavkastning	10,7	-30,9	-8,0	-1,3	55,8	1,6
Jämförelseindex*	7,4	-35,7	-14,2	-11,9	67,4	-2,7
Differens	3,3	4,8	6,2	10,6	-11,6	4,3

*) SIX RX exklusive Nokia 1999–2002, absolut avkastningsmål 2003.

Fondens förvaltningskostnader 2003 uppgick till 340 miljoner kr, vilket motsvarar 2,8 procent av ett schablonmässigt beräknat genomsnittligt fondkapital. Huvuddelen av kostnaderna avser riskkapitalverksamheten, som i stor utsträckning bedrivs genom extern förvaltning. Det hör till bilden att denna typ av förvaltning är mycket kostnadskrävande. Sjätte AP-fonden har själv konstruerat en kostnadsjämförelse med hjälp av branschuppgifter som ger vid handen att en genomsnittlig riskkapitalfond med motsvarande sammansättning har förvaltningskostnader som motsvarar 3,2 procent av förvaltad kapital, dvs. mer än Sjätte AP-fondens faktiska kostnader. Sjätte AP-fonden har därmed fortsatt att granska fondens förvaltningskostnader, i linje med regeringens bedömning i skrivelsen för 2002.²³

²³ Regeringens skrivelse 2002/03:130 s. 64.

Tabell 14. Sjätte AP-fondens redovisade resultat 1999–2003 (miljoner kr).

Skr. 2003/04:130

	2003	2002	2001	2000	1999
Riskkapital	1 099	-1 276	503	624	504
Likviditetsförvaltning	394	-3 529	-1 911	-870	6 283
Kostnader	-340	-302	-272	-182	-115
Varav externa kostnader*	-187	-152	-124	-60	-37
Årets resultat	1 153	-5 107	-1 680	-428	6 672

*) Arvoden till externa förvaltare.

Sjätte AP-fondens resultat 2003 utgör en återhämtning efter tre förlustår. Som framgår av tabell 14 är det främst likviditetsförvaltningens resultat som har uppvisat stora svängningar. Ett mycket starkt resultat i absoluta termer 1999 följdes av växande förluster under perioden 2000–2002. Eftersom risknivån i Likviditetsförvaltningen sänktes 2003 blev återhämtningen detta år måttlig. Fondens kärnverksamhet, dvs. riskkapitalverksamheten, har gett positiva resultat i absoluta termer varje år under perioden 1999–2003 med undantag för 2002.

Riskkapitalverksamheten

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

- Life Science Ventures Investeringar inom läkemedel, bioteknik och medicinsk teknik
- Technology Ventures Investeringar inom IT, telekom och media/underhållning
- Products & Services Investeringar i industri- och tjänsteföretag med stor potential 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

Med undantag för AP Direktinvesteringar sker investeringarna huvudsakligen indirekt genom placeringar i riskkapitalfonder. Vid utgången av 2003 utgjorde AP Direktinvesteringar, Life Science Ventures och Products & Services de största verksamhetsgrenarna med 32, 31 respektive 26 procent av riskkapitalverksamhetens totala portfölj. Technology Ventures utgjorde en något mindre andel med elva procent av det marknadsvärderade kapitalet.

Resultatet för riskkapitalverksamheten 2003 blev 1 099 miljoner kr före kostnader (-1 276 miljoner kr föregående år), vilket motsvarade en avkastning på 14,6 procent (-21,7 procent). Ett starkt positivt resultat för AP Direktinvesteringar bidrog till det sammantaget goda resultatet. Dessutom redovisade Life Science Ventures och Products & Services resultat överstigande avkastningskravet. Däremot har Technology Ventures fortsatt att lämna negativa resultatbidrag.

Tabell 15. Den onoterade portföljens resultat 1999–2003.

Skr. 2003/04:130

	%	Miljoner kr				
	2003	2003	2002	2001	2000	1999
Life science	14,4	274	-526	217	338	59
Technology	-6,4	-46	-201	-145	324	312
Products & Services	13,8	235	-443	-	-	-
AP Direktinvesteringar	39,0	636	-106	-	-	-
Totalt	14,6	1 099	-1 276	503	624	504

Som framgår av tabell 15 har alla verksamhetsområden utom ett bidragit till årets positiva resultat. Till följd av omorganisation saknas jämförbara uppgifter bakåt i tiden för Products & Services respektive AP Direktinvesteringar. Det totala resultatet är dock jämförbart över tiden.

Likviditetsförvaltningen

Likviditetsförvaltningen förvaltar den del av fondkapitalet som inte har investerats i onoterade aktier. Likviditetsförvaltningens uppdrag är att säkerställa betalningsberedskap för finansiella åtaganden och förväntade framtida utflöden inom riskkapitalverksamheten och att därutöver överträffa de avkastningskrav som styrelsen definierat. Inriktningen baseras på kort- och långsiktiga likviditetsprognoser enligt följande:

- Kortsiktigt likviditetsbehov som avser förutsett nettoutflöde inom 24 månader.
- Reserverad del vilken utgör buffert för att täcka en eventuell ökning av nettoutflödet utöver vad som förutsetts inom 24 månader.
- Strategisk buffert som skall utjämna långsiktiga variationer i likviditetsbehovet.

Kortfristigt likviditetsbehov skall, enligt styrelsens instruktion, placeras riskfritt i räntebärande instrument med en återstående löptid understigande ett år. Reserverad del skall placeras i räntebärande instrument med högst två års återstående löptid medan den strategiska bufferten får placeras mer fritt i aktivt förvaltade räntebärande placeringar med en återstående löptid på högst tio år, brett diversifierade börsaktier samt i mer specialiserade uppdrag som absolutavkastande aktieförvaltning eller rena hedgefonder.

Likviditetsförvaltningens resultat 2003 blev 394 miljoner kr före kostnader (-3 529 miljoner kr föregående år), vilket motsvarar en avkastning efter avdrag av förvaltningskostnader på 6,7 procent (-34,7 procent). Vid jämförelser med tidigare år måste beaktas att risken i förvaltningen reducerades inför 2003 eftersom styrelsen införde ett absolut avkastningskrav med början detta år. Som framgår av tabell 16 var en inte obetydlig andel av likviditetsförvaltningens kapital investerat i aktier, dock med ett mål om absolut avkastning (en positiv avkastning oavsett om börsen går upp eller ned).

Tabell 16. Likviditetsförvaltningens kapital och resultat 2003 (mnkr respektive procent).

Skr. 2003/04:130

	Kapital	Avkastning	Mål	Differens
Kassa	848	3,0	3,2	-0,2
Korta räntor	1 165	3,3	3,3	0
Aktiva räntor	1 010	3,0	3,4	-0,4
Breda likvida aktier	37	36,1	7,7	28,4
Absolutavkastande aktier	2 228	15,7	5,4	10,3
Hedgefonder	227	-6,0	5,4	-11,4
Totalt	5 516	7,0	4,9	2,1

Enligt uppsatta mål skall den totala exponeringen mot aktiemarknaden ligga inom intervallet -15 till 80 procent av likviditetsförvaltningens hela portfölj. Inom denna del av verksamheten medger styrelsen således negativ exponering, vilket har samband med inslaget av absolutavkastande aktier och hedgefonder. Om dessutom riskkapitalverksamheten beaktas, som är fullinvesterad i aktier, blir Sjätte AP-fondens sammantagna exponering mot aktiemarknaden alltid positiv. Huvuddelen (84 procent) av Likviditetsförvaltningens kapital förvaltas externt.

4.3 Sjunde AP-fonden

Sjunde AP-fonden förvaltar två fonder inom premiepensionssystemet, Premiesparfonden och Premievalsfonden. För den 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 2003 var Premiesparfondens andel av det totala premiepensionskapitalet 31,8 procent. Därutöver förvaltar Sjunde AP-fonden Premievalsfonden som är det valbara statliga alternativet inom premiepensionssystemet.

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 risk. På den grunden har styrelsen beslutat om fondens strategiska placeringsinriktning, dvs. normalportfölj. För den operativa förvaltningen finns dessutom ett mål att överträffa jämförelseindex som avspeglar normalportföljens avkastning. Eftersom fondens genomsnittliga avkastning överstiger premiepensionsfondernas genomsnitt (Sjunde AP-fondens PPM-index) samtidigt som fondens risk mätt med standardavvikelse tangerar eller understiger motsvarande genomsnitt har styrelsens strategiska mål uppnåtts för perioden 2001–2003.

Tabell 17. Premiesparfondens avkastning 2001–2003 (procent p.a.).

	2003	2002	2001	Genomsnitt
NAV-kursberäkning				
Premiesparfonden	18,7	-27,0	-10,6	-8,2
PPM-index*	16,2	-33,1	-10,6	-11,4
Differens	2,5	6,1	0,0	3,2
Stängningskursberäkning				
Premiesparfonden	19,9	-27,0	-9,3	-7,4
Jämförelseindex	17,1	-27,4	-10,1	-8,6
Differens	2,8	0,4	0,8	1,2

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

Premiesparfonden tillfördes under 2003 drygt 7,0 miljarder kr, varav 150 miljoner kr avsåg förstagångsväljare. Av förstagångsväljarna avstod denna gång 92 procent från att aktivt välja någon annan fond. Det betyder att Premiesparfonden sedan hösten 2000 tillförts totalt 33,9 miljarder kr av de premiepensionsmedel som PPM har fördelat på fonder. I motsatt riktning verkar det utflöde som blir resultatet om premiepensionssparare aktivt väljer annan fond. Detta utflöde uppgick under 2003 till 430 miljoner kr. Vid utgången av året hade drygt två miljoner sparare sina premiepensionsmedel placerade i Premiesparfonden.

Premievals-fonden tillfördes under 2003 178 miljoner kr netto. Vid utgången av året hade strax över 117 000 sparare sina premiepensionsmedel placerade i Premievals-fonden, med ett sammanlagt marknadsvärde på 924 miljoner kr. Detta motsvarade en procent av det totala premiepensionskapitalet.

Det av styrelsen beslutade långsiktiga målet för Premievals-fonden är att avkastningen under löpande femårsperioder motsvarar den bästa fjärdedelen av samtliga fonder som deltar i premiepensionssystemet. Detta mål har hittills inte uppnåtts. Med hänvisning bl.a. till det förhållandevis stora inslaget av nischfonder med begränsad diversifiering och hög risk i premiepensionssystemet har styrelsen från och med 2004 ändrat målet till att Premievals-fonden under löpande femårsperioder skall överträffa genomsnittet av premiepensionsfonder med 0,35 procentenheter per år.

Tabell 18. Premievals-fondens avkastning 2001–2003 (procent p.a.).

	2003	2002	2001	Genomsnitt
NAV-kursberäkning				
Premievals-fonden	19,6	-30,6	-12,5	-10,1
PPM-index*	16,1	-33,1	-10,6	-11,4
Differens	3,5	2,5	-1,9	1,3
Stängningskursberäkning				
Premievals-fonden	21,3	-30,6	-10,9	-7,4
Jämförelseindex	18,3	-31,0	-11,6	-8,6
Differens	3,0	0,4	0,7	1,2

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

4.4 Avvecklingsfonderna

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

Tabell 19. Avvecklingsfonderna 2003 (miljoner kr).

Skr. 2003/04:130

	Första AP-fondens avvecklingsfond	Fjärde AP-fonden, Särskilda förvaltningen
Ingående fondkapital	6 511	1 377
Överföringar	-1574	-120
Årets resultat	277	34
Utgående fondkapital	5 214	1 291

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 2003 blev 277 miljoner kr, vilket motsvarar en avkastning på cirka 5 procent. Genom överföringar av totalt 1 574 miljoner kr till Första–Fjärde AP-fonderna minskade fondkapitalet från 6 511 miljoner kr till 5 491 miljoner kr. Sedan avvecklingen inleddes 2001 har cirka 24 miljarder kr tillförts fonderna på detta sätt.

Fjärde AP-fonden, Särskilda förvaltningen förvaltar onoterade aktier och liknande instrument som Första–Fjärde AP-fonderna inte får inneha enligt nuvarande regler. Genom orealiserade värdeförändringar blev resultatet 2003 34 miljoner kr, vilket motsvarar en avkastning på ingående eget kapital på cirka 2,5 procent.

Under 2002 blev det ingen utskiftning till Första–Fjärde AP-fonderna på grund av det besvärliga marknadsläget. Under 2003 förbättrades marknadsläget successivt, vilket möjliggjorde en del fördelaktiga utförsäljningar av Särskilda förvaltningens underliggande portföljbolag. Förvaltningen kunde därmed skifta ut 120 miljoner kr under 2003 till sina fyra ägare. Fondkapitalet under året förändrades från 1 377 miljoner kr till 1 291 miljoner kr till följd av årets resultat och utskiftningar.

4.5 Buffertfondernas samlade resultat

Det samlade fondkapitalet i buffertfonderna utgörs av det summerade fondkapitalet i Första–Fjärde AP-fonderna, Sjätte AP-fonden samt de två avvecklingsfonderna. Detta är det fonderade kapital som ingår bland inkomstpensionens samlade tillgångar, utöver den s.k. avgiftstillgången.

Det samlade buffertkapitalet ökade med 89,5 miljarder kr under loppet av 2003 till följd av ett positivt marknadsvärderat resultat på 80,8 miljarder kr och ett fortsatt positivt nettoflöde av pensionsavgifter på 8,6 miljarder kr (tabell 20). Överskottet av pensionsavgifter utöver pensionsbetalningar var 9,7 miljarder kr medan kostnaderna för ålderspensionssystemets administration uppgick till 1,125 miljarder kr.

Tabell 20. Det summerade fondkapitalets utveckling 1960–2002, marknadsvärde (miljarder kr).

	2003	2002	2001	2000	1990	1980	1970	1960
Resultat	80,8	-85,6	-26,0	28,1	54,1	10,4	2,0	0,0
Pensionsavgifter	165,1	160,5	156,8	144,3	77,7	22,2	6,1	0,5
Pensioner	-155,4	-151,5	-143,6	-138,8	-77,4	-19,0	-1,2	
Överfört till statsbudgeten			-155,0	-45,0				
Administration	-1,1	-1,1	-1,0	-1,1	-0,5	-0,2	-0,1	
Tillfört kapital, netto	8,6	7,9	-142,8	-40,6	0,9	3,0	4,8	0,5
Summa fondkapital	577,0	487,5	565,2	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 under året i form av en kapitalvägd avkastning (internränta). Mätt på detta sätt uppgick totalavkastningen 2003 till 16,4 procent (se tabell 21). Samtidigt uppgick inflationen under loppet av året till 1,4 procent, mätt med konsumentprisindex, varför buffertfondernas samlade reala avkastning blev 14,8 procent.²⁴ Resultatsvängningarna under senare år är i allt väsentligt ett resultat av att cirka 60 procent av Första–Fjärde AP-fondernas kapital är placerat i aktier (tabell 22).

Under den senaste femårsperioden uppgick den genomsnittliga avkastningen, beräknad på likartat sätt, till 1,7 procent per år. Eftersom den genomsnittliga inflationen under samma period var 1,8 procent per år blir den genomsnittliga reala avkastningen under femårsperioden negativ med knapp marginal (-0,1 procent per år). För andra året i följd har den sammanvägda avkastningen varit negativ i reala termer mätt över en rullande femårsperiod.

Tabell 21. Resultatsammanställning för summan av alla buffertfonder, dvs. Första–Fjärde samt Sjätte AP-fonderna, inklusive de två avvecklingsfonderna.

	2003	2002	2001	2000	1999	1999- 2003
Nettoflöde (mdkr)	8,6	7,9	-142,8	-40,5	-75,6	
Utgående fondkapital (mdkr)	577,0	487,5	565,2	733,9	746,5	
Avkastning (procent p.a.)*	16,4	-15,0	-4,4	3,8	10,8	1,7
Real avkastning (procent p.a.)	14,8	-16,9	-7,1	2,4	9,5	-0,1

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

Buffertfondernas placeringar

Första–Fjärde AP-fonderna har nu bedrivit verksamhet på grundval av nya placeringsregler under tre år. Som en följd av det nya regelverket har den sammanlagda buffertfonden bytt inriktning 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 instrument till att investera globalt. Denna förändring av AP-fondernas placeringsinriktning kommenterades utförligt i fjolårets utvärdering.²⁵

Vid utgången av 2003 hade 59,3 procent av det summerade fondkapitalet investerats i svenska och utländska aktier. Vid samma tidpunkt var 32,6 procent av fondkapitalet placerat i nominella räntebärande instrument medan 8,1 procent investerats i övriga reala tillgångar. Aktieandelen var därmed högre än vid utgången av de två tidigare åren, på bekostnad av främst realränteobligationer och fastigheter (tabell 22).

Andelen utlandsplaceringar har fortsatt att öka, men inte i den snabba takt som var utmärkande för 2002. Även fondernas sammanlagda exponering för valutarisk har ökat men i långsam takt. Fonderna fort-

²⁴ Denna är beräknad enligt $\frac{1+0,164}{1+0,014} - 1 = 0,148$.

²⁵ Regeringens skrivelse 2002/03:131 s. 37 ff.

sätter att ta mindre valutarisk än regelverket tillåter.²⁶ Det innebär att huvuddelen av fondernas utlandsplaceringar har valutasäkrats genom försäljningar av utländsk valuta och köp av kronor med utnyttjande av terminskontrakt.

Tabell 22. Den sammanlagda buffertfondens sammansättning 2001–2003 (mdkr).

	2003-12-31	%	2002-12-31	%	2001-12-31	%
Svenska aktier	108,2	18,8	86,6	17,8	114,9	20,3
Utländska aktier	233,5	40,5	191,6	39,3	210,1	37,2
Svenska räntebärande*	88,3	15,3	75,1	15,4	104,3	18,5
Utländska räntebärande*	100,1	17,3	87,4	17,9	77,7	13,7
Realränteobligationer*	31,9	5,5	29,7	6,1	39,8	7,0
Övrigt (inkl. fastigheter)	15,0	2,6	17,1	3,5	18,4	3,3
Summa	577	100	487,5	100	565,2	100
Varav utomlands*	233,6	57,8	279,0	57,2	287,8	50,9
Varav valutaexponering	69,9	12,1	55,0	11,3	54,3	9,6

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

Buffertfondernas kostnader

Under de första åren efter reformen av AP-fonderna har kostnaderna för fondernas förvaltning varit stigande, vilket inte minst har samband med ökade kostnader för extern förvaltning (se avsnitt 5.1). I det reformerade pensionssystemet reducerar administrationskostnaderna utestående pensionsbehållningar, dock inte pensioner som har börjat utbetalas. Kostnaderna för buffertfondernas förvaltning är lika höga som summan av kostnader för pensionssystemets administration i Riksförsäkringsverket (RFV), försäkringskassorna och skatteförvaltningen. Dåvarande Riksrevisionsverket genomförde en granskning av kostnaderna för pensionsadministrationen under 2003, vilken remissbehandlats och därefter lagts till grund för vidare överväganden inom Regeringskansliet.²⁷

Tabell 23. Buffertfondernas förvaltningskostnader 2001–03 (mnkr).

	2003	2002	2001
Första AP-fonden	190	166	182
Andra AP-fonden	234	197	187
Tredje AP-fonden	235	177	110
Fjärde AP-fonden	216	165	175
Sjätte AP-fonden	340	302	272
Avvecklingsfonderna	19	23	26
Summa	1 234	1 030	952
Andel av fondkapital	0,23%	0,20%	0,17%

²⁶ Den andel av fondkapitalet som var exponerat för valutarisk vid utgången av 2003 motsvarade 12,5 procent av Första–Fjärde AP-fondernas fondkapital. Denna andel var enligt lag begränsad till 25 procent.

²⁷ Vad kostar pensionerna? RRV 2003:21.

5 Regeringens utvärdering av AP-fondernas verksamhet

I detta avsnitt presenteras regeringens bedömning av AP-fondernas verksamhet, vilket omfattar fondernas förvaltningsresultat och mål under de första åren efter reformen. Granskningen inkluderar en bedömning av fondernas förvaltningskostnader satta i relation till den förvaltningsaktivitet som kan uppmätas i efterhand. Därutöver diskuteras kortfattat en första analys av den riskspridning som hittills blivit resultatet av att inrätta fyra sinsemellan oberoende fonder med identiskt mandat. För Första–Fjärde AP-fondernas del avser utvärderingen perioden från halvårsskiftet 2001 till och med utgången av 2003 och för Sjunde AP-fondens del perioden sedan starten senhösten 2000. Detta är i sammanhanget alltså något för korta perioder för att definitiva slutsatser skall kunna dras. Sjätte AP-fonden har verkat under oförändrade förutsättningar sedan fonden inrättades 1996 och kan därför utvärderas över en längre period.

Utvärderingen av AP-fondernas förvaltning innehåller dels en bedömning av den strategiska placeringsinriktning som respektive fond beslutat om, dels en bedömning av resultatet i förhållande till de mål som ställts upp. Den senare delen kan benämnas operativ förvaltning eller implementering (se avsnitt 2.2.2). AP-fondernas mål kommer till uttryck i styrelsernas beslut om referens- eller normalportföljer, dvs. den långsiktiga placeringsinriktning som läggs till grund för fondernas operativa verksamhet. Styrelserna definierar också en övre gräns för den s.k. aktiva risken, som anger hur mycket fonderna får avvika från sina normalportföljer.

När det gäller utvärderingen av AP-fondernas operativa förvaltning har regeringen utnyttjat extern expertis i form av Wassum Investment Consulting, som utfört uppdraget med stöd av nätverket Hewitt Wassum Investment Partners. Wassum fick inför 2002 års utvärdering uppdraget att bidra med underlag till regeringens utvärdering av AP-fondernas förvaltningsresultat under en treårsperiod, med möjlighet till ett års förlängning. Till grund för regeringens bedömning ligger det underlag som lämnats av Wassum Investment Consulting (bilaga 7). Utvärderingen baseras på avkastningssiffror som har beräknats av Wassum på grundval av portföljdata från AP-fonderna.

Beträffande Första–Fjärde AP-fonderna exkluderar analysen fastigheter och onoterade aktier. Detta beror på att dessa tillgångsslag inte är likvida och inte kan marknadsvärderas fortlöpande och inte heller omsättas på marknaden för att uttrycka taktiska marknadsbedömningar på det sätt som normalt sker vid förvaltning av likvida finansiella instrument. Fastigheter och onoterade aktier exkluderas därför från både portföljer och jämförelseindex. Avkastningen är även beräknad före förvaltningskostnader. Resultaten kan av båda dessa skäl komma att avvika något från den avkastning som redovisas i fondernas årsredovisningar.

Sjätte AP-fonden är inriktad mot förvaltning av onoterade aktier och denna förvaltning utvärderas enligt branschens riktlinjer. Sjunde AP-

fondens förvaltning utvärderas på grundval av fondkurser (*net asset value*) eller motsvarande, vilka inkluderar samtliga tillgångslag. Skr. 2003/04:130

Erfarenheter från Andra och Sjunde AP-fonderna illustrerar hur komplext det är att hantera skraddarsydda index. Så sent som 2004, dvs. mer än tre år efter starten, upptäckte Sjunde AP-fonden att vissa utländska index, som beräknas av en extern leverantör, hittills inte har inkluderat aktieutdelningar. Det har på motsvarande sätt varit problem förknippade med effekter av valutasäkring, vilket upptäcktes i samband med fjolårets utvärdering beträffande Andra AP-fonden. Det finns därför skäl för samtliga fonder som utnyttjar skraddarsydda index att tillförsäkra att jämförelseindex är korrekt beräknade och till alla delar inkluderar utdelningar, att valutasäkring hanteras på rätt sätt och att återbalansering utförs med överenskommen frekvens. Regeringen har för sin del skäl att genom inhyrd expertis fortsätta granska fondernas jämförelseindex.

5.1 Utvärdering av Första–Fjärde AP-fondernas förvaltning

Regeringens bedömning: Första–Fjärde AP-fonderna redovisar goda resultat i absoluta termer 2003 till följd av stigande kurser på de aktieplaceringar som tidigare år vållade stora förluster. Första–Fjärde AP-fondernas förvaltning har avsatt små avvikelser från respektive fonds jämförelseindex, vilket kan bedömas ha samband med ett generellt sett lågt risktagande i den aktiva förvaltningen.

Kostnaderna för fondernas förvaltning synes inte stå i proportion till graden av förvaltningsaktivitet och regeringen avser att hålla detta under fortsatt uppsikt. Fondernas aktivitet i ägarfrågor ökar, vilket kan förväntas bidra positivt till fondernas långsiktiga avkastning.

Regeringens skrivelse för 2002: Första–Fjärde AP-fonderna förlorade 106 miljarder kr under 2001–2002 efter att snabbt ha ökat aktieandelen i ett, som det skulle visa sig, tidigt skede av börsnedgången. Förluster av denna omfattning utgör i sig grund för kritik och de medverkade till att pensionssystemets balanstal under ett år minskade från 1,03 till 1,01. Under samma tidsperiod ökade risken för att den automatiska balanseringen skulle aktiveras från 7 till 31 procent. Det ifrågasattes om det var lämpligt att köpa aktier i stor omfattning i ett skede när risken var betydande för att marknadernas grundläggande värdering i ett långsiktigt perspektiv var alltför högt uppdriven. Det framhölls emellertid att den kritik som kunde riktas mot AP-fondernas styrelser i detta avseende i minst lika stor omfattning träffade branschen i stort, samt att det samtidigt skall beaktas att börsutvecklingen 2001–2002 i betydande utsträckning påverkades av omständigheter som inte var kända, och endast svårligen kunde förutses, vid ingången av 2001. Det framhölls också att fondernas resultat bör tolkas med försiktighet mot bakgrund av den korta period som stod till buds.

Anpassningen till nya mål 2001 erbjöd en särskild svårighet i samband med utvärdering av förvaltningsresultat. Fonderna visade olika ambitionsnivå när det gäller att utforma och beräkna jämförelseindex under denna period, vilket beklagades. Det noterades även att fonderna i

huvudsak bedrivit en förhållandevis passiv förvaltning i förhållande till index under de första två åren, i synnerhet efter avslutad anpassning till nya mål under 2001.

En bedömning av aktiviteten i förvaltningen måste också ställas emot dess kostnader. Det konstaterades att Första–Fjärde AP-fonderna förefaller bedriva en rimligt kostnadseffektiv förvaltning under förutsättning att AP-fonderna bedriver en påtagligt aktiv förvaltning.

Wassums utvärdering: Första–Fjärde AP-fondernas resultat har hittills varit i linje med jämförelseindex. Det senaste årets positiva avkastning på de finansiella marknaderna har lett till att fonderna i slutet av 2003 kan redovisa en avkastning nära noll procent för de senaste två och ett halvt åren. Historiken för fonderna är något kort för att resultatet skall kunna bedömas ur ett statistiskt perspektiv. Första–Fjärde AP-fondernas avkastning är tätt sammankopplad med jämförelseindex. Fondernas aktivitet är också klart lägre än den nivå som AP-fonderna själva ansett värd att eftersträva. Om AP-fonderna skall kunna uppnå sina målsättningar för överavkastning bör aktivitetsnivåerna öka under den närmaste tiden. Under 2003 minskade dock den uppmätta aktivitetsnivån för fonderna.

Skälen för regeringens bedömning: Eftersom Första–Fjärde AP-fondernas jämförelseindex avseende första halvåret 2001 kan bedömas vara rättvisande i olika utsträckning har det i samband med denna utvärdering ansetts vara mindre lämpligt att utvärdera fondernas resultat enbart på denna grund. Därför inleds årets utvärdering vid halvårsskiftet 2001.

Först kan konstateras att fonderna återhämtat en betydande andel av de mycket stora förluster som fonderna åsamkade pensionssystemet under de första åren efter reformen. En väsentlig orsak till det är att samtliga fonder behållit den strategi som tidigare år vållade förluster och därför hade samma grundläggande exponering mot aktiemarknaderna när de vände upp med början under första kvartalet 2003 som fonderna hade när börserna föll.

Enligt pensionssystemets årsredovisning 2003 har AP-fondernas återhämtning bidragit till att utgående pensioner inte behövt justeras ned. Årets resultat innebär att systemet har ett överskott på 58 miljarder. I förhållande till pensionsskulden är överskottet en procent, vilket innebär att systemets balanstal för 2005 är oförändrat 1,01.

Tabell 24. Första–Fjärde AP-fondernas avkastning och risk från halvårsskiftet 2001 till utgången av 2003.

	AP1	AP2	AP3	AP4
Fondavkastning (%)	-0,5	-0,4	0,3	-2,0
Jämförelseindex (%)	-0,4	-0,8	0,1	-1,4
Aktiv avkastning (%)	-0,1	0,4	0,2	-0,6
Total risk (%)	11,2	11,7	10,8	12,7
Aktiv risk (%)	0,4	1,0	0,3	1,0
Informationskvot	-0,2	0,4	0,7	-0,6
Alfa (%)	-0,1	0,2	0,2	-0,3
Beta	1,00	0,95	1,00	1,04

Avkastning avser genomsnittlig avkastning per år. Aktiv avkastning är skillnaden mellan fondens avkastning och jämförelseindex. Total risk anger fondens standardavvikelse. Aktiv risk mäter fondens avvikelser från jämförelseindex uttryckt som en standardavvikelse. Informationskvot är relationen mellan aktiv avkastning och aktiv risk. Alfa mäter den avkastning som är oberoende av jämförelseindex medan beta anger den avkastning som tvärtom är beroende av jämförelseindex. Alfa och beta uppskattas statistiskt och är därför indikativa mått.

Under den studerade perioden har Tredje AP-fonden haft en svagt positiv avkastning. Andra och Tredje AP-fonderna har överträffat jämförelseindex med liten marginal (tabell 24). För Andra och Tredje AP-fonderna gäller att även den riskjusterade avkastningen under perioden är positiv, mätt med informationskvot och alfa. Andra indikationer tyder på att dessa fonder även har haft en lägre risknivå under samma tid (Andra AP-fonden genom ett lägre beta, dvs. lägre marknadsexponering, och Tredje AP-fonden genom lägre total risk). Första och Fjärde AP-fondernas avkastning under perioden är negativ i absoluta tal, relativt jämförelseindex och även i riskjusterade termer (informationskvot och alfa). Eftersom ingen fond överträffat den riskfria räntan under perioden blir Sharpekvoten negativ i samtliga fall.

Ett utmärkande drag för förvaltning av finansiella tillgångar som omsätts på de finansiella marknaderna är att det genomsnittliga förvaltningsresultatet, dvs. en avkastning motsvarande index, är tillgängligt till låg kostnad. Indexförvaltning är därmed den billigaste formen av förvaltning eftersom det inte ställs några krav på resurser för analys. Ett annat utmärkande drag är att summan av all aktiv förvaltning, dvs. alla avvikelser från ett visst marknadsindex, per definition måste vara noll. Av det följer att aktiv förvaltning, dvs. aktivt positionstagande i förhållande till ett marknadsindex, inte med någon säkerhet ger ett positivt resultat. Det finns således alltid en risk för motsatt utfall. I normalfallet kan dessa sannolikheter för positiva respektive negativa resultat antas väga lika.²⁸

Första–Fjärde AP-fonderna har utformat organisationer enligt målsättningen att index skall överträffas, vilket förutsätter ett mått av aktiv förvaltning. AP-fonderna, liksom alla aktiva förvaltare, har anledning att göra en kritisk bedömning av på vilka områden de har förutsättningar att överträffa marknadernas genomsnitt, dvs. index. 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 för att detta skall uppnås av den egna organisationen bör det övervägas om förvaltningsuppdraget i fråga skall upphandlas externt. Hur styrelserna för AP-fonderna har valt att utforma respektive fonds förvaltningsstruktur kommenteras kortfattat i avsnitt 5.4.

I fjolårets utvärdering ansågs AP-fonderna bedriva en rimligt kostnadseffektiv förvaltning under förutsättning att denna framstår som påtagligt aktiv, mätt som avvikelser från jämförelseindex. En indikativ uppskattning i efterhand av fondernas aktiva risker visar att den på detta sätt uppmätta aktiviteten inte ökade 2003, utan tvärtom minskade. Detta återspeglar delvis förhållandet att utvecklingen på de finansiella marknaderna generellt sett var mindre turbulent jämfört med 2002. Positioner som gav upphov till låga aktiva risker i samband med den oroliga marknadsutvecklingen 2002 resulterade i ännu lägre uppmätta aktiva risker 2003.

I tabell 25 redovisas Första–Fjärde AP-fondernas aktiva risker uppmätta i efterhand på basis av månadsdata från halvårsskiftet 2001 till

²⁸ Det är t.ex. ett känt resultat från den amerikanska fondindustrin att den genomsnittliga fonden inte slår index.

utgången av 2003 (30 observationer). Om de aktiva riskerna uppmäts med tätare intervall, dvs. på basis av veckodata eller dagsdata, skulle de uppmätta aktiva riskerna förmodligen visa sig vara högre. Uppgifterna i tabellen är därför uppskattningar som framför allt erbjuder jämförbarhet över tiden och även jämförbarhet med andra förvaltare vars aktiva risker mäts på motsvarande sätt.

Tabell 25. Buffertfondernas aktiva risker 2002 och 2003 (procent).

	AP1		AP2		AP3		AP4	
	2003	2002	2003	2002	2003	2002	2003	2002
Svenska aktier	0,7	0,9	1,3	2,0	1,1	2,4	1,3	2,3
Utländska aktier	0,4	0,5	0,8	1,3	0,3	0,9	1,3	2,1
Sv. obligationer*	0,4	0,2	-	-	0,3	0,7	-	-
Utl. obligationer	0,3	0,6	0,3	0,2	1,3	1,8	0,3	0,4

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

*) Andra och Fjärde AP-fonderna särredovisar inte svenska och utländska obligationer.

Det är viktigt att så långt som möjligt basera bedömningar av aktivitet på mandatnivå, dvs. på den enskilde förvaltarens aktivitet. Om de aktiva förvaltarens resultat, den s.k. aktiva avkastningen, uppvisar låg korrelation sinsemellan uppstår s.k. diversifieringsvinster.²⁹ Även om den aktiva risken på övergripande nivå kan vara låg till följd av sådan riskspridning mellan olika förvaltare, kan den aktiva risken på förvaltar-nivå inte kan vara hur låg som helst om fonderna skall anses bedriva aktiv förvaltning.

En bedömning av AP-fondernas aktiva risker försvåras om förvaltningsmandaten är spridda på flera förvaltare och den sammanlagda aktiva risken understiger den aktiva risken för enskilda mandat genom riskspridningseffekter. Gränsen för aktiv förvaltning av ett enskilt aktiemandat kan indikativt anses gå vid 3–4 procent aktiv risk. Gränsen för aktiv förvaltning av obligationer går betydligt lägre – redan vid cirka 0,5–1 procent aktiv risk – till följd av instrumentens lägre volatilitet.³⁰

Om gränsen för aktiv förvaltning passeras, trots att bedömningen sker på aggregerad nivå, kan förvaltningen bedömas som entydigt aktiv. Tredje AP-fondens förvaltning av utländska obligationer är ett exempel på detta (tabell 25). Om däremot gränsen för aktiv förvaltning inte passeras, kvarstår en osäkerhet om orsaken står att finna i passiv förvaltning eller i riskspridning mellan flera förvaltare som var och en bedriver aktiv förvaltning.

Förvaltningen av svenska aktier består ofta av ett mandat och kan i sådana fall utnyttjas som en indikation på förvaltningens karaktär. Detta fungerar emellertid inte vid en bedömning av Andra AP-fondens förvaltning eftersom fonden delat upp den svenska aktieportföljen i tre separata mandat, som vart och ett förvaltas av flera externa förvaltare, utöver den interna förvaltningen som omfattar två av dessa mandat.

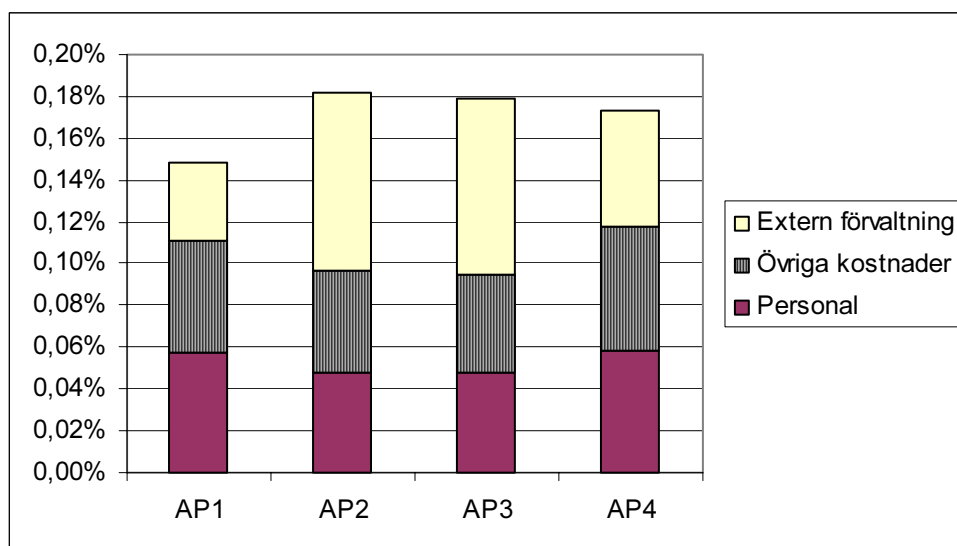
²⁹ Vinster av diversifiering eller riskspridning yttrar sig på det sättet att (den aktiva) risken för en sammanvägd portfölj är mindre än den genomsnittliga (aktiva) risken för de ingående instrumenten (förvaltarna).

³⁰ Wassum uppger att svenska aktivt förvaltrade aktiefonder under fyraårsperioden 2000–2003 haft en aktiv risk på i genomsnitt sex procent, med en spridning mellan tre och tio procent. Motsvarande uppgifter för svenska obligationsfonder är en genomsnittlig aktiv risk på 0,7 procent, med en spridning mellan 0,3 och 1,4 procent. Dessa uppgifter är uppmätta på månadsbasis, precis som AP-fondernas aktiva risker.

Trots ovanstående svagheter indikerar Tabell 24, i kombination med jämförbara uppgifter avseende aktivt förvaldade fonder, att AP-fondernas aktiva risker generellt ligger på en låg nivå och att någon förbättring i detta avseende inte kan observeras jämfört med 2002. Små avvikelser beträffande fondernas avkastning i förhållande till jämförelseindex pekar i samma riktning liksom den analys av korrelationen mellan fondernas avkastning som genomförs i avsnitt 5.4.

Innan förvaltningen kommenteras närmare kan det finnas skäl att kommentera fondernas förvaltningskostnader. I fjolårets utvärdering konstaterades att storleksmässigt jämförbara förvaltare i Storbritannien och USA hade förvaltningskostnader i ett förhållandevis brett intervall mellan 0,1 och 0,2 procent av förvaltad kapital. Vid denna jämförelse ansågs AP-fonderna bedriva en rimligt kostnadseffektiv förvaltning under förutsättning att AP-fonderna bedriver en påtagligt aktiv förvaltning. Annan information om genomsnittliga förvaltningskostnader i Europa stöder denna hypotes.³¹ AP-fondernas förvaltningskostnader har emellertid ökat sedan 2002, samtidigt som aktiviteten alltså ligger på en låg nivå.

Figur 8. Första–Fjärde AP-fondernas förvaltningskostnader 2003 (andel av förvaltad kapital)



Första–Fjärde AP-fondernas förvaltningskostnader har ökat från 0,13–0,14 procent föregående år till 0,15–0,18 procent av förvaltad kapital 2003. Detta är huvudsakligen en konsekvens av stigande kostnader för extern förvaltning, inte minst kostnader för externa riskkapitalfonder som fullt ut kostnadsförs i AP-fondernas resultaträkningar, vilket avviker från praxis bland många andra institutionella investerare. AP-fondernas revisorer har drivit denna redovisningsprincip, vilket bör välkomnas eftersom det leder till förbättrad genomlysning och en konsistent

³¹ Enligt uppgifter från den internationellt verksamma konsultfirman McKinsey uppgick förvaltningskostnaderna i Europa till 0,15 procent i genomsnitt 2002, exklusive kostnader för marknadsföring och försäljning. Om jämförelsen begränsas till storleksmässigt jämförbara förvaltare stiger motsvarande genomsnitt till 0,18 procent. Om jämförelsen i stället begränsas till Skandinavien faller genomsnittet till 0,13 procent av förvaltad kapital.

redovisning av externa förvaltningskostnader.³² Dock kan det ha konsekvensen att dra upp de av AP-fonderna redovisade externa förvaltningskostnaderna, jämfört med andra institutionella investerare.

Den tilltagande obalans mellan kostnader och aktivitet som följer av stigande kostnader och låg aktivitet är även ett resultat av att aktiva risker uppmätts exklusive fastigheter och onoterade aktier, medan en betydande del av kostnadsökningarna, som nyss nämnts, sammanhänger med just sådana tillgångar (onoterade aktier). Som helhet förefaller emellertid fondernas förvaltningskostnader inte stå i proportion till graden av förvaltningsaktivitet.

En annan form av aktivitet som kan bedömas ha ökat under 2003 är fondernas bolagsstyrning. Var och en av Första–Fjärde AP-fonderna har utvecklat och skärpt sin ägarpolicy under året och det finns indikationer på att detta även följts upp av adekvata personella resurser. Förberedelsearbetet inför bolagsstämmorna blir allt viktigare, bl.a. när det gäller styrelsenomineringar och förslag som styrelserna lägger fram, exempelvis beträffande incitamentsprogram. Under året har Första AP-fonden deltagit i 30 bolagsstämmor. Andra och Fjärde AP-fonderna har deltagit i ett 40-tal bolagsstämmor, medan Tredje AP-fonden deltagit i drygt 60. Andra AP-fonden har därutöver utövat rösträtten för de 50 största utländska innehaven. Andra, Tredje och Fjärde AP-fonderna har även deltagit i ett antal nomineringskommittéer, varav i några fall som ordförande. Under loppet av året medverkade var och en av Första–Fjärde AP-fonderna vid bildandet av Institutionella ägares förening för regleringsfrågor på aktiemarknaden, vilket är ett formaliserat samarbete mellan elva stora svenska institutionella investerare på Stockholmsbörsen. Insatserna i form av företagsstyrning kan bedömas bidra positivt till fondernas övergripande mål om långsiktigt hög avkastning.

5.1.1 Första AP-fondens förvaltning

Regeringens bedömning: Första AP-fondens resultat sedan halvårsskiftet 2001 är marginellt negativt och något sämre än jämförelseindex. Avvikelserna från index är små. För att nå styrelsens mål måste avkastningen överstiga fondens jämförelseindex betydligt framöver.

Regeringens skrivelse för 2002: Första AP-fonden har genomfört ett omfattande internt analysarbete som står i god överensstämmelse med branschpraxis och som bekräftat fondens strategiska placeringsinriktning. Det kan möjligen ifrågasättas om det inte finns skäl att utveckla analysen av risk, inte minst mot bakgrund av fondens ambition att leverera en hög avkastning med marginal. Fonden har ännu inte definierat jämförelseindex i alla delar, vilket bör åtgärdas.

Första AP-fonden har vinnlagt sig om att beräkna ett rättvisande jämförelseindex som kan läggas till grund för en långsiktig utvärdering.

³² Sjätte AP-fonden, som är specialister på området, har alltid tillämpat denna redovisningsprincip.

Resultatet i förhållande till index är negativt men denna underavkastning kan i sin helhet föras till anpassningsperioden under första halvåret 2001, vilket bör beaktas vid en slutlig bedömning.

Wassums utvärdering: Första AP-fondens styrelse har slagit fast målet att den totala portföljens avkastning skall överstiga jämförelse-index med 0,5 procentenheter per år, mätt över rullande femårsperioder. Informationskvoten skall minst uppgå till 0,3. Målet för fondens avkastning i förhållande till jämförelseindex skall enligt Första AP-fonden nås genom en aktiv risk som maximalt får uppgå till 3,0 procent för den totala portföljen. Förvaltningen har inte uppnått målet för den överavkastning som fastställts av Första AP-fonden. Den totala portföljen har haft en underavkastning på 0,1 procentenhet per år. För att nå målsättningen under den första femårsperioden måste Första AP-fonden skapa mycket höga överavkastningsnivåer under de kommande två och ett halvt åren.

Skälen för regeringens bedömning: Första AP-fondens avkastning har varit negativ sedan halvårsskiftet 2001. I genomsnitt har avkastningen varit -0,5 procent per år. En jämförelse mellan Första AP-fondens faktiska avkastning och normalportföljens avkastning visar att fondens förvaltning resulterat i en underavkastning på 0,1 procentenhet per år, före avdrag för kostnader. Bidragen från enskilda tillgångsslag är små. Av tabellen nedan framgår att aktier avseende tillväxtmarknader lämnat ett negativt resultatbidrag. Det kan konstateras att för att nå den målsättning om överavkastning som Första AP-fondens styrelse satt upp, måste höga överavkastningsnivåer skapas framöver.

Tabell 26. Första AP-fondens resultat från halvårsskiftet 2001 till utgången av 2003 (procent).

	2003		Genomsnitt		Riskjusterad avkastning*	
	Absolut	Relativt	Absolut	Relativt	Aktiv risk	Informationskvot
Svenska aktier	36,1	-1,0	-9,8	0,0	0,7	-0,01
Utländska aktier	25,9	-0,6	-3,8	-0,1	0,6	-0,11
Tillväxtmarknader	27,4	-1,3	-1,7	-0,5	2,3	-0,21
Svenska obligationer	4,9	0,0	6,7	0,0	0,3	-0,01
Utländska obligationer	4,1	-0,5	7,6	0,0	0,6	-0,05
Realränteobligationer	6,4	0,0	9,4	0,1	0,2	0,38
Total portfölj	17,1	-0,2	-0,5	-0,1	0,4	-0,28

*) Genomsnitt per år. Informationskvoten uttrycker relationen mellan överavkastning och aktiv risk.

Under 2003 var Första AP-fondens avkastning 17,1 procent, vilket var 0,2 procentenheter sämre än jämförelseindex. Wassums utvärdering visar att negativa bidrag under 2003 bl.a. kom från värdepappersvalet i aktieportföljerna.

Fondens mål

Under 2003 har Första AP-fonden utvecklat den ALM-analys som ligger till grund för fondens val av referensportfölj, bl.a. genom att mer utförligt studera alternativa investeringar och valutaexponering. Den övergripande portföljstrukturen är emellertid oförändrad jämfört med tidigare år med 57 procent aktier, tre procent alternativa investeringar och 40 procent obligationer. Första AP-fonden utmärks av en, jämfört med övriga AP-fonder, låg andel svenska aktier.

Tabell 27. Första AP-fondens normalportfölj (portföljandelar i procent).

Skr. 2003/04:130

	2004	2003	Index
Svenska aktier	12	12	MSCI
Utländska aktier	45	45	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
Summa	100	100	Sammanvägt index

Första AP-fonden avser att utveckla tillgångsslaget alternativa investeringar. Vid utgången av 2003 omfattade detta huvudsakligen fondens andel av AP Fastigheter. Mot den bakgrunden har Första AP-fonden definierat ett jämförelseindex för alternativa investeringar som motsvarar utvecklingen för börsnoterade fastighetsbolag. Därmed har fonden definierat ett index för fastigheter, vilket överensstämmer med önskemål som uttryckts i tidigare års utvärderingar. Att utnyttja ett index för fastighetsaktier är dessutom relevant mot bakgrund av innehavets natur. När inslaget av alternativa investeringar ökar bör detta även avspeglas i val av jämförelseindex.

Fonden analyserar om det i ett perspektiv på upp mot tio år finns faktorer som gör att utvecklingen på de finansiella marknaderna kan förväntas avvika från antagandet om grundläggande jämvikt och hur detta kan tänkas påverka den långsiktigt optimala portföljsammansättningen.

Första AP-fondens operativa mål är att överträffa normalportföljens avkastning med 0,5 procentenheter per år. Målet för riskjusterad avkastning är att informationskvoten skall överstiga 0,3 över rullande femårsperioder, med en övre gräns för den aktiva risken i förhållande till referensportföljen på 3 procent.

5.1.2 Andra AP-fondens förvaltning

Regeringens bedömning: Andra AP-fondens resultat sedan halvårsskiftet 2001 är svagt negativt men något bättre än jämförelseindex. Avvikelsena från index är dock små. Styrelsens begränsning av fondens aktiva risker kan bedömas vara snäv i vissa avseenden.

Regeringens skrivelse för 2002: Andra AP-fonden har på nytt övervägt styrelsens beslut om normalportfölj utan att fondens övergripande placeringsinriktning därmed förändrats. Analysen baseras på vedertagen metodik, vilket inte utesluter att tonvikten lagts på förväntade utfall på bekostnad av en allsidig belysning av risker. Fondens jämförelsenorm för svenska aktier är innovativ och förefaller erbjuda viss diversifiering i förhållande till övriga AP-fonder.

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

Wassums utvärdering: Fondens jämförelseindex har tidigare inte konstruerats på ett korrekt sätt i vissa avseenden. Vid förra årets utvärdering noterades att index för globala aktier saknade ränteeffekten från valutakurssäkringar, vilket Wassum justerade approximativt vid det

tillfället. Denna justering har även behållits i årets utvärdering. Från och med den 1 juli 2003 har Andra AP-fonden börjat använda ett valutasäkrat jämförelseindex, vilket innebär att första halvåret 2003 inte innehåller ränteeffekter från valutakurssäkringar. Inga justeringar för första halvåret 2003 har dock gjorts eftersom effekterna bedöms vara förhållandevis små.

Styrelsen för Andra AP-fonden har slagit fast att målsättningen för den totala portföljens överavkastning skall vara 0,5 procentenheter per år mätt över rullande femårsperioder. Informationskvoten skall därvid minst uppgå till 0,25. Målsättningen för överavkastning skall enligt Andra AP-fonden nås genom en aktiv risk som maximalt får uppgå till 3 procent för den totala portföljen. Normalt skall den aktiva risken uppgå till 2 procent. Förvaltningen har inte uppnått målsättningen för den överavkastning som fastställts av Andra AP-fonden. Den totala portföljen har haft en överavkastning på 0,4 procentenheter per år (före avdrag för kostnader). Den riskjusterade avkastningen har varit god.

Skälen för regeringens bedömning: Andra AP-fondens avkastning har varit negativ sedan halvårsskiftet 2001. I genomsnitt har avkastningen varit -0,4 procent per år, före avdrag av förvaltningskostnader. I förhållande till normalportföljens avkastning har dock fondens förvaltning resulterat i en överavkastning på 0,4 procentenheter per år, nära styrelsens långsiktiga mål. Det bör uppmärksammas att denna beräkning baseras på en schablonmässig korrigerings av fondens jämförelseindex för att konsekvenserna av valutasäkring skall beaktas på rätt sätt.

Resultatet är i sin helhet hänförligt till tredje kvartalet 2001 och har samband med Andra AP-fondens mer tidsmässigt utdragna anpassning till normalportföljens struktur, jämfört med övriga buffertfonder. Andra AP-fondens aktiva positioner i detta skede, som i stort saknar motsvarighet tiden därefter, manar till viss försiktighet vid tolkning av det långsiktiga resultatet.

Tabell 28. Andra AP-fondens resultat från halvårsskiftet 2001 till utgången av 2003 (procent).

	2003		Genomsnitt		Riskjusterad avkastning*	
	Absolut	Relativt	Absolut	Relativt	Aktiv risk	Informationskvot
Svenska aktier	34,2	-1,8	-7,4	-1,1	1,5	-0,70
Utländska aktier	23,0	-0,5	-6,2	0,1	1,1	0,08
Räntebärande	5,9	0,5	7,7	0,7	0,8	0,93
Total portfölj	18,6	-0,5	-0,4	0,4	1,0	0,44

*) Genomsnitt per år. Informationskvoten uttrycker relationen mellan överavkastning och aktiv risk.

Som framgått har Andra AP-fonden hittills nästan uppnått det mål om överavkastning som styrelsen satt upp. Resultatet är dock, som påtalats, i sin helhet hänförligt till tredje kvartalet 2001. Som en konsekvens av det har den aktiva tillgångsfördelningen bidragit i positiv riktning till Andra AP-fondens långsiktiga resultat. Detta framgår inte av tabellen ovan som redovisar avkastningen inom de huvudsakliga tillgångsslagen. Det framgår emellertid att värdepappersvalet i de svenska aktieportföljerna har bidragit negativt till fondens resultat medan förvaltningen av obligationsportföljen bidragit positivt. Det bör emellertid noteras att en betydande andel av obligationsportföljens långsiktiga överavkastning

härör från december 2001, dvs. en enda månad, vilket är svårt att förena med portföljens utveckling i förhållande till index övriga månader.

Under 2003 var Andra AP-fondens avkastning 18,6 procent, vilket understeg normalportföljens avkastning med 0,5 procentenheter. Wassums utvärdering visar att den aktiva taktiska tillgångsfördelningen samt aktieförvaltningen gav negativa bidrag under 2003, medan obligationsförvaltningen bidrog positivt även detta år.

Fondens mål

Andra AP-fonden har med måttliga förändringar tillämpat samma grundläggande placeringsstrategi under den period granskningen omfattar. Vid utgången av 2003 bestod fondens normalportfölj av 60 procent aktier, tre procent alternativa investeringar och 37 procent obligationer (inklusive realobligationer). Under 2003 genomfördes en ny ALM-studie för att på nytt överväga fondens normalportfölj. Som ett resultat därav definieras från och med 2004 undergrupper av alternativa investeringar (riskkapitalfonder och hedgefonder) utöver fastigheter. Som en konsekvens av det reduceras inslaget av utländska aktier och utländska obligationer med vardera en procentenhet.

Tabell 29. Andra AP-fondens normalportfölj (portföljandelar i procent).

	2004	2003	Index
Svenska aktier	20	20	SBX, OSX, CSX*
Utländska aktier	39	40	MSCI
Svenska obligationer	16	16	SHB All Bond
Utländska obligationer	15	16	Lehman Brothers
Realränteobligationer	5	5	SHB Index Linked
Fastigheter	3	3	Svenskt Fastighetsindex
Alternativa investeringar	2	-	SSVX +3 %/ 11 %
Summa	100	100	Sammanvägt totalindex

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

Den största förändringen av Andra AP-fondens strategi, efter genomförd portföljanpassning under 2001, kan sägas vara beslutet att under loppet av 2003 definiera förvaltningsuppdrag i svenska aktier på ett delvis nytt sätt. Normalportföljen för den svenska aktieförvaltningen delades upp i tre komponenter, varav 70 procent (14 procent av fonden totalt) utgör ett sedvanligt kapitalvägt marknadsindex (SBX), medan 20 procent (fyra procent av fonden totalt) är ett likaviktat (dvs. ovägt) index av de 50 största svenska börsföretagen medan tio procent (två procent av fonden totalt) utgör ett småbolagsindex (Carnegie Small Cap). Under 2003 har detta sammanvägda jämförelseindex utvecklats bättre än sedvanliga marknadsindex för Stockholmsbörsen.

För de tillkommande alternativa investeringarna gäller att hedgefonder utvärderas mot riskfria räntan (tremånaders statsskuldväxlar) plus tre procentenheter medan riskkapitalfonder utvärderas mot ett absolut avkastningsmål på elva procent. Det kan ifrågasättas om Svenskt Fastighetsindex är en idealisk jämförelsenorm i detta fall eftersom

fondens innehav av fastighetsaktier även innehåller en finansiell hävstång i form av upplåning, vilket svenskt Fastighetsindex inte gör.³³

Styrelsen för Andra AP-fonden har definierat ett avkastningsmål som innebär att fonden långsiktigt skall överträffa jämförelseindex med 0,5 procentenheter per år. Fondens årsredovisning bör innehålla information om de mål som gäller för verksamheten.

Målet om överavkastning skall uppnås med en aktiv risk som inte överstiger tre procent på övergripande nivå. Målet för riskjusterad avkastning, mätt som informationskvot, är 0,25 eller bättre. Normalt skall den aktiva risken uppgå till två procent. Även för svenska och utländska aktier begränsas den aktiva risken till högst tre procent, vilket kan förefalla svårt att förena med en målsättning om aktiv förvaltning. Andra AP-fonden fördelar dock både svenska och globala aktiemandat på flera förvaltare, vilket möjliggör något högre aktiva risker för enskilda mandat. Det kan dock ifrågasättas om det är lämpligt att på detta sätt definiera förhållandevis snäva gränser för risktagandet i förhållande till index för enskilda tillgångsslag som avses vara aktivt förvaltade.

5.1.3 Tredje AP-fondens förvaltning

Regeringens bedömning: Tredje AP-fondens resultat sedan halvårsskiftet 2001 är positivt, både i absoluta tal och i förhållande till jämförelseindex. Fondens förmåga att åstadkomma en avkastning som överstiger index har hittills visat sig vara god, men avvikelserna från index är i allmänhet små. För att nå styrelsens mål måste avkastningen överstiga index påtagligt framöver.

Regeringens skrivelse för 2002: Tredje AP-fonden tar numera uttrycklig hänsyn till marknadernas grundläggande värdering vid styrelsebeslut om normalportföljens utformning, vilket är lovvärt även om det i sig inte utgör en garanti för att förluster skall kunna undvikas. Därutöver förefaller Tredje AP-fonden mer allsidigt än övriga AP-fonder belysa de risker som är förknippade med fondens val av placeringar.

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

Wassums utvärdering: Styrelsen för Tredje AP-fonden har slagit fast att målsättningen för den totala portföljens överavkastning skall vara 0,4 procentenheter per år mätt över rullande femårsperioder efter avdrag för kostnader. Informationskvoten skall därvid minst uppgå till 0,2. Målsättningen för överavkastning skall enligt Tredje AP-fonden nås genom en aktiv risk som maximalt får uppgå till fyra procent för den totala portföljen. Normalt skall den aktiva risken vara mellan en och två procent. Förvaltningen har inte uppnått målsättningen för den överavkastning som fastställts av Tredje AP-fonden. Den totala portföljen har haft en överavkastning på 0,2 procentenheter per år (före avdrag för

³³ Tredje AP-fonden har löst problemet med bristande jämförbarhet genom att lägga fondens andel av AP Fastigheters hela balansräkning, inklusive upplåning, i sin normalportfölj.

kostnader). För att nå målsättningen under den första femårsperioden måste Tredje AP-fonden skapa höga överavkastningsnivåer under de kommande två och ett halvt åren.

Skälen för regeringens bedömning: Tredje AP-fondens avkastning har varit positiv sedan halvårsskiftet 2001. I genomsnitt har avkastningen varit 0,3 procent per år. I jämförelse med normalportföljens avkastning har fondens förvaltning resulterat i en överavkastning på 0,2 procentenheter per år. Från denna överavkastning skall fondens förvaltningskostnader subtraheras, vilket lämnar en liten överavkastning efter kostnader. Wassums utvärdering visar att framför allt förvaltningen av svenska och globala aktier har bidragit positivt till överavkastningen, medan taktisk allokering mellan tillgångsslagen har bidragit negativt med cirka 0,2 procentenheter per år.

Tabell 30. Tredje AP-fondens resultat från halvårsskiftet 2001 till utgången av 2003 (procent).

	2003		Genomsnitt		Riskjusterad avkastning*	
	Absolut	Relativt	Absolut	Relativt	Aktiv risk	Informationskvot
Svenska aktier	32,4	-1,7	-5,5	1,4	1,8	0,76
Utländska aktier	23,0	-0,1	-6,2	0,6	0,6	0,86
Svenska obligationer	5,4	0,5	6,9	0,2	0,5	0,42
Utländska obligationer	5,6	0,2	6,9	-0,5	1,4	-0,37
Realränteobligationer	6,2	-0,2	9,4	0,0	0,4	-0,01
Total portfölj	17,3	0,0	0,3	0,2	0,3	0,74

*) Genomsnitt per år. Informationskvoten uttrycker relationen mellan överavkastning och aktiv risk.

Som framgår av tabell 30 har de flesta tillgångsslag bidragit positivt till fondens långsiktiga resultat i förhållande till jämförelseindex, endast utländska obligationer bidragit negativt. Förvaltningen av svenska aktier har resulterat i en negativ genomsnittlig avkastning under perioden men det bästa resultatet i förhållande till index.

I genomsnitt (från halvårsskiftet 2001 till och med 2003) har fondens informationskvot varit 0,7. Fondens potential att åstadkomma överavkastning har alltså hittills visat sig vara god. För att nå den målsättningen som Tredje AP-fondens styrelse satt upp om överavkastning, måste trots detta påtagligt goda förvaltningsresultat i förhållande till jämförelseindex skapas framöver.

Under 2003 var Tredje AP-fondens avkastning 17,3 procent, vilket är i paritet med normalportföljens avkastning. Wassums utvärdering visar att positiva bidrag lämnades under året av den aktiva taktiska tillgångsfördelningen och den svenska ränteförvaltningen. Förvaltningen av svenska aktier lämnade ett starkt positivt bidrag i absoluta termer, men ett negativt bidrag i förhållande till jämförelseindex under 2003.

Fondens mål

Tredje AP-fonden är den fond som har valt lägst aktieandel vid 54,5 procent av fondens normalportfölj. Tredje AP-fonden har hittills gjort nya ALM-studier varje år för att ytterligare belysa relationen mellan förväntad avkastning och risk, mot bakgrund av pensionssystemets åtagande. Under 2003 valde fonden att fördjupa känslighetsanalysen, dvs. analysen av konsekvenserna av alternativa antaganden. Som ett

resultat av denna process beslutade styrelsen bl.a. att höja andelen realränteobligationer med två procentenheter till 9,5 procent av normalportföljen, på bekostnad av svenska och utländska nominella obligationer. Styrelsen beslutade även att höja andelen asiatiska aktier med 2,5 procentenheter och att minska andelen amerikanska aktier i motsvarande grad.

Tabell 31. Tredje AP-fondens normalportfölj (portföljdandelar i procent).

	2004	2003	Index
Svenska aktier	16	16	SIX RX
Utländska aktier	38,5	38,5	FTSE*
Svenska obligationer	12,6	13,6	Merrill Lynch/SHB Mortgage Bond
Utländska obligationer	14,9	15,9	Merrill Lynch
Realränteobligationer	9,5	7,5	Merrill Lynch
Fastigheter	8,5	8,5	Svenskt Fastighetsindex
Summa	100	100	Sammanvägt index

*) Även HSBC European Smaller Companies och Russel 2500

En tydlig förändring 2004 blir införandet av s.k. halvörliga vikter, vilket innebär att referensportföljens portföljdandelar tillåts variera tre procentenheter upp och ner från normalportföljens riktvärden, i takt med marknadernas rörelser. En fördel sägs vara minskade transaktionskostnader i samband med återbalansering. Det finns skäl att återkomma till denna praxis i kommande utvärderingar, när erfarenheter vunnits beträffande resultat, genomlysning och fondernas uppdrag. Som påtalas på annat håll (avsnitt 5.4) bör regeringens utvärdering även omfatta buffertfondernas oberoende sinsemellan, varvid fondernas placeringsinriktning kan anses ha avgörande betydelse. Tendenser att fondernas placeringsinriktning alltmer börjar likna varandra, om så är fallet, bör därför uppmärksammas.

Tredje AP-fondens styrelse har satt upp som mål att förvaltningen skall överträffa jämförelseindex med 0,4 procentenheter per år, efter avdrag för förvaltningskostnader. Den aktiva risken på övergripande nivå skall understiga fyra procent och normalt ligga intervallet 1–2 procent. Målet för riskjusterad avkastning, mätt med informationskvot, är 0,2.

Tredje AP-fonden har alltsedan starten 2001 definierat strategin i förväg. Därför finns det i detta fall ett invändningsfritt jämförelseindex som läggs till grund för utvärdering över tiden. Inom aktieportföljerna framkommer mindre skillnader i de avkastningsberäkningar som genomförts av fonden och av Wassum. Det jämförelseindex som fonden själv beräknar fortlöpande inkluderar onoterade aktier. Eftersom innehavet är litet bör resultateffekten vara liten. I Wassums utvärdering exkluderas onoterade aktier och fastigheter från både portfölj och index.

5.1.4 Fjärde AP-fondens förvaltning

Regeringens bedömning: Fjärde AP-fondens avkastning sedan halvårsskiftet 2001 är negativ, både absolut och i förhållande till jämförelseindex. Avvikelserna från index är små. För att nå styrelsens mål måste avkastningen överstiga index betydligt framöver.

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

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

Wassums utvärdering: Styrelsen för Fjärde AP-fonden har slagit fast att målsättningen för den totala portföljens överavkastning skall vara 0,7 procentenheter per år mätt över rullande tvåårsperioder. Informationskvoten skall därvid minst uppgå till 0,3. Målsättningen för överavkastning skall enligt Fjärde AP-fonden nås genom en aktiv risk som maximalt får uppgå till fyra procent för den totala portföljen. Förvaltningen har inte uppnått målsättningen för den överavkastning som fastställts av Fjärde AP-fonden. Den totala portföljen har haft en underavkastning på 0,6 procentenheter per år (före avdrag för kostnader). För att nå målsättningen under den första femårsperioden måste fonden skapa höga överavkastningsnivåer under de kommande två och ett halvt åren.

Skälen för regeringens bedömning: Fjärde AP-fondens avkastning har varit negativ sedan halvårsskiftet 2001. I genomsnitt har avkastningen varit -2,0 procent per år. Fjärde AP-fondens avkastning i förhållande till jämförelseindex har resulterat i en underavkastning på 0,6 procentenheter per år, före avdrag av förvaltningskostnader. Wassums utvärdering visar att det framför allt är förvaltningen av globala aktier samt den aktiva tillgångsfördelningen som har stått för de negativa bidragen, medan valutaförvaltningen bidragit positivt.

Tabell 32. Fjärde AP-fondens resultat från halvårsskiftet 2001 till utgången av 2003 (procent).

	2003		Genomsnitt		Riskjusterad avkastning*	
	Absolut	Relativt	Absolut	Relativt	Aktiv risk	Informationskvot
Svenska aktier	33,2	-0,9	-6,9	0,0	1,9	0,00
Utländska aktier	9,2	-1,0	-16,7	-1,2	1,7	-0,69
Räntebärande	4,8	0,5	7,1	-0,1	0,4	-0,39
Total portfölj	17,6	-0,3	-2,0	-0,6	1,0	-0,60

*) Genomsnitt per år. Informationskvoten uttrycker relationen mellan överavkastning och aktiv risk.

Som framgår av tabellen har inget av de grundläggande tillgångsslagen lämnat ett väsentligt positivt bidrag till fondens långsiktiga resultat i förhållande till jämförelseindex. Den svenska aktieportföljen har utvecklats som jämförelseindex, exklusive onoterade aktier. Det kan konstateras att för att nå den målsättningen som Fjärde AP-fondens styrelse satt upp om överavkastning, måste höga överavkastningsnivåer skapas framöver.

Under 2003 var Fjärde AP-fondens avkastning 17,6 procent, vilket är en hög avkastning i absolut mening men likväl 0,3 procentenheter sämre än jämförelseindex. Wassums utvärdering visar att positiva bidrag till fondens relativa resultat detta år lämnades av obligationsförvaltningen, medan aktieportföljerna bidrog negativt. Den svenska aktieportföljen avkastade 33,2 procent, vilket dock understeg jämförelseindex.

Fjärde AP-fonden överväger fondens strategiska placeringsinriktning på ett mer djupgående sätt vart tredje år och har därför genomfört en ny ALM-studie under 2003. Slutsatsen är för fondens del i princip oförändrad. Mot bakgrund av innehavet i AP Fastigheter har fonden emellertid skapat ett utrymme för fastigheter på två procent av fondens normalportfölj genom mindre neddragningar av alla större tillgångsslag. Andelen svenska aktier reduceras med en procentenhet.

Slutsatserna baseras på simuleringar som utöver avkastning på olika finansiella tillgångar, inflation och reallön även omfattar sysselsättning mätt med förvärvsfrekvens.³⁴ Analysen demonstrerar att sysselsättningen mätt på detta sätt har mycket stor inverkan på pensionernas utveckling i förhållande till inkomstindex under de kommande 40 åren. Spannet av möjliga utfall, som de beskrivs inom ALM-studiens ramar, vidgas markant om även förvärvsfrekvensen tillåts variera över tiden.

Till det adderar Fjärde AP-fonden observationen att den historiska korrelationen varit negativ mellan Stockholmsbörsen och den svenska förvärvsfrekvensen sedan 1970 fram till i dag. Om detta historiska mönster kan antas bestå under de kommande 40 åren blir slutsatsen att aktier i buffertfonden över denna långa horisont medverkar till att förbättra utbytet mellan förväntad avkastning och risk, när risk mäts i termer av utgående pensioner. Detta tema har varierats på två sätt. Om den negativa korrelationen bevaras och riskpremien på aktier sänks till noll sker en viss stabilisering av pensionssystemet när inslaget av aktier ökar i buffertfonden. Om riskpremien på aktier bevaras vid 2,5 procent och i stället den historiska korrelationen reduceras till noll så sker även i detta fall en viss stabilisering av pensionssystemet. Fjärde AP-fonden drar härav slutsatsen att det är aktiemarknadernas volatilitet som bidrar positivt till pensionssystemets finansiella stabilitet på lång sikt.

Det bör observeras att förutsättningen är en fyrtioårig horisont. En historisk korrelation kan inte läggas till grund för förutsägelser om framtiden utan att det samtidigt finns en grundad anledning att tro att den historiska korrelationen skall bestå, dvs. en ekonomisk teori. I detta fall skulle teorin baseras på att aktiemarknaderna vänder upp när konjunkturen ligger nära botten, bl.a. hjälpta av penningpolitiska stimulanser, och motsatsvis att aktiemarknaderna tenderar att försvagas nära toppen av konjunkturen. Av det följer att konjunkturella variationer i förvärvsfrekvensen kan förväntas stämma med det mönster som Fjärde AP-fonden skisserar. Det är mer osäkert om strukturellt betingade variationer i förvärvsfrekvensen kan förväntas passa in i bilden.

Det bör inte heller undantagslöst vara så att volatilitet är någonting positivt eftersom stora variationer i avkastningen eroderar buffertkapitalet över tiden. Om en AP-fond stiger 10 procent och därpå faller 10 procent så har fondkapitalet av denna anledning krympt med en procent. Om en annan AP-fond stiger med 20 procent för att därpå falla med lika mycket så har i stället fyra procent av kapitalet gått förlorat, dvs. tre procent mer.³⁵ Att volatilitet eroderar buffertkapitalet över tiden är ett

³⁴ Förvärvsfrekvens definieras i detta sammanhang som andelen personer 16–64 år som har en inkomst per kalenderår överstigande ett basbelopp.

³⁵ $(1,1 \cdot 0,9) - 1 = -1\%$ respektive $(1,2 \cdot 0,8) - 1 = -4\%$.

mer generellt resultat än vad som följer av en viss ALM-studie som för sina slutsatser är beroende av specifika antaganden, problemformuleringar och avvägningar.

Genom att inkludera sysselsättningen i sina simuleringar bör emellertid Fjärde AP-fonden ha bidragit positivt till den samlade kunskapen om pensionssystemets långsiktiga egenskaper. Det är i linje med pensionsreformens principer att AP-fonderna formulerar strategiska mål på basis en självständig analys. Fjärde AP-fonden har därtill lagt en bedömning av marknadernas aktuella värdering till grund för den slutliga bedömningen. Mot bakgrund av ovanstående kan Fjärde AP-fondens placeringsinriktning bedömas vara väl övervägd.

Fjärde AP-fonden saknar jämförelseindex för AP Fastigheter, vilket kan ses mot bakgrund av att fastigheter hittills inte ingått i fondens normalportfölj. Avkastningen på innehavet i AP Fastigheter jämförs med sig själv, dvs. inte alls. Det är otillfredsställande att balansräkningen innehåller tillgångar för vilka fonden inte definierat ett jämförelseindex och därmed ett avkastningskrav. Detta har tidigare påpekats som en brist för Första AP-fonden och bör betraktas som en brist även i detta fall, inte minst eftersom jämförbarheten med andra AP-fonder kan bli lidande.

Tabell 33. Fjärde AP-fondens normalportfölj (portföljandelar i procent).

	2004	2003	Index
Svenska aktier	19	20	SIX RX
Utländska aktier	42	42,5	MSCI World DNI
Obligationer	37	37,5	SHB, Merrill Lynch
Fastigheter	2	-	-
Summa	100	100	Sammanvägt index

Fjärde AP-fondens avkastningsmål är att överträffa jämförelseindex under en tvåårsperiod med 1,35 procent, dvs. med 0,67 procent per år. Risken, mätt som aktiv risk, skall inte varaktigt överstiga 4 procent. Fondens mål för riskjusterad avkastning, mätt som informationskvot, är 0,3 i genomsnitt. Vad gäller svenska aktier har Fjärde AP-fondens styrelse satt upp en begränsning för den aktiva risken vid 6 procent.

5.2 Utvärdering av Sjätte AP-fondens förvaltning

Regeringens bedömning: Sjätte AP-fondens avkastning uppnår styrelsens mål under den senaste femårsperioden. En viktig orsak till det är fondens långsiktigt positiva avkastning på aktier som inte noteras på någon börs (onoterade aktier). Styrelsens långsiktiga mål för denna del av verksamheten har trots detta inte uppnåtts. En jämförelse med börsindex visar att fondens innehav av onoterade aktier gett en avkastning som mer än kompenserar för risken i placeringarna. Resultaten kan mot bakgrund av ovanstående betecknas som goda.

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

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

Wassums utvärdering: Sedan 1 januari 2003 gäller ett nytt avkastningsmål för Sjätte AP-fonden. Målsättningen uttrycks i absoluta avkastningstal (till skillnad från den tidigare målsättningen som utgick från ett marknadsindex) Övergången till ett absolut avkastningsmål innebär en väsentlig förändring av fondens strategi och arbetssätt.

För Sjätte AP-fonden totalt uppgår avkastningen under den senaste femårsperioden till 1,0 procent per år. Börsindex har under samma period fallit med 2,6 procent per år, vilket innebär en årlig överavkastning på 3,6 procentenheter. Resultatet kan därmed betecknas som mycket bra.

Likviditetsportföljen har haft en överavkastning före avdrag för kostnader på 1,7 procentenheter under 2003 och 1,3 procentenheter under den senaste femårsperioden. Slutsatsen är att resultatet är bra också här.

Investeringsportföljen har haft en internränta uppgående till 7,0 procent per år sedan den första investeringen gjordes i januari 1997. Målsättningen för investeringsportföljen (16 procent per år t.o.m. 2002 och 9,9 procent 2003) har dock inte uppnåtts. Om en konsistent jämförelse görs med motsvarande investeringar i den publika aktiemarknaden blir slutsatsen att resultatet för investeringsportföljen kan bedömas som framgångsrikt, trots att målsättningen inte uppnåtts.

Skälen för regeringens bedömning: Under femårsperioden 1999–2003 uppgick Sjätte AP-fondens sammanvägda avkastning till 1,0 procent per år efter avdrag för samtliga kostnader, dvs. en låg men positiv genomsnittlig avkastning. Under samma period indikerade fondens jämförelseindex en negativ genomsnittlig avkastning (-2,6 procent per år), varför fonden överträffade jämförelseindex med 3,6 procent per år efter kostnader. Detta kan betecknas som ett bra resultat.

Orsaken till fondens långsiktigt goda resultat sammanhänger med en positiv avkastning för fondens onoterade portfölj, dvs. riskkapitalverksamheten (private equity-verksamheten). Denna del av verksamheten har dock inte riktigt uppnått styrelsens mål som inte är kopplat till börsindex utan är ett mål om absolut avkastning. Likviditetsförvaltningens genomsnittliga avkastning under femårsperioden är negativ (-1,7 procent per år) men bättre än jämförelseindex.

Tabell 34. Sjätte AP-fondens resultat 1999–2003 (procent).

	2003		Genomsnitt		Riskjusterad avkastning*	
	Absolut	Relativt	Absolut	Relativt	Aktiv risk	Informationskvot
Likviditetsförvaltning	6,8	1,7	-1,7	1,3	9,3	0,14
Fonden totalt	10,1	2,5	1,0	3,6	12,9	0,28

*) Genomsnitt per år. 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 är beräknad med utgångspunkt i den första investeringen som genomfördes 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 35. Sjätte AP-fondens investeringar i onoterade aktier sedan 1997 (miljoner kr).

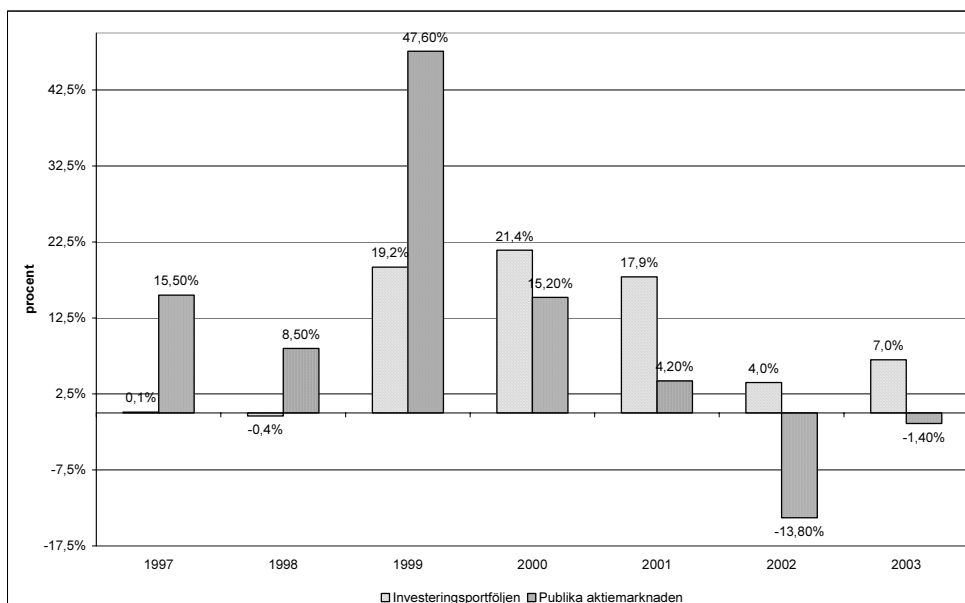
Portfölj	Investerat belopp	Värde	Utbetalningar	Summa värde	Akkumulerad avkastning
Indirekt	5 347,9	3 876,3	1 508,5	5 384,8	0,4 %
Direkt orealiserat	3 994,8	3 380,5	1 674,1	5 054,6	15,3 %
Direkt realiserat	2 160,9	-	2 494,2	2 494,2	7,3 %
Totalt	11 503,6	7 256,8	5 676,8	12 933,6	7,0 %
Totalt, netto	-	-	-	-	5,4 %

Sjätte AP-fonden har sedan start investerat sammanlagt 11,5 miljarder kr i onoterade företag, vilket är 1,6 miljarder kr mer än för ett år sedan. Marknadsvärdet av ännu orealiserade tillgångar var knappt 7,3 miljarder kr, enligt EVCA:s riktlinjer. Med beaktande av utbetalningar uppgående till sammantaget knappt 5,7 miljarder kr, inklusive tidpunkten för varje sådan betalning, motsvarar detta en genomsnittlig avkastning på 7,0 procent per år, eller 5,4 procent per år efter externa förvaltningskostnader. Detta resultat är inte fullt i nivå med styrelsens långsiktiga mål. Det är framför allt Sjätte AP-fondens indirekta innehav av onoterade bolag, genom investeringar i riskkapitalfonder, som drar ner resultatet. Detta beror delvis på att ett antal sådana fonder är relativt nya.

Det negativa börsklimatet 2000–2002 har utgjort en försvårande omständighet för riskkapitalmarknaden eftersom möjligheterna att avyttra onoterade bolag genom börsnotering eller försäljning till industriella köpare (*exit*) begränsats. Eftersom avkastning på onoterade aktier kan beskrivas som preliminär intill dess aktierna slutligen avyttrats har det varit svårare än tidigare att realisera det fulla värdet av dessa placeringar. En rättvisande jämförelse med börsindex visar att Sjätte AP-fondens onoterade portfölj trots detta överträffat börsindex betydligt sedan fondens start.

Figur 9. Sjätte AP-fondens investeringar i onoterade aktier jämförda med börsindex (ackumulerad årlig avkastning sedan start).

Skr. 2003/04:130



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 investerats i börsindex (*public market equivalent*). Om Sjätte AP-fonden i stället för att placera kapitalet i onoterade aktier hade investerat motsvarande belopp i börsindex hade avkastningen, beräknad på likartat sätt, blivit -1,4 procent per år. Eftersom Sjätte AP-fondens onoterade portfölj under samma tid avkastade 7,0 procent per år utgör detta en årlig överavkastning på 8,4 procentenheter per år jämfört med börsindex (figur 9). Detta motsvarar väl styrelsens tidigare formulerade krav på en extra riskpremie på fyra procent per år och ett påslag för kostnader på tre procent per år. Dock avser styrelsens mål en absolut avkastning och inte en relativ avkastning i förhållande till börsen. Vid en allsidig bedömning av fondens prestation bör det ändå inte vara orimligt att i vissa fall även jämföra med tillgängliga alternativ.

Tabell 36. Sjätte AP-fondens onoterade portfölj, fördelning på utvecklingsstadier (procent).

	Direkt	Indirekt	Totalt
Sådd	-	0,0	0,0
Uppstart	0,0	0,0	0,0
Expansion	2,6	49,6	27,7
Tillväxt/mognad	87,8	50,4	67,8
Noterat	9,5	-	4,4
Summa	100	100	100

Den viktiga slutsatsen är emellertid att investeringar i onoterade aktier bör utvärderas över långa perioder och att det vid störningar av marknadens funktion finns skäl att utsträcka denna period ytterligare. De försämrade möjligheterna att avyttra portföljbolag kan även medföra att andelen mogna innehav ökar. En svag sådan tendens fanns i Sjätte AP-fondens portfölj även 2003, även om just detta inte behöver ha samband med marknadsutvecklingen. Sjätte AP-fonden har medvetet ökat andelen investerat kapital i mogen fas eftersom det ansetts erbjuda bättre möjligheter att skapa resultat. Det stora inslaget av mogna bolag bland

fondens direktinvesteringar beror på att AP Direktinvesteringar specialiserar sig på utköp av mogna verksamheter och bolag (*buy out*). Skr. 2003/04:130

Likviditetsförvaltningen

Likviditetsförvaltningens resultat under femårsperioden är negativt i absoluta tal (-1,7 procent per år) men positivt jämfört med jämförelseindex, vilket föll ännu mer (-3,1 procent per år). Jämförelseindex utgör en kombination av börsindex till och med 2002 och ett absolut avkastningsmål 2003. Därmed var Sjätte AP-fonden exponerad för börsfallet 2002 i högre grad än som var fallet i samband med börsuppgången 2003. Man kan emellertid säga att fondens nya situation som fullinvesterad riskkapitalfond minskade kapaciteten att bära risk i likviditetsportföljen eftersom huvuddelen av kapitalet redan utfästs för framtida investeringar i onoterade bolag och riskkapitalfonder. Det kan därför bedömas som rimligt och befogat att Sjätte AP-fonden minskade risken i likviditetsförvaltningen.

Tabell 37. Likviditetsförvaltningens resultat 1999–2003 (procent).

	2003	2002	2001	2000	1999	Genomsnitt
Portfölj	6,8	-34,6	-12,9	-6,0	60,1	-1,7
Index*	5,1	-35,7	-14,2	-11,9	67,4	-3,1
Differens	1,7	1,1	1,3	5,8	-7,2	1,3

*) 5,1 % absolut avkastning 2003, SIX RX exklusive Nokia dessförinnan.

Fondens mål

Under 2002 uppnådde Sjätte AP-fondens investeringar i onoterade bolag en sådan nivå, inklusive framtida åtaganden, att placeringar i onoterade aktier (*private equity*) entydigt framstod som fondens kärnverksamhet. I samband därmed beslutade styrelsen att hela fonden skulle ha samma operativa mål – att oberoende av börsindex generera en absolut avkastning som kompenserar för risken i placeringarna. Detta mål har varit i kraft med början under 2003.

Fondens mål består av riskfria räntan plus en sammanvägd riskpremie som beror på placeringarnas fördelning över bransch respektive mognadsfas. Riskpremien antas vara högre för snabbväxande och forskningsintensiva branscher som IT och bioteknik än beträffande mogna branscher som fastighet och industri. Riskpremien antas därutöver vara högre i tidiga mognadsfaser än i sena. Medan branschtillhörighet kan vara given varierar däremot portföljbolagens mognadsfas över tiden i takt med att bolagen utvecklar sin verksamhet och finner en marknad för sina produkter eller tjänster. Sjätte AP-fonden definierar avkastningskravet för en hel verksamhetsgren utifrån den mognadsfas som utmärker de största innehaven. Eftersom placeringar i faser med en högre grad av mognad i allmänhet involverar större belopp än placeringar i tidigare faser finns det en risk att de förra dominerar och att fondens avkastningskrav systematiskt underskattar det avkastningskrav som skulle följa av en mer strikt tillämpning av fondens egen riskpremiemodell.

För 2003 var målet en absolut avkastning på minst 7,6 procent efter kostnader, vilket innebär ett högre mål för onoterade aktier och ett motsvarande lägre avkastningskrav beträffande likviditetsförvaltningen. Under denna period var målet 9,9 procent för onoterade aktier respektive 5,1 procent för likviditetsförvaltningen. Under perioden före 2003 var målet för den onoterade portföljen 13 procent efter kostnader. Detta mål var i sin tur uppbyggt av ett avkastningskrav avseende börsnoterade aktier som uppgick till nio procent och en extra riskpremie på fyra procent för att kompensera för den högre risken och bristande likviditeten i onoterade aktier.

5.3 Utvärdering av Sjunde AP-fondens förvaltning

Regeringens bedömning: Styrelsens långsiktiga mål att Premiesparfonden skall ge en högre avkastning än genomsnittet av premiepensionsfonder, men med lägre risk, har uppnåtts sedan verksamheten inleddes hösten 2000. Däremot har styrelsens operativa mål, att Premiesparfonden och Premievalsfonden skall överträffa sina respektive jämförelseindex med viss marginal, inte uppnåtts under samma period.

Regeringens skrivelse för 2002: Sjunde AP-fonden har valt inriktning för Premiesparfonden på grundval av en genomsnittlig premiepensionssparare, beträffande såväl antal kvarvarande yrkesaktiva år som riskbenägenhet. I takt med att premiepensionen växer som andel av den totala lagstadgade pensionen bör det övervägas om inte denna inriktning mot en genomsnittlig premiepensionssparare på sikt kan ersättas av en mer differentierad placeringsinriktning med avseende på premiepensionsspararnas ålder och därmed återstående tid till pension.

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

Wassums utvärdering: Under utvärderingens gång har Sjunde AP-fonden upptäckt att fondens globala aktieindex, som beräknas av en extern leverantör, inte innehåller utdelningar, vilket innebär att uppgifterna i årsredovisningen för 2003 om indexavkastning för både Premiesparfonden och Premievalsfonden har varit för låga. De uppgifter som lämnas i rapporten bygger på approximationer för att justera den av fonden redovisade indexavkastningen i rätt riktning. Styrelsen för Sjunde AP-fonden har slagit fast målsättningen att fondernas avkastning skall överträffa index (från och med halvårsskiftet 2002 har detta mål preciserats till 0,5 procentenheter per år). Förvaltningen har inte uppnått denna målsättning för hela perioden utan fonderna har haft en underavkastning på 0,2 respektive 0,4 procentenheter per år sedan start. Vidare är ett övergripande mål för Premiesparfonden att avkastningen under löpande femårsperioder minst skall motsvara genomsnittet för samtliga fonder som deltar i premiepensionssystemet, men till lägre risk. I samma avseende är målet för Premievalsfonden att avkastningen under

löpande femårsperioder motsvarar minst den övre kvartilen för samtliga fonder som deltar i premiepensionssystemet. Premiesparfonden överträffar den genomsnittliga fonden med 3,4 procentenheter per år. Premievals-fonden överträffas emellertid av den övre kvartilen med cirka 7,4 procentenheter per år och har därmed inte uppnått målet.

Skälen för regeringens bedömning: Både Premiesparfonden och Premievals-fonden har gett en negativ avkastning sedan fondernas start hösten 2000. I genomsnitt har avkastningen varit -9,2 procent per år för Premiesparfonden och -10,2 procent per år för Premievals-fonden. En jämförelse mellan Premiesparfonden och Premievals-fonden faktiska avkastning och respektive normalportföljs avkastning visar att fondernas förvaltning har resulterat i en underavkastning på 0,2 respektive 0,4 procentenheter per år. Det bör noteras att jämförelseindex har korrigerats schablonmässigt av Wassum med syfte att inkludera effekten av utdelningar på utländska aktier. Resultaten kan därför betecknas som preliminära, till den del som avser jämförelser med index (aktiv avkastning och aktiv risk).

Under 2003 har avkastningen varit 19,5 procent för Premiesparfonden och 20,7 procent för Premievals-fonden. För Premiesparfonden motsvarar detta en överavkastning på 0,6 procentenheter och för Premievals-fonden en överavkastning på 0,4 procentenheter, i jämförelse med normalportföljernas avkastning. Sjunde AP-fonden framhåller att full överensstämmelse inte råder beträffande den metodik som används för beräkning av avkastning för jämförelseindex i förhållande till portfölj. Mot den bakgrunden inför Sjunde AP-fonden en justering av portföljens avkastning 2003 som medför en högre överavkastning detta år utan att det långsiktiga resultatet påverkas i märkbar utsträckning.³⁶

Tabell 38. Sjunde AP-fondens resultat 2000–2003 (procent).

	2003		Genomsnitt*		Riskjusterad avkastning*	
	Absolut	Relativt	Absolut	Relativt	Aktiv risk	Informationskvot
Premiesparfonden	19,5	0,6	-9,2	-0,2	0,9	-0,20
Premievals-fonden	20,7	0,4	-10,2	-0,4	1,2	-0,35

*) Genomsnitt per år. Informationskvoten uttrycker relationen mellan överavkastning och aktiv risk. Observera att fonderna varit i drift olika länge.

Sjunde AP-fonden har hittills uppnått styrelsens långsiktiga mål för Premiesparfonden att överträffa genomsnittet av premiepensionsfonder, med lägre risk. Wassums rapport visar att Premiesparfonden har överträffat den genomsnittliga fonden med 3,4 procentenheter per år. Styrelsens långsiktiga mål för Premievals-fonden, att ingå i den översta kvartilen har däremot inte uppnåtts. Premievals-fonden har överträffats av den övre kvartilen med cirka 7,4 procentenheter per år.

Styrelsens avkastningsmål för Premiesparfonden och Premievals-fonden, dvs. att fonderna skall överträffa sina respektive jämförelseindex, och att göra det med viss marginal från och med 2002, har inte uppnåtts långsiktigt. Fondernas genomsnittliga avkastning sedan start understiger jämförelseindex med 0,2 respektive 0,4 procentenheter per år. Under

³⁶ Med beaktande av Sjunde AP-fondens korrigerings av resultatet 2003 blir överkastningen detta år 0,9 procentenheter för både Premiesparfonden och Premievals-fonden.

Fondens mål

Sjunde AP-fonden förvaltar två fonder inom premiepensionssystemet, Premiesparfonden och Premievalsfonden. Sjunde AP-fonden har därmed ett annat uppdrag än buffertfonderna inom fördelningssystemet. Till Premiesparfonden förs premiepensionsmedel för de premiepensions-sparare som inte valt annan fond. Premievalsfonden är en valbar fond som konkurrerar fritt med privata alternativ inom premiepensions-systemet.

Sjunde AP-fondens val av placeringsinriktning för Premiesparfonden kommenterades utförligt i förra årets utvärdering.³⁷ Regeringen har inte anledning att kommentera Premievalsfondens inriktning eftersom denna fond är fullt konkurrensutsatt.

För Premiesparfondens del gäller ett krav på att den totala risknivån i förvaltningen skall vara låg. Förvaltningen skall dock inte vara så försiktig att den förväntade premiepensionen för dessa sparare kraftigt avviker negativt från den förväntade pensionsnivån för hela kollektivet av premiepensionssparare (prop. 1999/2000:46 s. 80 f.). Det kan även uppstå fördelningseffekter om ickeväljarna, som förmodligen rymmer grupper som känner sig främmande inför fondsparande, skulle missgynnas systematiskt genom lägre pension.³⁸

Premiesparfonden innehåller 86 procent aktier, varav fyra procent onoterade aktier. Inriktningen är motiverad, mot bakgrund av ovanstående, eftersom den återstående tiden till pension i genomsnitt är förhållandevis lång. Dessutom utgör premiepensionen en mindre andel av äldre premiepensionssparares pensionsrätt inom det inkomstbaserade ålderspensionssystemet.³⁹ Eftersom avsättningar till premiepension görs löpande har kortsiktiga förluster inte samma genomslag på det långsiktigt förväntade resultatet som fallet är beträffande fördelningssystemets buffertfonder. Som regeringen uttalade för ett år sedan bör det emellertid övervägas om inte denna inriktning mot en genomsnittlig premiepensionssparare på sikt kan ersättas av en mer varierad placeringsinriktning. En sådan förändring förutsätter dock en lagändring.

Tabell 39. Sjunde AP-fondens normalportföljer

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

³⁷ Regeringens skrivelse 2002/03:130 s. 48 ff.

³⁸ Sådana synpunkter framfördes av vissa remissinstanser, bl.a. Riksbanken och RFV, med anledning av utredningen om Sjunde AP-fonden (SOU 1997:131).

³⁹ Enligt uppgift från Sjunde AP-fonden kan den som pensioneras 2010 förväntas erhålla 5 procent av sin statliga pension i form av premiepension. Denna andel förväntas stiga till 30 procent 2040.

De av styrelsen definierade målen för Premiesparfonden är att den över rullande femårsperioder skall överträffa genomsnittet av fonder i premiepensionssystemet, men med lägre risk.⁴⁰ Premievals-fonden har haft målet att ingå i den översta kvartilen, vilket från och med 2004 ändras till att överträffa den genomsnittliga fonden med 0,35 procentenheter per år. På dessa grunder har styrelsen beslutat om fondernas normalportföljer (tabell 39).

För såväl Premiesparfonden som Premievals-fonden gäller det operativa målet att fonderna skall överträffa jämförelseindex, vilket från och med 2002 preciserats till målet att fonderna skall överträffa index med minst 0,3 procentenheter per år. Denna marginal i sin tur motsvarar 0,5 procentenheter per år fr.o.m. halvårsskiftet 2002, med beaktande av förväntade riskpremier på alternativa investeringar (onoterade aktier och hedgefonder). Målet bör ses mot bakgrund av att fonden till 60 procent är passivt förvaltd (tabell 43).

5.4 Övriga förvaltningsfrågor

Regeringens bedömning: En jämförelse av Första–Fjärde AP-fondernas avkastning sedan halvårsskiftet 2001 tyder på att riskspridningen blivit mindre än man kunde ha förväntat sig som resultat av att dela upp buffertkapitalet på fyra fonder. Detta beror av allt att döma på att fonderna tolkat sina uppdrag på likartat sätt men också på att fonderna hittills i liten omfattning utnyttjat möjligheterna till aktiv förvaltning. Regeringen avser att i samband med kommande utvärderingar återkomma till frågan om riskspridning mellan fonderna och den närliggande frågan om fondernas inbördes oberoende.

Wassums utvärdering: Kapitalet inom de fyra AP-fonderna har utvecklats på ett likartat sätt under de senaste två och ett halvt åren. Under en period när en AP-fond har minskat eller ökat i värde så har detsamma också gällt för de andra AP-fonderna. För att testa graden av riskspridning på ett statistiskt sätt genomfördes också analyser av samvariationen, eller korrelationen, mellan fondernas avkastning. Korrelationsanalysen visar att det nästan varit en perfekt positiv samvariation mellan de olika AP-fondernas investeringsstrategier och portföljer. Därför har det i praktiken hittills inte inneburit någon mätbar riskspridning att genomföra förvaltningen av buffertkapitalet via fyra olika AP-fonder.

En tolkning av analysen är att säga att utvecklingen hittills har gått i motsatt riktning jämfört med de intentioner om riskspridning som framlades i reformens förarbeten. Om inga åtgärder vidtas för att påverka situationen kan man göra bedömningen att riskspridningen inte nämnvärt kommer att se annorlunda ut i framtiden. Skälet till den bedömningen är att AP-fonderna i stor utsträckning är ”färdiga” med sina strategiska

⁴⁰ Det kan noteras att Sjunde AP-fondens PPM-index är ett vägt genomsnitt av alla andra fonder i premiepensionssystemet. Denna fiktiva fondplacering har en högre grad av riskspridning än som är möjlig att uppnå i praktiken, eftersom det inte går att välja fler än fem fonder.

analyser; det är numera huvudsakligen frågan om finjusteringar av de strategiska beslut som fattades för drygt tre år sedan.

Underlaget exkluderar fondernas innehav av fastigheter och onoterade instrument och utgörs av 30 observationer (två och ett halvt år). Detta kan betraktas som ett något begränsat material med hänsyn till fondernas placeringshorisont. Det befintliga materialet är dock tillräckligt för att medge indikativa slutsatser.

Skälen för regeringens bedömning: I utvärderingarna för 2001 och 2002 påpekades att det finns en risk att osäkerhet om pensionssystemets åtagande leder till att fonderna alltmer börjar likna varandra.⁴¹ Ju mer hänsynstaganden till övriga AP-fonder kommer in i bilden, desto mer ökar risken för att pensionssystemets åtagande skall hamna i bakgrunden och att den totala buffertfondens inriktning skall komma att avvika från vad som är lämpligt utifrån detta åtagande, vilket regeringen enligt tidigare utfästelser avser att hålla under uppsikt.

Som framgår av prop. 1999/2000:46 s. 114 och 124 bör det ingå i regeringens årliga utvärdering att granska buffertfondernas oberoende sinsemellan. Avgörande i det sammanhanget sägs vara en bedömning av de olika fondernas strategiska placeringsinriktning.

I tabell 40 jämförs fondernas normalportföljer 2003. I samband med tidigare års utvärderingar har grunderna för dessa normalportföljer granskats och befunnits väl motsvara branschpraxis, vilket inte innebär att denna praxis skulle vara invändningsfri

Det bör uppmärksammas att fondernas placeringsstrategier uppvisar större likheter än som framgår av tabellen eftersom de alla äger en fjärdedel av AP Fastigheter men låter detta innehav representeras i normalportföljen på tre olika sätt.⁴²

Tabell 40. Första–Fjärde AP-fondernas placeringsstrategier 2003.

	AP1	AP2	AP3	AP4
Svenska aktier	12	20	16	20
Utländska aktier	45	40	38,5	42,5
Nominella obligationer	32	32	29,5	37,5
Realränteobligationer	8	5	7,5	-
Övrigt (fastigheter)	3	3	8,5	-
Summa	100	100	100	100

Fondernas aktieandelar skiljer sig i viss utsträckning och varierade 2003 mellan 62,5 procent (Fjärde AP-fonden) och 54,5 procent (Tredje AP-fonden). En översiktlig beräkning av fondernas samvariation sedan halvårsskiftet 2001 indikerar att fondernas avkastning trots det utvecklats mycket likartat (tabell 41).

Beräkningarna bygger på månadsdata, dvs. 30 observationer, vilket är i underkant för att några bestämda slutsatser skall kunna dras. Beräkningarna exkluderar även fondernas innehav av fastigheter och onoterade aktier. Trots detta är tidiga indikationer beträffande graden av observerad riskspridning av stort principiellt intresse eftersom systemet

⁴¹ Regeringens skrivelser 2001/02:180 s. 32 respektive 2002/03:130 s. 40.

⁴² Första och Andra AP-fonderna tar med aktiekapitalet, Tredje AP-fonden dessutom skuldsättningen i AP fastigheter medan Fjärde AP-fonden hittills inte låtit detta innehav ingå i normalportföljen. Detta ändras dock 2004.

med fyra av varandra oberoende fonder delvis utformats med hänvisning till behovet av riskspridning.

Det bör noteras i sammanhanget att riskspridning även kan uppfattas som en försäkring mot dåliga förvaltningsbeslut i en enskild fond. Om några sådana dåliga beslut inte har fattats under en period, eller om fonderna har fattat samma beslut även om detta varit mindre bra, kan resultatet bli en hög uppmätt korrelation i efterhand mellan fondernas avkastning. Behovet av riskspridning kan även syfta på osäkerhet om hur en strategisk placeringsinriktning skall utformas för att vara till största möjliga nytta för pensionssystemet. Eftersom fonderna kommit till likartade beslut i detta avseende kan det uppfattas som ett mer välgrundat beslut, än om en enda fond kommit till samma resultat.

Tabell 41. Historisk korrelation mellan Första–Fjärde AP-fondernas normalportföljer respektive faktiska portföljer.

	Normalportföljer				Faktiska portföljer			
	AP1	AP2	AP3	AP4	AP1	AP2	AP3	AP4
AP1	1,00				1,00			
AP2	1,00	1,00			0,99	1,00		
AP3	0,99	1,00	1,00		0,99	1,00	1,00	
AP4	1,00	1,00	1,00	1,00	0,99	1,00	0,99	1,00

Som framgår av tabell 41 är den historiska korrelationen mellan fondernas avkastning under den studerade perioden mycket hög, oavsett om granskningen avser fondernas strategiska placeringsinriktning (normalportföljer) eller faktiska portföljer. Korrelationen mellan avkastningen på fondernas normalportföljer har hittills varit perfekt positiv (1,0) eller mycket nära perfekt positiv, mätt på detta översiktliga sätt. De olika portföljstrukturer som fonderna valt har därför inte givit upphov till mätbara riskspridningseffekter under perioden. Detta kan antingen bero på en hög grad av korrelation mellan olika marknader, vilket ofta är fallet i samband med en negativ marknadsutveckling, eller på att portföljerna skiljer sig åt i alltför liten utsträckning. När det gäller samvariationen mellan fondernas faktiska avkastning framstår även den som mycket hög.

Skillnaden mellan de två jämförelserna i tabell 41 avspeglar bidraget från fondernas aktiva avkastning, dvs. avkastning i förhållande till jämförelseindex. Som framgår av diskussionen i avsnitt 5.1 om graden av aktivitet i förvaltningen kan avvikelserna från jämförelseindex bedömas ha varit fortsatt små. Den begränsade skillnaden som här kan observeras mellan fondernas normalportföljer å ena sidan och faktiska portföljer å andra sidan styrker denna bedömning.

Fondernas aktiva avkastning, dvs. avkastning i förhållande till jämförelseindex, har hittills uppvisat en mycket låg korrelation (tabell 42). Det finns därför en god potential att åstadkomma ökad riskspridning mellan fonderna, förutsatt att dessa i högre grad än hittills utnyttjar möjligheten att bedriva aktiv förvaltning. Det finns emellertid fortfarande gränser för vilken uppmätt riskspridning som realistiskt sett är möjlig att åstadkomma, mot bakgrund av normalportföljernas konstaterat höga samvariation över tiden.

	AP1	AP2	AP3	AP4
AP1	1,00			
AP2	0,51	1,00		
AP3	0,16	-0,06	1,00	
AP4	-0,03	-0,15	-0,08	1,00

Förvaltningsstruktur

Som diskuterats tidigare har styrelserna för respektive AP-fond anledning att göra en kritisk bedömning av de områden inom vilka respektive fond har förutsättningar att bedriva en framgångsrik aktiv förvaltning. Specifika skäl bör kunna anges varför överavkastning är sannolik i det enskilda fallet. Om goda sådana skäl inte kan anges bör det övervägas om förvaltningsuppdraget i fråga skall upphandlas externt. Första–Fjärde AP-fonderna är också ålagda att lägga ut minst tio procent av fondkapitalet för extern förvaltning.

Vad gäller Första–Fjärde AP-fonderna kan det konstateras att valen av förvaltningsstruktur varit likartade, vilket även det har bäring på graden av oberoende mellan fonderna. Dessa lösningar karaktäriseras av ett stort inslag av intern förvaltning som sträcker sig utöver inhemska aktier respektive räntebärande instrument och genom ett markerat inslag av aktiv eller semi-aktiv förvaltning. Vid utgången av 2003 förvaltades mellan 13 och 45 procent av fondkapitalet externt, och resten internt.

Det stora inslaget av aktiv eller s.k. semi-aktiv förvaltning kan betraktas som en målsättning eftersom utnyttjandet av styrelsernas riskmandat hittills varit lågt i många fall. Dock bör det vara så att målsättningen att leverera en aktiv förvaltning motiverat fondernas nuvarande kostnadsmassa. Av det följer att fondernas kostnadseffektivitet inte kan avgöras enbart genom jämförelser mellan fonderna.

Tabell 43. Förvaltningsstruktur i Första–Fjärde samt Sjunde AP-fonderna 2003.

	AP1	AP2	AP3	AP4	AP7
Andel intern förvaltning	0,78	0,55	0,71	0,87	0,20
Andel aktiv förvaltning*	0,83**	0,89	0,80	0,98**	0,40

*) Inkluderar s.k. semi-aktiv (semi-passiv) förvaltning.

**) Uppskattad med ledning av summan av uttalat passiva mandat och fastigheter.

För jämförelsens skull innehåller tabellen även uppgifter om Sjunde AP-fondens val av förvaltningsstruktur. Både Första–Fjärde och Sjunde AP-fonderna har mandat att förvalta väl diversifierade portföljer med en i allt väsentligt likartad inriktning. Sjunde AP-fonden har inget krav på en minsta andel räntebärande instrument och saknar även en renodlad fastighetsexponering, varför fondens aktieandel är högre. Däremot är Sjunde AP-fondens exponering mot svenska aktier jämförbar med Första–Fjärde AP-fondernas och inslaget av alternativa investeringar minst lika stort. Anledningen till fondernas olika val av förvaltningsstruktur bör inte endast vara fondernas olika verksamhet. Det kan inte uteslutas att Sjunde AP-fonden träffat ett friare val genom att i mindre utsträckning utgå från de stora buffertfonderna och låta dessa vara normbildande.

Som framgår av tabellen förvaltar Sjunde AP-fonden endast 20 procent av fondkapitalet internt, dvs. 80 procent av fondkapitalet förvaltas externt. Som en följd av det stora inslaget av extern förvaltning renodlas styrningen av Sjunde AP-fonden eftersom styrelse och kansli i stor utsträckning får en tydlig beställarroll i förhållande till sina externa leverantörer av förvaltningstjänster. Att Sjunde AP-fonden har ett visst inslag av intern förvaltning överensstämmer med praxis på området, eftersom även en renodlad beställare av förvaltningstjänster bör ha viss direktkontakt med de finansiella marknaderna.

Sjätte AP-fonden har ett speciellt uppdrag att förvalta anförtrodda medel genom investeringar på den inhemska riskkapitalmarknaden. Sjätte AP-fonden har således ett specialiserat uppdrag som inte kan jämföras med övriga AP-fonder. Verksamheten är även väsensskild och betydligt mer kostnadskrävande. Någon passiv indexförvaltning finns inte att tillgå i detta fall. Det kan emellertid noteras att Sjätte AP-fonden funnit det lämpligt att i växande grad utnyttja extern förvaltning, såväl när det gäller riskkapitalfonder som när det gäller förvaltningen av fondens likviditetsreserv.