

Regeringens skrivelse

2011/12:130



Redovisning av AP-fondernas verksamhet t.o.m. 2011 Skr.

2011/12:130

Regeringen överlämnar denna skrivelse till riksdagen.

Stockholm den 16 maj 2012

Beatrice Ask

Peter Norman
(Finansdepartementet)

Skrivelsens huvudsakliga innehåll

I skrivelsen lämnar regeringen en redovisning av de allmänna pensionsfondernas (AP-fondernas) verksamhet t.o.m. 2011. I redovisningen ingår bl.a. en sammanställning av AP-fondernas årsredovisningar 2011 och en utvärdering av AP-fondernas verksamhet i ett längre perspektiv.

Sammanställningen av AP-fondernas årsredovisningar visar att resultatet för buffertfonderna sammantagna, dvs. Första–Fjärde och Sjätte AP-fonderna, uppgick till -17,3 miljarder kronor 2011. Förutom resultatet påverkades buffertkapitalet av ett nettoutflöde på motsvarande 5,0 miljarder kronor, till följd av att pensionsutbetalningarna för tredje året i rad översteg pensionsavgifterna. Buffertkapitalet minskade under året med 22,3 miljarder kronor till 872,6 miljarder kronor.

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

	2011	2010	2009	2008	2007	2001–2011
Avkastning	-1,9	10,2	19,3	-21,6	4,3	3,3
Inkomstindex	1,9	0,3	6,2	4,5	3,2	3,1
Fondkapital	873	895	827	708	898	

Not. Inkomstindex visar genomsnittsinkomstens utveckling och ligger till grund för uppräknigen av skulderna i inkomstpensionssystemet.

Buffertfondernas samlade resultat uttryckt som avkastning uppgick till -1,9 procent under 2011. Buffertfondernas genomsnittliga avkastning 2001–2011 uppgick till 3,3 procent per år, vilket överträffar inkomstindex under perioden.

Regeringens utvärdering av AP-fondernas förvaltning omfattar styrelsernas strategiska beslut i ett långsiktigt perspektiv och fondernas operativa förvaltning under den senaste femårsperioden (2007–2011).

Första–Fjärde AP-fondernas långsiktiga avkastning sedan 2001 har försvagats under 2011, till följd av en negativ utveckling på aktiemarknaderna under detta år, men den långsiktiga avkastningen överstiger fortfarande inkomstindex. Ingen av fonderna når under perioden sedan 2001 upp till styrelsernas mål.

Första–Fjärde AP-fonderna fortsätter att utveckla sina strategier och förvaltningsmodeller i syfte att uppnå en mer stabil avkastning med hjälp av portföljer som bättre hanterar kraftiga svängningar på marknaderna. Under 2011 har de fonder som infört nya förvaltningsmodeller kompletterat dessa med metoder för utvärdering av resultaten i enlighet med vad regeringen tidigare har efterfrågat, vilket bedöms vara positivt. Regeringen förväntar sig att fonderna redovisar kommande resultat av utvärderingen.

Andra, Tredje och Fjärde AP-fondernas operativa resultat under den senaste femårsperioden bedöms fortfarande vara otillfredsställande. Första AP-fonden redovisar ett positivt resultat efter kostnader. Det är dock alltför oklart om marginalen är tillräcklig med hänsyn till riskerna i verksamheten.

Sjätte AP-fonden har ett i förhållande till Första–Fjärde AP-fonderna specialiserat uppdrag att investera fondmedlen på riskkapitalmarknaden. Fonden har under perioden 2003–2011 haft en avkastning som överträffar inkomstindex men som inte når upp till styrelsens mål. Under 2011 har ett genomgripande förändringsarbete inletts i Sjätte AP-fonden, vilket innefattar fondens strategi, mål och organisation. Förändringarna bedöms vara en välkommen renodling av verksamheten och fondens nya mål bör kunna ligga till grund för extern utvärdering av fondens resultat, vilket bedöms som positivt.

Sjätte AP-fonden har under 2011 gjort omfattande nedskrivningar av delar av fondens portfölj. Omfattningen av de nedskrivningar som har ägt rum under 2011 är dock anmärkningsvärd. Regeringen kommer att följa upp hur en så stor förändring av tillgångarnas värdering kan vara möjlig från ett år till ett annat, utan direkt samband med den övergripande ekonomiska eller marknadsmässiga utvecklingen.

Sedan starten 2000 överträffar avkastningen i Sjunde AP-fondens förvalsalternativ den genomsnittliga avkastningen för de privata fonderna i premiepensionssystemet. Det finns ett behov av tydlig information om förvalsalternativets inriktning och risknivå, varför regeringen välkomnar det arbete Sjunde AP-fonden har inlett på detta område.

I utvärderingen ingår också en granskning av Första–Fjärde AP-fondernas riktlinjer för etik och miljö och AP-fondernas tillämpning av regeringens riktlinjer för anställningsvillkor för ledande befattningshavare i AP-fonderna. AP-fonderna fortsätter att utveckla arbetet med riktlinjer för etik och miljö och regeringen bedömer att det bedrivs ett viktigt arbete i Första–Fjärde AP-fonderna med att integrerar frågorna i den löpande analysen och förvaltningen.

AP-fonderna redovisar i år underlag om ersättningar till fondens anställda och en bedömning av hur ersättningarna förhåller sig till regeringens riktlinjer. Regeringen välkomnar den genomgång fonderna

har gjort och den ökade genomlysning av ersättningar till fondernas anställda som blir resultatet. Regeringen förutsätter att styrelserna löpande följer upp och bedömer löneläget i förhållande till regeringens riktlinjer samt öppet redovisar underlag och bedömningar. Skr. 2011/12:130

1	Inledning.....	5
2	Utvecklingen på de finansiella marknaderna 2001–2011	6
3	AP-fondernas redovisade resultat	10
3.1	Första–Fjärde AP-fonderna	11
3.1.1	Första AP-fondens resultat	11
3.1.2	Andra AP-fondens resultat	14
3.1.3	Tredje AP-fondens resultat.....	17
3.1.4	Fjärde AP-fondens resultat.....	20
3.2	Sjätte AP-fonden	23
3.3	Sjunde AP-fonden	28
4	Utvärdering av AP-fondernas verksamhet.....	32
4.1	Buffertfonderna i pensionssystemet	34
4.2	Utvärdering av Första–Fjärde AP-fondernas förvaltning	40
4.2.1	Strategiska beslut	40
4.2.2	Operativ förvaltning.....	50
4.3	Utvärdering av Sjätte AP-fondens förvaltning.....	53
4.4	Utvärdering av Sjunde AP-fondens förvaltning.....	59
4.4.1	Strategiska beslut	59
4.4.2	Operativ förvaltning.....	62
4.5	Övriga förvaltningsfrågor.....	64

Bilaga 1 Policy för styrning och utvärdering av AP-fonderna

Bilaga 2 Utdrag ur årsredovisning för Första AP-fonden

Bilaga 3 Utdrag ur årsredovisning för Andra AP-fonden

Bilaga 4 Utdrag ur årsredovisning för Tredje AP-fonden

Bilaga 5 Utdrag ur årsredovisning för Fjärde AP-fonden

Bilaga 6 Utdrag ur årsredovisning för Sjätte AP-fonden

Bilaga 7 Utdrag ur årsredovisning för Sjunde AP-fonden

Bilaga 8 Underlag från McKinsey & Company

Bilaga 9 Underlag från Ernst & Young

Utdrag ur protokoll vid regeringsammansammanträdet den 16 maj 2012

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

Första–Fjärde samt Sjätte AP-fonderna förvaltar fördelningssystemets buffertkapital och kan därför sägas vara buffertfonder. Buffertkapitalet ingår bland pensionssystemets tillgångar tillsammans med avgifts-tillgången, som i sin tur representerar värdet av framtida pensionsavgifter. Buffertfonderna utjämnar svängningar i flödet av pensionsavgifter och pensionsbetalningar och förväntas därutöver bidra till pensionssystemets långsiktiga finansiering. Under 2011 översteg för tredje året i rad pensionsbetalningarna beloppsmässigt inbetalda pensionsavgifter, vilket resulterade i ett nettoutflöde från Första–Fjärde AP-fonderna till pensionssystemet. Sjunde AP-fonden förvaltar, vid sidan av ett stort antal privata fondförvaltare, premiepensionssystemets fonderade kapital.

Mot bakgrund av dels att buffertfondernas regelverk har varit i bruk under en tioårsperiod eller längre (Sjätte AP-fonden bildades 1996), dels ändrade förutsättningar för kapitalförvaltning har regeringen i samråd med Pensionsgruppen (med företrädare för de fem partier bakom pensionsöverenskommelsen från 1994) gett en särskild utredare i uppdrag att göra en översyn av Första–Fjärde och Sjätte AP-fondernas regelverk (dir. 2011:84). Utredningen har antagit namnet Buffertkapitalutredningen. Med målet att skapa en långsiktigt effektiv förvaltning av buffertkapitalet ska utredaren bl.a.

- utvärdera Första–Fjärde AP-fondernas uppdrag och placeringsregler, mot bakgrund av vikten av en effektiv styrning, hittillsvarande erfarenheter av fondernas förvaltning och förändrade marknadsmässiga förutsättningar,
- undersöka möjliga effektiviseringar av förvaltningen av buffertkapitalet, med beaktande av buffertkapitalets utveckling, risken för maktkoncentration och behovet av riskspridning och
- utvärdera Sjätte AP-fondens uppdrag, mål och placeringsregler med utgångspunkt i pensionssystemets behov och Sjätte AP-fondens kompetens.

Buffertkapitalutredningen ska redovisa sitt arbete senast den 1 augusti 2012. Utredningen behandlar väsentliga frågor för buffertfondernas förutsättningar att skapa långsiktigt hög avkastning. I utvärderingen av AP-fondernas verksamhet t.o.m. 2011 beaktas att frågor av överordnad betydelse således utreds i särskild ordning. En konsekvens av detta är att regeringen avseende 2011, i förhållande till tidigare år, begränsat uppdraget till de konsulter som anlitas i utvärderingen av AP-fondernas verksamhet. Ambitionen denna gång är därmed en jämförelsevis kondenserad skrivelse.

Den i skrivelsen aktuella perioden t.o.m. 2011 omfattar delperioder med varierande förutsättningar. Sammantaget för hela perioden 2001–2011 är den långsiktiga avkastningen på svenska och utländska aktier fortfarande historiskt sett svag, vilket har påverkat förutsättningarna för alla pensionsfonder som placerar i aktier, inte minst AP-fonderna. Under 2011 var avkastningen på aktier negativ, vilket försämrat AP-fondernas långsiktiga resultat jämfört med närmast föregående år.

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

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

I skrivelsen sammanfattas utvecklingen på de finansiella marknaderna i avsnitt 2 och AP-fondernas resultat på grundval av fondernas årsredovisningar i avsnitt 3. Därefter följer regeringens utvärdering av fondernas verksamhet i avsnitt 4. Regeringens policy för styrning och utvärdering av AP-fonderna återfinns i *bilaga 1*. Utdrag ur AP-fondernas årsredovisningar återfinns i *bilagorna 2–7*. Årsredovisningarna finns i sin helhet på respektive fonds webbplats¹. Som tidigare har extern expertis anlåtats för att bistå vid utvärderingen. Konsulternas underlag återfinns i *bilagorna 8 och 9*.

AP-fondernas roll i pensionssystemet finns beskrivet i föregående års redovisning av AP-fondernas verksamhet (se avsnitt 2 i skr. 2010/11:130). För en beskrivning av AP-fondernas utveckling som en del av pensionssystemet hänvisas till Orange rapport 2011 från Pensionsmyndigheten. I Orange rapport ingår redovisning av buffertfondernas resultat och kostnader.

2 Utvecklingen på de finansiella marknaderna 2001–2011

Perioden 2001–2011 inleddes med en lång och djup ekonomisk nedgång efter it-bubblan. Priserna på aktiemarknaden steg sedan från 2003 till juli 2007 när Stockholmsbörsen nådde den högsta noteringen under perioden. Därefter började en ny nedgång på aktiemarknaden, i samband med

¹ www.ap1.se, www.ap2.se, www.ap3.se, www.ap4.se, www.apfond6.se, www.ap7.se.

bolåne- och finanskrisen. En ny vändning kom våren 2009 och uppgången höll i sig i två år, till sommaren 2011. Skr. 2011/12:130

Under 2011 var utvecklingen på de globala börserna svag till följd av flera orsaker. Den utdragna statsskuldproblematiken i Europa ledde till en rädsla för att effekterna skulle spridas till andra delar av den globala ekonomin, framför allt till Kina som därtills utgjort ett starkt stöd för den globala ekonomins tillväxt. Ytterligare osäkerhet spreds på grund av geopolitisk osäkerhet i länderna i mellanöstern, vilket ledde till stigande oljepriser som i sin tur bromsade den ekonomiska utvecklingen i världen. Den stigande osäkerheten ledde till att världsmarknadsindex (mätt i USD) föll med cirka 8 procent under 2011.

Figur 2.1 Utvecklingen på aktiemarknaderna 2001–2010 (2000-12-31=100)



Källa: Bloomberg.

Under perioden fr.o.m. juli 2001 t.o.m. 2011 har den svenska börsen haft en avkastning på i genomsnitt 4,6 procent per år (tabell 2.1). Avkastningen på aktier har därmed ur ett historiskt perspektiv varit låg.

Tabell 2.1 Totalavkastning i olika tillgångsslag 1 juli 2001–2011 (procent per år)

	2011	2001–2011
Svenska aktier (SBX)	-13,1	4,6
Utländska aktier (MSCI World i USD)	-5,1	3,2
Utländska aktier (MSCI World i SEK)	-2,9	-1,2
Obligationsindex (OMRX)	13,3	6,0
Reala obligationer (RXRE)	12,7	7,0
Risfri ränta	1,7	2,5

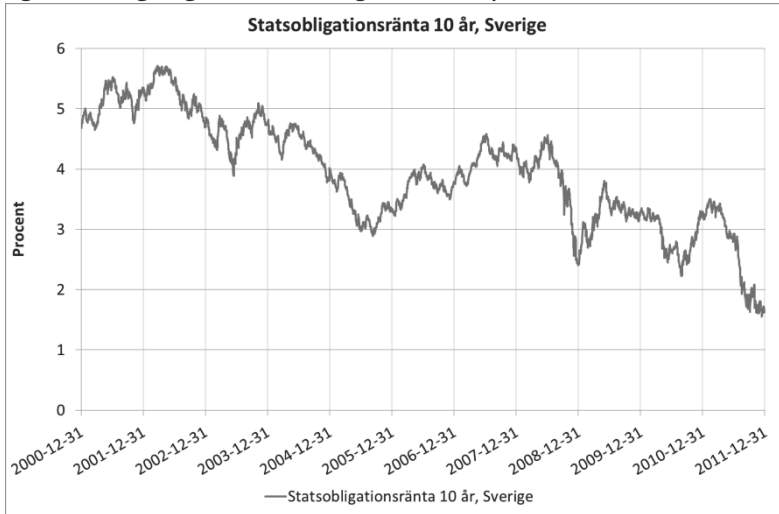
Not. Riskfri ränta är ett vägt genomsnitt av statsskuldsväxlar med 3 och 6 månaders löptid.

Källa: Bloomberg, Ecwin, Riksbanken.

Utländska aktier har under perioden från den 1 juli 2001 t.o.m. 2011 haft en avkastning på i genomsnitt 3,2 procent per år (mätt i USD). På grund av den amerikanska dollarns försvagning har dock avkastningen på utländska aktier mätt i svenska kronor varit -1,2 procent per år under perioden.

På den svenska obligationsmarknaden har räntorna varit trendmässigt fallande (figur 2.2), vilket har påverkat avkastningen på räntebärande instrument positivt. Både nominella och reala obligationer har gett en bättre långsiktig avkastning än aktier både under 2011 och under den längre perioden sedan 2001, vilket betyder att risktagande inte har gett förväntad avkastning. Under 2011 uppgick avkastningen för nominella obligationer till 13,3 procent och för realränteobligationer till 12,7 procent. Under den längre perioden sedan 2001 uppgick avkastningen på nominella obligationer till i genomsnitt 6,0 procent per år och avkastningen på realränteobligationer till i genomsnitt 7,0 procent per år.

Figur 2.2 Tioårig obligationsränta i Sverige 2001–2011 (procent)



Källa: Bloomberg.

Som framgår av figur 2.3 har kronan under perioden fr.o.m. 2001 t.o.m. andra halvåret 2008 varit relativt stabil mot euron. Kronan försvagades dock kraftigt i samband med den finansiella krisen hösten 2008, men har därefter återhämtat sig. Kronans värde har jämfört med den amerikanska dollarn trendmässigt förstärkts under perioden, med undantag för tre delperioder. Den första försvagningen inträffade under 2000, till följd av fallande börskurser och stigande riskpremier, den andra under 2005 och den tredje och kraftigaste i samband med finanskrisen 2008. Kronan fortsatte därefter att stärkas mot dollarn fram t.o.m. 2010. Under helåret 2011 försvagades kronan något relativt den amerikanska dollarn.

Figur 2.3 Kronan mot euro och US-dollar 2001–2011 (2000-12-31=100)



Källa: Bloomberg.

Aktiemarknaden och obligationsmarknaden 2011

De globala aktiemarknaderna (världsmarknadsindex) inledde 2011 med stigande kurser till skillnad från Stockholmsbörsen som inledde året negativt (figur 2.1). Skillnaden i utvecklingen berodde på förväntningar om att den ekonomiska tillväxten var på väg att stiga i framförallt USA medan förväntningarna om tillväxt i Sverige minskade. Dessa skillnader i tillväxtförväntningar i kombination med hög avkastning på Stockholmsbörsen under 2010 ledde till att investerare började allokera om sina portföljer för att ta hem vinster och för att söka högre avkastning på andra marknader. Utvecklingen för både världsmarknadsindex och Stockholmsbörsen var relativt stabil t.o.m. maj.

Därefter blev utvecklingen allt mer volatil, i takt med att risken steg för att Grekland skulle genomföra en skuldsanering. Ratinginstitut, investerare och analytiker blev allt mer negativt inställda till både den grekiska statens, och Spaniens, Portugals och Italiens, förmåga att finansiera sig på marknaderna. Slutligen spred sig oron i så hög utsträckning att marknaderna började ifrågasätta Frankrikes förmåga att finansiera sig på marknaderna. Detta ledde till att arbetet inom EU för att rädda de perifera ekonomierna intensifierades.

Sammantaget präglades året av en rad mer eller mindre dramatiska händelser som ledde till stigande riskaversion på de finansiella marknaderna. Det handlade om stigande oro för statsskuldproblematiken i Europa, ökad geopolitisk osäkerhet i mellanöstern, med stigande oljepriser som följd, och en mindre än förväntad tillväxt i den amerikanska ekonomin. En annan händelse var jordbävningkatastrofen i Japan som, förutom mänskligt lidande, ledde till komponentbrist för stora delar av den globala bilindustrin. Slutligen blev riskaversionen så hög att de långa räntorna i de mer stabila ekonomierna sjönk till rekordlåga nivåer, som en följd av att investerare sökte sig till de minst riskfyllda investeringarna. Detta medförde

historiskt låga värderingar på aktier. Under november 2011 var värderingarna på svenska och amerikanska aktier så låga att även med en halverad vinst i bolagen skulle värderingarna inte ha varit ansträngda utifrån ett historiskt perspektiv.

Mot slutet av året var situationen på de finansiella marknaderna så allvarlig att finansinstitut inom Europa inte längre litade på varandra, vilket ledde till stigande interbankkräntor. Amerikanska finansinstitut undvek dessutom att låna ut dollar till sina europeiska motparter, vilket ledde till brist på amerikanska dollar för europeiska banker. Centralbanker vidtog en rad åtgärder, av vilka ECB:s tillskott av likviditet genom LTRO (*long term refinancing operation*) var viktigast, vilket slutligen ledde till att marknaderna stabiliserades under december. Centralbankernas åtgärder ledde till ökat förtroende på de finansiella marknaderna, vilket i kombination med extremt låga aktievärderingar bidrog till stigande kurser både på Stockholmsbörsen och utländska aktiemarknader.

3 AP-fondernas redovisade resultat

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

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

Första–Fjärde AP-fonderna redovisar förvaltningsavgifter för onoterade innehav, där återbetalning sker före vinstdelning och bedöms vara sannolik, som en del av anskaffningskostnaden och ingår därmed inte i resultaträkningen. Detta avser vanligen förvaltningsavgifter till riskkapitalfonder. Sjätte AP-fonden tillämpar samma princip men med den skillnaden att samtliga aktiverade förvaltningsavgifter nedvärderats till noll vid utgången av 2011, vilket betyder att samtliga avgifter belastat resultatet.

Det är av stor betydelse för pensionssystemet att AP-fondernas verksamhet bedrivs på ett kostnadseffektivt sätt. Detta inkluderar också möjligheterna till effektivitetsvinster genom administrativ samverkan mellan fonderna. Samarbetet ska dock vara utformat på ett sätt som inte inskränker möjligheten till konkurrens mellan fonderna.

Första–Fjärde AP-fonderna har sedan tidigare ett etablerat samarbete inom områden där detta ansetts gynna pensionskapitalets utveckling. Exempel på samarbetsområden är fondernas arbete inom miljö och etik inom det gemensamma Etikrådet, skattefrågor, redovisnings- och

värderingsfrågor, gemensamma juridiska frågor samt en gemensam röstningsplattform för utländska aktieinnehav. Skr. 2011/12:130

För att fördjupa det befintliga samarbetet bildade AP-fonderna 2010 ett särskilt forum för samverkan med syfte att genom ökad transparens och samordning minska kostnaderna inom ramen för befintliga organisationer. I detta ingår gemensamma arbetsgrupper för alla affärsstödjande funktioner. Områden för samarbete som har diskuterats initialt är bl.a. it-strategiska frågor, skattefrågor, redovisnings- och värderingsfrågor, systemstöd för onoterade tillgångar, system för dokumenthantering samt portföljssystem.

Fonderna redovisar inga kostnadseffekter av denna samverkan för 2011.

3.1 Första–Fjärde AP-fonderna

Första–Fjärde AP-fonderna har identiska uppdrag att förvalta diversifierade portföljer bestående av marknadsnoterade aktier och räntebärande instrument som är utgivna för allmän omsättning, inhemska såväl som utländska. Därtill har fonderna vissa möjligheter att investera i onoterade fastighetsaktier samt i riskkapitalbolag och fonder som i sin tur investerar i onoterade aktier. Styrelsen för respektive AP-fond ska fastställa närmare mål och riktlinjer för verksamheten med utgångspunkt i fondernas övergripande uppdrag att vara till nytta för pensionssystemet.

År 2011 översteg för tredje året i rad utbetalningarna av pensioner inbetalningarna av pensionsavgifter, vilket medförde ett nettoutflöde från Första–Fjärde AP-fonderna på sammanlagt 4 959 miljoner kronor. Fondernas avkastning 2011 var i genomsnitt -1,8 procent. Detta är framför allt en effekt av att aktier, och i synnerhet svenska aktier, uppvisade en negativ avkastning 2011.

3.1.1 Första AP-fondens resultat

Första AP-fondens resultat uppgick till -4 223 miljoner kronor 2011 (tabell 3.1), vilket motsvarar en avkastning på -1,9 procent (10,2 procent föregående år). Under året överfördes 1 240 miljoner kronor till pensionssystemet. Sammantaget minskade fondkapitalet med 5 463 miljoner kronor till 213 318 miljoner kronor.

Tabell 3.1 Första AP-fondens fondkapital (mnr)

	2011	2010
Ingående fondkapital	218 781	202 299
Årets resultat	-4 223	20 523
Överföringar	-1 240	-4 041
Utgående fondkapital	213 318	218 781

Not. Överföringar innehåller nettobetalningar till pensionssystemet.

Fondens mål är att uppnå en genomsnittlig nominell avkastning på 5,5 procent per år över en femårsperiod. Målet har fastställts med utgångspunkt i en bedömning av hur sannolikheten för balansering inom

pensionssystemet kan minimeras för dagens och framtidens pensionärer. Under den senaste femårsperioden har fonden haft en avkastning på 1,2 procent per år och därmed inte nått upp till sitt mål.

I sin investeringsprocess strävar fonden efter att skapa en mer robust portfölj där syftet är att avkastningen ska variera mindre än tidigare. Förväntan är att fondens resultat bör bli bättre än marknadens i dåliga tider och något sämre än marknadens i bättre tider. Fondens minskade därför andelen aktier under året och ökade sin andel inom alternativa investeringar. Under 2011 gjordes vidare en översyn av fondens aktiestrategier i avsikt att skapa en mer robust portfölj. Det resulterade i omarbetade strategier som syftar till att minska volatiliteten i aktieportföljen.

En ny uppföljningsmodell tillämpas där fondens avkastning och risk redovisas utifrån fondens investeringsprocess. Denna består av tre beslutsnivåer vilka utvärderas i förhållande till fondens portfölj per den 1 januari 2011. Av analysen framgår att strategisk tillgångsallokering bidrog positivt under 2011 (0,6 procentenheter) och strategisk förvaltning och operativ förvaltning negativt (-0,3 procent respektive -0,8 procent). Strategisk allokering inbegriper beslut om fördelning mellan tillgångsslagen aktier, räntor och alternativa tillgångar samt valutaexponering och genomsnittlig räntebindningstid. Strategisk förvaltning avser beslut om fördelning inom tillgångsslagen, t.ex. aktieinvesteringar på olika marknader och risknivå i ränteportföljen, samt förvaltningsstrategi. Operativ förvaltning avser den faktiska förvaltningen i förhållande till förvaltningsstrategin.

Tabell 3.2 Första AP-fondens redovisade avkastning (procent respektive procentenheter per år)

	2011	2010	Bidrag till totalavkastning 2011
Aktier Sverige	-15,2	27,6	-2,0
Aktier utvecklade länder	-4,7	10,5	-1,0
Aktier utvecklingsländer	-16,7	12,4	-2,1
Summa aktier totalt	-9,8	10,7	-5,1
Räntebärande tillgångar	7,1	4,8	2,6
Alternativa investeringar	10,0	19,3	0,8
Total avkastning efter kostnader	-1,9	10,2	-1,9

Not. Avkastning för del portföljer avser avkastning före kostnader, medan total avkastning är beräknad efter kostnader. Utländska aktier och räntebärande tillgångar avser valutasäkrad avkastning. I årsredovisning för 2011 redovisas inte genomsnittlig avkastning per tillgångsslag (alt. ta bort kolumnen om den inte ingår samtliga övriga fonder).

I tabell 3.2 redovisas avkastning för olika tillgångsslag (före kostnader) och deras respektive bidrag till fondens totala avkastning. Svenska aktier och aktier i utvecklingsländer uppvisade lägst avkastning; den genomsnittliga avkastningen för summan av aktier förbättrades något av övriga utländska aktier som uppvisade en inte fullt lika svag avkastning. Både räntebärande tillgångar och alternativa investeringar uppvisade positiv avkastning (7,1 respektive 10,0 procent). Till fondens totala avkastning, före kostnader, bidrog aktier med -5,1 procentenheter,

räntebärande tillgångar med 2,6 procentenheter och alternativa tillgångar med 0,8 procentenheter. Skr. 2011/12:130

Av fondens medel förvaltades 124,9 miljarder kronor internt, vilket utgör 58,6 procent av det totala fondkapitalet (56,3 föregående år). Den interna förvaltningen placerar i svenska och utländska marknadsnoterade tillgångar. Under året fördes europeiska kreditobligationer från extern till intern förvaltning. Resterande medel förvaltades av externa förvaltare där 69 miljarder kronor var placerat i marknadsnoterade tillgångar.

Tabell 3.3 Första AP-fondens portfölj (mdkr resp. procent)

	2011-12-31		2010-12-31	
	mdkr	%	mdkr	%
Aktier Sverige	26,4	12,4	34,4	15,7
Aktier utvecklade länder	55,5	26,0	69,5	31,8
Aktier utvecklingsländer	22,6	10,6	22,5	10,3
Aktier totalt	104,5	49,0	126,5	57,8
Räntebärande	87,3	40,9	71,1	32,5
Kassa/valuta	1,7	0,8	4,1	1,9
Alternativa investeringar	19,7	9,3	17,1	7,8
Fondkapital	213,3	100	218,8	100

Not: I gruppen utvecklade länder ingår Nordamerika, Europa, Stilla-havsregionen, Japan och övriga strategier.

Under 2011 har Första AP-fonden minskat exponeringen mot aktier, från 57,8 procent av fondkapitalet vid utgången av 2010 till 49,0 procent vid utgången av 2011. Exponering mot räntebärande tillgångar ökade under året med 8,4 procentenheter till 40,9 procent av fondkapitalet eller 87,3 miljarder kronor av totala portföljen vid utgången av 2011. Fondens alternativa investeringar är i tillgångar som inte är marknadsnoterade och som har låg likviditet. Investeringarna består av fastigheter, riskkapitalfonder, hedgefonder och s.k. nya investeringar (t.ex. jordbruksfastigheter). Exponeringen mot alternativa investeringar var vid utgången av året 9,3 procent av fondkapitalet. Fondens placeringar inom alternativa investeringar består till största del av innehav i fastigheter (5,6 procent) och riskkapitalfonder, hedgefonder och nya investeringar. Vid utgången av 2011 hade Första AP-fonden investerat 7,2 miljarder kronor i onoterade tillgångar (exklusive fastigheter) och hade återstående investeringsåtaganden om 6,6 miljarder kronor (föregående år hade fonden investerat 4,9 miljarder kronor och hade åtaganden om 6,2 miljarder kronor). Under året ingick fonden nya investeringsåtaganden om 1,6 miljarder kronor.

Första AP-fonden äger tillsammans med övriga av Första-Fjärde AP-fonderna till lika delar fastighetsbolaget Vasakronan. Bolaget förvaltar kommersiella fastigheter med inriktning på tillväxtorter i Sverige och är Sveriges största fastighetsägare. Värdet på Första AP-fondens investering i Vasakronan uppgick till 7,7 miljarder kronor 2011. Därtill äger Första AP-fonden fastighetsbolaget Willhem AB som förvaltar 220 bostadsfastigheter i Sverige. Vid årsskiftet värderades innehavet till 2,8 miljarder kronor. I slutet av året bildade Första AP-fonden fastighetsbolaget Cityhold Property tillsammans med Andra AP-fonden. Bolaget ska fokusera på kommersiella fastigheter med

centrala lägen i europeiska storstäder. Den första fastighetsinvesteringen i bolaget gjordes under 2012 då en fastighet i centrala London köptes. Under 2011 ingick Första AP-fonden också ett avtal om att investera i kinesiska fastigheter via fonden White Peak Real Estate II. Avkastningen i fondens fastighetsinvesteringar uppgick under 2011 till 8,8 procent före kostnader.

Vid årsskiftet var Första AP-fondens kapital placerat i 39 olika valutor inklusive den svenska kronan. Den öppna valutaexponeringen, som till största del består av amerikanska dollar, brittiska pund och valutor i utvecklingsländer uppgick totalt till 21,3 procent (24,0) vid utgången av 2011.

Första AP-fondens förvaltningskostnader (summan av interna kostnader och externa provisionskostnader) uppgick under året till 269 miljoner kronor (268 miljoner kronor föregående år), vilket motsvarar 0,12 procent av genomsnittligt fondkapital under året (0,13 procent föregående år). Till detta kommer utgifter som i enlighet med AP-fondernas gemensamma redovisningsprinciper inte redovisas som kostnad. Utgifterna uppgick till 52 miljoner kronor (64 miljoner kronor föregående år), varav 32 miljoner kronor (31 miljoner kronor föregående år) avser prestationsbaserade avgifter som utbetalas till externa förvaltare om avkastningen uppnår en viss överenskommen nivå.

Vid utgången av 2011 hade fonden 46 anställda (45 föregående år), varav 10 kvinnor. I summan ingår Etikrådets generalsekreterare som är en gemensam resurs för Första–Fjärde AP-fonden. Från och med 2010 förekommer inga rörliga ersättningar till anställda i fonden.

3.1.2 Andra AP-fondens resultat

Andra AP-fondens resultat uppgick till -4 645 miljoner kronor 2011, vilket motsvarar en avkastning på -2,1 procent (11,0 procent föregående år). Under året överfördes -1 240 miljoner kronor till pensionssystemet. Fondkapitalet minskade under året med -5 885 miljoner kronor till 216 622 miljoner kronor.

Tabell 3.4 Andra AP-fondens fondkapital (mnr)

	2011	2010
Ingående fondkapital	222 507	204 290
Årets resultat	-4 645	22 258
Överföringar	-1 240	-4 041
Utgående fondkapital	216 622	222 507

Not. Överföringar innehåller nettobetalningar till pensionssystemet.

Andra AP-fondens långsiktiga mål är en real avkastning på fem procent per år. Målet är att minimera konsekvenserna av den automatiska balanseringen i pensionssystemet och har fastställts med utgångspunkt i uppdraget att långsiktigt maximera avkastningen, samtidigt som risken ska vara låg, verksamhet. Under den senaste femårsperioden (2007–2011) uppgick den genomsnittliga reala avkastningen till 1,8 procent per år, vilket innebär att fonden inte nådde upp till sitt mål. Andra AP-fonden har sedan starten haft en genomsnittlig avkastning på 3,8 procent per år.

Efter avdrag för inflation motsvarar detta en årlig real avkastning på 2,4 procent.

Andra AP-fondens strategi för att nå målet består av beslut på tre nivåer; strategisk tillgångsfördelning, beslut om jämförelseindex och aktiv förvaltning av tillgångar i förhållande till index. Andra AP-fondens strategiska portfölj baseras på analys av pensionssystemets förväntade långsiktiga utveckling och förväntad avkastning på de finansiella marknaderna. Det innebär att fondens strategiska portfölj utgörs av den sammansättning av olika tillgångsslag som fonden bedömt ger den bästa långsiktiga tillväxten för framtida pensioner och som beaktar kravet på neutralitet över generationerna.

Andra AP-fonden genomförde under 2011 den hittills största förändringen i den strategiska portföljen genom att minska andelen svenska aktier och räntebärande tillgångar till förmån för aktier och statsobligationer på tillväxtmarknaderna. Fonden ökade också andelen onoterade tillgångar i portföljen, liksom andelen intern förvaltning av fondens tillgångar.

Tabell 3.5 Andra AP-fondens redovisade avkastning (procent respektive procentenheter per år)

	2011	2010	Bidrag till totalavkastning 2011
Svenska aktier	-13,3	27,8	-2,2
Utländska aktier	-8,2	5,2	-3,4
Räntebärande instrument	6,8	0,5	2,7
Summa likvid portfölj	-3,2	10,7	
Aktiv avkastning före kostnader	-0,3	0,8	
Alternativa investeringar	8,4	15	1,3
Total avkastning efter kostnader	-2,1	11,0	-2,1

Not. Avkastning för del portföljer avser avkastning före kostnader, medan total avkastning är beräknad efter kostnader.

Som framgår av tabell 3.5 uppvisade svenska aktier under 2011 en negativ avkastning på -13,3 procent, vilket bidrog med -2,2 procentenheter till fondens totala avkastning. Därtill bidrog utländska aktier, som uppvisade en avkastning på -8,2 procent, med -3,4 procentenheter till fondens resultat. Räntebärande tillgångar och alternativa investeringar bidrog däremot positivt till resultatet med 2,7 respektive 1,3 procentenheter före kostnader. Bidragen till fondens totala avkastning beror på såväl tillgångsslagets avkastning som dess andel av det samlade fondkapitalet (mer precist produkten av de två). Inom alternativa investeringar, som uppvisade en avkastning på 8,4 procent under 2011, var avkastningen för fondens onoterade fastighetsinnehav 10,7 procent.

Utöver avkastningen i tillgångsslagen som redovisas i tabell 3.5 bidrog fondens valutasäkring av utländska investeringar med -0,4 procentenheter till fondens totala avkastning. Därtill bidrog fondens s.k. taktiska allokering, som bedrivs med syfte att på kort sikt ändra fördelning mellan tillgångsslag för att utnyttja skiftande marknadsförhållanden, positivt till fondens resultat med 0,1 procentenheter. Val av jämförelseindex görs med syftet att fonden

ska kunna följa alternativa index för att kunna skapa ett mervärde i förvaltningen, genom att inte förhålla sig passiv till marknadens prissättning av aktier. Under 2011 bidrog val av index negativt med -0,3 procentenheter till fondens totala avkastning före kostnader.

Merparten av den externa förvaltningen i Andra AP-fonden är aktiv. Vid utgången av året förvaltades 63 miljarder kronor externt. Detta motsvarar 29 procent av fondens totala kapital (23 procent föregående år).

Tabell 3.6 Andra AP-fondens portfölj (mdkr resp. procent)

	2011		2010	
	mdkr	%	mdkr	%
Svenska aktier	30,8	14,2	44,9	20,2
Utländska aktier	81,2	37,5	75,0	33,7
Räntebärande instrument	77,7	35,9	77,2	34,7
Alternativa placeringar	26,9	12,4	25,4	11,4
Fondkapital	216,6	100	222,5	100

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

Andra AP-fondens förändring av portföljen under 2011 innebar en kraftig minskning av andelen svenska aktier, från 20 procent av fondkapitalet vid utgången av 2010 till 14 procent 2011 (tabell 3.6). Ökningen av andelen utländska aktier, med knappt fyra procentenheter av fondkapitalet, förklaras av beslutet att öka exponeringen mot aktier i tillväxtmarknaderna. Därtill skedde en omfördelning inom räntebärande instrument till statsobligationer på tillväxtmarknaderna. Fondens valutaexponering ökade och motsvarade vid utgången av 2011 16 procent av fondens portfölj (12 procent föregående år). Fonden har också ökat investeringarna i alternativa tillgångar.

I alternativa investeringar ingår fondens investeringar i onoterade fastighetsbolag (inklusive skogs- och jordbruksfastigheter), riskkapitalfonder samt konvertibler med absolutavkastande mål. Totalt motsvarar alternativa investeringar 12,4 procent av fondkapitalet. Den största delen utgörs av fastigheter (6 procent av det totala fondkapitalet). Därefter följer riskkapitalfonder och konvertibler (4 respektive 2 procent) samt skogs- och jordbruksfastigheter (0,5 procent). Fondens sammantagna investeringsåtagande inom riskkapitalfonder uppgick vid slutet av 2011 till 18,1 mdkr. Sedan starten 2001 har 10,9 miljarder kronor (inklusive förvaltararvoden) investerats, varav 1,9 mdkr under 2011.

Fondens onoterade fastighetsinnehav består huvudsakligen av investeringar i Vasakronan, tillsammans med de övriga av Första–Fjärde AP-fonderna och innehavet i Norrporten, tillsammans med Sjätte AP-fonden. Under 2011 etablerades dels ett gemensamt bolag med den amerikanska pensionsfonden TIAA-CREF för investeringar i jordbruksfastigheter i USA, Australien och Brasilien, dels ett gemensamt fastighetsbolag med Första AP-fonden, Cityhold Property AB, för investeringar i främst kontorsfastigheter i europeiska storstäder. Andra AP-fonden gjorde 2010 sina första investeringar i skogs- och jordbruksfastigheter. Investeringsåtagandet i det bolag som samägs med

TIAA-CREF, som är huvudägare, uppgick under 2011 till 250 miljoner USD. Skr. 2011/12:130

Andra AP-fondens förvaltningskostnader (summan av interna kostnader och externa provisionskostnader) uppgick till 369 miljoner kronor 2011 (359 miljoner kronor föregående år), vilket motsvarar 0,17 procent av genomsnittligt fondkapital under året (0,17 procent föregående år). Till detta kommer utgifter som i enlighet med AP-fondernas gemensamma redovisningsprinciper inte redovisas som kostnad. Utgifterna uppgick till 263 miljoner kronor (323 miljoner kronor föregående år), varav 99 miljoner kronor (189 miljoner kronor) avser prestationsbaserade avgifter som utbetalas till extern förvaltare om avkastningen uppnår en viss överenskommen nivå.

Under 2011 utbetalades ingen rörlig ersättning till fondens anställda (4,7 miljoner kronor föregående år), eftersom fonden inte redovisade ett positivt resultat. Vid utgången av 2011 hade fonden 58 tillsvidareanställda, varav 41 procent kvinnor.

3.1.3 Tredje AP-fondens resultat

Tredje AP-fondens resultat uppgick till -5 483 miljoner kronor 2011, vilket motsvarar en avkastning på -2,5 procent (9,0 procent föregående år). Under året överfördes 1 240 miljoner kronor till pensionssystemet. Fondkapitalet minskade under året med 6 723 miljoner kronor till 214 106 miljoner kronor.

Tabell 3.7 Tredje AP-fondens fondkapital (mnkr)

	2011	2010
Ingående fondkapital	220 829	206 539
Årets resultat	-5 483	18 331
Överföringar	-1 240	-4 041
Utgående fondkapital	214 106	220 829

Not. Överföringar innehåller nettobetalningar till pensionssystemet.

Tredje AP-fondens mål är att långsiktigt skapa en real avkastning, dvs. en inflationsjusterad avkastning, på i genomsnitt 4 procent per år över tid. Målet har fastställts med utgångspunkt i stabilitet i pensionssystemet på lång sikt och risken för värdefall i fondförmögenheten på kort sikt. Vidare har fonden som mål att bedriva en kostnadseffektiv förvaltning. För perioden 2001–2011 har fonden haft en genomsnittlig real avkastning på 1,7 procent per år, vilket innebär att fonden inte har nått upp till målet.

Tredje AP-fonden investeringsstrategi är inriktad mot att sätta samman en portfölj av olika tillgångar som med rimligt risktagande kan nå avkastningsmålet samt att förvalta och utveckla portföljen så att risken anpassas efter rådande förutsättningar. Denna s.k. dynamiska tillgångsallokering syftar till att öka sannolikheten för att avkastningsmålet nås. För att uppnå detta strävar fonden efter att krympa intervallet inom vilket avkastningen under ett specifikt år kan variera. Syftet är att minska risken för stora negativa utfall så att påfrestningarna för pensionssystemet begränsas.

Fondens tillgångar delas in i sju olika riskklasser. Fondens syfte med att dela in portföljen i olika riskklasser i stället för tillgångsslag är att åskådliggöra och förtydliga de risker som portföljen är utsatt för. I årsredovisningen presenteras avkastningen per riskklass.

Tabell 3.8 Tredje AP-fondens redovisade avkastning (procent respektive procentenheter per år)

Riskklass	Tillgångar	2011	2010	Bidrag till total-avkastning 2011
Aktierisk	noterade och onoterade aktier	-10,3	13,5	-5,3
Ränterisk	statsobligationer	0,8	1,8	0,1
Kreditrisk	bostads- och företagsobligationer	7,7	3,8	1,0
Inflationsrisk	realränteobligationer, fastigheter	13,5	7,4	1,9
Valutarisk				-0,2
Övrig exponering	konvertibla skuldebrev, försäkringsrisker	3,9	9,4	0,0
Absolutavkastande strategier				0,1
Total avkastning efter kostnader		-2,5	9,0	-2,5

Not. Avkastning för riskklasser avser avkastning före kostnader, medan total avkastning är beräknad efter kostnader. Avkastning för utländska aktier och räntebärande värdepapper är beräknad inklusive valutasäkring.

I tabell 3.8 redovisas avkastning per riskklass och deras respektive bidrag till fondens totala avkastning. Placeringarna i aktier utvecklades negativt under 2011 (-10,3 procent) och bidrog med -5,3 procentenheter till fondens totala avkastning. Avkastningen i fondens aktieportfölj missgynnades av den regionsammansättning som fonden hade i portföljen under året. Svenska aktier stod för knappt 25 procent av aktieexponeringen och hade en avkastning på -13 procent under 2011, medan amerikanska aktier som klarade sig relativt bra i en turbulent omvärld (0 procent) stod för en något mindre andel av aktieexponeringen. Tillväxtmarknader uppvisade den lägsta avkastningen med -21 procent. Den svaga avkastningen på noterade aktier motverkades under 2011 av fondens innehav i onoterade aktier med en positiv avkastning på 9,0 procent, exklusive valutaeffekt.

Högst avkastning under året uppvisade riskklass inflation som består av investeringar i realränteobligationer i Sverige, Tyskland och USA samt fastigheter, skog, jordbruk och infrastruktur. Den samlade avkastningen från denna riskklass uppgick till 13,5 procent, vilket bidrog positivt till fondens totala avkastning (med 1,9 procentenheter). Fondens fastighetsinnehav uppvisade en avkastning på 15,0 procent under 2011.

Investeringar i räntebärande tillgångar (riskklasserna ränterisk och kreditrisk) bidrog under året positivt till fondens totala avkastning (med 1,0 respektive 0,1 procentenheter).

Tredje AP-fonden har under året aktivt utnyttjat fondens valutaexponering för att diversifiera risken i totalportföljen. Den öppna valutaexponeringen har bidragit negativt till fondens totala avkastning

(-0,2 procentenheter). Exponeringen har varierat mellan 8 och 20 procent. Skr. 2011/12:130

Riskklassen absolutavkastande strategier omfattar mandat med absolutavkastande resultatmål. Inget kapital allokeras till denna riskklass utan styrelsen tilldelar förvaltningen ett riskmandat att agera inom. Syftet är att riskklassen ska vara oberoende av marknadsutvecklingen och därmed i det korta perspektivet ha låg samvariation med fondens totala risk. Under 2011 uppgick avkastningen för absolutavkastande strategier till 107 miljoner kronor vilket motsvarade ett avkastningsbidrag på 0,1 procentenheter till totalportföljen.

Fonden förvaltar 35 procent av tillgångarna externt (41 procent föregående år).

Tabell 3.9 Tredje AP-fondens portfölj (mdkr resp. procent)

	2011		2010	
	mdkr	%	mdkr	%
Svenska aktier	28,7	13,4	32,0	14,5
Utländska aktier	76,4	35,7	78,8	35,7
Nominella räntebärande instrument	56,4	26,3	60,3	27,3
Reala räntebärande instrument	21,3	9,9	15,2	6,9
Alternativa placeringar	31,4	14,7	34,7	15,7
Fondkapital	214,2	100	220,8	100

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

Under 2011 märks en minskning av andelen svenska aktier (tabell 3.9). Tredje AP-fonden utmärker sig bl.a. genom ett betydande innehav av alternativa placeringar. Investeringar görs i fonder som investerar i onoterade aktier fördelat på olika geografiska regioner samt olika investeringskategorier. Exponeringen mot fastigheter uppgick vid utgången av året till 15,7 miljarder kronor (16,9 miljarder kronor föregående år). Minskningen förklaras av att fonden genomfört en omklassificering av svenska bostadsobligationer (som tidigare ansågs tillhöra kategorin fastigheter). Den enskilt största exponeringen i Vasakronan, som Första-Fjärde AP-fonderna äger gemensamt, motsvarade vid årets utgång 7,7 miljarder kronor (7,0 miljarder kronor föregående år) i aktier och reverslån. Fonden äger också 50 procent av fastighetsbolaget Hemsö Fastigheter, vid årets utgång uppgick dess marknadsvärde till 2,6 miljarder kronor (2,1 miljarder kronor föregående år).

Under 2011 överskred Tredje AP-fonden två i lagstiftningen fastställda begränsningar, dels den att högst fem procent av fondkapitalet får investeras i onoterade tillgångar exklusive fastigheter, dels den att fondens röstetal i ett noterat bolag får uppgå till högst tio procent. I samband med det kraftiga värdefallet för noterade tillgångar 2008, kombinerat med att onoterade tillgångar inte nedvärderades i samma omfattning överskred andelen onoterade tillgångar 5 procent av fondkapitalet. Sedan dess har andelen onoterade tillgångar legat såväl strax över som strax under femprocentsgränsen. Per den 31 december 2011 uppgick andelen onoterade tillgångar till 5,4 procent. Fonden har inte ingått nya investeringsåtaganden i onoterade aktier sedan 2009. När det gäller den andra överträdelsen är bakgrunden den att Tredje AP-

fonden under 2009 förvärvade 17 procent av aktierna i det då onoterade bolaget Arise Windpower AB. Bolaget noterades våren 2010 och genomförde samtidigt en nyemission. Fondens röstandel i bolaget uppgick efter börsintroduktionen till 14,7 procent, vilket överskrider begränsningen om att röstandelen i ett enskilt noterat bolag inte får överskrida 10 procent. Fonden deltog inte i den riktade emission som Arise Windpower därpå genomförde. Vid utgången av 2011 uppgick fondens röstandel i Arise Windpower till 13,9 procent. Enligt lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder ska innehav som överskrider de gränser som nämns ovan avvecklas så snart det är lämpligt med hänsyn till marknadsförhållandena, dock senast när det kan göras utan förlust för fonden (4 kap. 15 §).

Fondens investeringsåtaganden i onoterade aktier var vid årets utgång 18,2 miljarder kronor (18,3 miljarder kronor föregående år), varav 16,5 miljarder kronor hade investerats. Marknadsvärdet² uppgick till 11,5 miljarder kronor (10,9 miljarder kronor föregående år). Investeringarna i nya strategier redovisas fr.o.m. 2011 fördelat på respektive tillgångsslag. Tillgångsslag som inte har en naturlig placering redovisas under övriga tillgångar och innehåller bl.a. investeringar i konvertibler och försäkringsrelaterade risker. Marknadsvärdet för övriga tillgångar uppgick vid årets utgång till 4,2 miljarder kronor.

Tredje AP-fonden hade vid utgången av 2011 en valutaexponering på 19,3 procent (11,3 föregående år).

Tredje AP-fondens förvaltningskostnader (summan av interna kostnader och externa provisionskostnader) uppgick till 244 miljoner kronor 2011 (300 miljoner kronor föregående år), vilket motsvarar 0,11 procent av genomsnittligt fondkapital under året (0,14 procent föregående år). Till detta kommer utgifter som i enlighet med AP-fondernas gemensamma redovisningsprinciper inte redovisas som en kostnad. Utgifterna uppgick till 306 miljoner kronor (367 miljoner kronor föregående år), varav 110 miljoner kronor (139 miljoner kronor föregående år) avser prestationsbaserade avgifter som utbetalas till extern förvaltare om avkastningen uppnår en viss överenskommen nivå. Underliggande avgifter i s.k. total return swaps (TRS) redovisas inte som provisionskostnader utan som en del av värdeförändringen under nettoresultat derivatinstrument. Under 2011 uppgick dessa till 14 miljoner kronor (12 miljoner kronor föregående år).

Under året gjordes inga avsättningar avseende rörlig prestationsbaserad ersättning, då fondens resultat var negativt (2,8 miljoner kronor föregående år). Vid utgången av 2011 hade fonden 57 (56 föregående år) anställda, varav 20 kvinnor.

3.1.4 Fjärde AP-fondens resultat

Fjärde AP-fondens resultat uppgick till -1 597 miljoner kronor 2011, vilket motsvarar en avkastning på -0,7 procent (10,9 procent föregående år). Under året överfördes 1 240 miljoner kronor till pensionssystemet.

² Marknadsvärdet tar inte hänsyn till utbetalningar, s.k. distributioner, från onoterade aktier.

Fondkapitalet minskade under året med 2 837 miljoner kronor till 209 999 miljoner kronor. Skr. 2011/12:130

Tabell 3.10 Fjärde AP-fondens fondkapital (mnkr)

	2011	2010
Ingående fondkapital	212 836	195 718
Årets resultat	-1 597	21 159
Överföringar	-1 240	-4 041
Utgående fondkapital	209 999	212 836

Not. Överföringar innehåller nettobetalingar till pensionssystemet.

Fjärde AP-fondens mål är att fondens reala avkastning ska uppgå till 4,5 procent per år i genomsnitt, under en period av tio år. Enligt fondens bedömning utgör målet det som krävs för att pensionssystemets tillgångar och skulder ska balansera på lång sikt (40 år). Fondens reala avkastning under tioårsperioden 2002–2011 uppgick i genomsnitt till 2,5 procent per år. Fonden uppnådde därmed inte fondens långsiktiga mål.

För att bestämma fördelningen mellan tillgångsslag i fondens portfölj använder Fjärde AP-fonden tre olika tidshorisonter; lång sikt (40 år), medellång sikt (3–5 år) och kort sikt (1 år). Fondens utvärdering för 2011 enligt de olika tidshorisonterna uppvisar en avkastning för normalportföljen (lång sikt) på -0,9 procent, för strategiska portföljen (medellång sikt) på -1,1 procent och för de faktiska tillgångarna (kort sikt) på -0,7 procent, vilket innebär att strategiska positioner bidrog negativt (-0,2 procentenheter) i förhållande till fondens faktiska resultat, medan den kortsiktiga förvaltningen bidrog positivt (0,4 procentenheter). Dessa resultat framträder vid en jämförelse mellan de tre portföljerna.

Fjärde AP-fonden har ett separat mål för aktiv förvaltning. Målet är att den aktiva avkastningen, dvs. avkastning i förhållande till jämförelseindex, ska överträffa index med 0,5 procentenheter per år under en rullande treårsperiod. Under 2011 uppgick resultatet för fondens aktiva förvaltning till 0,2 procentenheter, vilket innebär att målet inte uppnåddes för 2011. Under treårsperioden 2009–2011 uppnådde fonden målet genom ett resultat på i genomsnitt 0,7 procentenheter per år.

Tabell 3.11 Fjärde AP-fondens redovisade avkastning (procent respektive procentenheter per år) Skr. 2011/12:130

	2011	2010	Bidrag till total- avkastning 2011
Svenska aktier	-14,2	27,0	-2,6
Utländska aktier	-6,1	9,8	-2,4
Räntebärande instrument	9,2	4,3	3,1
Summa likvid portfölj	-2,2	11,0	-1,9
Alternativa investeringar	15,2	13,0	0,3
Fastigheter	17,6	22,1	0,6
Total avkastning efter kostnader	-0,7	10,9	-0,7

Not. Avkastning för del portföljer avser avkastning före kostnader, medan total avkastning är beräknad efter kostnader. Likvid portfölj innehåller även valutförvaltning och taktisk allokering.

Fjärde AP-fonden kännetecknas av en hög andel noterade aktier och räntebärande tillgångar. Den svaga utvecklingen på världens aktiemarknader under 2011 påverkade fondkapitalet negativt (tabell 3.11). Fondens aktieandel på 56 procent och exponering mot svenska aktiemarknaden tyngde resultatet. Avkastningen för svenska aktier var -14,2 procent, vilket var -0,7 procentenheter lägre än jämförelseindex. Avkastningen för utländska aktier uppgick till -6,1 procent och överträffade jämförelseindex med 0,2 procentenheter. Räntebärande tillgångar uppvisade en avkastning på 9,2 procent och överträffade jämförelseindex med 0,7 procentenheter.

Inom fondens alternativa investeringar uppgick avkastningen till 15,2 procent under 2011. De alternativa investeringarna är indelade i riskkapitalfonder och opportunistiska investeringar. Fondens fastighetsinnehav hade under året en avkastning på 17,6 procent.

Av fondens placeringstillgångar förvaltades vid årets utgång 64 procent aktivt (61 procent föregående år) och 18 procent av fondkapitalet förvaltades externt (23 procent föregående år).

Tabell 3.12 Fjärde AP-fondens portfölj (mdkr resp. procent)

	2011		2010	
	mdkr	%	mdkr	%
Svenska aktier	37,4	17,8	40,2	18,9
Utländska aktier	80,5	37,9	87,3	41,0
Räntebärande instrument	77,5	37,3	72,4	34,0
Alternativa investeringar	14,6	7,0	12,6	5,9
Övrigt	0,2	0	0,4	0,2
Fondkapital	209,9	100	212,8	100

Not. Beloppen avser innehav medan procentuell fördelning avser exponering, inklusive derivat. Alternativa investeringar omfattar onoterade aktier och fastigheter. Övrigt avser: Strategisk tillgångsallokering och valutaexponering, kassa samt Strategiska positioner.

Fjärde AP-fonden har under 2011 minskat andelen aktier och ökat andelen räntebärande tillgångar i portföljen. Omfördelningen uppgår till drygt tre procentenheter (tabell 3.12). Vid utgången av 2011 utgjorde den svenska aktieportföljen 17,8 procent av fondens tillgångar, vilket är en minskning med en procentenhet i förhållande till året innan. Andelen

utländska aktier minskade med drygt två procentenheter. Den globala aktieportföljens marknadsvärde uppgick vid årets slut till 80,5 miljarder kronor, motsvarande 37,9 procent av fondens tillgångar. Andelen räntebärande instrument har ökat med 3,3 procentenheter till 37,3 procent av fondkapitalet.

Marknadsvärdet på alternativa investeringar, exklusive fastigheter, uppgick vid utgången av året till 5,2 miljarder kronor, (4,3 miljarder kronor föregående år), vilket motsvarade 2,5 procent av fondens totala tillgångar.

Fjärde AP-fonden har under de senaste åren expanderat inom fastigheter. Fonden har valt strategin att direktäga fastighetsbolag, eftersom det bedöms vara mest kostnadseffektivt och transparent och därmed ge en bättre förväntad avkastning. Fonden äger fastighetsbolaget Vasakronan tillsammans med övriga av Första–Fjärde AP-fonderna. Fonden äger därutöver 50 procent av fastighetsbolaget Rikshem. Beståndet är inriktat mot bostäder och s.k. samhällsfastigheter, dvs. fastigheter med långa hyresavtal och där hyresgästen ofta är en kommun. Fonden äger vidare 15 procent av fastighetsbolaget Hemfosa. Fastigheternas bokförda värde uppgick vid årets slut till 9,4 miljarder kronor (8,2 miljarder kronor föregående år), vilket motsvarade 4,5 procent av fondens totala tillgångar. Summan alternativa investeringar uppgick till 14,6 miljarder kronor 2011, vilket motsvarade 7 procent av fondkapitalet, en ökning med 1,1 procentenheter jämfört med föregående år.

Fjärde AP-fondens förvaltningskostnader (summan av interna kostnader och externa provisionskostnader) uppgick till 203 miljoner kronor 2011 (206 miljoner kronor föregående år), vilket motsvarar 0,10 procent av genomsnittligt fondkapital under året (0,10 procent föregående år). Till detta kommer utgifter som i enlighet med AP-fondernas gemensamma redovisningsprinciper inte redovisas som kostnad. Utgifterna uppgick till 62 miljoner kronor (91 miljoner kronor föregående år). Inga prestationsbaserade arvoden utbetalades under 2011 (8 miljoner kronor föregående år).

Vid utgången av 2011 hade Fjärde AP-fonden 52 anställda, en ökning med en person från föregående år. Av de anställda var 15 kvinnor. Inga rörliga ersättningar utbetalades under 2011 (5,0 miljoner kronor föregående år).

3.2 Sjätte AP-fonden

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

Sjätte AP-fondens resultat uppgick till -1 380 miljoner kronor 2011 (1 706 miljoner kronor föregående år), vilket motsvarar en avkastning på -6,9 procent (9,4 procent föregående år). Fondkapitalet minskade med årets resultat till 18 589 miljoner kronor (19 928 miljoner kronor föregående år).

Sedan fonden bildades 1996 har fondkapitalet vuxit med 8,1 miljarder kronor, vilket motsvarar en genomsnittlig avkastning på 3,9 procent per år. Med justering för inflationen under denna period motsvarar det en genomsnittlig real avkastning på 2,5 procent per år.

Styrelsen har under 2011 fastställt en ny strategi och ett nytt mål för fonden. Det nya målet tas i bruk fr.o.m. 2012. Strategin är att fortsätta vara en långsiktig investerare i onoterade bolag genom både direktinvesteringar i företag och indirekta investeringar genom fonder. Direktinvesteringar ska få ett tydligare fokus på mogna företag, där fonden haft en hög avkastning. Investeringar i nystartade svenska företag (venture capital) ska i stället ske genom fonder. Fondinvesteringarna kommer att ha ett bredare fokus än företagsinvesteringar, både vad gäller företagets utvecklingsfas och geografi. Syftet är att uppnå god riskspridning och genom kombination av företags- och fondinvesteringar skapa affärsmöjligheter, konkurrensfördelar och flexibilitet. Framtida direktinvesteringar i företag ska främst göras tillsammans med andra industriella och finansiella partners. Fondens nya mål, baserat på strategin och branschpraxis, är att avkastning ska motsvara avkastningen på den nordiska aktiemarknaden (mätt med ett brett aktieindex) med tillägg av en riskpremie på 2,5 procentenheter. Riskpremien har justerats för att Sjätte AP-fonden är en sluten fond, vilket medför ett behov av intern likviditetshantering.

Sjätte AP-fondens hittillsvarande mål består av dels ett långsiktigt, dels ett kortsiktigt mål. Det långsiktiga målet uppgick till 6,7 procent per år för perioden 2003–2011, vilket fonden inte uppnådde eftersom avkastningen för perioden i genomsnitt var 5,3 procent per år (tabell 3.13). Det kortsiktiga målet är ettårigt och uppgick för 2011 till 7,7 procent, vilket inte heller uppnåddes genom fondens avkastning på -6,9 procent. Dessa mål baseras på reporänta plus en riskpremie.

Tabell 3.13 Sjätte AP-fondens redovisade avkastning (procent per år)

	2011	2010	2003–2011
Total avkastning efter kostnader	-6,9	9,4	5,3
Avkastningsmål	7,7	6,5	6,7
Differens	-14,6	2,9	-1,4

Utöver dessa två mål har fonden t.o.m. 2011 haft mål för fondens investeringsverksamhet. Målet för investeringsverksamheten utgick från avkastningsmålen för alla enskilda investeringar i portföljen och summerades till ett mål för samtliga investeringar. Avkastningsmålen baserades på fondens riskpremiemodell, i vilken hänsyn togs till portföljbolagens bransch och utvecklingsfas. Det långsiktiga målet för fondens investeringsverksamhet var för perioden 2003–2011 8,2 procent per år (tabell 3.14). Avkastningen i fondens investeringsverksamhet

uppgick under motsvarande period till 7,0 procent per år, vilket innebär att målet inte nåddes. Skr. 2011/12:130

Mot bakgrund av att Sjätte AP-fonden är en sluten fond har en uppdelning gjorts mellan fondens kärnverksamhet (*investeringsverksamheten*) och fondens likviditetshantering (*internbanken*). Vid utgången av 2011 hade 17 348 miljoner kronor (20 070 miljoner kronor föregående år) investerats i fondens kärnverksamhet. Därutöver uppgick fondens investeringsåtaganden till 2 735 miljoner kronor (2 594 miljoner kronor föregående år).

Summan av interna kostnader och externa provisionskostnader uppgick till 143 miljoner kronor för 2011 (167 miljoner kronor föregående år), vilket motsvarar 0,74 procent av ett genomsnittligt fondkapital under året (0,88 procent föregående år). Huvuddelen av kostnaderna avser investeringsverksamheten, inom vilken en betydande andel hänförs till investeringar i onoterade tillgångar som kan bedömas vara särskilt kostnadskrävande. Till detta kommer utgifter på sammanlagt 175 miljoner kronor (231 miljoner kronor föregående år) som, i enlighet med AP-fondernas gemensamma redovisningsprinciper, inte redovisas som kostnad. Inga prestationsbaserade avgifter för extern förvaltning har betalats under året (0,9 miljoner kronor föregående år). Sådana avgifter utbetalas om den externa förvaltningen uppnår en avkastning som överstiger en viss överenskommen nivå. Eftersom fonden inte överträffade sitt avkastningsmål för 2011 utbetalades ingen rörlig ersättning till fondens anställda, exklusive vd och ledningsgrupp, som omfattas av fondens incitamentsprogram om högst två månadslöner (föregående år utbetalades 2,8 miljoner kronor).

Investeringsverksamheten

Sjätte AP-fonden investerar i små och medelstora företag huvudsakligen på den svenska marknaden, uppdelat på tre segment: mogna bolag, expansionsbolag och noterade småbolag. Investeringarna sker både direkt, genom hel- eller deläggande, och indirekt, genom investeringar i riskkapitalfonder och investmentbolag. Investeringsverksamheten var under 2011 indelad i tre affärsområden; Företagsinvesteringar, Fondinvesteringar och Life Science. Från och med 2012 ingår affärsområdet Life Science i Företagsinvesteringar. Sjätte AP-fonden har under 2011, delvis som en konsekvens av fondens nya strategi, genomfört en renodling av portföljen och omvärderingar av innehav.

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

Tabell 3.14 Sjätte AP-fondens redovisade avkastning (procent per år)

	Mål	
	2003–2011	2003–2011
Mogna bolag	16,5	7,7
Expansionsbolag	-16,0	9,9
Noterade småbolag	10,5	6,9
Totalt investeringsverksamheten	7,0	8,2
Total avkastning efter kostnader	5,3	6,7

Not. Avkastning per segment redovisas före kostnader. Avkastningen för noterade småbolag avser perioden 2006–2011.

Det största bidraget till fondens resultat 2011 kom från investeringar i mogna bolag (1 104 miljoner kronor) som haft en genomsnittlig avkastning på 16,5 procent per år under perioden 2003–2011 (tabell 3.14). Till följd av genomgången och renodlingen av fondens investeringar gjordes omfattande nedskrivningar under året. Fondens investeringar i expansionsbolag uppvisade under 2011 ett negativt resultat på -2 087 miljoner kronor, med en genomsnittlig avkastning på -16,0 procent per år sedan 2003. Även noterade småbolag uppvisade ett negativt resultat 2011 (-354 miljoner kronor). Den genomsnittliga avkastningen på 10,5 procent per år 2006–2011 överstiger dock fondens mål.

Tabell 3.15 Sjätte AP-fondens avkastning och exponering (procent per år resp. mnkr)

	Avkastning före kostnader	Marknadsvärderat kapital	
	2007–2011	Mkr	%
Företagsinvesteringar	2,6	9 443	50,9
Fondinvesteringar	6,4	6 964	37,5
Life Science	-18,8	941	5,1
Interbank och riskhantering		1 171	6,3
Centralt		29	0,2
Totalt	1,5	18 548	100

Not. Total avkastning redovisas efter kostnader. Investerat kapital avser utgången av 2011.

Ungefär hälften av fondens medel är investerat direkt i företag (tabell 3.15). Affärsområdet *Företagsinvesteringar* rymmer dels mogna bolag, dels expansionsbolag, sammantaget var resultatet -0,9 miljarder kronor före kostnader 2011. Under den senaste femårsperioden (2007–2011) uppgår den genomsnittliga avkastningen före kostnader till 2,6 procent per år. Inom ramen för fondens genomgång av portföljen under 2011 har ett antal avyttringar och omvärderingar skett. Fondens innehav i Meca, som under året såldes till Mekonomen (vid årsskiftet kvarstod prövning av konkurrensmyndighet), påverkade resultatet positivt med 500 miljoner kronor. Merparten av genomgången resulterade dock i nedvärderingar i expansionsbolagen om sammantaget 2 038 miljoner kronor, varav den enskilt största förlusten (-585 miljoner kronor) uppstod i rekonstruktionen av företaget Terrestrial Broadcasting Investments AB, som var verksam inom nationella digitaliseringar inom markburen tv. De största företagsinvesteringarna, Norrporten och Volvofinans, bidrog positivt till resultatet (278 respektive 80 miljoner kronor), medan

investeringarna i de noterade bolagen Lindab och Q-cells bidrog negativt (-408 respektive -39 miljoner kronor). Skr. 2011/12:130

I affärsområdet *Fondinvesteringar* sker investeringar i fonder med inriktning mot dels onoterade företag i expansionsfas eller mogen fas, dels noterade små och medelstora företag. Affärsområdet, som under 2011 uppvisade ett resultat på 377 miljoner kronor före kostnader, är uppdelat i de tre segmenten Venture capital (expansionsbolag), Buy-out (mogna företag) och noterade småbolag. Störst bidrag kom från fondinvesteringar i mogna bolag (670 miljoner kronor), följt av expansionsbolag (55 miljoner kronor). Investeringarna i noterade småbolag, som sker genom extern förvaltare, följde utvecklingen på aktiemarknaden under året och bidrog med -353 miljoner kronor till fondens resultat. Fondinvesteringar är det affärsområde som har haft högst avkastning under den senaste femårsperioden, i genomsnitt 6,4 procent per år före kostnader.

Inom *Life Science* sker långsiktiga investeringar i företag som verkar inom läkemedel, bioteknik och medicinteknik. Investeringarna sker direkt i företag eller genom riskkapitalfonder. Mot bakgrund av att det har tagit längre tid än förväntat att utveckla företagen inom detta segment och att fonderna är nära en avtalsmässig stängning har fonderna inom SLS Venture ombildats till investmentbolag, SLS Invest AB (SLS). Sjätte AP-fondens bedömning är att det krävs ytterligare två till tre år innan bolagen eventuellt kan påvisa en stabil intjäning. Investeringarna inom SLS har under 2011 nedvärderats med 742 miljoner kronor, vilket ingår i nedvärderingen av expansionsbolag på sammanlagt 2 038 miljoner kronor. Avkastningen uppgår under femårsperioden 2007–2011 till -18,8 procent per år före kostnader.

Internbanken

Internbanken hanterar den likviditetsreserv som fonden håller för att genomföra ny- och tilläggsinvesteringar samt för att täcka andra kapitalbehov i befintliga företag. Behovet uppstår till följd av att Sjätte AP-fonden är en sluten fond. Investeringar av internbankens medel görs främst i aktier och räntebärande tillgångar till en låg risk. Internbanken har också i uppgift att hantera de finansiella risker som uppstår i verksamheten samt att vid behov låna upp kapital. Fondens har en kreditfacilitet för kortsiktigt finansieringsbehov om 3 miljarder kronor, vilken var outnyttjad vid utgången av året. Sjätte AP-fonden har rätt att ta upp kredit hos en kreditinrättning eller hos Första-Fjärde AP-fonderna för att tillgodose ett tillfälligt penningbehov.

Vid utgången av 2011 förvaltade internbanken tillgångar om 1 171 miljoner kronor. Resultatet under året uppgick till 46 miljoner kronor.

Sjätte AP-fondens utvärdering

Enligt lag är Sjätte AP-fonden ålagd att utvärdera styrelsens förvaltning av fondmedlen, med utgångspunkt i de mål som fonden har fastställt för sin placeringsverksamhet. Årets utvärdering avser resultatet för 2011

samt analys och uppföljning av fondens mål över den tid Sjätte AP-fondens investeringsverksamhet, i dess nuvarande form, varit i bruk (2003–2011) och över den senaste tioårsperioden (2002–2011). Utvärderingen utgår från de lagstadgade målen för Sjätte AP-fonden och styrelsens tolkning av uppdraget: att Sjätte AP-fonden ska skapa långsiktigt hög avkastning och hålla en tillfredsställande riskspridning genom placeringar på riskkapitalmarknaden.

Sjätte AP-fonden fick under 2011 delvis ny styrelse och ny vd. Ett arbete har genomförts avseende fondens strategi och placeringsinriktning. Styrelsen har fastställt ett nytt mål för fonden som tas i bruk från 2012 (se ovan) och ett mål för likviditetsreserven, att den normalt ska uppgå till 5–10 procent av fondkapitalet. Fonden planerar att under 2012 utveckla relevanta riskmått för investeringsverksamheten. En viktig del i arbetet är att ta fram modell för analys av likviditetsrisk och likviditetsplanering.

För perioden 2003–2011 uppgår avkastningen på hela fondkapitalet till 5,3 procent per år, vilket understiger fondens mål på 6,7 procent per år. För tioårsperioden 2002–2011 är avkastningen en procent per år. Inom investeringsverksamheten uppgick avkastningen 2003–2011 till 7,0 procent per år, vilket understiger fondens mål på 8,2 procent per år. Fondinvesteringar har överträffat målet, medan avkastningen i direktinvesteringar inte når upp till målet. Det senare förklaras främst av den stora nedvärderingen av investeringar i bolag i expansionsfas som gjordes 2011. Segmentet expansionsbolag har haft en avkastning på -16,0 procent per år 2003–2011 (-16,9 procent per år 2002–2011). Däremot har investeringar inom segmentet mogna bolag uppvisat en avkastning på 16,5 procent per år 2003–2011 (14 procent per år 2002–2011), vilket initierat fondens nya strategi med ökat fokus på mogna bolag.

I termer av riskspridning beskrivs en diversifierad portfölj med exponering både direkt och indirekt mot nästan 250 företag inom olika branscher, storlek på företag, utvecklingsfas, geografi och investeringstillfällen. Investeringarna sker dels genom knappt 20 fondförvaltare och 40 fonder, dels i ett 70-tal företag. Vid årets utgång svarade investeringarna i mogna bolag för 73 procent av fondkapitalet.

I utvärderingen ingår också en marknadsanalys som inkluderar investeringar respektive kapitalanskaffning på riskkapitalmarknaden, uppdelat på buy-out och venture capital, inom Sverige och Norden under perioden fr.o.m. 2007 respektive 2001. Både på den svenska och nordiska marknaden har investeringstakten och kapitalanskaffningen inom buy-out varit hög under 2011, medan investeringstakten i venture capital minskat eller varit låg under senaste åren.

3.3 Sjunde AP-fonden

Sjunde AP-fonden förvaltar två fonder i premiepensionssystemet, de s.k. byggstensfonderna AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond. Fonderna bildades i maj 2010 inom ramen för de förändringar i premiepensionssystemet som riksdagen fattade beslut om under 2009 (prop. 2009/10:44 och bet. 2009/10:SfU9). AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond ersatte de

två tidigare fonderna Premiesparfonden och Premievalsfonden. Premiesparfonden var det tidigare förvalsalternativet för de premiepensionssparare som inte hade valt en annan fond. Genom reformeringen infördes ett förvalsalternativ med generationsprofil – AP7 Såfa – som i praktiken är en s.k. generationsfond med en sammansättning som avspeglar premiepensionsspararens ålder. Upp till 55 år består Såfa av enbart aktiefonden, för att sedan, upp till 75 år, minska till en tredjedel aktiefond och två tredjedelar räntefond. Sjunde AP-fonden erbjuder totalt sex placeringsalternativ. Förutom AP7 Såfa och de två fonderna är det en kombination av aktie- respektive räntefonden i de tre portföljerna offensiv (75 procent aktiefond), balanserad (50 procent aktiefond) och försiktig (33 procent aktiefond).

AP7 Såfa

Vid utgången av 2011 hade förvalsalternativet Såfa (Statens årskullsförvaltningsalternativ) knappt 2,8 miljoner premiepensionssparare. Målet, som fastställts av fondens styrelse, är att Såfa ska uppnå en avkastning som är minst lika bra som genomsnittet av de privata fonderna i premiepensionssystemet. För vilken tidsperiod målet ska utvärderas framgår inte i årsredovisningen, men resultatet redovisas för det senaste året och för förvalsalternativet sammantaget (AP7 Såfa och föregångaren Premiesparfonden) sedan hösten 2000 då premiepensionssystemet trädde ikraft. För det tidigare förvalsalternativet Premiesparfonden var målet även, till följd av tidigare lagkrav, en lägre risk (mätt som avkastningens standardavvikelse) än den genomsnittliga risknivån i övriga fonder i premiepensionssystemet.

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

Avkastningen i AP7 Såfa är en sammanvägning av resultatet för de ingående byggstensfonderna AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond enligt den faktiska fördelningen mellan fonderna i Såfa totalt. Under 2011 uppgick avkastning i AP7 Såfa till -10,5 procent mätt enligt NAV-kursmodellen (tabell 3.16). För de privata pensionsfonderna uppgick avkastningen i genomsnitt till -10,4 procent.

För perioden sedan starten 2000 till utgången av 2011 var den genomsnittliga avkastningen för förvalsalternativet (beräknat över elva år och två månader) 0,1 procent per år, och den genomsnittliga avkastningen i de privata fonderna -0,4 procent per år.

Tabell 3.16 Förvalsalternativets avkastning (NAV-kurser, procent per år)

	2011	2010	2009	2008	2007	2000–2011
Förvalsalternativet	-10,5	14,8	35,1	-36,2	4,7	0,1
Privata fonder	-10,4	10,3	35,0	-34,5	5,8	-0,4
Differens	-0,1	4,5	0,1	-1,7	-1,1	0,5

Not. Förvalsalternativet avser AP7 Såfa från och med den 24 maj 2010, dessförinnan Premiesparfonden. Privata fonder avser genomsnittliga avkastningen i de privata premiepensionsfonderna. Avkastningen för perioden 2000–2011 redovisas i årsredovisningen som total avkastning, genomsnittlig avkastning har förenklat beräknats baserat på en period av elva år och två månader (skattning av den tidsperiod sedan förvaltningen inom premiepensionssystemet startade under hösten 2000).

AP7 Aktiefond

Vid utgången av 2011 uppgick det förvaltade kapitalet i aktiefonden till 98 857 miljoner kronor. Avkastningen under året uppgick till -11,5 procent enligt NAV-kursmodellen.

För AP7 Aktiefond har Sjunde AP-fondens styrelse fastställt målet att fonden, vid den valda risknivån, ska uppnå en långsiktigt hög avkastning som överträffar avkastningen för fondens jämförelseindex. På den grunden har styrelsen beslutat om fondens strategiska inriktning. Strategin är att (i) investera fondkapitalet globalt i aktier och aktierelaterade finansiella instrument med branschmässig spridning (basportföljen), (ii) öka möjligheterna till hög avkastning och därmed risken genom att använda hävstång i portföljen och (iii) ytterligare öka möjligheterna till hög avkastning genom aktiv förvaltning på vissa utvalda marknader. Basportföljen består av 97 procent globala aktier och tre procent riskkapitalinvesteringar. Basportföljen förvaltas i huvudsak passivt genom externa förvaltare. Exponering mot tillväxtmarknader skapas dock med strukturerade produkter (s.k. notes) som består av en kombination av derivat och obligation. Derivatet är kopplade till index på aktiemarknaderna i ett antal tillväxtländer.

Hävstången i portföljen har under 2011 tillåtits att variera mellan 100 och 170 procent av den underliggande marknadsrisken, men med ett riktmärke (normal hävstång) på 150 procent. Vid utgången av 2011 uppgick hävstången till 154,8 procent av fondkapitalet, dvs. den s.k. dynamiska hävstången (avvikelsen från den normala hävstången) uppgick till 4,8 procent av fondkapitalet. Från och med februari 2012 har styrelsen begränsat utrymmet för den dynamiska hävstången.

Jämförelseindex baseras på ett globalt aktieindex multiplicerat med 1,5 (normalnivå för aktieexponeringen) minus kostnaden för hävstången. Jämförelseindex justeras också så att de bolag som Sjunde AP-fonden enligt sin etik- och miljöpolicy inte investerar i exkluderas.

Mätt enligt stängningskursmodellen uppgick avkastningen i aktiefonden under 2011 till -11,8 procent (tabell 3.17). Avkastningen i fondens jämförelseindex uppgick under perioden till -10,5 procent. Eftersom det saknas jämförelse över en längre tidsperiod kan någon slutsats av måluppfyllelse inte dras.

Differensen (-1,2 procentenheter) mot jämförelseindex under perioden förklaras av att avkastningen i fondens basportfölj var 0,4 procentenheter lägre än avkastningen i det globala aktieindex som används, orsakat av

motpartsrisk i de notes fonden investerar i för exponering mot tillväxtmarknader, och på den dynamiska hävstången. Förlusten från den dynamiska hävstången dämpades något av ett positivt resultat i fondens aktiva förvaltning. Det framgår av årsredovisningen att det negativa bidraget från den dynamiska hävstången överstiger det positiva bidraget från samtliga av fondens aktivt förvaltade mandat.

Tabell 3.17 Sjunde AP-fondens avkastning före kostnader (stängningskurser, procent per år)

	2011	24 maj–31 dec 2010
AP7 Aktiefond	-11,8	14,2
Jämförelseindex	-10,5	14,1
Differens	-1,2	0,1
AP7 Räntefond	3,5	-0,4
Jämförelseindex	5,2	-0,3
Differens	-1,7	0,0

Not. På grund av avrundning summerar inte differensen.

AP7 Räntefond

Vid utgången av 2011 uppgick det förvaltade kapitalet i räntefonden till 6 657 miljoner kronor. Avkastningen för perioden uppgick till 3,4 procent enligt NAV-kursmodellen.

För AP7 Räntefond har Sjunde AP-fondens styrelse fastställt målet att fondens avkastning minst ska motsvara avkastningen för fondens jämförelseindex. På den grunden har styrelsen beslutat om fondens strategiska inriktning. Strategin är att placera fondkapitalet i främst svenska ränterelaterade finansiella instrument med låg kreditrisk och att den genomsnittliga räntebindningstiden i normalläget ska vara högst tre år. Fonden förvaltas internt och passivt, med avvikelser som följer av gällande placeringsregler för investeringsfonder. Vid utgången av 2011 bestod portföljen av svenska statsobligationer och svenska säkerställda obligationer. För perioden uppgick avkastningen, mätt enligt stängningskursmodellen, till 3,5 procent vilket var 1,2 procentenheter lägre än avkastningen i fondens jämförelseindex (tabell 3.17).

Kostnader

Förvaltningsavgiften uppgår i AP7 Aktiefond till 0,15 procent av förvaltad kapital och i AP7 Räntefond till 0,09 procent. Avgiften från fonderna betalas till fondförvaltaren, i detta fall Sjunde AP-fonden. Under 2011 uppgick avgifterna till sammanlagt 150 miljoner kronor (138 miljoner kronor föregående år). Fondens kostnader var under året 117 miljoner kronor (136 miljoner kronor föregående år). Årets resultat var 31 miljoner kronor (1 miljon kronor föregående år), vilket minskade fondens ackumulerade underskott till 127 miljoner kronor.

I syfte att fördela de kostnader som är förenade med att starta fondens verksamhet över flera generationer av pensionssparare, disponerar Sjunde AP-fonden en kredit i Riksgäldskontoret. Någon prognos över återbetalning av krediter ingår inte i årsredovisningen.

4 Utvärdering av AP-fondernas verksamhet

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

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

Vid utvärdering av styrelsernas strategiska beslut bör perioden för utvärdering vara lång. Den bör dock inte vara så lång som fondernas egen placeringshorisont, eftersom det i så fall skulle vara alltför sent att vidta eventuella korrigerande åtgärder. Även det faktum att ledamöterna i AP-fondernas styrelser ersätts efter viss tid talar för att perioden för utvärdering av strategiska beslut trots allt bör vara begränsad. Dock kan en utvärdering av styrelsernas strategiska beslut inte upphöra att ta hänsyn till fondernas placeringshorisont, som den framgår av pensionssystemets åtagande.

Utvärderingen av styrelsernas strategiska beslut baseras mot denna bakgrund på hela perioden under vilken nuvarande placeringsregler har varit i praktiskt bruk, dvs. fr.o.m. 2001 för Första–Fjärde och Sjunde AP-fonderna respektive 1997 för Sjätte AP-fonden. En anpassning har dock gjorts beroende på tidpunkten när fonderna har genomfört förändringar med anledning av det nya regelverket eller förändrat målet för verksamheten på ett mer genomgripande sätt. Till följd av det tar utvärderingen av Första–Fjärde AP-fonderna sin utgångspunkt i halvårsskiftet 2001, medan Sjätte AP-fonden kan utvärderas på ett mer konsistent sätt fr.o.m. 2003. Utvärderingen av Sjunde AP-fonden tar sin utgångspunkt i slutet av 2000 då de första valen gjordes inom premiepensionssystemet samt med beaktande av förändringarna i premiepensionssystemet fr.o.m. maj 2010.

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

eller passiv förvaltning gäller för övrigt inte bara AP-fonderna utan mer generellt i samband med förvaltning av långsiktigt pensionskapital.

Utvärderingen av styrelsernas strategiska beslut baseras på fondernas totala avkastning i ett långsiktigt perspektiv. Tidsperioden för utvärdering överstiger för första gången tio år för Första–Fjärde och Sjunde AP-fonderna. Det skulle kunna övervägas att utvärdera fondernas strategiska beslut över en tioårsperiod tillsammans med uppföljning av fondernas långsiktiga resultat sedan starten. Även i år utvärderas dock fondernas strategiska beslut över hela perioden sedan starten. För Första–Fjärde AP-fonderna uppgår perioden till tio och ett halvt år, för Sjätte AP-fonden till 15 respektive 9 år och Sjunde AP-fonden till 11 år.

Fondernas operativa förvaltning utvärderas exklusive tillgångar som inte kan marknadsvärderas löpande. Det innebär att onoterade tillgångar, såsom fastigheter och onoterade aktier, exkluderas. Eftersom den aktiva avkastningen exkluderar onoterade tillgångar, har det inte varit möjligt att fördela kostnaderna på ett rättvisande sätt. Fondernas operativa förvaltning utvärderas därför baserat på en avkastning beräknad före förvaltningskostnader.

Vid utvärdering av AP-fondernas operativa förvaltningsresultat jämförs portföljernas avkastning med avkastningen på de marknader där fonderna placerat medel. En marknadsvärdering av tillgångarna medför att resultatet kan variera kraftigt från år till år. Sett över en längre period tenderar sådana tillfälliga fluktuationer i resultatet att utjämnas. Utvärderingsperioden bör därför sträcka sig över flera år. En alltför lång utvärderingsperiod kan dock försvaga kopplingen mellan prestation och utfall och medföra felaktiga incitament i förvaltningen, varför femåriga perioder har befunnits vara en lämplig avvägning.

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

Sjätte AP-fonden är inriktad mot förvaltning av aktier i små och medelstora bolag och har betydande innehav av onoterade aktier. Denna förvaltning utvärderas i enlighet med branschens riktlinjer (se faktaruta i anslutning till avsnitt 4.3).

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

Till grund för regeringens utvärdering av AP-fondernas förvaltningsverksamhet ligger ett underlag från McKinsey (*bilaga 8*). McKinsey har, med utnyttjande av Regeringskansliets ramavtal, fått detta uppdrag för 2009–2012. I förhållande till tidigare år har uppdraget till McKinsey varit begränsat, dels till följd av att granskning av AP-fondernas redovisade avkastning och val av jämförelseindex sedan

2011 ingår i uppdraget till AP-fondernas revisorer, dels för att regeringen valt att inte innefatta något fördjupningsområde denna gång. Det medför att utvärderingen avseende 2011 inte är lika omfattande, vilket motiveras av den pågående Buffertkapitalsutredningen som allsidigt ska belysa frågor om buffertkapitalets förvaltning.

4.1 Buffertfonderna i pensionssystemet

Regeringens bedömning: Sedan starten 2001 överstiger buffertkapitalets avkastning ökningen i inkomstindex. Buffertkapitalet har därmed bidragit positivt till pensionssystemets finansiering under perioden.

Utvecklingen sedan 2001 illustrerar nyttan av riskspridning, eftersom placeringar i riskfyllda tillgångar inte har gett förväntad utdelning.

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

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

McKinsey: Buffertkapitalet har bidragit positivt till balansen i inkomstpensionssystemet sedan starten 2001 genom att avkastningen har överstigit inkomstindex. Fram till 2007 balanserade inkomstpensionssystemet varje år. Skulderna växte fram till 2007 mer än avgiftstillgångarna men buffertfondernas utveckling gjorde att systemet balanserade. Under 2008 och 2009 balanserade inte systemet, vilket framför allt berodde på att skulderna växte snabbare än avgiftstillgången, men buffertfondernas utveckling 2008 bidrog också. Balanstalet, som överstiger 1,0 sedan 2010, har stärkts under 2011 (1,0198). Detta är framför allt en effekt av ökad sysselsättning, som innebär att avgiftstillgången ökar, och av den automatiska balanseringen som inneburit en nedskrivning av pensionsskulden 2010 och 2011.

Buffertfondernas höga andel noterade aktier i portföljen, i genomsnitt 50 procent av fondkapitalet i slutet av 2011, innebär att utvecklingen på aktiemarknaderna i hög utsträckning påverkar fondernas avkastning. Utvecklingen på aktiemarknaderna under perioden från starten (2001–2011) innebär att fondernas höga andel svenska aktier och aktier i tillväxtmarknader har bidragit positivt till fondernas resultat. Dock har

både svenska och utländska räntebärande tillgångar genererat en högre avkastning än svenska och utländska noterade aktier under perioden. I ett historiskt perspektiv är 2001–2011 en unikt svag period för investeringar i noterade aktier drivet av tre större börsfall.

I förhållande till ett urval av utländska pensionsfonder med liknande uppdrag genererade buffertfonderna under 2011 en lägre avkastning än de flesta av de jämförda fonderna. Vidare understeg buffertfondernas avkastning under femårsperioden 2007–2011 genomsnittet för de jämförda fonderna.

Skälen för regeringens bedömning

Bidrag till pensionssystemets finansiering

Buffertkapitalet i inkomstpensionssystemet uppgick till 872,6 miljarder kronor vid utgången av 2011. Den ackumulerade avkastningen sedan den 1 januari 2001³ uppgick till 270 miljarder kronor eller 3,4 procent per år. Drivet av tre stora börsfall, it-bubblan 2001 och 2002, finanskrisen 2008 och den senaste nedgången under andra halvåret 2011 har aktier i ett historiskt perspektiv haft en svag utveckling under perioden. Risktagande genom investeringar i aktier har inte gett förväntad utdelning. Avkastningen i buffertkapitalet överstiger dock ökningen i inkomstindex, som under perioden 2001–2011 i genomsnitt uppgått till 3,1 procent per år.

I förhållande till föregående år har resultatet för perioden sedan starten försvagats, vilket förklaras av den negativa utvecklingen på aktiemarknaderna under 2011. Under 2011 uppgick avkastningen på svenska aktier till i genomsnitt -13,1 procent (SBX), utländska aktier -1,2 procent (MSCI World exklusive valutasäkring) och aktier på tillväxtmarknaderna -16,1 procent (MSCI Emerging markets exklusive valutasäkring). Sjätte AP-fonden påverkas i lägre grad av utvecklingen på aktiemarknaderna, eftersom fonden har en hög andel onoterade innehav. En större nedvärdering av fondens portfölj resulterade emellertid i ett negativt resultat 2011 (se avsnitt 4.3).

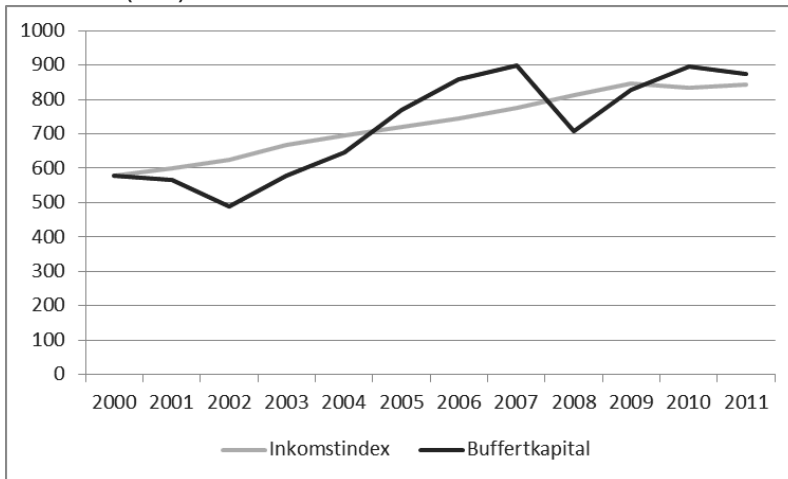
Riskspridningen i buffertkapitalet, bl.a. genom investeringar i räntebärande tillgångar, har bidragit positivt till fondkapitalets utveckling. Det är en konsekvens av att svenska och utländska räntebärande värdepapper haft en högre genomsnittlig avkastning än svenska och utländska noterade aktier sedan 2001. Nyttan av riskspridningen har varit tydlig under de år då aktiemarknaderna utvecklats negativt, genom att dämpa nedgångarna i buffertkapitalet. Detta framgick under 2001, 2002, 2008 och 2011. Denna effekt märks också i en jämförelse av utvecklingen i premiepensionssystemet som har en högre andel av fondkapitalet i noterade aktier. Å andra sidan har Första–Fjärde AP-fonderna inom sina investeringar i noterade aktier en lägre riskspridning än t.ex. Sjunde AP-fonden i premiepensionssystemet, som har en global riskspridning inom noterade aktier.

³ I detta avsnitt utvärderas buffertfondernas bidrag till pensionssystemet fr.o.m. 1 januari 2001, dvs. under den period som buffertfonderna har ingått i pensionssystemet med nuvarande regler.

Det ska noteras att bedömningen av nyttan av riskspridning inte är en bedömning av gällande placeringsregler för AP-fonderna, vilka utvärderas av Buffertkapitalsutredningen. Riskspridning förutsätter inte kvantitativt utformade placeringsregler.

Buffertfondernas bidrag till pensionssystemets finansiering kan utvärderas utifrån fondernas avkastning i relation till inkomstindex som ligger till grund för uppräkningsreglerna i systemet. Buffertkapitalets genomsnittliga avkastning för hela perioden 2001–2011 överstiger inkomstindex (3,4 procent per år i förhållande till 3,1 procent per år), men med betydande variation över tiden (figur 4.1).

Figur 4.1 Buffertfondernas avkastning (fondkapitalets förändring i mdkr) i jämförelse med inkomstindex (mdkr)



Not. Fondkapitalet vid utgången av året.

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

Nedgången på aktiemarknaden i början av 2000-talet (it-bubblan) medförde negativa resultat för buffertfonderna under de två första åren av perioden (2001 och 2002). Trots att buffertfonderna uppvisade positiv avkastning därefter dröjde det till 2005 innan buffertfondernas ackumulerade avkastning översteg inkomstindex. Buffertkapitalet växte mer än inkomstindex t.o.m. 2007. Den positiva trenden kunde dock inte kompensera för buffertfondernas förluster i samband med finanskrisen 2008, vilka uppgick till sammanlagt 195 miljarder kronor. En betydande del av förlusterna återhämtades 2009 och buffertkapitalets ackumulerade avkastning var då nästan i nivå med inkomstindex. Från och med 2010 överstiger återigen buffertfondernas ackumulerade avkastning inkomstindex. Buffertfondernas negativa resultat 2011 medförde att den ackumulerade avkastningen minskade jämfört med 2010, men resultatet överstiger fortfarande inkomstindex.

Jämförelsen kan också presenteras enligt tabell 4.1. Där framgår buffertfondernas årliga resultat i förhållande till det (simulerade) resultat som skulle ha uppkommit om buffertkapitalet i stället hade förräntats med inkomstindex. Resultatet framgår i kolumn Differens och den

ackumulerade skillnaden mellan fondernas verkliga utfall och en uppräknig av kapitalet enligt inkomstindex i kolumnen Ackumulerade differens. Den ackumulerade differensen för buffertkapitalet kan sättas i relation till samlade över- och underskott i inkomstpensionssystemet.

Tabell 4.1 Buffertfondernas bidrag till pensionssystemets finansiering (mdkr)

	Utfall (resultat buffertfonderna)	Simulerade resultat (inkomstindex)	Differens	Ackumulerad differens	Netto pensions- systemet
2001	-26	8,2	-34,2	-34,2	
2002	-85,6	17,5	-103,1	-137,3	60
2003	80,8	33,3	47,5	-89,8	58
2004	63,7	22,7	41,0	-48,9	9
2005	113,7	16,8	96,9	48,1	28
2006	82,5	19,5	63,0	111,0	100
2007	36,6	23,9	12,7	123,7	18
2008	-194,7	34,9	-229,6	-105,9	-243
2009	135,6	49,9	85,7	-20,2	-323
2010	84,0	2,5	81,5	61,3	103
2011	-17,3	15,8	-33,1	28,2	157

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

Analysen visar att under de fyra första åren när buffertkapitalet utvecklades sämre än inkomstindex var inkomstpensionssystemet ändå i balans genom att uppvisa överskott. År 2005 var dock överskottet i pensionssystemet endast 28 miljarder kronor, dvs. mindre än det ackumulerade överskottet från buffertkapitalet i förhållande till inkomstindex (48 miljarder kronor). Det betyder att buffertkapitalets ackumulerade avkastning bidrog till att den automatiska balanseringen inte aktiverades 2005. Även de följande två åren (2006 och 2007) bidrog buffertkapitalets avkastning till att balanseringen i systemet inte aktiverades. Buffertfondernas negativa resultat 2008 (-195 miljarder kronor) bidrog emellertid till att aktivera balanseringen det året. Det bör noteras att påfrestningarna i pensionssystemet under både 2008 och 2009 var så omfattande att inte heller en rimligt positiv utveckling av buffertkapitalet under de åren hade kunnat hindra den automatiska balanseringen från att aktiveras. År 2010 uppvisade inkomstpensionssystemet ett positivt resultat på 425 miljarder kronor till följd av nedskrivning av pensionsskulden (den automatiska balanseringen) och värdetillväxt i buffertfonderna. För 2011 var resultatet också positivt (54 miljarder kronor) och förklaras av att avgiftstillgången ökade mer än pensionsskulden. Den negativa avkastningen i buffertkapitalet under 2011 innebär att den ackumulerade differensen från starten 2001 mellan buffertkapitalets utveckling och en alternativ uppräknig enligt inkomstindex har försvagats under 2011 men differensen är fortfarande positiv. Detta betyder att buffertkapitalet lämnat ett positivt bidrag till inkomstpensionssystemets finansiering.

Från och med 2008 beräknas balanstalet baserat på ett medelvärde av buffertkapitalet under de tre senaste åren. Effekten av nedgången i buffertkapitalet under 2008 dämpades därmed under det året, men

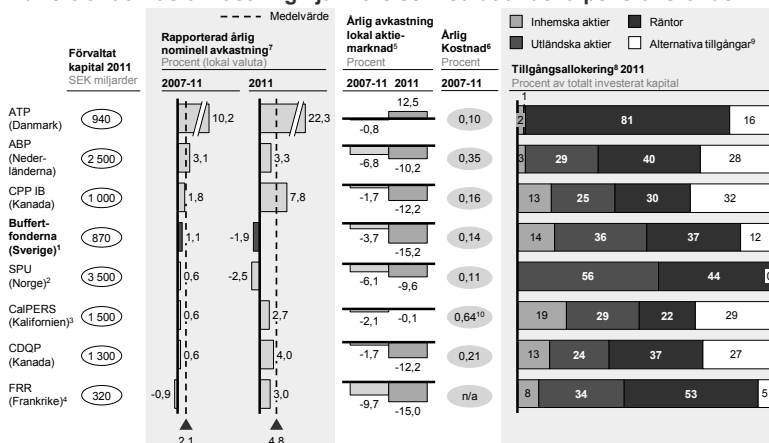
effekten bestod i stället under 2009 och 2010. Under 2011 ökade medelvärdet av buffertkapitalet med 55 miljarder kronor, trots att buffertkapitalet minskade under året med 22 miljarder kronor. Detta är en effekt av att 2008 inte längre ingår i treårsperioden och påverkar beräkningen av balanstalet, inte tillgångarna i pensionssystemet vid utgången av 2011.

Internationell jämförelse

Det kan vara intressant att jämföra buffertfonderna med utländska pensionsfonder som har liknande uppdrag i respektive lands pensionssystem. En direkt jämförelse är dock svår att göra på grund av olika uppdrag och placeringsregler samt valutaeffekter. Utvecklingen på fondernas hemmamarknader har också betydelse genom tendensen att placera en oproportionerlig andel av fondkapitalet på hemmamarknaden (s.k. home bias). McKinsey presenterar ändå en jämförelse med sju utländska pensionsfonder under det senaste året och under den senaste femårsperioden 2007–2011 (figur 4.2). Det bör noteras att jämförelser liknande denna bör tolkas med försiktighet.

Figur 4.2 Buffertfondernas avkastning i jämförelse med utländska pensionsfonder

Buffertfondernas avkastning i jämförelse med utländska pensionsfonder



1 AP1-4 och AP6; 2 Q1-Q3 för 2011; 3 November 2010 – oktober 2011; 4 December 2010 till juni 2011; 5 Genomsnittlig avkastning MSCI Index för respektive land; 6 Genomsnittlig redovisad årlig rörelsekostnad (personal-, förvaltnings- och provisionskostnader); 7. Genomsnittlig inflation 2007-2011 (CAGR): Sverige 1,9% Danmark 2,3%, Frankrike 1,6%, Kanada 1,8%, Nederländerna 1,8%, USA 2,2%, SEK utveckling vs foreign currencies 2007-2011 (CAGR): DKK 0,6%, USD 1,0%, EUR 0,6%, CAD -1,1%; 8 Baserat på faktisk fördelning per 31 dec. 2011, alternativt senaste tillgänglig placeringsrapport; 9 Alternativa tillgångar inkluderar bland annat Private Equity, fastigheter, infrastruktur samt derivat och andra kapitallösa mandat; 10 Förklaras delvis av fondens investeringsstrategi med hög andel externa mandat och hög andel alternativa tillgångar. Kostnaderna för extern aktiv förvaltning, konsulter och rådgivare estimeras till cirka 40 baspunkter
KÄLLA: Årsredovisningar; Datastream; McKinsey-analys

Källa: McKinsey.

I förhållande till förra årets jämförelse med utländska pensionsfonder har en fond utgått ur urvalet, varför resultaten mellan åren inte är direkt jämförbara. I likhet med förra året intar buffertfonderna en fjärdeplats i genomsnittlig avkastning under den senaste femårsperioden (2007–2011) men når inte upp till den genomsnittliga avkastningen bland fonderna. Här bör dock noteras att den fond som utgått ur urvalet 2011 under 2010 bidrog till att sänka den genomsnittliga avkastningen bland fonderna. För 2011 utmärker sig buffertfonderna genom att ha den näst lägsta

avkastningen. Det förklaras av buffertfondernas höga andel noterade aktier i kombination med att den svenska aktiemarknaden hade den svagaste utvecklingen bland de hemmamarknader som ingår i jämförelsen. Bara Statens pensionsfond utland (SPU) i Norge har en högre andel av fondkapitalet investerat i noterade aktier och SPU var också den fond med ett sämre resultat 2011. Någon jämförelse med utvecklingen på den inhemska aktiemarknaden är dock inte relevant för SPU eftersom fonden placerar uteslutande i utländska tillgångar.

Faktaruta 4.1 Risk- och avkastningsmått

I skrivelsen används vissa riskbegrepp. Risk definieras ofta med utgångspunkt i statistiska spridningsmått som beskriver hur tillgångspriser eller räntor varierar omkring ett medelvärde. Ett sådant ofta använt spridningsmått är **standardavvikelse**, som mäts i procent.

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

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

Avkastningen på det totala fondkapitalet beräknas som en **kapitalvägd avkastning** i form av en internränta (internal rate of return, IRR). Därmed beaktas inte bara ingående och utgående fondkapital utan också effekterna av alla flöden till och från den aggregerade buffertfonden. Dessa flöden, som i normalfallet består av inbetalning av pensionsavgifter, utbetalning av pensioner samt administrationskostnader, administreras av Pensionsmyndigheten. Den kapitalvägda avkastningen ger ett korrekt uttryck för den procentuella avkastning som har kommit pensionssystemet till del, justerad för flödeseffekter, och kan därför jämföras med inflationen eller med andra förvaltares resultat. Alternativet är att beräkna en **tidsvägd avkastning**, som bortser från konsekvenserna av flöden. Den tidsvägda avkastningen mäter den hypotetiska avkastning som skulle ha blivit resultatet om det inte förekommit några flöden alls. Detta senare mått anses vara relevant vid utvärdering av fondförvaltare, eftersom dessa inte rör över andelsägarnas beslut att köpa och sälja fondandelar. AP-fonderna rapporterar en tidsvägd avkastning, eftersom de inte har inflytande över in- och utbetalningar av pensionsavgifter och pensioner.

4.2.1 Strategiska beslut

Regeringens bedömning: Första–Fjärde AP-fondernas långsiktiga resultat har försvagats under 2011, till följd av en negativ utveckling på aktiemarknaderna under detta år. Ingen av fonderna når under den längre perioden sedan 2001 upp till styrelsernas mål. Avkastningen överstiger fortfarande inkomstindex, men marginalen har minskat sedan föregående år.

Första–Fjärde AP-fonderna fortsätter att utveckla sina strategier och förvaltningsmodeller i syfte att uppnå en mer stabil avkastning och portföljer som bättre hanterar kraftiga svängningar på marknaderna.

Under 2011 har de fonder som infört nya förvaltningsmodeller kompletterat dessa med metoder för utvärdering av resultaten i enlighet med vad regeringen tidigare har efterfrågat, vilket är positivt. Syftet är att uppnå en god genomlysning och förståelse av bidragen till fondens resultat. Det är därför viktigt att utvärderingen beskriver grunden för fattade beslut och resultaten av dessa. Eftersom fonderna förvaltar allmänhetens pensionskapital är det också viktigt att kommande resultat av utvärdering tillgängliggörs. Regeringen förväntar sig att var och en av Första–Fjärde AP-fonderna redovisar resultatet av sin utvärdering.

Jämförbarheten mellan Första–Fjärde AP-fondernas redovisning av avkastning och risk kan stärkas. Det finns därför utrymme att utveckla fondernas gemensamma redovisningsprinciper, i syfte att åstadkomma ökad jämförbarhet och förbättrad genomlysning.

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

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

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

McKinsey: Första–Fjärde AP-fondernas avkastning 2011, som varierar mellan -0,7 procent och -2,5 procent, bidrar negativt till fondernas

långsiktiga resultat. Sedan starten, som mäts fr.o.m. juli 2001, har ingen av Första–Fjärde AP-fonderna nått sina mål som varierar mellan 5,5 och 6,4 procent per år. Inte heller för de två senaste femårsperioderna nås målen. Fondernas avkastning överstiger inkomstindex sedan start men inte under den senaste femårsperioden 2007–2011.

Skillnaden mellan fonderna i termer av fondkapital har minskat under den senaste femårsperioden. Skillnaden var som störst 2007 (20 miljarder kronor) och uppgår till 6,6 miljarder kronor 2011. Förklaringen ligger i att Fjärde AP-fonden, som har haft den relativt svagaste avkastningen sedan start, har haft högst genomsnittlig avkastning 2007–2011 (1,6 procent per år) och Andra AP-fonden, som haft högst genomsnittlig avkastning sedan starten, har haft lägst avkastning under senaste femårsperioden (0,7 procent per år).

I jämförelse med urvalet av utländska statliga pensionsfonder (avsnitt 4.1) är skillnaden i avkastning mellan Första–Fjärde AP-fonderna relativt liten. Det förklaras av att skillnaderna mellan var och en av Första–Fjärde AP-fondernas portföljer är mindre än skillnaderna mellan de utländska pensionsfondernas portföljer.

Utvärderingen av AP-fondernas verksamhet de senaste åren indikerar att det finns viktiga utvecklingsmöjligheter både avseende fondernas operativa verksamhet och regelverk.

En fråga är om fonderna ytterligare kan öka samarbetet med andra aktörer (t.ex. utländska statliga pensionsfonder) och/eller sinsemellan för att söka nya investeringsmöjligheter och utveckla nya kompetenser, t.ex. inom alternativa tillgångar och dynamisk allokering där det bedöms svårare att bygga ledande kompetens inom varje enskild fond. En annan fråga är om jämförbarheten och därmed transparensen och lärandet mellan fonderna kan öka genom att införa fler jämförbara nyckeltal.

Det bedöms viktigt att fonderna i fortsättningen följer upp och redovisar resultaten av sina dynamiska allokeringsbeslut. Första, Tredje och Fjärde AP-fonderna, som särskiljer dynamiska beslut, har utvecklat modeller för uppföljning av resultaten vilka tas i bruk från 2012. Modellerna bedöms lämpliga, men det finns stora skillnader. Det kan övervägas om vissa gemensamma principer för uppföljning av den dynamiska förvaltningen bör utarbetas för att öka transparensen och lärandet.

Det finns en stor förbättringspotential i att säkerställa att fondernas uppdrag och placeringsregler är optimala med hänsyn till fondernas roll i pensionssystemet och utveckling på kapitalmarknaderna under de senaste tio åren. Dessa frågor adresseras av den pågående utredningen av AP-fondernas regelverk.

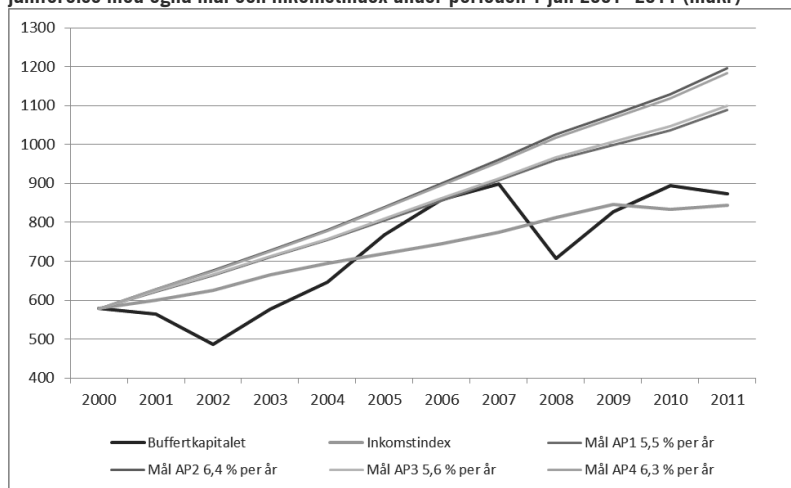
Skälen för regeringens bedömning

Första–Fjärde AP-fonderna

Första–Fjärde AP-fondernas ackumulerade resultat fr.o.m. halvårsskiftet 2001 t.o.m. 2011 uppgick till 290 miljarder kronor, vilket motsvarar en avkastning på i genomsnitt 3,9 procent per år. Det är en försämring jämfört med föregående år då den ackumulerade avkastningen i genomsnitt uppgick till 4,5 procent per år. Avkastningen når inte upp till

fondernas nominella mål, som har varierat mellan 5,5 och 6,4 procent per år under perioden (figur 4.3). Avkastningen överstiger dock fortfarande utvecklingen i inkomstindex som uppgick till 3,1 procent per år 2001–2011 (3,2 procent per år under perioden 2001–2010).

Figur 4.3 Första–Fjärde AP-fondernas avkastning (fondkapitalets förändring i mdkr) i jämförelse med egna mål och inkomstindex under perioden 1 juli 2001–2011 (mdkr)



Not. Den lodräta skalan börjar på 400 miljarder kronor.

Källa: Egna beräkningar. Fondkapitalets utveckling enligt både inkomstindex och fondernas nominella mål baseras på antagandet att fondkapitalet växer över tid med årliga nettoflöden och därutöver med en avkastning som motsvarar inkomstindex respektive fondernas långsiktiga avkastningsmål.

I tabell 4.2 redovisas Första–Fjärde AP-fondernas årliga avkastning. För samtliga fonder överstiger den genomsnittliga avkastningen sedan starten 2001 utvecklingen i inkomstindex som ökat med i genomsnitt 3,2 procent per år.

Tabell 4.2 Avkastning efter kostnader fr.o.m. halvårsskiftet 2001 t.o.m. 2011 (procent per år)

	2011	2010	2009	2008	2007	2001–2011
AP1	-1,9	10,2	20,1	-21,9	4,6	3,9
AP2	-2,1	11,0	20,4	-24,1	4,0	4,1
AP3	-2,5	9,0	16,4	-19,8	5,0	3,9
AP4	-0,7	10,9	21,5	-20,9	2,4	3,7

Not. Uppräkningen av inkomstindex uppgick under perioden 2001–2011 till 3,1 procent per år.

Källa: McKinsey.

Spridningen mellan var och en av Första–Fjärde AP-fondernas långsiktiga avkastning från 2001 är relativt liten och har minskat något sedan föregående år. Skillnaden mellan fondernas långsiktiga avkastning sedan starten har minskat successivt sedan 2007 när skillnaden var som störst. Mätt som fondkapital var skillnaden då 20 miljarder kronor. Vid utgången av 2011 hade skillnaden minskat till knappt sju miljarder

kronor. Detta förklaras främst av att Fjärde AP-fonden, som haft den lägsta ackumulerade avkastningen sedan starten, har genererat högst avkastning under den senaste femårsperioden.

AP-fondernas avkastning måste utvärderas i relation till fondernas uppdrag. I enlighet med prop. 1999/2000:46 utvärderas fondernas resultat mot fondernas egna mål som fastställs av respektive styrelse. Med utgångspunkt i fondernas uppdrag är det relevant att även jämföra med inkomstindex (se även avsnitt 4.1). Därtill ställs resultatet i relation till utvecklingen på de finansiella marknader fonderna investerar på och ett urval utländska pensionsfonder (avsnitt 4.1). I direktiven för den pågående utredningen som ser över AP-fondernas regelverk (Buffertkapitalsutredningen) ingår att föreslå ett mer utvecklat och tydligt mål för förvaltningen.

Variationen i Första–Fjärde AP-fondernas resultat mellan åren (tabell 4.2) hänger samman med utvecklingen på de marknader där fondkapitalet investerats, vilken under perioden varierat kraftigt (avsnitt 2). Av analysen i avsnitt 2 framgår att risktagande genom investeringar i svenska och utländska aktier inte har gett förväntad utdelning, varken under 2011 eller under perioden sedan start. Mot denna bakgrund och kraftiga svängningar i utvecklingen mellan åren har fondernas riskspridning genom investeringar i olika tillgångar varit till nytta.

Fondernas resultat bör också ställas i relation till fondernas risktagande. Ett sätt att mäta den riskjusterade avkastningen är med hjälp av den s.k. Sharpekvoten (se *faktaruta 4.1*). Jämförelsen försvåras av att avkastning och risk i portföljen mäts genom förändringarna i priser och att onoterade tillgångar inte marknadsvärderas löpande, till skillnad från noterade tillgångar. Av det skälet ingår endast fondernas noterade tillgångar i analysen, varför resultatet med beaktande av detta förhållande inte ger en fullständig bild av fondernas riskjusterade avkastning.

Tabell 4.3 Första–Fjärde AP-fondernas riskjusterade avkastning fr.o.m. halvårsskiftet 2001 t.o.m. 2011 och 2009–2011 beräknad enligt Sharpekvoten för likvidportfölj

	2011	2009–2011	2001–2011
AP1	neg	0,90	0,21
AP2	neg	0,84	0,21
AP3	neg	0,72	0,18
AP4	neg	0,95	0,17

Not. Likvidportfölj avser marknadsnoterade tillgångar.

Källa: McKinsey.

Av tabell 4.3 framgår att Första och Andra AP-fonderna haft den högsta riskjusterade avkastningen under perioden från starten 2001, mätt enligt Sharpekvoten, i fondens marknadsnoterade tillgångar. Under den senaste treårsperioden 2009–2011 har Fjärde AP-fonden enligt samma mått uppvisat högst riskjusterad avkastning.

Första–Fjärde AP-fonderna har sedan finanskrisen 2008 på olika sätt anpassat sina förvaltningsmodeller och investeringar i syfte skapa mer robusta portföljer som bättre hanterar marknader med stora svängningar, liknande dem vi sett under perioden från 2001.

Intresset för investeringar i alternativa tillgångar har ökat, t.ex. inom fastigheter mot bakgrund bl.a. av att Första–Fjärde AP-fonderna maximalt får investera fem procent av fondkapitalet i onoterade tillgångar exklusive fastigheter. Den pågående Buffertkapitalsutredningen ser över fondernas placeringsregler, vilket har bedömts vara angeläget för att skapa bästa möjliga förutsättningar för långsiktigt hög avkastning på buffertkapitalet. Förutom möjlighet att uppnå avkastning ingår att se över fondernas möjligheter att uppnå riskspridningen när olika marknader blir allt mer integrerade.

Som regeringen konstaterat tidigare år finns det tydliga motiv för att fokusera på medelfristiga beslut genom ett mer dynamiskt arbetssätt men att resultatet låtit vänta på sig. I föregående års utvärdering menade regeringen att det, beträffande förändringarna i fondernas förvaltningsmodeller, kvarstår ett behov av fortlöpande utvärdering för att tillförsäkra en tydlig genomlysning av resultaten. Detta följer av uppdraget att förvalta allmänhetens pensionskapital och är även förenligt med god praxis. Under 2011 har Första, Tredje och Fjärde AP-fonderna, som särskiljer dynamiska beslut, utvecklat modeller för att utvärdera resultaten, vilka ska användas fr.o.m. 2012. Det är positivt att detta arbete har skett.

Regeringen vill understryka vikten av att utvärderingen beskriver grunden för, och resultaten av, fattade beslut. Det bör noteras att syftet inte är att dra slutsatser över en allt för begränsad period utan att få förståelse för motiven för fattade beslut och deras bidrag till fondens resultat.

Det är således viktigt att hittills fattade beslut ingår i fondernas utvärdering fr.o.m. 2012 och att resultaten av utvärderingen, mot bakgrund av fondernas uppdrag att förvalta allmänhetens pensionskapital, redovisas.

Som också konstaterats tidigare är en konsekvens av de ökade skillnaderna mellan fondernas förvaltningsmodeller att fondernas resultat är svårare att jämföra. Endast fondernas totala avkastning är direkt jämförbar. Mot bakgrund av att ökad riskspridning är ett av motiven bakom inrättandet av flera fonder med samma uppdrag kan den minskade jämförbarheten mellan fonderna inte betecknas som ett problem (men som framgått betonar regeringen vikten av utvärdering av resultaten). Skillnaderna i förvaltningsmodeller förefaller dock inte hindra att jämförbarheten mellan fondernas redovisning av risk och avkastning kan utvecklas och förbättras. Det kan stärka genomlysningen av fondernas resultat, göra informationen mer lättillgänglig för allmänheten och som McKinsey påpekar indirekt, kanske öka lärandet inom fonderna. Även Ernst & Young som, inom ramen för revisionen av AP-fonderna, har haft regeringens uppdrag att granska fondernas beräkning av risk och avkastning (*bilaga 9*) pekar på behov av och möjligheter att åstadkomma ökad jämförbarhet. I den utsträckning som medges av fondernas oberoende inom förvaltningen är det positivt med enhetlig redovisning av risk och avkastning mellan fonderna samt att resultat presenteras på sådant sätt att det underlättar tolkning och jämförbarhet.

Första AP-fondens fondkapital uppgick till 213,3 miljarder kronor vid utgången av 2011. Fondens totala avkastning fr.o.m. juli 2001 t.o.m. 2011 uppgick till 73 miljarder kronor, varav strategiska beslut svarar för merparten (93 procent före kostnader). Fondens genomsnittliga avkastning uppgick till 3,9 procent per år.

Sedan oktober 2009 tillämpar Första AP-fonden en ny förvaltningsmodell. Syftet är att skapa en mer robust portfölj över tid, som bättre kan hantera svängningarna på kapitalmarknaderna genom ökat fokus på medelfristiga beslut (den strategiska inriktningen anpassas till förväntad utveckling inom 1–5 år). I förra årets utvärdering konstaterade regeringen att resultatet inom den nya modellen behöver utvärderas fortlöpande för att tillvarata gjorda erfarenheter.

Första AP-fonden har under 2011 utvecklat metoder för att utvärdera resultatet. Dessa metoder beskrivs i årsredovisningen. Metoderna baseras på utvärderingen av fondens resultat på olika nivåer och över olika tidshorisoner. Fondens totala avkastning kommer fr.o.m. 2012 att utvärderas långsiktigt (5–10 år) mot (i) styrelsens mål om en nominell avkastning på 5,5 procent per år över fem år, (ii) uppräkningsindex av inkomstindex, (iii) en statisk portfölj fördelad på 60 procent aktier och 40 procent räntebärande värdepapper samt (iv) resultatet för jämförbara kapitalförvaltare. Därutöver sker utvärdering av resultatet av förvaltningen inom det mandat styrelsen delegerat till vd, genom att analysera fondens totala avkastning i relation till möjliga placeringsalternativ. Slutligen utvärderas förvaltningen enligt fondens investeringsprocess, inklusive den operativa förvaltningen. För 2011 presenterar Första AP-fonden resultatet av förvaltningens resultat i förhållande till portföljen vid ingången av året. Av den framgår att strategiska beslut om fördelning mellan tillgångsslag, valutaexponering och ränterisk har bidragit positivt till resultatet medan den operativa förvaltningen (avsnitt 4.2.2) och beslut om fördelning inom tillgångsslagen har bidragit negativt. Det kvarstår att bedöma resultatet av utvärderingsmetoden.

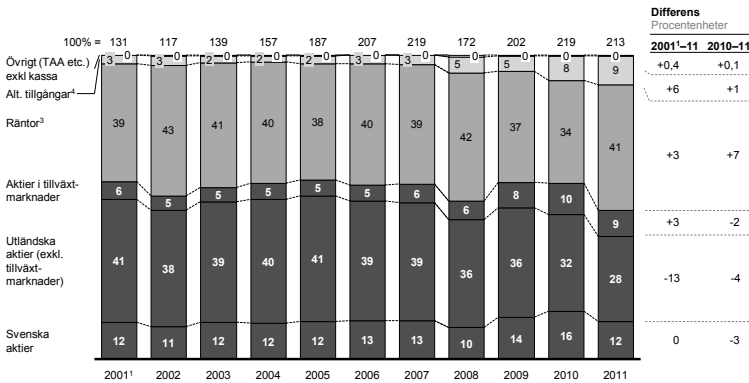
Figur 4.5 Första AP-fondens portfölj 2001–2011 (procent respektive mdkr)

Skr. 2011/12:130

Första AP-fondens faktiska tillgångsallokering 2001¹-2011

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

Övrigt
 Alternativa tillgångar
 Räntebärande tillgångar



Not: Tillgångsallokeringen avser fondförmögenhetsfördelning
 1 1 juli 2001
 2 Den faktiska allokeringen den 31 december varje år
 3 Inklusiva kassa
 4 Alternativa tillgångar inkluderar bland annat fastigheter och PE
 KÄLLA: Första AP-fonden; McKinsey-analys

Källa: McKinsey.

Första AP-fonden har under 2011 genomfört betydande förändringar i fondens portfölj (figur 4.5). Andelen aktier har sammantaget minskat med nio procentenheter och andelen räntebärande tillgångar ökat med sju procentenheter. Fondens investeringar i alternativa tillgångar har ökat till nio procent av fondkapitalet, vilket framför allt avser fastigheter. Ambitionen från fondens sida är att öka andelen alternativa tillgångar till 20 procent av fondkapitalet på sikt.

Över perioden sedan starten är andelen svenska aktier oförändrad, medan andelen utländska aktier har minskat kraftigt (-13 procentenheter), till förmån för investeringar i alternativa tillgångar, aktier på tillväxtmarknader och räntebärande värdepapper.

Andra AP-fonden

Andra AP-fondens fondkapital uppgick till 216,6 miljarder kronor vid utgången av 2011, det högsta av Första-Fjärde AP-fonderna vid den tidpunkten. Fondens totala avkastning fr.o.m. juli 2001 t.o.m. 2011 uppgick till 75 miljarder kronor, varav strategiska beslut svarar för mer än hela resultatet (101 procent före kostnader). Fondens genomsnittliga avkastning uppgick till 4,1 procent per år.

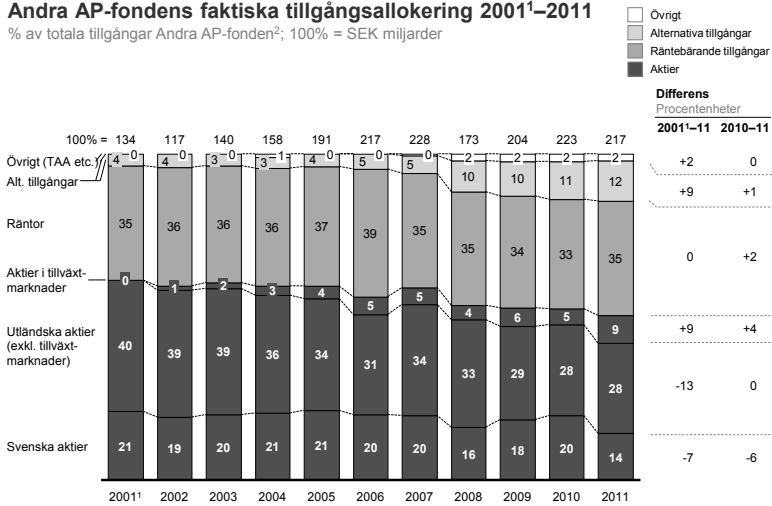
Andra AP-fonden fattar inte medelfristiga beslut som särskiljs från de långsiktiga. En förväntad avvikelse från långsiktiga avkastningsantaganden på medellång sikt omhändertas i den långsiktiga portföljen.

Figur 4.6 Andra AP-fondens portfölj 2001–2011 (procent respektive mdkr)

Skr. 2011/12:130

Andra AP-fondens faktiska tillgångsallokering 2001¹–2011

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



1 Avser 1 juli 2001
2 Den strategiska allokeringen den 31 december varje år
KÄLLA: Andra AP-fonden; McKinsey-analys

Källa: McKinsey.

Våren 2011 genomförde Andra AP-fonden sin hittills största förändring i portföljen genom att minska andelen svenska aktier (-6 procentenheter) och öka andelen aktier på tillväxtmarknader (fyra procentenheter), räntebärande värdepapper (två procentenheter) och alternativa tillgångar (en procentenhet). Inom räntebärande värdepapper minskade andelen svenska och utländska obligationer till förmån för statsobligationer på tillväxtmarknader. Fonden har också ambition om att öka andelen alternativa tillgångar. Under 2011 ökade fondens åtaganden för investeringar i reala tillgångar såsom skog, jordbruk och europeiska fastigheter.

Sedan starten 2001 har andelen utländska och svenska aktier minskat i fondens portfölj (-13 respektive -7 procentenheter) till förmån för aktier på tillväxtmarknader (+9 procentenheter) och alternativa tillgångar (+9 procentenheter).

Tredje AP-fonden

Tredje AP-fondens fondkapital uppgick till 214,1 miljarder kronor vid utgången av 2011. Fondens totala avkastning fr.o.m. juli 2001 t.o.m. 2011 har bidragit med 73 miljarder kronor, varav strategiska beslut svarar för merparten (96 procent före kostnader). Fondens genomsnittliga avkastning uppgick till 3,9 procent per år.

Tredje AP-fonden tillämpar sedan 2010 en ny förvaltningsmodell. Modellen syftar till att öka sannolikheten att fonden ska uppnå styrelsens mål om en real avkastning på minst 4 procent per år långsiktigt genom en mer dynamisk och flexibel förvaltning av fondkapitalet. I modellen utgår fonden från riskklasser, såsom aktie-, inflations- och ränterisk, i stället för tillgångsslag. Tredje AP-fonden särskiljer inte beslut på medellång

och lång sikt. Baserat på rådande prognos om utvecklingen fastställer styrelsen ett riskmandat (tillåten risknivå inom varje riskklass) till vd, inom vilket förvaltningen får ske. I förra årets utvärdering konstaterade regeringen att resultatet inom den nya modellen behöver utvärderas fortlöpande för att tillvarata gjorda erfarenheter. Anledningen är att det i modellen inte finns någon naturlig jämförelsenorm mer än fondens överordnade mål.

Tredje AP-fonden har under 2011 utvecklat metoder för att utvärdera resultatet. Dessa metoder beskrivs i årsredovisningen. Metoderna baseras på utvärderingen av fondens resultat på olika nivåer och över olika tidshorisonter. Utvärderingen ska ske mot (i) fondens långsiktiga mål om fyra procents real avkastning per år över olika tidsperioder, (ii) en långsiktig statisk portfölj, (iii) en grupp av pensionsfonder med liknande uppdrag samt (iv) självutvärdering av allokeringsbeslut. De två första ska ske på lång sikt medan de två sistnämnda ska ske på kortare sikt. Utvärderingsmodellen ska tas i bruk under 2012 och är avsedd att användas för internt bruk i styrelsens arbete med att utveckla fondens strategi.

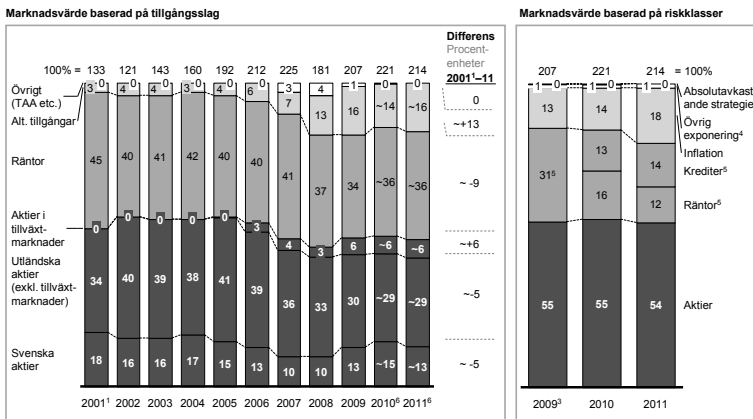
Regeringen framhåller vikten av att resultatet av utvärderingen offentliggörs. Eftersom fonden förvaltar allmänhetens pensionskapital bör resultatet av förvaltningen tydligt redovisas (se även avsnitt 4.5).

Därtill uppstår en fråga om fondens utvärdering av resultatet för 2011 inom de mandat styrelsen gett vd. Den nya modellen för utvärdering ska tas i bruk fr.o.m. 2012, men det bör inte hindra att styrelsen utvärderar förvaltningen inom givna ramar.

Figur 4.7 Tredje AP-fondens portfölj 2001–2011 (procent respektive mdkr)

Tredje AP-fondens faktiska tillgångsallokering 2001–2011²

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



¹ 1 juli 2001 ² 2010 skedde en övergång från tillgångsallokering till allokering enligt riskklass ³ Allokering baserad på riskklass enligt 2010 års förvaltningsmodell
⁴ Inom övrig exponering ingår uppjämbat resultat från valutaexponering ⁵ Uppdelningen mellan räntor och krediter fastställdes under 2010. Krediter består huvudsakligen av bostads- och företagsobligationer. För 2009 redovisas därför den sammantagna allokeringen och för 2010 den uppdelade. ⁶ Tillgångsallokeringen för 2010-2011 är indikativ då en exakt konvertering av riskklasser till tillgångsklasser ej kan göras

KÄLLA: Tredje AP-fonden; McKinsey-analys

Källa: McKinsey.

Av figur 4.7 framgår Tredje AP-fondens fondkapital fördelat på tillgångsslag. Sedan fondens nya förvaltningsmodell infördes 2010, som

baseras på riskklasser, är fördelningen indikativ. Under 2011 minskade fonden andelen ränterisk, som innehåller räntebärande tillgångar utgivna eller garanterade av stater eller överstatliga organ, med fyra procentenheter till förmån för investeringar i riskklassen inflation, som består av realränteobligationer, fastigheter, skog, jordbruksfastigheter och infrastruktur. Som konstateras ovan har exponeringen inom riskklasser varierat i relativt hög grad under året. Tredje AP-fonden har inte gjort några nya investeringsåtaganden i onoterade tillgångar sedan 2009. Vid utgången av 2011 översteg andelen den lagstadgade gränsen på högst fem procent av fondkapitalet. En förklaring är nedgången på aktiemarknaderna under 2011, vilket innebär att andelen onoterade tillgångar, allt annat lika, ökar. Enligt lag ska överskjutande andel avvecklas så snart det med hänsyn till marknadsförhållande är lämpligt, dock senast när det kan göras utan förlust för fonden. Det gäller även fondens innehav i Arise Windpower (avsnitt 3.1.3). Det kan noteras att lämpliga marknadsförhållanden inte utesluter ett eventuellt rationellt beslut att avveckla innehavet med förlust.

Sedan starten 2001 har andelen alternativa tillgångar ökat (13 procentenheter) på bekostnad av framför allt räntebärande värdepapper (-9 procentenheter) men även aktier (-4 procentenheter). Inom aktier har andelen svenska och utländska aktier minskat och aktier i tillväxtmarknader ökat successivt sedan 2006.

Fjärde AP-fonden

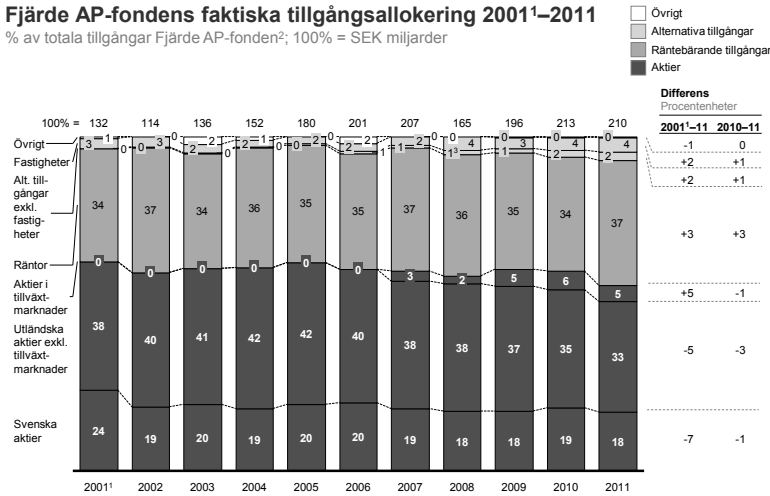
Fjärde AP-fondens fondkapital uppgick till 210,0 miljarder kronor vid utgången av 2011. Fondens totala avkastning fr.o.m. 1 juli 2001 t.o.m. 2011 uppgick till 68 miljarder kronor, varav strategiska beslut svarar för mer än hela resultatet (103 procent före kostnader). Fondens genomsnittliga avkastning uppgick till 3,7 procent per år.

Under 2011 har fondens styrelse beslutat att inrätta ett särskilt riskmandat till vd för strategiska beslut på medellång sikt. Resultatet ska utvärderas mot den långsiktiga portfölj som styrelsen fastställer (den s.k. normalportföljen, se avsnitt 3.1.4). Målet är att generera en avkastning över normalportföljen på i genomsnitt 0,5 procent per år mätt över en fyraårsperiod. Vad gäller utvärdering av dynamisk allokering kan konstateras att det i detta fall finns en koppling mellan mål, mandat och uppföljning.

Figur 4.8 Fjärde AP-fondens portfölj 2001–2011 (procent respektive mdkr) Skr. 2011/12:130

Fjärde AP-fondens faktiska tillgångsallokering 2001¹–2011

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



¹ Avser 1 juli 2001
² Den faktiska allokeringen den 31 december varje år
 KÄLLA: Fjärde AP-fonden; McKinsey-analys

Källa: McKinsey.

Som framgår av figur 4.8 minskade andelen aktier under 2011 (-5 procentenheter), medan andelen räntebärande tillgångar i portföljen ökade (tre procentenheter). Även andelen onoterade tillgångar och fastigheter ökade under året.

Sedan starten 2001 har andelen aktier minskat (-6 procentenheter), med störst minskning inom svenska aktier och en omfördelning mellan utländska aktier och aktier på tillväxtmarknader. Andelen alternativa tillgångar inklusive fastigheter har ökat med fyra procentenheter och andelen räntebärande tillgångar med tre procentenheter.

4.2.2 Operativ förvaltning

Regeringens bedömning: Resultatet av den aktiva förvaltningen är fortfarande otillfredsställande i tre av Första–Fjärde AP-fonderna mätt över en femårsperiod. Andra AP-fonden redovisar ett negativt resultat före kostnader. Tredje och Fjärde AP-fonderna redovisar positiva resultat före kostnader, men inte tillräckligt för att kompensera för risker och kostnader förenade med verksamheten. Första AP-fonden är den enda fond som redovisar ett resultat som med säkerhet överstiger kostnaderna över perioden. Det är dock alltjämt oklart om marginalen är tillräcklig med hänsyn tagen till riskerna i verksamheten.

I likhet med tidigare år ser regeringen positivt på att fonderna har ökat fokus på styrelsens beslut om långsiktig allokering av fondkapitalet (strategiska beslut) jämfört med kortsiktig aktiv förvaltning. Detta är en, givet resultaten, rimlig omorientering som enligt regeringens mening kan drivas längre. Fortfarande förefaller omfattningen av den aktiva

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

Under de senare åren har en förskjutning i tyngdpunkt från aktiv förvaltning till strategiska beslut ägt rum, vilket är positivt. Trots fokus på total avkastning bör resultaten av, och riskerna i, fondernas operativa förvaltning presenteras och utvärderas särskilt, i den utsträckning aktiva beslut om förvaltning baserat på marknadsförväntan förekommer.

McKinsey: Första–Fjärde AP-fonderna arbetar i dag på olika sätt med aktiv förvaltning, vilket försvårar jämförelser mellan fonderna. 2011 genererade Första, Tredje och Fjärde AP-fonderna positiv avkastning från sin aktiva förvaltning före kostnader, medan Andra AP-fonden genererade negativ avkastning. Under den senaste femårsperioden har Första, Tredje och Fjärde AP-fonderna genererat en positiv ackumulerad aktiv avkastning före kostnader, medan Andra AP-fonden har genererat en negativ ackumulerad aktiv avkastning.

Skälen för regeringens bedömning: Tre av fyra fonder uppvisar 2011 positiva resultat av aktiv förvaltning, dvs. ambitionen om att uppnå högre avkastning än snittet på marknaden (index). Resultaten är dock genomgående sämre än föregående år.

Som regeringen konstaterat tidigare år har det skett en förskjutning i fonderna mot fokus på strategiska beslut, både långsiktiga och medelfristiga beslut. En konsekvens är att den aktiva förvaltningen förändrats i riktning mot färre transaktioner (dvs. lägre kostnader), lägre risk och mer långsiktiga innehav. I ljuset av resultatet för fondernas operativa förvaltning, empiri kring svårigheten att över tid överträffa marknaden, i synnerhet med beaktande av kostnaderna för verksamheten, och att strategiska beslut står för merparten av fondernas långsiktiga resultat ser regeringen positivt på ett ökat fokus på strategiska beslut.

Under den senaste femårsperioden (2007–2011) har resultatet av aktiv förvaltning före kostnader lämnat ett positivt bidrag i tre av fyra fonder (tabell 4.4). Utvärderingen baseras på relativ avkastning, dvs. över- och underavkastning i förhållande till jämförelseindex. Första AP-fonden uppvisar ett operativt resultat under den senaste femårsperioden på i genomsnitt 0,23 procent per år, vilket är bättre än Tredje AP-fondens aktiva avkastning på i genomsnitt 0,20 procent per år. För Fjärde AP-fonden är resultatet nu marginellt positivt (0,07 procent per år) och i Andra AP-fonden marginellt negativt (-0,07 procent per år).

Till följd av att Första–Fjärde AP-fonderna arbetar med aktiv förvaltning på olika sätt är resultaten inte fullt ut jämförbara. Detta framgår bl.a. av att Första AP-fonden över femårsperioden 2007–2011 genererat ett resultat på 2,6 miljarder kronor, vilket motsvarar i genomsnitt 0,23 procent per år, medan Tredje AP-fonden, som uppnått en avkastning på i genomsnitt 0,20 procent per år, har genererat 0,5 miljarder kronor. Inom fonderna har också förändringar skett så resultaten inte är direkt jämförbara över tid.

Tabell 4.4 Första–Fjärde AP-fondernas operativa resultat 2011 och 2007–2011 (mdkr respektive procent per år)

	2011		2007–2011	
	Mdkr	%	Mdkr	%
AP1	0,1	0,04	2,6	0,23
AP2	-0,3	-0,16	-1,9	-0,07
AP3	0,1	0,02	0,5	0,20
AP4	0,4	0,23	0,4	0,07

Not. Resultat före kostnader. Operativt resultat definieras olika mellan fonderna. Första AP-fonden har genomfört förändringar i beräkningen 2009, 2010 och 2011, Andra AP-fonden 2009, Tredje AP-fonden 2010 och Fjärde AP-fonden 2008.

Källa: McKinsey.

Resultatet över den senaste femårsperioden av fondernas aktiva förvaltning bedöms inte vara tillfredsställande. I Tredje och Fjärde AP-fonderna, som uppvisar svagt positiva resultat före kostnader, har fondernas totala kostnader under motsvarande period uppgått till 1,4 respektive 1,0 miljarder kronor. Det operativa resultatet före kostnader motsvarar således mindre än hälften av fondens kostnader över perioden. Det är svårt att analysera kostnaderna hänförliga till nämnda verksamhet men eftersom förvaltningen också är förenad med risker bedöms inte resultatet kompensera för kostnaderna och riskerna. Första AP-fondens resultat före kostnader överstiger fondens totala kostnader över perioden (1,5 miljarder kronor). Resultatet bör dock utvärderas i relation till risken i verksamheten, vilket det saknas fullständig information om (se nedan).

Som framgår av avsnitt 4.2.1 är det de strategiska besluten i fonderna (dvs. styrelsens övergripande beslut om allokering av fondkapital mellan olika tillgångar och marknader) som varit avgörande för fondernas långsiktiga resultat. Detta är delvis en naturlig följd av att strategiska beslut om investeringar i tillgångar som har en positiv avkastning sedan starten vid halvårsskiftet 2001 tillgodoses de strategiska resultaten, medan resultatet från aktiv förvaltning utgår från marknadens genomsnittliga avkastning och därför kan avvika i både positiv och negativ riktning.

Ett mer ändamålsenligt sätt att utvärdera resultatet av den operativa förvaltningen är genom att analysera det operativa resultatet i förhållande till risken. Det kan till exempel göras med hjälp av informationskvoten som anger detta förhållande (faktaruta 4.1). Risken uttrycks i aktiv risk, som visar i hur hög grad en förvaltare avviker från jämförelseindex. Informationskvoten mäter således överavkastning per enhet risk. Resultatet (tabell 4.5) är inte heller här direkt jämförbara mellan fonderna

och för två av fonderna, Första och Tredje AP-fonderna, saknas uppgift om informationskvot under det senaste året respektive två åren. Skr. 2011/12:130

Tabell 4.5 Informationskvot avseende Första–Fjärde AP-fondernas operativa förvaltning 2007–2011

	2011	2010	2009	2008	2007	2007–2011
AP1	-	1,9	1,1	-0,7	0,8	-
AP2	-1,0	2,7	1,3	-1,8	-0,6	0,1
AP3	-	-	3,5	-1,6	-0,5	-
AP4	0,5	2,6	3,0	-0,7	-1,3	0,1

Not. Underlag saknas för att beräkna genomsnittlig informationskvot för Första och Tredje AP-fonderna.

Källa: McKinsey.

Som framgår av tabell 4.5 är resultatet för de två fonder som redovisar riskjusterat resultat mätt med informationskvoten detsamma under den senaste femårsperioden. Resultatet kan betecknas som svagt (nära noll i statistisk mening, med beaktande av årliga variationer). En observation är att resultatet, förutom under 2007, varit relativt bra de år aktiemarknaderna uppvisat en god utveckling (2009 och 2010) men sämre i en nedåtgående aktiemarknad (2008 och 2011). Första–Fjärde AP-fondernas fokus på att skapa portföljer som är mer robusta och bättre hanterar perioder av oro på marknaderna bör även beakta erfarenheter från att bedriva aktiv förvaltning under olika marknadsscenarier.

Regeringen konstaterade i föregående års utvärdering att förändringar i förvaltningsmodeller inte bör hindra att resultaten av, och riskerna i, fondernas operativa förvaltning presenteras och utvärderas särskilt, i den utsträckning aktiva beslut om förvaltning baserat på marknadsförväntan förekommer. Här har förbättring skett då samtliga fonder i årsredovisning redovisar resultatet av den operativa förvaltningen. Däremot är det svårt att jämföra resultaten mellan fonderna och att utvärdera resultaten i relation till risk, särskilt när förvaltningen sker genom s.k. renodlade kapitallösa mandat, eftersom traditionella riskmått inte kommer till användning. I likhet med vad som konstaterades förra året bör resultatet, oavsett förvaltningsstrategi, relateras till den totala risken inom förvaltningen, i syfte att kunna förstå och utvärdera verksamheten. Risken kan anges i termer av de faktiska svängningarna i resultatet under året, t.ex. resultatet vid utgången av varje månad eller som standardavvikelse i daglig eller veckovis avkastning. I kapitallösa mandat ges förvaltare en risklimit, dessa maximala förlustnivåer skulle kunna utgöra riskmått som resultatet kan relateras till. Som konstaterades under föregående avsnitt (4.2.1) är det positivt om fonderna utvecklar jämförbara nyckeltal avseende avkastning och risk.

4.3 Utvärdering av Sjätte AP-fondens förvaltning

Regeringens bedömning: Sjätte AP-fondens totala avkastning når inte upp till fondens hittillsvarande mål, vilket är en försämring jämfört med föregående år. Det finns en stor variation i resultaten inom olika delar av fondens investeringsverksamhet. Investeringar i framför allt mogna bolag

har bidragit positivt till fondens resultat, medan investeringar i bolag som befinner sig i en tidig utvecklingsfas (expansionsbolag) uppvisat genomgående svagt resultat, i synnerhet 2011 då portföljen kraftigt nedvärderats. Sjätte AP-fonden har beaktat dessa erfarenheter inom ramen för det genomgripande förändringsarbete fonden inlett under 2011. Arbetet innefattar fondens strategi, mål och organisation. Förändringarna är en välkommen renodling av verksamheten. Utvecklingen bedöms vara i pensionssystemets intresse, även om arbete kvarstår t.ex. med att operationalisera fondens nya mål och strategi.

Fondens nya mål, som motsvarar avkastningen på den nordiska aktiemarknaden plus ett påslag på 2,5 procent, bör kunna ligga till grund för extern utvärdering av fondens resultat, vilket regeringen bedömer som positivt.

Nedskrivningar av bedömda marknadsvärden är ett normalt inslag i riskkapitalverksamhet. Omfattningen av de nedskrivningar som har ägt rum under 2011 är dock anmärkningsvärd. Regeringen kommer att följa upp hur en så stor förändring av tillgångarnas värdering kan vara möjlig från ett år till ett annat, utan direkt samband med den övergripande ekonomiska eller marknadsmässiga utvecklingen.

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

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

McKinsey: Avkastningen på fondens totala kapital uppgår till 3,9 procent per år sedan starten 1997 och 5,3 procent per år sedan 2003, den period som fonden använder för utvärdering då merparten av fondkapitalet hade investerats i kärnverksamheten och nuvarande mål införts. Avkastningen överstiger under båda perioderna inkomstindex men når inte upp till fondens mål för perioden 2003–2011 på 6,7 procent per år. Det når inte heller upp till fondens nya mål som för perioden skulle ha uppgått till 13,0 procent per år.

Fondens investeringsverksamhet har inte heller nått det mål fonden här har fastställt, sedan 2003 har avkastningen uppgått till 7,0 procent per år (målet 8,2 procent per år). Avkastningen är i hög grad driven av investeringar i mogna bolag, medan expansionsbolag haft en avkastning på -16,0 procent per år.

I april 2011 fick Sjätte AP-fonden en ny vd och i maj tre, av fem, nya styrelseledamöter inklusive ordförande och vice ordförande.

Tillsammans har styrelsen och vd genomfört flera viktiga förändringar i strategi och organisation: Skr. 2011/12:130

- ny tolkning av fondens uppdrag – långsiktigt hög avkastning och tillfredsställande riskspridning genom placeringar på riskkapitalmarknaden (således har tolkningen att fonden genom sina investeringar ska bidra till utvecklingen i svenskt näringsliv tagits bort),
- nedskrivning av fondens investeringar i expansionsbolag med cirka två miljarder kronor,
- ny investeringsstrategi med fokus på långsiktiga investeringar i onoterade bolag genom dels direktinvesteringar i mogna bolag i Sverige, dels investeringar i nordiska fonder som investerar i bolag i både tidig och mogen fas,
- ny renodlad organisation som fr.o.m. 2012 består av Företagsinvesteringar och Fondinvesteringar,
- ett nytt långsiktigt mål införs fr.o.m. 2012. Målet motsvarar nordiskt aktieindex (SHB Nordix All-Share Portfolio Index) plus 2,5 procent. Det nya målet är högre än det tidigare som utgått från reporäntan plus 4,5 procent.

Den nya inriktningen bedöms syfta till att investeringsstrategin ska bli mer fokuserad och det nya målet bedöms vara mer lämpligt. För 2012 är det viktigt att fonden preciserar och börjar implementera den nya strategin framgångsrikt.

En fråga för fondens utveckling framåt är vilken strategi för direkta företagsinvesteringar Sjätte AP-fonden bör ha för att säkerställa att fonden är maximalt konkurrenskraftig, mot bakgrund av att det råder hög konkurrens inom direktinvesteringar i mogna svenska bolag. En annan fråga är hur fonden bör operationalisera sitt nya mål när det införs 2012. Vid implementering av målet bedöms det viktigt att precisera hur fonden ska arbeta med mål och uppföljning av olika typer av investeringar, för att beakta olika riskprofil (t.ex. mellan direktinvesteringar och fondinvesteringar och mogen kontra tidig fas) och att det tar tid innan den nya strategin genomsyrar hela portföljen.

Skälen för regeringens bedömning: Sjätte AP-fonden avviker från andra riskkapitalaktörer på flera sätt. Fonden är sluten, dvs. det sker inte några in- och utbetalningar från pensionssystemet, varför Sjätte AP-fonden måste förvalta erforderlig likviditetsreserv. Därtill finansierar fonden sina investeringar med eget kapital och utnyttjar inte belåning i den egna balansräkningen, med undantag för kortfristiga likviditetsbehov. Sjätte AP-fonden är också i huvudsak begränsad till den svenska marknaden. Fondens uppdrag har därmed konsekvenser för fondens totala avkastning och dess variation över tid, dvs. risk. Sjätte AP-fondens regelverk är i stort oförändrat sedan 1996. Mot denna bakgrund har Sjätte AP-fonden inkluderats i den pågående översynen av buffertfondernas regelverk.

Sjätte AP-fonden har hittills utvärderat sitt resultat för dels perioden sedan starten 1997, dels sedan investeringsverksamheten 2003 utgjorde en huvudsaklig andel av fondens portfölj och ett absolut mål för fonden infördes. Före 2003 hade fonden ett mål att överträffa börsindex. Sjätte

AP-fonden bedömer att fonden har arbetat under jämförbara förutsättningar fr.o.m. 2003 men att även den längre perioden sedan fondens start 1997 kan användas för utvärdering av verksamheten.

Sjätte AP-fondens totala avkastning uppgick till i genomsnitt 5,3 procent per år under perioden 2003–2011, vilket betyder att fonden inte uppnådde styrelsens mål på 6,7 procent per år (tabell 4.6). Detta är en betydande försämring jämfört med föregående då fondens långsiktiga avkastning (2003–2010) uppgick till 7,0 procent per år. Den huvudsakliga förklaringen är den nedvärdering av fondens portfölj på två miljarder kronor som den nya styrelsen genomförde under 2011 i kombination med negativ avkastning på fondens noterade tillgångar. Fondens resultat uppgick till -1,4 miljarder kronor 2011, vilket motsvarar en avkastning på -6,9 procent.

Fondens avkastning 2003–2011 överstiger alltså jämt uppräknningen av inkomstindex under perioden (3,3 procent per år). Det mål som införs i fonden fr.o.m. 2012 skulle under motsvarande period ha motsvarat 13,0 procent per år. McKinsey jämför därtill med noterade aktier i svenska medelstora respektive små bolag som under motsvarande period hade en avkastning på i genomsnitt 9,9 respektive 14,4 procent per år. Fondens avkastning sedan starten 1997 har i genomsnitt uppgått till 3,9 procent per år, vilket inte når upp till målet för fonden såsom det beräknats i efterhand, men överträffar inkomstindex.

Tabell 4.6 Sjätte AP-fondens totala avkastning (procent per år)

	1997–2011	2003–2011
Sjätte AP-fonden	3,9	5,3
Fondens mål	(7,3)	6,7
Nytt mål fr.o.m. 2012	(10,2)	(13,0)
Inkomstindex	2,9	3,3
Svenska småbolag (börsindex)		14,4
Svenska mellanstora bolag (börsindex)		9,9

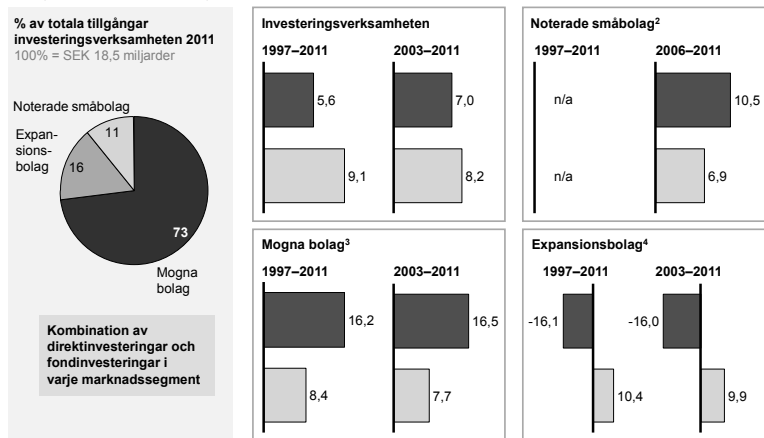
Not. Fondens mål anges enligt den metod, för att fastställa målet, som fonden har tillämpat sedan 2003 t.o.m. 2011.

Källa: McKinsey.

Sjätte AP-fondens portfölj består till övervägande andel av onoterade aktier (faktaruta 4.2). Enligt branschpraxis beräknas avkastningen för onoterade aktier som en genomsnittlig avkastning sedan tidpunkten för den första investeringen, med hänsyn tagen till vid var tid investerade belopp. Avkastningen för fondens investeringsverksamhet, beräknad enligt denna metod, uppgick sedan 2003 till 7,0 procent per år efter externa förvaltningsavgifter, vilket är lägre än fondens mål på 8,2 procent per år (figur 4.9). Från starten 1997 uppgår avkastningen till 5,6 procent per år efter externa förvaltningsavgifter, vilket överstiger fondens totala avkastning men understiger målet för verksamheten, som det kan beräknas i efterhand, med 3,5 procentenheter per år.

Resultat Sjätte AP-fondens investeringsverksamhet

IRR (efter externa kostnader); Procent

■ Sjätte AP-fonden
□ Interna avkastningsmål¹

¹ Avkastningsmål: Riskfri ränta + Sektorbeta + Marknadens riskpremie + faspåslag. År 2009 ändrades definitionen på avkastningsmål till att inte innehålla någon överavkastning; ² Noterade småbolag adderades till Sjätte AP-fondens investeringsportfölj vid utgången 2005 (avser noterade småbolagsfonder); ³ Bolag en årlig omsättning på SEK >200 miljoner (samt positivt kassaflöde vid grännsfall); ⁴ Bolag med en omsättning på SEK <200 miljoner och som har negativt kassaflöde alternativt behöver tillförsel av ägarkapital för fortsatt tillväxt

KÄLLA: Sjätte AP-fonden; McKinsey-analys

Källa: McKinsey.

Som framgår av figur 4.9 skiljer sig resultatet kraftigt åt mellan fondens olika investeringar. Det långsiktiga resultatet förklaras i hög grad av den höga avkastningen i fondens investeringar i mogna bolag som, sedan nedvärderingen av fondens expansionsbolag, svarar för drygt två tredjedelar av fondens portfölj. Avkastningen i mogna bolag har både under perioden 2003–2011 och från fondens start överträffat målet med betydande marginal. Avkastningen i mogna bolag har också varit högre än fondens nya mål fr.o.m. 2012. Även avkastningen i fondens noterade småbolag, som introducerades i portföljen vid utgången av 2005, har överträffat fondens mål, men med en försämring jämfört med föregående år.

Till följd av fondens nedskrivning av innehaven i bolag som befinner sig i en tidig utvecklingsfas (expansionsbolag) har fondens resultat inom detta segment ytterligare försämrats under 2011. Föregående år uppgick avkastningen i expansionsbolagen från starten 1997 till i genomsnitt -8,6 procent per år, vilket i år försämrats ytterligare till -16,1 procent per år. Fondens erfarenhet av dessa investeringar beaktas i fondens nya strategi genom att Sjätte AP-fonden inom direktinvesteringar ska fokusera på mogna bolag (se avsnitt 3.2 angående fondens nya strategi). Det bör noteras att utvecklingen inom detta segment varit genomgående svag i Europa.

Regeringen har tidigare ifrågasatt Sjätte AP-fondens mål som grund för utvärdering av fondens resultat. I förra årets utvärdering noterades att fondens mål avviker från branschpraxis. Under 2011 har fonden genomfört ett genomgripande förändringsarbete inklusive utvecklat en ny strategi, baserat på fondens erfarenheter inom olika segment, och fastställt nytt mål för verksamheten. Därtill har organisationen renodlats till affärsområdena Företags- respektive Fondinvesteringar. McKinsey

noterar att det kvarstår för fonden att implementera den nya strategin och målet för fonden, vilket innefattar hur fonden ska arbeta med mål och utvärdering av investeringar med olika riskprofil.

Sjätte AP-fondens nya mål är en anpassning till branschpraxis med justering för fondens behov av likviditetsplanering och bör därmed kunna ligga grund för extern utvärdering av fondens resultat. Det nya målet är väsentligt högre än det hittillsvarande målet och bekräftar därmed regeringens tidigare bedömning att det inte har utgjort lämplig norm för extern utvärdering av fondens resultat.

Nedskrivningar av bedömda marknadsvärden är ett normalt inslag i riskkapitalverksamhet. Omfattningen av de nedskrivningar som ägt rum under 2011 av fondens innehav i expansionsbolag på motsvarande två miljarder kronor är dock anmärkningsvärd. De innehav som nedvärderats hänförs till två olika portföljer. Dels fondens direktinvesteringar i expansionsbolag som vid utgången av 2010 sammantaget uppgick till 3,9 miljarder kronor, dels fondens investeringar i s.k. life science-bolag som vid utgången av 2010 sammantaget uppgick till 1,7 miljarder kronor. Under 2011 uppgick nedvärderingarna i de två portföljerna till 1,3 respektive 0,7 miljarder kronor, vilket motsvarar 33 respektive 41 procent av värdet på portföljerna vid utgången av 2010. Besluten är fattade av Sjätte AP-fondens styrelse och de största nedvärderingarna på grund av ändrad tillämpning av värderingsprincipen eller ändrad strategi för innehaven (beslut att inte tillföra nytt kapital). Regeringen finner för sin del ett behov av ytterligare uppföljning, med beaktande av nedskrivningarnas omfattning från ett år till ett annat.

Faktaruta 4.2 Värdering av onoterade aktier

Sjätte AP-fondens redovisning, och regeringens utvärdering av Sjätte AP-fondens onoterade portfölj, baseras på IPEV:s riktlinjer (International Private Equity & Venture Capital Valuation Board). Generellt gäller att värderingen ska avspegla verkligt värde. Det finns olika metoder för att fastställa verkligt värde beroende på vilken information som finns tillgänglig. Om det under det senaste året har genomförts en transaktion med en tredje part avseende aktuellt innehav värderas innehavet med ledning av det priset. Sedan 2011 framgår att Sjätte AP-fonden även beaktar transaktioner där endast befintlig ägarkrets deltagit (s.k. internrundor). Om denna transaktion indikerar en nedvärdering genomförs en mer detaljerad analys och nedvärdering genomförs om försök att få in en extern part har misslyckats eller om intresset för bolaget på marknaden är mycket litet. I båda fallen justeras värderingen för händelser mellan tidpunkten för transaktionen och rapporteringstillfället. Värdering sker också baserat på framtida kassaflöde som nuvärdesberäknas med en riskjusterad ränta (Sjätte AP-fonden använder sin riskpremiemodell inklusive ett påslag för att fastställa diskonteringsräntan). Detta är den vanligaste värderingsmetoden i Sjätte AP-fonden. En tredje metod baseras på värdering av företagens nettotillgångar. Andra metoder utgår från att använda värderingsmått baserade på finansiella nyckeltal (s.k. multipelvärdering) eller specifika jämförelser inom en viss bransch (s.k.

industriella benchmarks). De två sistnämnda metoderna används endast som komplement till värderingar baserade på någon annan metod.

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

Enligt branschpraxis beräknas avkastning avseende onoterade aktier med hjälp av en internränta, dvs. en kapitalvägd avkastning, eftersom förvaltaren bestämmer tidpunkten för nya investeringar och deras omfattning (se även faktaruta 4.1).

4.4 Utvärdering av Sjunde AP-fondens förvaltning

4.4.1 Strategiska beslut

Regeringens bedömning: Sedan starten 2000 överträffar avkastningen i Sjunde AP-fondens förvalsalternativ den genomsnittliga avkastningen för de privata fonderna i premiepensionssystemet, vilket är positivt.

Den period som Sjunde AP-fondens nya förvalsalternativ AP7 Såfa har varit i bruk är alltför kort för att utgöra grund för bedömning av resultatet. Dock kan konstateras att utvecklingen under perioden bekräftar behovet av tydlig information om förvalsalternativets inriktning och risknivå. Det arbete som fonden har inlett på detta område välkomnas.

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

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

McKinsey: Sedan 2001 har Sjunde AP-fondens förvalsalternativ haft en avkastning som överstiger PPM-index med 0,5 procentenheter per år. Sjunde AP-fondens nya förvalsalternativ AP7 Såfa har sedan starten den 24 maj 2010 haft en avkastning på 1,4 procent per år, jämfört med snittet för de privata fonderna (PPM-index) på -1,4 procent per år.

Under 2011 har Sjunde AP-fonden fastställt en ny kommunikationsstrategi med ökat fokus på information till spararna, framför allt avseende förvalsalternativet. Fondens förvalsalternativ har genererat högre avkastning än PPM-index och haft lägre kostnader än den genomsnittliga fonden i premiepensionssystemet. Samtidigt bedöms fondens produkter vara relativt svåra att förstå för en pensionssparare och bara 16 000 pensionssparare har hittills aktivt valt någon av Sjunde AP-fondens produkter. En fråga är om fonden ytterligare kan utveckla kommunikationen kring sina produkter. Det kan vara att tydliggöra hur

de är utformade, t.ex. kring AP7 Såfas uppbyggnad och riskprofil jämfört med andra fonder i premiepensionssystemet, i syfte säkerställa god transparens och förståelse bland pensionsspararna.

Skälen för regeringens bedömning: Sjunde AP-fonden förvaltar fonder i premiepensionssystemet. Vid utgången av 2011 förvaltade Sjunde AP-fonden 26,7 procent av det totala premiepensionskapitalet, varav 25,0 procent i AP7 Aktiefond och 1,7 procent i AP7 Räntefond.

Sjunde AP-fonden erbjuder sex olika produkter. Det är de två fonderna AP7 Aktiefonden och AP7 Räntefond samt fyra olika kombinationer av dessa i produkterna AP7 Såfa, AP7 Offensiv, AP7 Balanserad och AP7 Försiktig (för närmare information om dessa se avsnitt 3.3). Målen för förvalsalternativet AP7 Såfa och de två fonderna är att Såfa ska uppnå en avkastning som är minst lika bra som genomsnittet av de privata fonderna inom premiepensionssystemet, medan de två fonderna vardera ska överträffa sina jämförelseindex. Därutöver finns mål om aktiv avkastning i AP7 Aktiefond. Således utvärderas Sjunde AP-fondens strategiska beslut avseende AP7 Såfa, medan resultatet av de enskilda fonderna utvärderas inom ramen för den operativ förvaltning (nästa avsnitt).

I och med förändringarna av premiepensionssystemet 2010 och inrättandet av det nya förvalsalternativet kan AP7 Såfa endast utvärderas under perioden sedan starten den 24 maj 2010. Sjunde AP-fondens styrelse har inte fastställt för vilken period målet för AP7 Såfa ska utvärderas, men regeringen har som utgångspunkt att strategiska beslut bör utvärderas över en period på tio år.

Sedan starten den 24 maj 2010 t.o.m. 2011 har AP7 Såfa haft en genomsnittlig avkastning på 1,4 procent per år. Under motsvarande period har den genomsnittliga avkastningen bland de privata fonderna i premiepensionssystemet (PPM-index) haft en avkastning på -1,4 procent per år. Under 2011 var resultatet för AP7 Såfa -10,5 procent, vilket var marginellt sämre än genomsnittet för de privata fonderna vid -10,4 procent.

Sjunde AP-fondens förvalsalternativ (Premiesparfonden och AP7 Såfa fr.o.m. den 24 maj 2010) har sedan starten november 2000 haft en genomsnittlig avkastning på 0,11 procent per år, vilket kan jämföras med de privata fonderna som haft en genomsnittlig avkastning på -0,40 procent per år. Förvalsalternativet överträffar därmed den genomsnittliga avkastningen i de privata fonderna med 0,5 procentenheter per år. Målet för det tidigare förvalsalternativet Premiesparfonden var att fonden över rullande femårsperiod skulle överträffa genomsnittet av alla fonder som kan väljas aktivt i premiepensionssystemet (PPM-index) och att det skulle ske till lägre risk (vilket följde av tidigare begränsning i lag). Premiesparfonden var inte valbar i premiepensionssystemet, vilket AP7 Såfa är. Över hela perioden sedan starten i slutet av 2000 har Sjunde AP-fonden med de olika förvalsalternativen sammantaget nått målet om att överträffa den genomsnittliga avkastningen i övriga fonder i premiepensionssystemet.

Utformningen av förvalsalternativet AP7 Såfa och AP7 Aktiefond, som utgör hela exponeringen till dess att premiepensionsspararen har nått 55 år, baseras på utgångspunkten från Sjunde AP-fonden att det är rationellt för en premiepensionssparare att ta hög finansiell risk, i syfte

tillvarata förväntade riskpremier över tid, och att sprida riskerna utanför Sverige. Det motiveras med att premiepensionen är liten del av den allmänna pensionen som följer pris-, löne- och sysselsättningsutvecklingen i den svenska ekonomin. Av det skälet är AP7 Aktiefond en global aktiefond och innehåller en hävstång som ökar aktierisken i normalfallet till 150 procent. Styrelsens strategi för förvalsalternativet är således att intill dess att premiepensionssparare uppnår 55 år, genom betydande grad av belåning, ta hög aktierisk med en global spridning.

Regeringen konstaterade i förra årets utvärdering att det, med beaktande av de sammantagna riskerna i inkomstpensionssystemet och att premiepensionsspararnas övriga tillgångar i allt väsentligt är begränsade till Sverige, finns rationella argument för fondens strategi i förhållande till kollektivet av icke-väljare. Samtidigt konstaterade regeringen att en annan bedömning kan vara relevant för den enskilde spararen, givet dennes finansiella tillgångar och humankapital samt vilken risk spararen är beredd att ta.

Perioden sedan det nya förvalsalternativet sjsattes ger en god illustration av fondens tänkta och förväntade egenskaper. Under 2010, när den globala aktiemarknaden i genomsnitt uppvisade en positiv avkastning (5,7 procent inklusive valutakursförändring) översteg avkastningen i AP7 Såfa den genomsnittliga avkastningen i de privata fonderna. Från och med den 24 maj t.o.m. utgången av året uppgick avkastningen i AP7 Såfa till 13,3 procent och i de privata fonderna i genomsnitt 10,1 procent. Under 2011 däremot, när den globala aktiemarknaden i genomsnitt uppvisade en negativ avkastning (-2,9 procent inklusive valutakursförändring) uppvisade AP7 Såfa en, om än marginellt, lägre avkastning än genomsnittet av privata fonder, -10,5 procent i förhållande till -10,4 procent. Den globala spridningen i AP7 Såfas aktieexponering, vilken syftar till att diversifiera riskerna, dämpade nedgången i förhållande till de privata fonderna. De privata fonderna har sammantaget en aktieandel på 78 procent av det totala premiepensionskapitalet, varav 26 procent i svenska aktier. Den svenska aktiemarknaden uppvisade under 2011 en avkastning på -13,1 procent (SBX).

Regeringen bedömde i förra årets utvärdering att Sjunde AP-fonden bör säkerställa tydlig information om förvalsalternativets inriktning och risknivå. Regeringen menade att informationsbehovet inte kan isoleras till tidpunkter med påfrestningar av systemet, såsom perioder när den globala aktiemarknaden har en negativ utveckling och förvalsalternativet genom sin hävstång har en än sämre utveckling. Informationsbehovet finns oaktat marknadssituation och regeringen menade att mycket talar för att informationen bör tillhandahållas innan påfrestningar gör sig påminda. Utvecklingen på aktiemarknaderna efter halvårsskiftet 2011 var exempel på en sådan period och bekräftar behovet av information om förvalsalternativets inriktning och risknivå. Både för den enskilde spararen och förtroendet för premiepensionssystemet är det viktigt att det finns en bild av den förväntade utvecklingen och riskerna. Det utgör i sin tur en god grund för kommunikationen kring resultatet i perioder med negativ/svag utveckling på aktiemarknaderna.

Sjunde AP-fonden har under 2011 fastställt en ny kommunikationsstrategi. Fonden har också ökat resurserna för arbetet genom att anställa en informationschef. Det är positivt att frågan får ökad uppmärksamhet i fonden, även om resultatet låter vänta på sig. I arbetet bör Sjunde AP-fonden, som konstaterades förra året, tillse att det finns tillräcklig information tillgänglig om fondens olika placeringsalternativ avseende strategi och risknivå. Målet bör vara att den sparare som söker informationen lätt ska kunna finna den och förstå vad placeringsalternativet innebär i termer av risk och förväntad avkastning.

4.4.2 Operativ förvaltning

Regeringens bedömning: Sedan Sjunde AP-fondens nya fonder, AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond, infördes i maj 2010 är den aktiva förvaltningen negativ redan före kostnader. Perioden är emellertid för kort för att kunna läggas till grund för slutsatser, men det är positivt att fonden tillvaratar gjorda erfarenheter.

Sjunde AP-fonden har genomfört en utvärdering av sin renodlade aktiva förvaltning. Resultatet i den förvaltningen bedöms inte vara tillfredsställande med beaktande av riskerna i verksamheten. Fonden redovisar utvärderingen, vilket är positivt eftersom det bidrar till den öppenhet som bör prägla AP-fondernas verksamhet.

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

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

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

McKinsey: Den aktiva avkastningen i AP7 Aktiefond respektive AP7 Räntefond uppgick under 2011 till -1,23 respektive -1,65 procentenheter. Sedan starten i maj 2010 uppgår resultatet till -0,57 respektive -0,84 procentenheter per år. De två främsta källorna till resultatet i aktiefonden 2011 var fondens dynamiska hävstång och den renodlade aktiva förvaltningen, vilka bidrog med -1 028 respektive 276 miljoner kronor, vilket är lägre än fondens mål för den aktiva förvaltningen. Målet för den renodlade aktiva förvaltningen är 300 miljoner kronor per år och för den dynamiska hävstången är målet 500 miljoner kronor per år över en femårsperiod.

Sjunde AP-fonden har under senare år förändrat sin modell för aktiv förvaltning genom absolutavkastande mandat och en dynamisk hävstång. Den tidigare modellen med traditionell aktiv förvaltning uppvisade negativt resultat åtta år av tio under perioden 2001–2010 och sedan den nya modellen infördes har fonden, genom den dynamiska hävstången, fortsatt att uppvisa negativt resultat. En fråga är mot denna bakgrund är om Sjunde AP-fonden har förutsättningar att framåt generera

tillfredsställande aktiv avkastning med den nya modellen och i vilken utsträckning och i vilken form den aktiva förvaltningen bör bedrivas.

Skälen för regeringens bedömning: Sjunde AP-fondens styrelse har fastställt målet att AP7 Aktiefond respektive AP7 Räntefond ska överträffa sina respektive jämförelseindex. Under den begränsade perioden sedan de nya fonderna startade den 24 maj 2010, som inte kan läggas till grund för bedömning, har resultatet inte uppnåtts (tabell 4.7).

Tabell 4.7 Sjunde AP-fondens avkastning före kostnader i förhållande till jämförelseindex fr.o.m. 24 maj 2010 t.o.m. 2011 (procent per år)

	2011	24 maj – 31 dec 2010	24 maj 2010–2011
AP7 Aktiefond	-1,23	0,08	-0,57
AP7 Räntefond	-1,65	-0,04	-0,84

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

Källa: McKinsey.

Det negativa resultatet i AP7 Räntefond under 2011 förklaras av enskilda positioner som Sjunde AP-fonden har stängt. Enligt fonden förvaltas räntefonden nu passivt.

I AP7 Aktiefond har styrelsen fastställt två mål för den aktiva förvaltningen. Det ena målet är att den aktiva förvaltningen ska generera ett absolut bidrag till fondens resultat på 300 miljoner kronor per år. Under 2011 var resultatet 276 miljoner kronor, vilket innebär att målet underskreds. Det andra målet är att fonden över rullande femårsperioder ska generera 500 miljoner kronor per år genom att anpassa aktieexponeringen i portföljen till marknadens utveckling, fondens s.k. dynamiska hävstång. Denna anpassning sker genom avsteg från riktmärket om en aktieexponering på 150 procent, t.o.m. 2011 inom intervallet 100 till 170 procent. Under 2011 uppgick resultatet i den dynamiska hävstången till -1 028 miljoner kronor. Sedan starten den 24 maj 2010 är resultatet -754 miljoner kronor, vilket motsvarar -377 miljoner kronor per år. Den dynamiska hävstången har under 2011 varierat mellan noll och 15 procentenheter från riktmärket på 150 procent. Det sammantagna operativa resultatet i aktiefonden (-752 miljoner kronor) motsvarade 0,7 procent av genomsnittligt fondkapital under 2011.

I likhet med vad som konstaterades förra året bör resultatet i fondens aktiva förvaltning relateras till den totala risken med förvaltningen, i syfte att kunna förstå och utvärdera verksamheten. I de renodlade mandaten torde ett sådant sätt vara att relatera till den maximala förlustrisk fonden bär. Risken kan också anges i termer av de faktiska svängningarna i resultatet under året, t.ex. resultatet vid utgången av varje månad eller som standardavvikelse i daglig eller veckovis avkastning.

Under 2011 har styrelsen beslutat att begränsa utrymmet inom den dynamiska hävstången. Från och med 2012 uppgår mandatet för vd för den dynamiska hävstången till 140–160 procent (dvs. +/- 10 procentenheter från riktmärket 150 procent).

Det är positivt att fonden tillvaratar hittillsvarande erfarenhet, även om perioden är kort. Sannolikt har risken förknippad med den dynamiska hävstången blivit kännbar under 2011, i samband med en hög

aktieexponering när marknaden utvecklades negativt. Detta vittnar om behovet att relatera mål och mandat till risktolerans.

Sjunde AP-fonden har genomfört en utvärdering av fondens renodlade aktiva förvaltning. Utvärderingen finns tillgänglig på fondens hemsida. Det är i sig positivt att verksamheten utvärderas och läggs till grund för beslut om fortsatt förvaltning. Här bör också noteras att det är särskilt positivt att fonden tillgängliggör resultaten (se avsnitt 4.5).

I fondens egen utvärdering presenteras resultatet efter förvaltningskostnader. Studien visar att den ackumulerade vinsten motsvarar 16 procent av de uppsatta målen för förvaltningen under perioden. Resultatet täcker således fondens kostnader för verksamheten, men som konstaterats ovan (och i avsnitt 4.2.2) bör resultatet också ställas i relation till den risk fonden tagit. I utvärderingen presenteras variationen i resultatet (risken) över tid och slutsatsen att risken varit betydande i relation till den genomsnittliga avkastningen. Erfarenheterna bör tas tillvara.

4.5 Övriga förvaltningsfrågor

Regeringens bedömning: AP-fonderna fortsätter att utveckla arbetet med riktlinjer för etik och miljö. Regeringen bedömer att det bedrivs ett viktigt arbete i Första–Fjärde AP-fonderna med att integrera frågorna i den löpande analysen och förvaltningen. Som konstaterades av Etik- och miljöutredningen är det så etik- och miljöfrågorna bäst hanteras för att uppfylla uppdraget om hänsyn till etik och miljö i investeringarna utan att göra avkall på målet om långsiktigt hög avkastning.

Regeringen lägger stor vikt vid ersättningsfrågor eftersom dessa har betydelse för allmänhetens förtroende för AP-fonderna och ytterst för pensionssystemet. Mot den bakgrunden har regeringen beslutat om riktlinjer för fondernas styrelser när det gäller anställningsvillkor för ledande befattningshavare. Riktlinjerna omfattar både anställda i fonderna och hur fonderna agerar i rollen som ägare av börsbolag. AP-fonderna redovisar i år underlag kring ersättningar till fondens anställda och en bedömning av hur ersättningarna förhåller sig till regeringens riktlinjer. Regeringen välkomnar den genomgång fonderna har gjort och den ökade genomlysning av ersättningar till fondernas anställda som blir resultatet. Regeringen förutsätter att styrelserna löpande följer upp och bedömer löneläget i förhållande till regeringens riktlinjer samt öppet redovisar underlag och bedömningar.

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

Regeringen lägger stor vikt vid ersättningsfrågor eftersom de har betydelse för allmänhetens förtroende för AP-fonderna och ytterst för pensionssystemet. Mot den bakgrunden har regeringen beslutat om riktlinjer för fondernas styrelser när det gäller anställningsvillkor för

ledande befattningshavare. Riktlinjerna omfattar både anställda i fonderna och hur fonderna agerar i rollen som ägare av börsbolag.

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

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

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

Ernst & Young: AP-fondernas revisorer har haft Finansdepartementets uppdrag att granska AP-fondernas riktlinjer för ersättningar till ledande befattningshavare, vilket inkluderade en bedömning av om de riktlinjer som har gällt för räkenskapsåret har följts eller inte.

Revisorerna har utfört granskningen i enlighet med FAR SRS rekommendation RevR 8 (Granskning av ersättningar till ledande befattningshavare i aktiemarknadsbolag) i syfte att lämna ett yttrande över huruvida fondens riktlinjer och efterlevnaden av dessa följer regeringens riktlinjer. Revisorerna har granskat fondernas organisation för och dokumentation av ersättningar för samtliga anställda. Revisorerna har vidare granskat ersättningsprinciper samt gjort stickprov på utbetalda ersättningar. Styrelsens rutiner för att bedöma och försäkra sig om att den totala ersättningen följer riktlinjerna har granskats. Med anledning av granskningen konstaterar revisorerna att fonderna i allt väsentligt följt de riktlinjer för ersättningar till ledande befattningshavare och övriga anställda i fonderna som regeringen beslutat om. Revisorerna konstaterar vidare att Första och Andra AP-fonderna avvikit från riktlinjerna vad gäller uppsägningstid för vissa ledande befattningshavare av skäl som redovisas i årsredovisningen.

När det gäller kravet om att verka för att riktlinjerna även tillämpas i företag som ägs av AP-fonderna konstaterar revisorerna att riktlinjerna ger fondernas styrelser utrymme att göra egna bedömningar. Detta utrymme medför att fonderna vid tillämpningen av riktlinjerna kan fatta beslut som avviker från principerna om detta bedöms vara till fondens fördel. Mot denna bakgrund bedömer revisorerna att AP-fondernas ägarpolicy inte står i direkt strid med regeringens riktlinjer. I förhållande till fondernas agerande som ägare noterar revisorerna också att det i fondernas ägarpolicy och årsredovisning inte klart framgår om fonderna anser sig följa riktlinjerna och därmed verka för att riktlinjerna tillämpas så långt som möjligt i företag där fonden direkt eller genom företag är delägare.

Skälen för regeringens bedömning

Fondernas riktlinjer för miljö och etik

Sedan två år tillbaka ingår fondernas arbete med riktlinjer för miljö och etik som ett eget område i regeringens utvärdering av AP-fondernas verksamhet. Syftet är att följa upp utvecklingen i fonderna, med Etik- och miljöutredningens förslag (SOU 2008:107) som grund, och metoden har utvecklats på uppmaning av finansutskottet. I sin senaste behandling av regeringens utvärdering av AP-fondernas verksamhet (t.o.m. 2010) bedömde utskottet att utvärderingen bidrar till att fondernas arbete inom detta område uppmärksammas och att arbetet löpande utvecklas (bet. 2011/12:FiU6).

Modellen för utvärdering bygger på följande huvudsakliga moment:

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

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

- fondernas arbetssätt, organisation och kommunikation bör utformas med ledning av faktorer som främjar fondernas trovärdighet och – i förlängningen – förtroende (dvs. kompetens, öppenhet, integritet och välvilja),
- den värdegrund som ska ligga till grund för verksamheten bör utvecklas och tydliggöras,

- miljö och etik hanteras bäst genom att integreras i den löpande analysen och förvaltningen,
- miljö och etik kan integreras med fondernas ägarpolicyer,
- sådana ägarpolicyer bör övervägas för alla typer av tillgångar, inte enbart börsnoterade aktier,
- extern utvärdering av styrelsernas arbete bör göras regelbundet,
- det bör avsättas tillräckliga resurser för att säkerställa kvalitet i arbetet med miljö och etik,
- AP-fonderna kan utveckla samarbetet inom miljö och etik,
- principerna för bolagens ersättningsvillkor har viktiga förtroendimensioner och är därför en viktig uppgift för fonderna och
- fondernas arbete med miljö och etik bör utvärderas regelbundet.

Etik- och miljöutredningen konstaterade att arbetet bäst hanteras genom att integreras i fondernas löpande analys och förvaltning. Det förutsätter bl.a. en etablerad värdegrund, kompetens och tillräckliga resurser. Ett utvecklat samarbete mellan fonderna främjar också att detta sker kostnadseffektivt och med ökad styrka, i synnerhet gentemot utländska bolag. Tidigare år har regeringen följt upp fondernas arbete med att utveckla värdegrund, resurser i arbetet och samarbetet genom Etikrådet. I årets utvärdering belyser regeringen integrationen.

I Första–Fjärde AP-fonderna utvecklas metoder för att integrera etik- och miljöfrågor i den löpande analysen och förvaltningen, vilket innebär att arbetet breddas från fondernas specialister inom ägarstyrning och hållbarhetsfrågor till kapitalförvaltningen. Målet är att analys av hållbarhetsfrågor i bolag ska ingå som en naturlig del i den finansiella analysen av investeringar, i den löpande förvaltningen och i ägarstyrningen. Ett centralt moment i att integrera frågorna bedöms vara att ansvaret breddas till att även omfatta de inom fonden som har förvaltningsansvaret. Till exempel har Fjärde AP-fonden lagt ut ansvaret för att integrera etik- och miljöfrågor på respektive förvaltningsenhet. Inom den svenska aktieförvaltningen, som baseras på fundamental analys av företag, analyseras etik- och miljöfrågor, vilka tas upp i dialogen med bolagen. Fjärde AP-fonden redovisar detta arbete i fondens ägarstyrningsrapport för 2011.

Styrningen och formerna för arbetet skiljer sig åt mellan fonderna, bl.a. beroende på förvaltningsmodell och graden av intern respektive extern förvaltning. Första AP-fonden anger t.ex. behovet av kontroll över vilka företag fonden äger som ett skäl för att i högre grad bedriva förvaltningen internt. Vid extern förvaltning kan integreringen i stället ske genom uppdragets utformning och krav på rapportering från förvaltarna. Sjunde AP-fonden, som har en stor del extern förvaltning, använder sedan länge en metod med riktlinjer till förvaltarna kring företag i vilka fonden inte investerar, den s.k. svarta listan, och uppföljande diskussioner om etik- och miljöfrågor med förvaltarna.

Fonderna pekar på investeringar där etik- och miljöfrågorna spelar en central roll. Här kan nämnas Andra AP-fondens investeringar i jordbruksfastigheter. Som ett led i investeringsprocessen har fonden tillsammans med andra internationella investerare utvecklat principer för ansvarsfulla investeringar i jordbruksfastigheter. Bland fonderna finns

också intresse för särskilda tematiska investeringar, såsom Andra och Tredje AP-fondernas investeringar i gröna obligationer. Första AP-fonden har genomfört en särskild analys av klimatförändringarnas konsekvenser. Första AP-fonden bedömer att klimatförändringarna är den hållbarhetsfråga som kommer att ha störst inverkan på fondens långsiktiga avkastning.

Arbetet att integrera frågorna förutsätter resurser, kompetensutveckling och styrning, åtgärder som Första–Fjärde AP-fonderna arbetar med. Utvecklingen i fonderna bedöms mot denna bakgrund som positiv och i linje med Etik- och miljöutredningens rekommendationer. Regeringen välkomnar fortsatt arbete inom detta område.

Första–Fjärde AP-fonderna samarbetar inom det gemensamma Etikrådet. Som konstaterats tidigare år bedöms detta vara ett kostnadseffektivt sätt att arbeta med frågorna. Samarbetet inom Etikrådet och med andra investerare som är minoritetsägare kan, även det, öka genomslaget. I det syftet deltar fonderna också i samarbeten med andra investerare, dels mot enskilda bolag, dels inom initiativ på olika områden. Under 2011 har Etikrådets samarbete med Sjunde AP-fonden utvecklats, inom ramen för Etikrådets förebyggande arbete med etik- och miljöfrågor i gruvsektorn, vilket regeringen ser som positivt.

Regeringen har tidigare kommenterat att samarbetet inom Etikrådet inte får avhålla fonderna från att integrera miljö och etikfrågorna i den löpande förvaltningen. Detta synsätt bekräftas av det arbete som nu pågår i fonderna.

I likhet med tidigare år vill regeringen belysa kravet på öppenhet från fondernas sida i syfte att stärka fondernas trovärdighet. Regeringen noterar att Första–Fjärde och Sjunde AP-fonderna alltjämt arbetar aktivt med etik- och miljöfrågor i en omfattning som sannolikt inte är känd för allmänheten. Utåtriktad kommunikation, oavsett fondernas vägval, bör därför eftersträvas. Etikrådets årsrapport är ett bra exempel, liksom att fonderna inkluderar information om arbetet på hemsida, i ägarrapport och årsredovisning.

När det gäller behovet av att AP-fonderna tillhandahåller rättvisande information om sin verksamhet och sitt resultat, mot bakgrund av fondernas offentliga uppdrag och roll inom pensionssystemet, kvarstår önskemålet om i vissa fall tydligare information om fondernas resultat. Det handlar om bakomliggande orsaker till fondernas resultat, risker i verksamheten och resultatet i fondernas operativa förvaltning (avsnitt 4.2.2). Flera fonder har under 2011 utvecklat modeller för utvärdering av resultatet och regeringen ser att dessa kan ligga till grund för att stärka redovisningen av de bakomliggande orsakerna till resultatet.

Bland Etik- och miljöutredningens förslag ingick även frågor om styrelsernas arbete, process för utnämning och utvärdering av styrelsernas arbete. I regeringens dialog med styrelseordförande följt frågan om utvärdering av styrelsens arbete upp och det kan konstateras att samtliga styrelser har rutin för utvärdering av arbetet. Under de senaste åren har omsättningen av ledamöter i styrelserna, inklusive ordförande, varit relativt hög. Mot bakgrund av detta har några fonder skjutit på utvärderingen något men under 2011/2012 genomför alla fonder utom en fond en extern utvärdering av styrelsens arbete.

Bland förtroendefrämjande åtgärder har regeringen uppmärksammat förändringar i fondernas förvaltningsmodeller. Lakttagelsen baseras på att fondernas avkastning i sig är ett viktigt etiskt mål och att de förändringar som genomförts syftat till att minska risken för kraftigt negativa utfall i fondernas resultat i samband med utbredd marknadsoro. Första–Fjärde AP-fonderna har genomfört förändringar i portföljerna med målet att öka riskspridningen, genom bl.a. ökat inslag av alternativa tillgångar. I olika utsträckning försöker de också anpassa risken i portföljen efter förväntad utveckling på marknaden. Sjunde AP-fonden har anpassat fondens s.k. dynamiska hävstång till fondens risktolerans. Sjätte AP-fonden har renodlat sin portfölj baserat på resultatet inom olika typer av investeringar och fastlagt en ny strategi baserat på detta. Under 2011 har Sjätte AP-fonden beslutat om såväl ny strategi, inklusive nytt mål för verksamheten, som förändringar av fondens organisation, vilket sammantaget betraktas som genomgripande förändringar för att stärka förtroendet för fondens verksamhet.

Regeringens riktlinjer för anställningsvillkor för ledande befattningshavare i AP-fonderna

Mot bakgrund av ersättningsvilkorens stora betydelse för allmänhetens förtroende för fondernas arbete beslutade regeringen under 2009 om separata riktlinjer för anställningsvillkor för ledande befattningshavare i AP-fonderna. Riktlinjerna utgör en del av regeringens policy för styrning och utvärdering av AP-fonderna (*bilaga 1*). Riktlinjerna riktar sig till AP-fondernas styrelser som har att inom ramen för det uppdrag som lagstiftningen anger omsätta riktlinjerna på ett ansvarsfullt sätt. I företag där AP-fonderna direkt eller genom ett företag är delägare bör AP-fonderna respektive företaget i dialog med övriga ägare verka för att riktlinjerna tillämpas så långt som möjligt.

Enligt regeringens riktlinjer bör styrelserna i AP-fonderna besluta om särskilda riktlinjer för ersättningsfrågor inom den egna fonden, vilka bör vara förenliga med regeringens riktlinjer. Av styrelsens riktlinjer bör bl.a. framgå hur styrelsen säkerställer att ersättningarna följer dessa riktlinjer. Av AP-fondernas årsredovisningar bör det framgå om riktlinjerna har följts eller inte och skälen för eventuell avvikelse. AP-fondernas revisorer ska till revisionsberättelsen foga ett skriftligt och undertecknat yttrande avseende hur de bedömer att de riktlinjer som har gällt för räkenskapsåret har följts eller inte. I enlighet med riktlinjerna har Finansdepartementet gett AP-fondernas revisorer ett särskilt uppdrag att granska fondernas genomförande av regeringens riktlinjer för anställningsvillkor. Av revisorerens granskning framgår att revisorerna bedömer att regeringens riktlinjer i allt väsentligt följs. Revisorerna konstaterar vissa undantag som avser att två av fonderna avvikit från riktlinjerna vad gäller uppsägningstid för vissa ledande befattningshavare. Skälet till att uppsägningstid, enligt gällande avtal, inte har omförhandlats är att det skulle medföra högre kostnader för dessa två fonder. Regeringens riktlinjer på området syftar till att kontrollera kostnaderna vid uppsägning. Därmed utgår regeringen från

att det i förlängningen inte kommer att finnas några avtal med avvikande innehåll.

Förra året konstaterade regeringen att det saknades underlag för att granska styrelsernas övergripande bedömning av om ersättningarna till fondens anställda överensstämmer med regeringens riktlinjer, bl.a. att de ska vara rimliga, väl avvägda och präglade av måttfullhet. Mot den bakgrunden har regeringen i årets utvärdering särskilt granskat att styrelsens bedömning har redovisats offentligt inklusive motiv för bedömningen. I årsredovisningarna avseende 2011 finns i flertalet fall ett uttalande från styrelsens sida om att regeringens riktlinjer för anställningsvillkor följs. Sjätte AP-fonden har i sin årsredovisning också redogjort för den process och hur de tagit fram underlag för analys för att kunna göra ett ställningstagande om att fonden följer regeringens riktlinjer. Samtliga AP-fonder har därutöver presenterat information om hur de arbetar med att följa regeringens riktlinjer på sina hemsidor. Även här framgår bl.a. den process de arbetar efter beträffande underlaget för ställningstagandet om att fonden följer regeringens riktlinjer.

När det gäller detta underlag framkommer att AP-fonderna har genomfört jämförelser av ersättningarna med företag och myndigheter som har motsvarande uppdrag och att fonderna i förekommande fall har motiverat och förklarat eventuella avvikelser. AP-fonderna har således redovisat hur de arbetar med att följa riktlinjerna och, på övergripande nivå, det underlag som har legat till grund för styrelsens bedömning av ersättningarna till fondens anställda.

Regeringen bedömer att AP-fonderna nu har utvecklat en process som tar fasta på regeringens riktlinjer. Det är angeläget att arbetet fortsätter med denna inriktning i syfte säkerställa en även på detta område god genomlysning av fonden. Regeringen anser att styrelsen löpande bör analysera och resonera kring ersättningsnivån i fonden och öppet redovisa sin bedömning i enlighet med principerna i regeringens riktlinjer. Årsredovisningarna bör även fortsättningsvis innehålla information om riktlinjerna har följts eller inte och skälen för eventuell avvikelse. Styrelserna bör därutöver också löpande tillgängliggöra resultatet av de återkommande analyserna och jämförelserna av ersättningsnivåerna inom fonderna. Regeringen avser att i enlighet med riktlinjerna löpande följa hur fonderna följer riktlinjerna.

Förra året konstaterade regeringen att redovisning av beviljade ersättningar till ledande befattningshavare inte var fullständig. Flertalet fonder har i årsredovisningarna avseende 2011 specificerat informationen om ersättningar till ledande befattningshavare. I enlighet med riktlinjerna redovisas, med ett undantag, ersättningarna per ledande befattningshavare.

Regeringens riktlinjer för anställningsvillkor för ledande befattningshavare i AP-fonderna ska även tillämpas i företag där fonden direkt eller genom företag är delägare. Fonderna reviderade därför sina egna riktlinjer för bolagsstyrning under 2009. Revideringen innebar bl.a. att kraven på ersättningsvillkor delvis stärktes. Första–Fjärde AP-fonderna redogör i årsredovisningarna hur de arbetar med ersättningssystemen och här anges bl.a. att dessa ska vara rimliga, transparenta, möjliga att förklara och att de utvärderas. Flera av fonderna

(Andra, Tredje och Fjärde AP-fonderna för 2010/2011) lämnar också separata ägar rapporter. Skr. 2011/12:130

Bakgrund

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Skr. 2011/12:130

Bilaga 1

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

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

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

Styrelsernas roll

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

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

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

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

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

Tillsättning av styrelser

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

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

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

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

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

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

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

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

Regeringens utvärdering

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Inledning

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

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

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

Tillämpningsområde

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

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

Styrelsens ansvarsområde

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

Av styrelsens riktlinjer ska bland annat framgå

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

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

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

Ersättningsprinciper

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

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

Vid uppsägning från AP-fondens sida ska uppsägningstiden inte överstiga sex månader. Vid uppsägning från AP-fondens sida kan även avgångsvederlag utgå motsvarande högst arton månadslöner. Avgångsvederlaget ska utbetalas månadsvis och utgöras av enbart den fasta månadslönen utan tillägg för förmåner. Vid ny anställning eller vid erhållande av inkomst från näringsverksamhet ska ersättningen från den uppsägande AP-fonden reduceras med ett belopp som motsvarar den nya inkomsten under den tid då uppsägningslön och avgångsvederlag utgår. Vid uppsägning från den anställdes sida ska inget avgångsvederlag utgå. Avgångsvederlag utbetalas aldrig längre än till 65 års ålder.

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

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

Definitioner

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

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

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

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

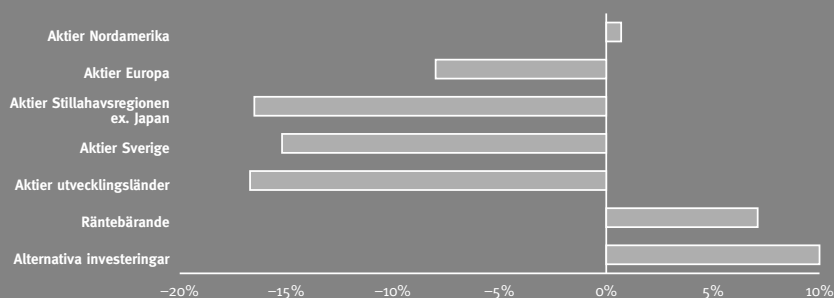
Med *avgiftsbestämd pension* (premiebestämd pension) avses att pensionspremien är bestämd som en viss procent av den nuvarande fasta lönen.

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

Året i korthet

- **Årets resultat uppgick till -4 223 mkr (20 523).** Året präglades av fortsatt makroekonomisk osäkerhet och oro på de finansiella marknaderna
- **Avkastningen uppgick till -1,7 procent (10,3)** före kostnader och -1,9 procent (10,2) efter kostnader. Fondens förvaltningskostnader var 0,12 procent av förvaltad kapital.
- **Fondkapitalet minskade med 5 463 mkr till 213 318 mkr.** Under året betalade fonden ut 1 240 mkr (4 041) för att täcka underskottet i pensionssystemet.
- **Exponeringen mot aktier minskade** från strax över 60 procent till strax under 50. Investeringarna inom alternativa investeringar ökade till drygt 9 procent. Första och Andra AP-fonden bildade under 2011 ett gemensamt fastighetsbolag, Cityhold, som investerar i kontorsfastigheter i europeiska storstäder.
- **Under året har ansträngningarna att göra fondens portfölj mer robust varit framgångsrika.** Aktiviteterna har minskat fondens risk.

Avkastning per tillgångsslag 2011, procent¹



Flerårsöversikt i sammandrag

	2011	2010	2009	2008	2007
Avkastning före kostnader, %	-1,7	10,3	20,4	-21,7	4,8
Rörelsekostnadsandel, %	0,07	0,08	0,10	0,09	0,08
Provisionskostnadsandel, %	0,05	0,05	0,06	0,07	0,07
Förvaltningskostnadsandel, %	0,12	0,13	0,16	0,16	0,15
Avkastning efter kostnader, %	-1,9	10,2	20,2	-21,9	4,6
Avkastning efter kostnader, mkr	-4,2	20,5	34,6	-48,0	9,7
Nettoflöden, mkr	-1,2	-4,0	-3,9	0,9	2,0
Fondkapital vid årets slut, mkr	213,3	218,8	202,3	171,6	218,8
Exponering, 31 dec., %					
Aktier	49,2	60,3	58,6	54,6	59,2
– varav svenska aktier	26,4	34,4	27,9	18,0	27,8
Räntebärande	40,9	32,5	34,7	40,1	39,2
Alternativa investeringar	9,3	7,8	5,1	5,5	2,9
Valutaexponering	21,3	24,0	21,6	22,2	18,2
Andel extern förvaltning	41,4	43,7	42,4	39,7	36,0

Första AP-fondens årsredovisning 2011

Resultaträkning 2011

Mkr	Not	2011-12-31	2010-12-31
Rörelsens intäkter			
Räntenetto	1	4 404	3 098
Erhållna utdelningar		3 415	2 809
Nettoresultat, noterade aktier och andelar	2	-17 809	15 409
Nettoresultat, onoterade aktier och andelar	3	1 314	1 581
Nettoresultat räntebärande tillgångar		4 578	875
Nettoresultat, derivatinstrument		-2 820	466
Nettoresultat, valutakursförändringar		2 964	-3 447
Provisionskostnader	4	-114	-105
Summa rörelsens intäkter		-4 068	20 686
Rörelsens kostnader			
Personalkostnader	5	-95	-92
Övriga förvaltningskostnader	6	-60	-71
Summa rörelsens kostnader		-155	-163
Resultat		-4 223	20 523

Balansräkning 2011

Mkr	Not	2011-12-31	2010-12-31
Tillgångar			
Aktier och andelar, Noterade	7	104 322	125 998
Aktier och andelar, Onoterade	8	11 352	9 100
Obligationer och andra räntebärande tillgångar	9	95 563	79 093
Derivat	10	987	5 152
Kassa och bankmedel		1 515	1 812
Övriga tillgångar	11	703	1 323
Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	12	1 335	1 169
Summa tillgångar		215 777	223 647
Skulder			
Derivat	10	1 913	1 396
Övriga skulder	13	473	3 404
Förutbetalda intäkter och upplupna kostnader	14	73	66
Summa skulder		2 459	4 866
Fondkapital			
	15		
Ingående fondkapital		218 781	202 299
Nettobetalingar mot pensionssystemet		-1 240	-4 041
Årets resultat		-4 223	20 523
Summa fondkapital		213 318	218 781
Summa fondkapital och skulder		215 777	223 647
Poster inom linjen	16	10 052	7 731

Verksamhetsberättelse

Förvaltningsberättelse

Räkenskaper och noter

Fondsyrning

Första AP-fondens årsredovisning 2011

Noter

Första AP-fonden, organisationsnummer 802005-7538, är en av buffertfonderna inom det svenska pensionssystemet med säte i Stockholm. Årsredovisning för räkenskapsåret 2011 har godkänts av styrelsen den 15 februari 2012. Resultaträkning och balansräkning fastställs av regeringen.

Redovisnings- och värderingsprinciper

Enligt lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder ska årsredovisningen upprättas med tillämpning av god redovisningssed, varvid de tillgångar som fondmedlen placerats i ska upptas till marknadsvärdet. Med denna utgångspunkt har Första till Fjärde AP-fonden utarbetat gemensamma redovisnings- och värderingsprinciper vilka har tillämpats och sammanfattas nedan. Redovisnings- och värderingsprinciperna är oförändrade mot föregående år.

Fondernas redovisnings- och värderingsprinciper anpassas successivt till den internationella redovisningsstandarden, IFRS. Eftersom IFRS är under omfattande omarbeting, har anpassningen under 2011 inriktats mot informationskrav enligt IFRS 7. En fullständig anpassning till IFRS skulle inte väsentligt påverka redovisat resultat och kapital. Mot nu gällande IFRS har följande större skillnader identifierats:

- Fonderna värderar inte finansiella instrument baserat på köp/sälj kurs utan på marknadsnotering enligt valt index (oftast genomsnittskurs).
- Transaktionskostnader, såsom courtage, redovisas som en del i anskaffningsvärdet för finansiella instrument som redovisas till verkligt värde via resultatet.
- Koncernredovisning samt kassaflödesanalys upprättas inte.

Affärsredovisning

Transaktioner i värdepapper och derivatinstrument på penning- och obligationsmarknaden, aktiemarknaden och valutamarknaden redovisas i balansräkningen per affärsdagen, det vill säga vid den tidpunkt då de väsentliga rättigheterna och därmed riskerna övergår mellan parterna. Fordran på eller skulden till motparten mellan affärsdag och likviddag redovisas under övriga tillgångar respektive övriga skulder. Övriga transaktioner, framför allt transaktioner avseende onoterade aktier, redovisas i balansräkningen per likviddagen, vilket överensstämmer med marknadspraxis.

Nettoredovisning

Nettoredovisning tillämpas för fondlikvider, repor och derivatinstrument i de fall det finns en sakrättslig rätt till kvittning av tillgångar och skulder och om avsikten är att avveckla dem samtidigt.

Omräkning av utländsk valuta

Transaktioner i utländsk valuta omräknas till svenska kronor med den valutakurs som gäller på transaktionsdagen. På balansdagen räknas tillgångar och skulder i utländsk valuta om till svenska kronor till balansdagens valutakurser.

Värdeförändringar på tillgångar och skulder i utländsk valuta uppdelas i en del som är hänförlig till värdeförändringen av tillgången eller skulden i lokal valuta och en del som är orsakad av valutakursförändringen. Valutakursresultat som uppstår vid förändring av valutakurs redovisas i resultaträkningen på raden Nettoresultat, valutakursförändringar.

Verksamhetsberättelse

Förvaltningsberättelse

Räkenskaper och noter

Fondsyrning

Första AP-fondens årsredovisning 2011

Aktier i dotterbolag/intressebolag

Enligt lagen om allmänna pensionsfonder upptas aktier i dotterbolag/intressebolag till verkligt värde. Verkligt värde bestäms enligt samma metoder som tillämpas för onoterade aktier och andelar. Krav på att upprätta koncernredovisning föreligger inte.

Värdering av finansiella instrument

Fondens samtliga placeringar värderas till verkligt värde varvid såväl realiserade som orealiserade värdeförändringar redovisas i resultaträkningen. I raderna Nettoresultat per tillgångsslag ingår således såväl realiserade som orealiserade resultat. Nedan beskrivs hur verkligt värde fastställs för fondens olika placeringar.

Noterade aktier och andelar

För aktier och andelar som är upptagna till handel vid en reglerad marknad eller handelsplattform, bestäms verkligt värde utifrån balansdagens officiella marknadsnotering enligt fondens valda indexleverantör (MSCI, Six, Russel), oftast genomsnittskurs. Innehav som inte ingår i index värderas till noterade priser observerbara i en aktiv marknad. Erlagda courtagekostnader resultatförs under nettoresultat noterade aktier.

Onoterade aktier och andelar

För aktier och andelar som inte är upptagna till handel vid en reglerad marknad eller handelsplattform, bestäms verkligt värde baserat på värdering erhållen från motparten eller annan extern part. Värderingen uppdateras då ny värdering erhållits och justeras för eventuella kassaflöden fram till bokslutstillfället. I de fall fonden på goda grunder bedömer att värderingen är felaktig sker en justering av erhållen värdering. Värderingen följer IPEV:s (International Private Equity and Venture Capital Valuation Guidelines) principer eller likvärdiga värderingsprinciper och ska i första hand vara baserat på transaktioner med tredje part, men även andra värderingsmetoder såsom diskonterat kassaflöde, substansvärdeometoden och multipelvärdering kan användas.

Obligationer och andra räntebärande tillgångar

För obligationer och andra räntebärande tillgångar bestäms verkligt värde utifrån balansdagens officiella marknadsnotering (oftast köpkurs) enligt fondens valda indexleverantör (Barclays, SEB). Innehav som inte ingår i index värderas till noterade priser observerbara i en aktiv marknad. I de fall instrumenten inte handlas på en aktiv marknad och tillförlitliga marknadspriser inte finns att tillgå värderas instrumentet med hjälp av allmänt vedertagna värderingsmodeller som innebär att kassaflöden diskonteras till relevant värderingskurva.

Som ränteutäkt redovisas ränta beräknad enligt effektivräntemetoden baserat på upplupet anskaffningsvärde. Det upplupna anskaffningsvärdet är det diskonterade nuvärdet av framtida betalningar, där diskonteringsräntan utgörs av den effektiva räntan vid anskaffningstidpunkten. Detta innebär att förvärvade över- och undervärden periodiseras under återstående löptid eller till nästa ränteställstillfälle och ingår i redovisad ränteutäkt.

Derivatinstrument

För derivatinstrument bestäms verkligt värde baserat på noteringar vid årets slut. I de fall instrumenten inte handlas på en aktiv marknad och tillförlitliga marknadspriser inte finns att tillgå, värderas instrumentet med hjälp av allmänt vedertagna värderingsmodeller där indata utgörs av observerbara marknadsdata.

Verksamhetsberättelse

Förvaltningsberättelse

Räkenskaper och noter

Fondsyrning

Första AP-fondens årsredovisning 2011

Derivatkontrakt med positivt verkligt värde per balansdagen redovisas som tillgångar medan kontrakt med negativt verkligt värde redovisas som skulder. Skillnaden mellan terminskurs och avistakurs för valutaterminer periodiseras linjärt över terminskontraktets löptid och redovisas som ränta.

Återköpstransaktioner

Vid äkta återköpstransaktion, så kallad repa, redovisas såld tillgång fortsatt i balansräkningen och erhållen likvid redovisas som skuld. Det sålda värdepappret redovisas som ställd pant inom linjen i balansräkningen. Skillnaden mellan likvid i avistaledet och terminsledet periodiseras över löptiden och redovisas som ränta.

Värdepapperslån

Utlånade värdepapper redovisas i balansräkningen till verkligt värde medan erhållen ersättning för utlåningen redovisas som ränteintäkt i resultaträkningen. Erhållna säkerheter för utlånade värdepapper består av värdepapper och kontanter. I de fall Första AP-fonden har rätt att förfoga över erhållen kontantsäkerhet redovisas denna i balansräkningen som en tillgång och en motsvarande skuld. I övriga fall redovisas den erhållna säkerheten inte i balansräkningen utan anges separat under rubriken "Ställda panter, ansvarsförbindelser och åtaganden". Under denna rubrik redovisas även värdet av utlånade värdepapper, samt säkerheter för dessa.

Poster som redovisas direkt mot fondkapitalet

In- och utbetalningar som har skett mot pensionssystemet redovisas direkt mot fondkapitalet.

Provisionskostnader

Provisionskostnader redovisas i resultaträkningen som en avdragspost under rörelsens intäkter. De utgörs av direkta transaktionskostnader såsom depåbanksarvoden och fasta arvoden till externa förvaltare samt fasta avgifter för noterade fonder. Prestationsbaserade arvoden, som utgår när förvaltare uppnår en avkastning utöver överenskommen nivå där vinstdelning tillämpas, redovisas som avgående post under nettoresultat för aktuellt tillgångsslag i resultaträkningen.

Förvaltararvoden för onoterade aktier och andelar, för vilka återbetalning medges före vinstdelning och där återbetalning bedöms som sannolik, redovisas som anskaffningskostnad och kommer därmed ingå i det realiserade resultatet. I övriga fall redovisas de som provisionskostnader.

Rörelsens kostnader

Samtliga förvaltningskostnader, exklusive courtage, arvoden till externa förvaltare och depåbanksarvoden, redovisas under rörelsens kostnader. Investeringar i inventarier samt egenutvecklad och förvärd programvara kostnadsförs i normalfallet löpande.

Skatter

Första AP-fonden är befriad från all inkomstskatt vid placeringar i Sverige. Skatt på utdelningar och kupongskatter som påföres i vissa länder netto redovisas i resultaträkningen under respektive intäktslag.

Verksamhetsberättelse

Förvaltningsberättelse

Räkenskaper och noter

Fondsyrning

Första AP-fondens årsredovisning 2011

Noter

Belopp i mkr där inget annat anges

Not 1 – Räntenetto

Mkr	2011	2010
Ränteintäkter		
Obligationer och andra räntebärande värdepapper	3 728	3 121
Derivat	980	141
Övriga ränteintäkter	0	3
Summa ränteintäkter	4 708	3 265
Räntekostnader		
Derivat	-303	-167
Övriga räntekostnader	-1	0
Summa räntekostnader	-304	-167
Summa räntenetto	4 404	3 098

Not 2 – Nettoresultat, noterade aktier och andelar

Mkr	2011	2010
Nettoresultat	-17 763	15 487
Avgår courtage	-46	-78
Nettoresultat, noterade aktier och andelar	-17 809	15 409

Not 3 – Nettoresultat, onoterade aktier och andelar

Mkr	2011	2010
Realisationsresultat	59	0
Orealiserade värdeändringar	1 255	1 581
Nettoresultat, onoterade aktier och andelar	1 314	1 581

Not 4 – Provisionskostnader

Mkr	2011	2010
Externa förvaltningsarvoden, noterade tillgångar	-88	-88
Externa förvaltningsarvoden, onoterade tillgångar	-12	-9
Övriga provisionskostnader, inkl. depåbankskostnader	-14	-8
Summa provisionskostnader	-114	-105

I provisionskostnader ingår inte prestationsbaserade kostnader. Dessa har under året uppgått till 32 mkr (31 mkr) och reducerar nettoresultatet för den tillgång som förvaltats.

Verksamhetsberättelse

Förvaltningsberättelse

Räkenskaper och noter

Fondsyrning

Första AP-fondens årsredovisning 2011

Not 5 – Personal

Antal anställda	2011			2010		
	Totalt	Män	Kvinnor	Totalt	Män	Kvinnor
Medeltal anställda	45	35	10	44	35	9
Antal anställda 31 december	46	36	10	45	36	9
Antal personer i ledningsgruppen den 31 december	6	5	1	6	5	1

Personalkostnader i tkr, 2011	Löner och arvoden	Pensionskostnader	Varav löneväxling	Sociala kostnader	Summa
Styrelsens ordförande	113			25	138
Övriga styrelseledamöter (8 pers)	499			135	634
Vd	2 759	2 638	1 000	868	6 265
<i>Ledningsgrupp exkl. vd</i>					
– Chef tillgångsallokering	2 541	522		799	3 862
– Chef kommunikation och ägarstyrning	1 573	690	12	495	2 758
– Chef affärsstöd	1 476	1 301	240	465	3 242
– Chef extern förvaltning	2 567	833	288	808	4 208
– Chef HR	1 234	614	48	388	2 236
Övriga anställda	40 291	16 786	1 075	12 666	69 743
Summa	53 053	23 384	2 663	16 649	93 086
Övriga personalkostnader					2 373
Summa personalkostnader					95 459

Personalkostnader i tkr, 2010	Löner och arvoden	Pensionskostnader	Varav löneväxling	Sociala kostnader	Summa
Styrelsens ordförande	100			10	110
Övriga styrelseledamöter (8 pers)	515			125	640
vd	3 696	1 333		1 162	6 191
<i>Ledningsgrupp exkl. vd</i>					
– Chef tillgångsallokering	2 573	574		809	3 956
– Chef kommunikation och ägarstyrning	1 496	649	12	471	2 616
– Chef affärsstöd	1 681	1 000	75	530	3 211
– Chef extern förvaltning	2 531	795	288	796	4 122
– Chef HR	1 169	600	48	369	2 138
Övriga anställda	38 509	15 285	617	12 135	65 929
Summa	52 270	20 236	1 040	16 407	88 913
Övriga personalkostnader					3 167
Summa personalkostnader					92 080

Första AP-fonden följer regeringens riktlinjer för ersättningar till ledande befattningshavare och övriga anställda.

Första AP-fondens årsredovisning 2011

forts. Not 5 – Personal

Anställningsvillkor

Styrelsearvoden fastställs av regeringen. Under 2011 har både styrelseordförande, vice ordförande samt tre övriga styrelseledamöter bytts ut. I fondstyrningsrapporten på sid 63, 64 och 66 redovisas denna förändring samt arvode och närvaro per styrelseledamot.

Styrelsen fastställer anställningsvillkoren för vd, efter beredning av ersättningsutskottet.

Övriga anställda har individuella anställningsavtal. Uppsägningstid, vid uppsägning från arbetsgivarens sida, är för vd 18 månader och för ledningsgruppen och övriga anställda mellan 3 och 12 månader. Inga avtal om förtida pension eller avgångsvederlag finns. Övriga förmåner är beskattningsbara och uppgår till mindre värden.

Rörliga ersättningar

Sedan 1 januari 2010 har Första AP-fonden inget system för rörlig ersättning.

Pensioner och liknande förmåner

I vds anställningsavtal förbinder sig fonden att betala 30 procent i pensionspremie. För den del som gäller allmän pensionsrätt reduceras pensionspreminen till 11,5 procent. Utöver vd har ytterligare en person i ledningsgruppen samt ytterligare en anställd premiebestämd pension. Övriga personer följer gällande pensionsavtal inom bank (BAO) med förmånsbestämd pension. All personal har möjlighet att löneväxla bruttolön mot pensionspremie. Pensionspremien uppräknas då med 5 procent, vilket motsvarar skillnaden i fondens kostnad för löneskatt och sociala avgifter.

Not 6 – Övriga förvaltningskostnader

Belopp i tkr	2011	2010
Lokalkostnader	-10 701	-16 021
Köpta tjänster	-20 889	-21 231
Informations- och datakostnader	-23 266	-22 541
Övriga administrativa kostnader	-5 289	-11 309
Övriga förvaltningskostnader	-60 145	-71 102
I angivet belopp för Köpta tjänster ingår ersättning till revisorer enligt nedanstående fördelning:		
Ernst & Young		
Revisionsuppdrag	-962	-1 155
Revisionsverksamhet utanför revisionsuppdraget	-203	-195
Övriga uppdrag ¹⁾	-689	-456
KPMG		
Övriga uppdrag ²⁾	-271	-
PWC		
Övriga uppdrag ³⁾	-206	-
Summa	-2 331	-1 806

¹⁾ Rådgivning bolagsstruktur fastighets och riskkapitalinvesteringar samt skatterådgivning riskkapitalinvesteringar.

²⁾ Rådgivning och hantering av återbetalning av källskatt inom EU.

³⁾ Rådgivning fastighetsinvestering.

Verksamhetsberättelse

Förvaltningsberättelse

Räkenskaper och noter

Fondstyrning

Första AP-fondens årsredovisning 2011

Not 7 – Aktier och andelar, noterade

	2011-12-31 Verkligt värde	2010-12-31 Verkligt värde
Svenska aktier	26 286	31 978
Utländska aktier	78 036	94 020
Totalt marknadsvärde, noterade	104 322	125 998

Fem största svenska aktieinnehaven

Namn	Antal	Verkligt värde
Hennes & Mauritz B	11 830 308	2 618
Volvo B	33 301 558	2 508
Nordea	37 786 591	2 012
Atlas Copco A och B	13 255 835	1 841
Ericsson B	25 410 582	1 789
		10 768

Fem största utländska aktieinnehaven

Namn	Antal	Verkligt värde
ABB AG	6 482 003	840
Exxon Mobil Corp	1 360 093	790
Apple Inc	259 388	720
HSBC Holdings	11 364 338	594
BHP Billiton Ltd	2 221 350	537
		3 481

En fullständig förteckning över samtliga noterade innehav per 2011-12-31 finns på www.ap1.se

Verksamhetsberättelse

Förvaltningsberättelse

Räkenskaper och noter

Fondstyrning

Första AP-fondens årsredovisning 2011

Not 8 – Aktier och andelar, onoterade

Fastighetsbolag	Org.nr	Antal	Kapital, %	Röster, %	Anskaff. värde, mkr
AP Fastigheter Holding AB	556650-4196	1 000 000	25	25	1 221
Citihold Properties AB	556845-8631	250	50	50	13
Willhem AB	556797-1295	100 000	100	100	1 056
Övriga onoterade innehav, utländska aktier och andelar:					
Cevian Capital II, Ltd					369
EDW Special Opportunities India					121
Innkap 3 Partners Sweden KB					43
Innkap 3 AnnexePartners,					3
Innkap 4 Partners L.P.					79
FIRST Private Equity Invstmtns, L.P. Inc					1 854
FIRST II Private Equity Investments, L.P. Inc					425
First Stockholm Global Private Equity, LP					236
Second Stockholm Global Private Equity L.P					956
Third Stockholm Global Private Equity L.P					101
WP North America Private Equity L.P					1 654
WP North America Private Equity II L.P					250
Totalt					6 091
Totalt verkligt värde, onoterade aktier och andelar: 11 352					

Not 9 – Obligationer och andra räntebärande tillgångar

	2011-12-31 Verkligt värde	2010-12-31 Verkligt värde
Fördelning på emittenttyp		
Svenska Staten	3 564	7 255
Svenska Kommuner	–	–
Svenska bostadsinstitut	17 309	11 950
Övriga svenska företag		
Finansiella företag	5 615	5 531
Icke-finansiella företag	12 055	11 717
Utländska stater	35 714	22 618
Övriga utländska emittenter	21 306	20 022
Totalt	95 563	79 093
Fördelning på instrumenttyp		
Realränteobligationer	20 975	19 337
Övriga obligationer	64 880	50 403
Statsskuldsväxlar	–	–
Certifikat	–	–
Övriga instrument	9 708	9 353
Totalt	95 563	79 093

Verksamhetsberättelse
Förvaltningsberättelse
Räkenskaper och noter
Fondstyrning

Första AP-fondens årsredovisning 2011

Not 10 – Derivat

	2011-12-31		2010-12-31	
	Nominellt värde	Verkligt värde	Nominellt värde	Verkligt värde
Derivatinstrument med positiva verkliga värden				
Valutaterminer	44 297	836	77 752	4 886
Ränteterminer	20 509	–	37 827	–
Aktieterminer	3 325	–	6 098	4
Ränteswap	1	0	1	0
Aktieoptioner	–	–	–	–
innehavda	266	19	–	–
utställda	810	132	459	262
Summa	69 208	987	122 137	5 152
varav clearat	23 834		43 925	
Derivatinstrument med negativa verkliga värden				
Valutaterminer	64 077	1 756	25 236	1 153
Ränteterminer	27 452	–	1 966	–
Aktieterminer	3 824	–	5 464	–
Ränteswap	1	0	1	0
Aktieoptioner	–	–	–	–
innehavda	–	–	–	–
utställda	1 034	157	918	243
Summa	96 388	1 913	33 585	1 396
varav clearat	31 276		7 430	

Ingen derivatposition med negativt verkligt värde har en löptid överstigande 12 mån.
Värdet av utställda säljoptioner uppgår till -157 mkr. Ingen av dessa omfattar leveranskrav.

Not 11 – Övriga tillgångar

Mkr	2011	2010
Fondlikvider	394	1 041
Fordran utländska skattemyndigheter	72	52
Övriga tillgångar	237	230
Summa övriga tillgångar	703	1 323

Not 12 – Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter

Mkr	2011	2010
Upplupna ränteintäkter	1 206	1 058
Upplupna utdelningar	122	103
Övriga förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	7	8
Summa förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	1 335	1 169

Not 13 – Övriga skulder

Mkr	2011	2010
Fondlikvider	232	3 167
Övriga skulder	241	237
Summa övriga skulder	473	3 404

Första AP-fondens årsredovisning 2011

Not 14 – Förutbetalda intäkter och upplupna kostnader

Mkr	2011	2010
Upplupen prestationsbaserad avgift	32	31
Upplupna förvaltararvoden	33	26
Övriga upplupna kostnader	8	9
Summa förutbetalda intäkter och upplupna kostnader	73	66

Not 15 – Fondkapital

Mkr	2011	2010
Ingående Fondkapital	218 781	202 299
Nettobetalingar mot pensionssystemet:		
Inbetalda pensionsavgifter	53 895	51 267
Utbetalda pensionsmedel	-54 919	-55 050
Överflyttning av pensionsrätter till EG	-2	-1
Reglering av pensionsrätter	-1	0
Administrationsersättning till Pensionsmyndigheten	-213	-257
Nettobetaling mot pensionssystemet	-1 240	-4 041
Årets resultat	-4 223	20 523
Utgående Fondkapital	213 318	218 781

Not 16 – Poster inom linjen

Mkr	2011	2010
Panter och jämförliga säkerheter	inga	inga
Utlånade värdepapper mot annan säkerhet	inga	inga
Säkerhet för terminsaffärer	3 149	1 228
Övriga ställda säkerheter	3 149	1 228
Investeringsåtaganden onoterade innehav	6 903	6 503
Åtaganden	6 903	6 503
Summa poster inom linjen	10 052	7 731

Verksamhetsberättelse

Förvaltningsberättelse

Räkenskaper och noter

Fondsyrning

Not 17 – Finansiella instrument, pris- och värderingshierarki

I nedanstående tabeller lämnas upplysningar om hur verkligt värde bestäms för de finansiella instrument som fonden använder sig av. Fondernas redovisnings- och värderingsprinciper anpassas successivt till den internationella redovisningsstandarden IFRS och till förändringar i IFRS. Eftersom IFRS är under omfattande omarbetning, har anpassningen under 2011 inriktats mot informationskrav enligt IFRS7. Syftet med IFRS7 är att lämna information om finansiella tillgångars och skulders verkliga värde samt att säkerställa transparens och jämförbarhet mellan olika bolag. Detta innebär att upplysningarna om värderingen av tillgångar och skulder i balansräkningen tar hänsyn till om handel sker vid en aktiv eller inaktiv marknad samt om noterade priser finns tillgängliga vid värderingen.

Verkligt värde

Verkligt värde för ett finansiellt instrument definieras som det belopp till vilket en tillgång skulle kunna överlätas eller en skuld regleras. Detta ska ske mellan kunniga parter som är oberoende av varandra och som har ett intresse av att transaktionen genomförs. Beroende på vilken marknadsdata som finns tillgänglig vid värderingen av de finansiella instrumenten delas dessa in i tre nivåer:

- *Nivå 1:* Ett finansiellt instrument tillhör nivå 1 om det finns noterade priser på aktiva marknader för identiska tillgångar och skulder.
- *Nivå 2:* Finansiella instrument som inte tillhör nivå 1 tillhör istället nivå 2 om det finns noterade priser på inaktiva marknader eller om värdet kan härledas från noterade priser.
- *Nivå 3:* Instrumenten tillhör nivå 3 om de inte kan hänföras till nivå 1 eller nivå 2. I dessa fall kan inte observerbara marknadsdata användas för värderingen.

Aktiv marknad

En aktiv marknad definieras av att noterade priser med lätthet och regelbundenhet finns tillgängliga på en börs, hos en handlare eller dylikt och att prissättning på transaktionerna skett enligt affärsmässiga villkor. I princip är det endast aktier för noterade företag, valutor samt räntebärande papper som är utgivna av stat, kommun, banker eller större företag som handlas på en aktiv marknad och därmed kan ingå i nivå 1. Att finansiella instrument handlas på en aktiv marknad är dock inte tillräckligt för att instrumentet ska räknas till nivå 1. Exempelvis handlas valuta-derivat på mycket aktiva marknader men räknas till nivå 2 eftersom värdet måste härledas från priser på andra instrument.

Inaktiv marknad

En inaktiv marknad kännetecknas av låg handelsvolym och att handelsaktiviteten är mycket lägre än på en aktiv marknad. Tillgängliga priser varierar kraftigt över tid eller mellan marknadsaktörerna. Priserna är ofta inaktuella.

Första AP-fondens årsredovisning 2011

Finansiella tillgångar, utgående värden, 2011-12-31

Finansiella tillgångar värderade till verkligt värde i resultaträkningen, mkr ¹⁾	Nivå 1	Nivå 2	Nivå 3	Totalt
Aktier och andelar, noterade	104 324	516	–	104 840
Aktier och andelar, noterade	–	–	10 734	10 734
Obligationer och andra räntebärande tillgångar	76 322	11 527	5 800	93 649
Derivat ²⁾	–	–926	–	–926
Totalt	180 646	11 117	16 534	208 297

¹⁾ Riskprofilerna har använts för samtliga nivåer. Uppdelning i nivåer för underliggande finansiella instrument kan vara något annorlunda än balansräkningens. Kassa redovisas inte i denna tabell då kassan inte räknas som finansiellt instrument värderade till verkligt värde. Därmed stämmer inte tabellens totalsumma med fondkapitalet.

²⁾ För standardiserade derivat är marknadsvärdet noll, eftersom fonden där endast har exponering. I tabellen redovisas nettopositioner, se not 10 för mer detaljerad uppdelning.

Finansiella tillgångar, ingående balans, 2010-12-31

Finansiella tillgångar värderade till verkligt värde i resultaträkningen, mkr ¹⁾	Nivå 1	Nivå 2	Nivå 3	Totalt
Aktier och andelar, noterade	126 723	581	–	127 304
Aktier och andelar, noterade	–	–	8 351	8 351
Obligationer och andra räntebärande tillgångar	61 046	10 428	5 784	77 258
Derivat ²⁾	–	3 756	–	3 756
Totalt	187 769	14 765	14 135	216 669

¹⁾ Riskprofilerna har använts för samtliga nivåer. Uppdelning i nivåer för underliggande finansiella instrument kan vara något annorlunda än balansräkningens. Kassa redovisas inte i denna tabell då kassan inte räknas som finansiellt instrument värderade till verkligt värde. Därmed stämmer inte tabellens totalsumma med fondkapitalet. Jämfört med föregående års årsredovisning ingår i år även upplupna räntor i tabellen, rad Obligationer och andra räntebärande tillgångar.

²⁾ För standardiserade derivat är marknadsvärdet noll, eftersom fonden där endast har exponering. I tabellen redovisas nettopositioner, se not 10 för mer detaljerad uppdelning.

Fonden har en övervägande andel placeringar i nivå 1 där värderingen är hämtad från oberoende och välnummerade värderingskällor.

Redovisning av förändringar inom nivå 3 under året

Under 2011 har värdet av fondens innehav av värdepapper i nivå 3 förändrats med 2 398 mkr.

Detta beror på att fonden köpt sådana värdepapper för 1 300 mkr, sålt för 395 mkr. Dessutom har kvarvarande värdepapper haft en värdeförändring på 1 493 mkr.

Redovisning av förändrade klassificeringar under året

Inga värdepapper i fondens portfölj har omklassificerats under 2011.

Riskprofiler

Alla placeringar på finansiella marknader innebär ett risktagande. De mest betydande riskerna kan delas in i tre grupper: investeringsrisker, förvaltningsrisker och operationella risker. Investeringsriskerna kan dessutom delas in i marknadsrisk, likviditetsrisk och kreditrisk. Fondens viktigaste investeringsrisk är marknadsrisken vilket är risken att värdet på en tillgång förändras.

Marknadsrisken kan kvantifieras och brukar anges i standardavvikelse för avkastningen (volatilitet), Value at Risk, Expected shortfall och andra mått.

Likviditetsrisken är risken att omsättningen i ett instrument är låg, vilket kan leda till en stor skillnad mellan köp- och säljkurser och därmed höga transaktionskostnader, eller att det inte är

Verksamhetsberättelse

Förvaltningsberättelse

Räkenskaper och noter

Fondsyrning

Första AP-fondens årsredovisning 2011

möjligt att sälja instrumentet vid den tidpunkt som önskas. Fondens aktieplaceringar sker på noterade marknader och har i de flesta fall en hög likviditet. Alternativa investeringar har låg likviditet. I tabellen nedan redovisas förfallostrukturen för fondens obligationsportfölj.

Kreditrisk uppstår vid investeringar i obligationer och risken för att emittenten inte kan fullgöra sina skyldigheter och i värsta fall betalningsinställelse. Kreditrisk uppskattas av kreditratinginstitut. För att begränsa denna risk investerar fonden med få undantag inte i obligationer med sämre rating än BBB.

Känslighetsanalys: Redovisning av marknadsrisk

Marknadsrisken presenteras här som medelfristig prognostiserad volatilitet och en känslighetsanalys för tillgångarna. Beräkningarna är gjorda utifrån fondens portföljsammansättning per 31 december 2011 och historiska marknadsavkastningar. Känslighetsanalysen är gjord genom simulering av avkastningsutfall för fondens tillgångar. Genom att den historiska avkastningsfördelningen används för simuleringen fångas eventuella extremutfall och antaganden om normalfördelning behöver inte göras. Simuleringarna som redovisas i tabellen görs för två riskperspektiv, ett medelsiktigt och ett kortare. I den medelsiktiga simuleringen används en sjuårig datahistorik och risken presenteras för ett års värdeförändring. Simuleringen över risken i det kortare riskperspektivet utgår från en gemensam standard som Första, Andra, Tredje och Fjärde AP-fonden enats om.

Simuleringen visas med två olika men relaterade riskmått. Value at Risk visar det resultat som fonden överträffar med 95 procents sannolikhet. Value at Risk-måttet visar därmed också det resultat som fonden kan understiga med 5 procents sannolikhet. Måttet Expected shortfall visar den förväntade förlusten givet att förlusten är större än Value at Risk-måttet.

Fondens risk mätt med prognostiserad medelfristig volatilitet har sjunkit jämfört med föregående år vilket i huvudsak beror på en sänkt aktieexponering. Den prognostiserade volatiliteten uppgick till 9,8 procent för fondens totala portfölj per den sista december. Vid början av året uppgick motsvarande risk till 11,7 procent. Tabellen visar diversifieringsvinsten som kommer av att fonden placerar i olika tillgångar som tillsammans minskar fondens risk för förlust jämfört med tillgångarnas risk var för sig.

Känslighetsanalys: marknadsrisk 2011-12-31

	Volatilitet	Value at Risk (95%)		Expected shortfall (5%)	
	årstakt, %	årstakt, mkr	en dag, mkr	årstakt, mkr	en dag, mkr
Portföljen totalt	9,8	-29 331	-2 306	-40 329	-3 184
Aktier	18,1	-27 452	-2 099	-36 048	-3 113
Räntebärande	2,9	-940	-182	-2 121	-267
Alternativa investeringar	22,3	-6 649	-406	-8 259	-713
Valuta	13,2	-6 828	-477	-8 351	-657
Diversifiering	-5,0	12 538	858	14 453	1 566

Verksamhetsberättelse

Förvaltningsberättelse

Räkenskaper och noter

Fondsyrning

Första AP-fondens årsredovisning 2011

Redovisning av förfallostruktur

Förfallostrukturen för räntebärande tillgångar presenteras i tabellen nedan. Fondens räntebärande tillgångar ger enligt nuvarande förfallostruktur inbetalningar till fonden som överstiger de utbetalningar till pensionssystemet som prognosticeras. Fonden kan därmed möta de prognosticerade kraven på utbetalningar till pensionssystemet.

Förfallostruktur 2011-12-31

Löptid, mkr	< 1	1 < 3	3 < 5	5 < 10	> 10	Total balans, mkr
Nominellt stater	–	2 470	2 322	6 552	10 502	21 846
Nominellt krediter	2 505	12 795	16 550	10 377	3 691	45 918
Realräntor	1 215	165	6 280	5 619	6 809	20 088

Redovisning av kreditrisk

Kreditrisken för obligationer uppskattas via indelning i olika ratingklasser. Första AP-fonden använder ratinginstituten Standard & Poor och Moodys. Ratinginstituten lämnar ett omdöme som anger en obligations kreditrisk där högsta kreditrating är AAA. Fonden har ett begränsat innehav i obligationer med rating BBB och inga innehav med sämre rating. Den sammantagna bedömningen är att fondens innehav i obligationer har en låg kreditrisk.

Kreditrisk 2011-12-31

Rating ¹⁾ , mkr	AAA	AA	A	BBB	B+	Totalt antal
Nominellt stater	20 248	524	1074	–	–	21 846
Nominellt krediter	25 110	5 326	8 685	6 796	–	45 915
Realräntor	11 543	5 915	2 630	–	–	20 088

¹⁾ Redovisning av räntebärande värdepappers kreditrisk utifrån ratingbetyg utgivna av välrenommerade ratinginstitut.

Verksamhetsberättelse

Förvaltningsberättelse

Räkenskaper och noter

Fondsyrning

Första AP-fondens årsredovisning 2011

Styrelsens försäkran



Styrelsens försäkran

Härmed försäkras att, såvitt vi känner till, årsredovisningen är upprättad i överensstämmelse med god redovisningssed och de av AP-fonderna gemensamt utarbetade redovisnings- och värderingsprinciperna samt att lämnade uppgifter stämmer med faktiska förhållanden och att ingenting av väsentlig betydelse är utelämnat som skulle kunna påverka den bild av fonden som skapats av årsredovisningen.

Stockholm den 15 februari 2012

Urban Karlström Annika Sundén
Ordförande *Vice ordförande*

Göran Arrius Ulf Axelson Anders Knape

Christina Lindenius Tor Marthin Per Nordberg Ola Pettersson

Verksamhetsberättelse

Förvaltningsberättelse

Räkenskaper och noter

Fondsyrning

Revisionsberättelse

Revisionsberättelse

För Första AP-fonden, org. nr 802005-7538

Rapport om årsredovisningen

Vi har reviderat årsredovisningen för Första AP-fonden för räkenskapsåret 2011. Fondens årsredovisning återfinns på sidorna 27 till 62 i detta dokument.

Styrelsens och verkställande direktörens ansvar för årsredovisningen

Det är styrelsen och verkställande direktören som har ansvaret för att upprätta en årsredovisning som ger en rättvisande bild enligt lagen om allmänna pensionsfonder och för den interna kontroll som styrelsen och verkställande direktören bedömer är nödvändig för att upprätta en årsredovisning som inte innehåller väsentliga felaktigheter, vare sig dessa beror på oegentligheter eller på fel.

Revisorns ansvar

Vårt ansvar är att uttala oss om årsredovisningen på grundval av vår revision. Vi har utfört revisionen enligt International Standards on Auditing och god revisionssed i Sverige. Dessa standarder kräver att vi följer yrkesetiska krav samt planerar och utför revisionen för att uppnå rimlig säkerhet att årsredovisningen inte innehåller väsentliga felaktigheter.

En revision innefattar att genom olika åtgärder inhämta revisionsbevis om belopp och annan information i årsredovisningen. Revisorn väljer vilka åtgärder som ska utföras, bland annat genom att bedöma riskerna för väsentliga felaktigheter i årsredovisningen, vare sig dessa beror på oegentligheter eller på fel. Vid denna riskbedömning beaktar revisorn de delar av den interna kontrollen som är relevanta för hur fonden upprättat årsredovisningen för att ge en rättvisande bild i syfte att utforma granskningsåtgärder som är ändamålsenliga med hänsyn till omständigheterna, men inte i syfte att göra ett uttalande om effektiviteten i fondens interna kontroll. En revision innefattar också en utvärdering av ändamålsenligheten i de redovisningsprinciper som har använts och av rimligheten i styrelsens och verkställande direktörens uppskattningar i redovisningen, liksom en utvärdering av den övergripande presentationen i årsredovisningen.

Vi anser att de revisionsbevis vi har inhämtat är tillräckliga och ändamålsenliga som grund för våra uttalanden.

Uttalanden

Enligt vår uppfattning har årsredovisningen upprättats i enlighet med Lag (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder) och ger en i alla väsentliga avseenden rättvisande bild av Första AP-fondens finansiella ställning per den 31 december 2011 och av dess finansiella resultat för året enligt lagen om allmänna pensionsfonder. Förvaltningsberättelsen är förenlig med årsredovisningens övriga delar.

Vi tillstyrker därför att resultaträkningen och balansräkningen fastställas.

Rapport om andra krav enligt lagar och andra författningar

Utöver vår revision av årsredovisningen har vi även granskat inventeringen av de tillgångar som Första AP-fonden förvaltar. Vi har också granskat styrelsens och verkställande direktörens förvaltning i övrigt.

Styrelsens och verkställande direktörens ansvar

Det är styrelsen och verkställande direktören som har ansvaret för räkenskapshandlingarna samt för förvaltningen av fondens tillgångar enligt lagen om allmänna pensionsfonder.

Revisorns ansvar

Vårt ansvar är att med rimlig säkerhet uttala oss om resultatet av vår granskning och inventeringen av de tillgångar som fonden förvaltar samt om förvaltningen i övrigt på grundval av vår revision. Vi har utfört revisionen enligt god revisionssed i Sverige.

Som underlag för vårt uttalande om inventeringen av tillgångarna har vi granskat fondens inventering samt ett urval av underlagen för denna.

Som underlag för vårt uttalande om förvaltningen i övrigt har vi utöver vår revision av årsredovisningen granskat väsentliga beslut, åtgärder och förhållanden i fonden för att kunna bedöma om någon styrelseledamot eller verkställande direktören har handlat i strid med lagen om allmänna pensionsfonder.

Vi anser att de revisionsbevis vi har inhämtat är tillräckliga och ändamålsenliga som grund för våra uttalanden.

Uttalanden

Revisionen har inte givit anledning till anmärkning beträffande inventeringen av tillgångarna eller i övrigt avseende förvaltningen.

Stockholm den 15 februari 2012

Anna Peyron
Auktoriserad revisor
Förordnad av regeringen

Peter Strandh
Auktoriserad revisor
Förordnad av regeringen

2011 i sammandrag

2011 präglades av stor oro på de finansiella marknaderna. Bland annat gick Stockholmsbörsen ner med 13,5 procent.* För helåret uppgick fondens avkastning på den totala portföljen till -1,9 procent, vilket var mindre än nedgången på de stora aktiemarknaderna.

Andra AP-fondens långsiktiga strategi och det fortsatta arbetet med att diversifiera portföljen har skapat god risk-spridning och har motverkat den negativa utvecklingen. Under våren genomförde fonden den hittills största förändringen i den strategiska portföljen genom att göra en omfattande omallokering från räntebärande tillgångar och svenska aktier till aktier och stats-

obligationer på tillväxtmarknader. Fondens resultat uppgick till -4,6 mdkr. Fondens avkastning relativt jämförelse-index uppgick till -0,3 procent, exklusive alternativa investeringar och kostnader.

- Andra AP-fondens fondkapital uppgick till 216,6 (222,5) mdkr den 31 december 2011 och belastades av ett nettoutflöde till pensionssystemet på -1,2 (-4,0) mdkr.
- Årets resultat uppgick till -4,6 (22,3) mdkr.
- Fondens avkastning på den totala portföljen uppgick till -1,9 (11,2) procent, exklusive provisionskostnader och rörelsens kostnader. Inklusive dessa kostnader avkastade portföljen -2,1 (11,0) procent.
- Den relativa avkastningen för fondens

totala portfölj, exklusive alternativa investeringar och kostnader, uppgick till -0,3 (0,8) procent, varav -0,16 procent var hänförligt till implementeringseffekter.

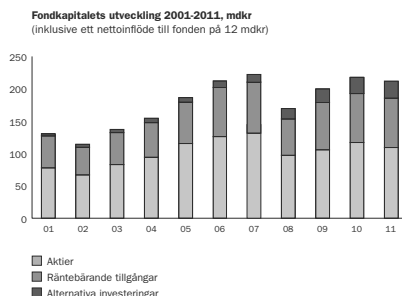
- Avkastningen för alternativa investeringar uppgick till 8,4 (15,0) procent.
- Räntebärande tillgångar avkastade 6,8 (0,5) procent.

Händelser efter rapportperioden

Cityhold Property, fastighetsbolaget som Andra AP-fonden äger tillsammans med Första AP-fonden, genomförde i januari 2012 sitt första förvärv då bolaget köpte kontorsfastigheten One Kingdom Street, intill Paddington Station i centrala London.

* SIX RX

Översikt sedan start	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001
Fondkapital, mdkr	216 622	222 507	204 290	173 338	227 512	216 775	190 593	158 120	140 350	117 090	133 493
Årets resultat, mdkr	-4 645	22 258	34 858	-55 058	8 718	24 506	29 568	16 119	20 693	-21 405	-5 005
Avkastning total portfölj, exkl. provisionskostnader och rörelsens kostnader, %	-1,9	11,2	20,6	-24,0	4,2	13,0	18,7	11,6	17,8	-15,3	-3,7
Relativ avkastning på noterade tillgångar, exkl. alternativa investeringar, provisionskostnader och rörelsens kostnader, %	-0,3	0,8	0,7	-1,8	-0,4	0,2	0,2	-0,6	-0,5	-0,4	1,7
Aktiv risk ex post, %	0,3	0,3	0,6	1,0	0,7	0,7	0,5	0,5	0,6	1,0	1,7
Valutaexponering, %	16	12	10	12	11	12	11	10	8	7	10



Resultaträkning

Belopp i mnkr	Not	Januari-december 2011	Januari-december 2010
Rörelsens intäkter			
Räntenetto	1	6 569	2 973
Erhållna utdelningar		2 976	2 435
Nettoresultat, noterade aktier och andelar	2	-15 025	15 042
Nettoresultat, onoterade aktier och andelar	3	1 509	2 135
Nettoresultat, räntebärande tillgångar		2 002	1 262
Nettoresultat, derivatinstrument		-1 736	1 292
Nettoresultat, valutakursförändringar		-571	-2 525
Provisionskostnader, netto	4	-210	-196
Summa rörelsens intäkter		-4 486	22 418
Rörelsens kostnader			
Personalkostnader	5	-90	-93
Övriga administrationskostnader	6	-69	-67
Summa rörelsens kostnader		-159	-160
ÅRETS RESULTAT		-4 645	22 258

Balansräkning

Belopp i mnkr	Not	2011-12-31	2010-12-31
TILLGÅNGAR			
Aktier och andelar			
Noterade	7	105 062	111 066
Onoterade	8	15 487	12 759
Obligationer och andra räntebärande tillgångar	9	86 613	85 589
Derivatinstrument	10	7 993	9 707
Kassa och bankmedel		2 295	2 599
Övriga tillgångar	11	9	28
Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	12	1 858	1 845
SUMMA TILLGÅNGAR		219 317	223 593
FONDKAPITAL OCH SKULDER			
Skulder			
Derivatinstrument	10	2 614	912
Övriga skulder	13	16	92
Förutbetalda intäkter och upplupna kostnader	14	65	82
Summa skulder		2 695	1 086
Fondkapital			
	15		
Ingående fondkapital		222 507	204 290
Nettobetalingar mot pensionssystemet		-1 240	-4 041
Årets resultat		-4 645	22 258
Summa fondkapital		216 622	222 507
SUMMA FONDKAPITAL OCH SKULDER		219 317	223 593
Ställda panter, ansvarsförbindelser och åtaganden			
	16		
Övriga ställda panter och jämförliga säkerheter		1 802	1 710
Åtaganden		7 911	7 028

Redovisnings- och värderingsprinciper

Andra AP-fonden, organisationsnummer 857209-0606, är en av buffertfonderna inom det svenska pensionssystemet med säte i Göteborg. Årsredovisning för räkenskapsåret 2011 har godkänts av styrelsen den 9 februari 2012. Resultat- och balansräkning ska fastställas av regeringen.

Enligt lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder ska årsredovisningen upprättas med tillämpning av god redovisningssed, varvid de tillgångar som fondmedlen placerats i ska upptas till marknadsvärdet. Med denna utgångspunkt har Första till Fjärde AP-fonderna utarbetat gemensamma redovisnings- och värderingsprinciper vilka har tillämpats och sammanfattas nedan. Redovisnings- och värderingsprinciperna är oförändrade mot föregående år.

Fondernas redovisnings- och värderingsprinciper anpassas successivt till den internationella redovisningsstandarden, IFRS. Eftersom IFRS är under omfattande omarbeting, har anpassningen under 2011 inriktats mot informationskrav enligt IFRS 7. En fullständig anpassning till IFRS skulle inte väsentligt påverka redovisat resultat och kapital. Mot nu gällande IFRS har följande större skillnader identifierats:

Fonderna värderar inte finansiella instrument baserat på köp-/säljkurs utan på marknadsnotering enligt valt index (oftast genomsnittskurs).

Transaktionskostnader, såsom courtage, redovisas som en del i anskaffningsvärdet för finansiella instrument, som redovisas till verkligt värde via resultatet.

Koncernredovisning samt kassaflödesanalys upprättas inte.

Affärsdagsredovisning

Transaktioner i värdepapper och derivatinstrument på penning- och obligationsmarknaden, aktiemarknaden och valutamarknaden redovisas i balansräkningen per affärsdagen, det vill säga vid den tidpunkt då de väsentliga rättigheterna och därmed riskerna övergår mellan parterna. Fordran på eller skulden till motparten mellan affärsdag och likviddag redovisas under övriga tillgångar respektive övriga skulder. Övriga transaktioner, framför allt transaktioner avseende noterade aktier, redovisas i balansräkningen per likviddagen, vilket överensstämmer med marknadspraxis.

Nettoredovisning

Nettoredovisning tillämpas för fondlikvider, repor och derivatinstrument i de fall det finns en sakrättslig rätt till kvittning av tillgångar och skulder och om avsikten är att avveckla dem samtidigt.

Omräkning av utländsk valuta

Transaktioner i utländsk valuta omräknas till svenska kronor med den valutakurs som gäller på transaktionsdagen. På balansdagen räknas tillgångar och skulder i utländsk valuta om till svenska kronor enligt balansdagens valutakurser.

Värdeförändringar på tillgångar och skulder i utländsk valuta uppdelas i en del som är hänförlig till värdeförändringen av tillgången eller skulden i lokal valuta och en del som är orsakad av valutakursförändringen. Valutakursresultat som uppstår vid förändring av valutakurs redovisas i resultaträkningen på raden Nettoresultat, valutakursförändringar.

Aktier i dotterbolag/intressebolag

Enligt lagen om allmänna pensionsfonder upptas aktier i dotterbolag/intressebolag till

verkligt värde. Verkligt värde bestäms enligt samma metoder som tillämpas för noterade aktier och andelar. Krav på att upprätta koncernredovisning föreligger inte.

Värdering av finansiella instrument

Fondens samtliga placeringar värderas till verkligt värde, varvid såväl realiserade som orealiserade värdeförändringar redovisas i resultaträkningen. I raderna Nettoresultat per tillgångsslag ingår således såväl realiserade som orealiserade resultat. I de fall hänvisning nedan sker till vald indexleverantör, se sidan 17 i årsredovisningen för information kring aktuella index. Nedan beskrivs hur verkligt värde fastställs för fondens olika placeringar.

Noterade aktier och andelar

För aktier och andelar som är upptagna till handel vid en reglerad marknad eller handelsplattform, bestäms verkligt värde utifrån balansdagens officiella marknadsnotering enligt fondens valda indexleverantör, oftast genomsnittskurs. Innehav som inte ingår i index värderas till noterade priser observerbara i en aktiv marknad. Erlagda courtagekostnader resultatförs under Nettoresultat, noterade aktier.

Onoterade aktier och andelar

För aktier och andelar som inte är upptagna till handel vid en reglerad marknad eller handelsplattform, bestäms verkligt värde baserat på värdering erhållen från motparten eller annan extern part. Värderingen uppdateras då ny värdering erhålls och justeras för eventuella kassaflöden fram till bokslutstillfället. I de fall fonden på goda grunder bedömer att värderingen är felaktig, sker en justering av erhållna värdering. Värderingen följer IPEV:s (International Private Equity and Venture

Capital Valuation Guidelines) principer eller likvärdiga värderingsprinciper och ska i första hand vara baserat på transaktioner med tredje part, men även andra värderingsmetoder såsom diskonterat kassaflöde, substansvärdeometoden och multipelvärdning kan användas.

Obligationer och andra räntebärande tillgångar

För obligationer och andra räntebärande tillgångar bestäms verkligt värde utifrån balansdagens officiella marknadsnotering (oftast köpkurs) enligt fondens valda indexleverantör. Innehav som inte ingår i index värderas till noterade priser observerbara i en aktiv marknad. I de fall instrumenten inte handlas på en aktiv marknad och tillförlitliga marknadspriser inte finns att tillgå, värderas instrumentet med hjälp av allmänt vedertagna värderingsmodeller, som innebär att kassaflöden diskonteras till relevant värderingskurva.

Som ränteintäkt redovisas ränta beräknad enligt effektivräntemetoden baserat på upplupet anskaffningsvärde. Det upplupna anskaffningsvärdet är det diskonterade nuvärdet av framtida betalningar, där diskonteringsräntan utgörs av den effektiva räntan vid anskaffningstidpunkten. Detta innebär att förvärvade över- och undervärden periodiseras under återstående löptid eller till nästa räntestöringstillfälle och ingår i redovisad ränteintäkt.

Derivatinstrument

För derivatinstrument bestäms verkligt värde baserat på noteringar vid årets slut. I de fall instrumenten inte handlas på en aktiv marknad och tillförlitliga marknadspriser inte finns att tillgå, värderas instrumentet med hjälp av allmänt vedertagna värderingsmodeller, där indata

utgörs av observerbara marknadsdata.

Derivatkontrakt med positivt verkligt värde per balansdagen redovisas som tillgångar medan kontrakt med negativt verkligt värde redovisas som skulder. Skillnaden mellan terminskurs och avistakurs för valutaterminer periodiseras linjärt över terminskontraktets löptid och redovisas som ränta.

Återköpstransaktioner

Vid äkta återköpstransaktion, så kallad repa, redovisas såld tillgång fortsatt i balansräkningen och erhållen likvid redovisas som skuld. Det sålda värdepappret redovisas som ställd pant inom linjen i balansräkningen. Skillnaden mellan likvid i avistaledet och terminsledet periodiseras över löptiden och redovisas som ränta.

Värdepapperslån

Utlånade värdepapper redovisas i balansräkningen till verkligt värde medan erhållen ersättning för utlåningen redovisas som ränteintäkt i resultaträkningen. Erhållna säkerheter för utlånade värdepapper består av värdepapper och konstanter. I de fall Andra AP-fonden har rätt att förfoga över erhållen kontantsäkerhet redovisas denna i balansräkningen som en tillgång och en motsvarande skuld. I övriga fall redovisas den erhållna säkerheten inte i balansräkningen utan anges separat under rubriken "Ställda panter, ansvarsförbindelser och åtaganden". Under denna rubrik redovisas även värdet av utlånade värdepapper samt säkerheter för dessa.

Poster som redovisas direkt mot fondkapitalet

In- och utbetalningar som har skett mot pensionssystemet redovisas direkt mot fondkapitalet.

Provisionskostnader

Provisionskostnader redovisas i resultaträkningen som en avdragspost under rörelsens intäkter. De utgörs av direkta transaktionskostnader såsom depåbanksarvoden och fasta arvoden till externa förvaltare samt fasta avgifter för noterade fonder. Prestationsbaserade arvoden, som utgår när förvaltare uppnår en avkastning utöver överenskommen nivå där vinstdelning tillämpas, redovisas som avgående post under nettoresultat för aktuellt tillgångsslag i resultaträkningen.

Förvaltararvoden för onoterade aktier och andelar, för vilka återbetalning medges före vinstdelning och där återbetalning bedöms som sannolik, redovisas som anskaffningskostnad och kommer därmed ingå i det orealiserade resultatet. I övriga fall redovisas de som provisionskostnader.

Rörelsens kostnader

Samtliga förvaltningskostnader, exklusive courtage, arvoden till externa förvaltare och depåbanksarvoden, redovisas under rörelsens kostnader. Investeringar i inventarier samt egenutvecklad och förvärvad programvara kostnadsförs i normalfallet löpande.

Skatter

Andra AP-fonden är befriad från all inkomstskatt vid placeringar i Sverige.

Skatt på utdelningar och kupongs-katter som påförs i vissa länder, netto-redovisas i resultaträkningen under respektive intäktslag.

Noter till resultat- och balansräkningarna

NOT 1 Räntenetto		
Belopp i mnkr	Januari-december 2011	Januari-december 2010
Ränteutäkter		
Obligationer och andra räntebärande tillgångar	2 992	2 843
Derivatinstrument	4 953	529
Övriga ränteutäkter	63	44
Summa ränteutäkter	8 008	3 416
Räntekostnader		
Derivatinstrument	-1 381	-415
Övriga räntekostnader	-58	-28
Summa räntekostnader	-1 439	-443
Räntenetto	6 569	2 973
NOT 2 Nettoresultat, noterade aktier och andelar		
Belopp i mnkr	Januari-december 2011	Januari-december 2010
Resultat noterade aktier och andelar	-14 958	15 089
avdrag courtage	-67	-47
Nettoresultat, noterade aktier och andelar	-15 025	15 042
NOT 3 Nettoresultat, onoterade aktier och andelar		
Belopp i mnkr	Januari-december 2011	Januari-december 2010
Realisationsresultat	914	51
Orealiserade värdeförändringar*	595	2 084
Nettoresultat, onoterade aktier och andelar	1 509	2 135
* Orealiserade värdeförändringar inkluderar under 2011 återbetalad management fee om 146 mnkr.		
NOT 4 Provisionskostnader, netto		
Belopp i mnkr	Januari-december 2011	Januari-december 2010
Externa förvaltningsarvoden, noterade tillgångar	195	182
Externa förvaltningsarvoden, onoterade tillgångar	5	5
Övriga provisionskostnader inklusive depåbankskostnader	10	9
Summa provisionskostnader	210	196

I Provisionskostnader ingår ej prestationsbaserade kostnader. Prestationsbaserade kostnader har under året uppgått till 99 (189) mnkr och reducerar nettoresultatet för respektive tillgångsslag. Externa förvaltararvoden för onoterade tillgångar redovisas under provisionskostnader i den mån avtalen ej medger återbetalning före vinstdelning i samband med framtida vinstgivande avyttringar.

Under året har totalt 169 (139) mnkr erlagts i förvaltararvoden avseende onoterade tillgångar. Av dessa avser 164 (134) mnkr avtal som medger återbetalning av erlagda förvaltningsarvoden före vinstdelning vid avyttring. Dessa redovisas som en del av tillgångens anskaffningsvärde.

Fondkapitalets fördelning mellan externa förvaltningsmandat och intern förvaltning per 2011-12-31, mnkr

Mandat	Jämförelseindex	Genomsnittligt förvaltad kapital 2011	Marknadsvärde per 2011-12-31*	% av fondkapital	Extern förvaltningskostnad
Externa diskretionära förvaltningsmandat					
Aktiemandat					
Aktiv förvaltning					
MFS	Globala aktier	MSCI World	5 483	5 570	
Fundamentalindex förvaltning	Sverige - Aktier, modellportfölj	FTSE RAFI Sverige, avslutad	**	**	
Fundamentalindex förvaltning	Global - Aktier, modellportfölj	FTSE RAFI Global, avslutad	**	**	
Summa			5 483	5 570	3 30
Räntemandat					
Aktiv förvaltning					
Rogge	Globalt kreditmandat	Barclays Global Agg Develop credit ex Japan	4 418	3 888	
Pimco	Globalt kreditmandat	Barclays Global Agg Develop credit ex Japan	3 835	3 647	
Standish	Globalt kreditmandat	Barclays Global Agg Develop credit ex Japan	4 042	4 337	
Summa			12 295	11 872	5 22
GTAA-mandat					
Aktiv förvaltning					
IPM/First Quadrant					5
Totalt externa diskretionära förvaltningsmandat			17 778	17 442	8 57
Investeringar i noterade externa fonder					
Aktiefonder		enligt resp. fond	16 946	17 445	
Räntefonder		enligt resp. fond	17 091	17 202	
GTAA-fonder		enligt resp. fond	2 061	2 105	
Totalt investeringar i noterade externa fonder			36 098	36 752	17 138
Investeringar i onoterade riskkapitalfonder, skogs- och jordbruksfastigheter					
			8 259	9 282	4 5
SUMMA EXTERNT FÖRVALTAT KAPITAL OCH FÖRVALTNINGSKOSTNADER					
			62 135	63 476	29 200
Interna förvaltningsmandat					
Noterade aktier och andelar					
		SBX, SEW, CSRX, MSCI		86 866	
Räntemandat inklusive konvertibler i alternativa investeringar					
		SHB, Barclays		53 989	
Kassa och bankmedel					
				-53	
Onoterade aktier i intressebolag, inklusive förlagslån					
				12 344	
SUMMA INTERNT FÖRVALTAT KAPITAL					
				153 146	71
Övriga tillgångar och skulder					
				0	
TOTAL FONDFÖRMÖGENHET					
				216 622	100

* Marknadsvärde inklusive allokerad likviditet, derivat och upplupna räntor.

** Kapitalet förvaltades av den interna förvaltningsorganisationen baserat på en externt förvaltad modellportfölj med fundamentalindex.

Belopp i tkr	Januari-december 2011		Januari-december 2010	
	Män	Kvinnor	Män	Kvinnor
Medelantal anställda	35	24	30	24
Anställda 31 december*	34	24	32	22
Antal personer i ledningsgruppen 31 december	4	3	3	3
* Vid utgången av 2011 hade fonden 58 tillsvidareanställda.				
Löner och arvoden				
Styrelseordförande		100		101
Vd		2 916		2 792
Styrelsen exklusive ordförande		427		390
Ledningsgruppen exklusive vd		10 114		9 583
Övriga anställda		36 391		35 921
Löner och arvoden totalt		49 948		48 787
Rörlig ersättning				
Vd		-		-
Ledningsgruppen exklusive vd		-		-
Övriga anställda		-		4 725
Rörlig ersättning totalt		-		4 725
Ersättning till styrelseledamöter utöver styrelsearvode		-		-
Pensionskostnader (inklusive särskild löneskatt)				
Vd		1 365		1 289
Ledningsgruppen exklusive vd		4 155		3 840
Övriga anställda		16 078		14 522
Pensionskostnader totalt		21 598		19 651
Sociala kostnader				
Styrelseordförande		31		10
Vd		931		893
Styrelsen exklusive ordförande		128		124
Ledningsgruppen exklusive vd		3 256		3 106
Övriga anställda		11 438		12 833
Sociala kostnader totalt		15 784		16 966
Övriga personalkostnader		3 064		2 933
Totalt personalkostnader		90 394		93 062

Styrelse

Arvoden till styrelsen bestäms av regeringen. Ersättningen uppgår per år till 100 000 kr för ordföranden, 75 000 kr för vice ordföranden och 50 000 kr till övriga ledamöter. Inga arvoden för styrelsemedlemmars arbete i utskott utgår.

Vd

I vds anställningsavtal förbinder sig fonden att betala premier för tjänstepensions- och sjukförsäkring med pensionsålder 65 med en årlig premie motsvarande 25 procent av bruttolönen. Vid uppsägning från fondens sida äger vd rätt till avgångsvederlag, motsvarande 18 månadslöner utöver lön under uppsägningstiden om 6 månader, reducerat med inkomst från ny anställning. Avgångsvederlaget beräknas på den kontanta månadslönen vid uppsägningstidens utgång. Erhållna förmåner för vd uppgår till 49 tkr.

Ledningsgrupp

Lön, andra ersättningar samt pensionskostnader (inklusive särskild löneskatt) för ledningsgruppen uppgår under 2011 till totalt 14 269 (13 424) tkr. Löner och ersättningar särredovisas enligt följande: Chef A 2 541 (2 316) tkr, Chef B 2 036 (1 912) tkr, Chef C 2 106 (2 001) tkr, Chef D 1 942 (1 889) tkr, Chef E 1 489 (1 466) tkr. Pensioner inklusive särskild löneskatt särredovisas enligt följande: Chef A 819 (805) tkr, Chef B 1 083 (1 100) tkr, Chef C 799 (724) tkr, Chef D 655 (676) tkr, Chef E 799 (535) tkr. Utöver lön, andra ersättningar och pension har ledningsgruppen erhållit förmåner enligt följande särredovisning: Chef A 0 (32) tkr, Chef B 73 (70) tkr, Chef C 62 (65) tkr, Chef D 62 (63) tkr, Chef E 54 (55) tkr.

Medlemmar i ledningsgruppen omfattas ej av programmet för prestationsbaserad rörlig ersättning. För ledande befattningshavare gäller pensionsavtalet mellan BAO och JUSEK/CR/CF (SACO). Regeringens riktlinjer anger 6 månaders uppsägningstid med 18 månaders avgångsvederlag för ledande befattningshavare.

För ledande befattningshavare på Andra AP-fonden, anställda innan regeringens riktlinjers ikraftträdande, gäller 12 månaders uppsägningstid utan avgångsvederlag. Dessa har ej omförhandlats, då detta skulle medföra en högre kostnad för fonden.

Löneväxling

Samtliga anställda ges möjlighet att löneväxla lön mot pension.

Rörlig ersättning

Styrelsen har beslutat om ett program för rörlig ersättning i linje med regeringens riktlinjer. Under 2011 innefattade Andra AP-fondens incitamentsprogram alla medarbetare utom vd och övriga i fondledningen samt ansvarig för Risk. Programmet innebar att alla övriga medarbetare kunde erhålla maximalt två månadslöner i rörlig ersättning. Programmet är dels kopplat till resultatet för innevarande år, dels till långsiktiga mål. En förutsättning för att den rörliga ersättningen ska betalas ut är att fonden redovisar ett positivt totalresultat. Programmets omfattning beskrivs på fondens hemsida www.ap2.se

Berednings- och beslutsprocess

Styrelsen fastställer vds lön och riktlinjer för ersättning till ledande befattningshavare.

Regeringens riktlinjer

Styrelsen anser att fonden följer regeringens riktlinjer vad avser ersättningar, förutom ovan nämnda undantag om uppsägningstid.

Styrelseledamöters övriga styrelsuppdrag Se sidan 60.

NOT 6 Övriga administrationskostnader

Belopp i mnkr	Januari-december 2011	Januari-december 2010
Lokalkostnader	5	5
Informations- och IT-kostnader	41	39
Köpta tjänster	10	9
Övriga kostnader	13	14
Summa övriga administrationskostnader	69	67

Arvoden till revisorerna

Revisionsuppdrag		
Ernst & Young	1,06	1,35
Revisionsverksamhet utöver revisionsuppdraget		
Ernst & Young	0,28	0,25
Summa ersättning till Ernst & Young	1,34	1,60

NOT 7 Noterade aktier och andelar

Belopp i mnkr	2011-12-31	2010-12-31
	Verkligt värde	Verkligt värde
Svenska aktier	29 403	42 818
Utländska aktier	56 105	53 577
Andelar i svenska fonder	2 833	2 357
Andelar i utländska fonder*	16 721	12 314
Summa noterade aktier och andelar	105 062	111 066
* varav andelar i blandfonder	2 098	1 972

Specifikation över de värdemässigt tjugo största svenska och utländska innehaven återfinns på sidorna 56-57.

En komplett förteckning över svenska och utländska innehav återfinns på fondens hemsida www.ap2.se

Fem största aktieinnehaven på OMX Stockholmsbörsen respektive fem största på utländska börser

Namn	Antal	Verkligt värde	Kapital, %	Röster, %
Hennes & Mauritz	9 052 691	2 003	0,55	0,27
Ericsson	26 683 552	1 879	0,82	0,47
Nordea Bank	27 475 072	1 463	0,68	0,68
Atlas Copco	10 224 039	1 446	0,83	0,76
Volvo	19 050 079	1 439	0,90	1,02
AstraZeneca	2 670 325	844		
ABB	6 319 150	818		
Exxon Mobil	940 000	546		
Apple	182 600	507		
Nestlé	839 479	336		

48 Andra AP-fondens Årsredovisning 2011

NOT 8 Onoterade aktier och andelar

Belopp i mkr, 2011-12-31	Org nr	Antal aktier	Ägarandel kapital/röster, %	Startår	Anskaffningsvärde
Svenska aktier och andelar					
Andra & Sjötte Fastigheter AB	556694-3022	5 000	100		2
Cityhold Property AB	556845-8631	250	50		13
NS Holding AB	556594-3999	1 819 884	50		811
Vasakronan Holding AB	556650-4196	1 000 000	25		1 221
EQT Northern Europe KB (EQT III)			1	2001	72
Swedestart Life Science KB			5	2001	10
Swedestart Tech KB			3	2001	8
Utländska aktier och andelar					
AG Real Value Fund			10	2010	290
Ares Corporate Opportunities Fund III			1	2008	178
Carlyle Asia Growth Partners IV			5	2008	138
Carlyle Europe Partners III			0,9	2006	324
Carlyle Riverstone Global Energy and Power Fund III			0,8	2005	128
Carlyle Riverstone Global Energy and Power Fund IV			0,8	2008	207
Carlyle Riverstone Renewable Energy Infrastructure Fund I			3	2005	129
Carlyle Riverstone Renewable and Alternative Energy Fund II			2	2008	193
Chequers Capital XVI			2	2011	21
CPE China Fund			2	2011	61
CVC European Equity Partners IV			0,6	2005	177
CVC European Equity Partners V			0,5	2008	255
EQT Expansion Capital I Fund			16	2003	83
Gavea Investment Fund IV			1	2011	56
Generation IM Climate Solutions Fund			5	2008	165
H.I.G. Bayside Loan Opportunity Fund II			5	2010	71
Khosla Ventures III			4	2009	165
Khosla Ventures IV			5	2011	33
Lyceum Capital Fund II			10	2008	232
Mid Europa Fund III			3	2007	317
Molpus Woodlands Fund III			11	2010	118
New Forests Australia New Zealand Forest Fund			9	2010	99
New Mountain Partners III			1	2007	203
Nordic Capital V			3	2003	370
Nordic Capital VI			3	2006	429
Nordic Capital VII			1	2008	289
Pathway Private Equity Fund IX			99	2004	737
Pathway Private Equity Fund IXB			99	2005	1 153
Pathway Private Equity Fund IXC			99	2008	456
Quadriga Capital Private Equity Fund IV			4	2011	0
R/C Pattern Energy Feeder			5	2010	96
Resolute Fund II			1	2007	195
Searchlight Capital PV			4	2011	0
Sequoia Capital 2010			2	2010	61
Sun Capital Partners V			0,4	2007	91
TCV VII			1	2007	121
Thomas H Lee Equity Fund VI			0,4	2006	162
TIAA-CREF Global Agriculture			24	2011	260
TPG Asia V			1	2007	217
TPG Credit Strategies Fund			6	2007	206
TPG Growth Fund II			3	2011	13
TPG Partners V			0,3	2006	251
TPG Partners VI			0,3	2008	196
TPG Star			4	2007	268
Summa onoterade aktier och andelar					11 351
Totalt verkligt värde					15 487

NOT 9 Obligationer och andra räntebärande tillgångar

Belopp i mkr	2011-12-31	
	Verkligt värde	2010-12-31 Verkligt värde
Svenska staten	11 101	14 165
Svenska kommuner	257	276
Svenska bostadsinstitut	22 127	24 311
Övriga svenska emittenter		
Finansiella företag	3 049	3 045
Icke-finansiella företag	6 044	6 415
Utländska stater	7 541	9 232
Övriga utländska emittenter	34 994	26 945
Dagslån	1 500	1 200
Summa	86 613	85 589
Realränteobligationer	2 169	4 125
Övriga obligationer	59 755	62 981
Certifikat	-	499
Onoterade reverslån	3 625	3 625
Onoterade konvertibla förlagslån	2 355	2 220
Andelar i utländska räntefonder	17 209	10 939
Dagslån	1 500	1 200
Summa	86 613	85 589
varav värderat enligt teoretisk modellvärdering	1 500	1 700

NOT 10 Derivatinstrument

Belopp i mkr	2011-12-31		2010-12-31	
	Nominellt belopp*	Verkligt värde	Nominellt belopp*	Verkligt värde
Derivatinstrument med positiva verkliga värden				
Valutaoptioner, innehavd	352	2	1 201	4
Valutaterminer	55 920	1 380	127 255	1 673
Aktieterminer	5	40	3	15
Ränteoptioner, innehavd	-	-	18	3
Ränteoptioner, utställd	158	30	45	3
FRA/Ränteterminer	40 322	18	53 687	25
Ränteswappar	200	1	-	-
Övriga instrument	6 855	6 522	6 723	7 984
Summa	103 812	7 993	188 932	9 707
varav clearat	40 476		53 753	
Derivatinstrument med negativa verkliga värden				
Valutaoptioner, utställd	295	0	1 093	2
Valutaterminer	101 697	2 576	90 113	725
Aktieterminer	1	0	0	0
Ränteoptioner, innehavd	62	31	9	2
Ränteoptioner, utställd	-	-	36	3
FRA/Ränteterminer	33 212	7	51 035	43
Ränteswappar	100	0	-	-
Övriga instrument	-	-	4	137
Summa	135 367	2 614	142 290	912
varav clearat	33 275		51 075	

* Med nominellt belopp avses antal kontrakt multiplicerat med kontraktbeloppet för derivatinstrumentens absoluta tal. Beloppet inkluderar däremot såväl köpta som sålda kontrakt brutto. Se beskrivning av vilka derivatinstrument som används och vilka risker som hanteras via derivat på sidan 34.

Handel med optioner sker i liten omfattning. Utslagna säljoptioner är delpositioner i olika optionsstrategier för att uttrycka en marknadssyn. Samtliga derivat med negativa värden har en löptid underliggande ett år, med undantag för en ränteswap som förfaller år 2031 (verkligt värde 0,5 mkr). Vid förfall sker avräkning mot underliggande derivatinstrument.

50 Andra AP-fondens Årsredovisning 2011

NOT 11 Övriga tillgångar		
Belopp i mnkr	2011-12-31	2010-12-31
Fordringar sålda ej likviderade tillgångar	5	24
Övriga fordringar	4	4
Totalt	9	28
NOT 12 Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter		
Belopp i mnkr	2011-12-31	2010-12-31
Upplupna ränteintäkter	1 722	1 729
Upplupna utdelningar	71	49
Restititioner	30	42
Övriga förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	35	25
Totalt	1 858	1 845
NOT 13 Övriga skulder		
Belopp i mnkr	2011-12-31	2010-12-31
Skulder köpta ej likviderade tillgångar	6	83
Leverantörsskulder	8	6
Övriga skulder	2	3
Totalt	16	92
NOT 14 Förutbetalda intäkter och upplupna kostnader		
Belopp i mnkr	2011-12-31	2010-12-31
Upplupna externa förvaltararvoden	41	41
Upplupen räntekostnad på valutaterminer	5	18
Övriga upplupna kostnader	19	23
Totalt	65	82
NOT 15 Fondkapital		
Belopp i mnkr	2011-12-31	2010-12-31
Ingående fondkapital	222 507	204 290
Nettobetalingar mot pensionsystemet		
Inbetalda pensionsavgifter	53 895	51 267
Utbetalda pensionsmedel till Pensionsmyndigheten	-54 919	-55 050
Överflyttning av pensionsrätter till EG	-2	-1
Reglering av pensionsrätter avseende tidigare år	-1	0
Administrationsersättning till Pensionsmyndigheten	-213	-257
Summa nettobetalingar mot pensionsystemet	-1 240	-4 041
Årets resultat	-4 645	22 258
Utgående fondkapital	216 622	222 507
NOT 16 Ställda panter, ansvarsförbindelser och åtaganden		
Belopp i mnkr	2011-12-31	2010-12-31
Övriga ställda panter och jämförliga säkerheter		
Utlånade värdepapper mot erhållen säkerhet i form av värdepapper och kontantsäkerhet*	1 326	1 371
Ställda säkerheter avseende börsclearade derivatavtal	476	339
Totalt	1 802	1 710
* Erhållna säkerheter för utlånade värdepapper uppgår till 1 397 (1 444) mnkr.		
Åtaganden		
Åtagande om framtida investeringar avseende onoterade innehav	7 842	6 927
Åtagande om framtida investeringar avseende noterade räntebärande innehav	69	101
Utestående löfte om garanti i nyemission	-	-
	7 911	7 028

NOT 17 Finansiella instrument, pris- och värderingshierarki**Fondkapitalets värdering – Marknadsnoterade tillgångar**

Den största delen av fondens tillgångar är marknadsnoterade med innebörden att de handlas på en aktiv marknad med priser som representerar faktiska och regelbundet förekommande marknadsransaktioner. Fondens marknadsnoterade tillgångar värderas dagligen till noterade marknadspriser och utgörs av aktier, obligationer, derivat och valutor.

För så kallade OTC-derivat, baseras värderingen på antingen teoretisk modellvärdering eller på värdering från extern part. För fondens innehav i FX-terminer och ränteswappar baseras värderingen på en teoretisk modellvärdering, där modellens subjektiva inslag i dagsläget uteslutande är valet av räntekurvor och metod för beräkning och uppskattning av framtida värde (interpolering och extrapolering). Samma metodik används för depoziter, kortfristiga certifikat och liknande instrument.

För övriga OTC-derivat används uteslutande värdering från extern part utan subjektiva inslag från fonden. Vid utgången av 2011 fanns ett fåtal utestående strukturerade OTC-derivat i fondens portföljer.

I perioder då likviditet för marknadsnoterade papper saknas på marknaden, krävs en ökad grad av subjektivitet vid värdering. Marknaden karaktäriseras vid sådana förhållanden av kraftigt ökade skillnader mellan köp- och säljkurser, som även kan skilja markant mellan marknadsaktörer. Andra AP-fonden har vid sådana tillfällen en konservativ värderingsansats.

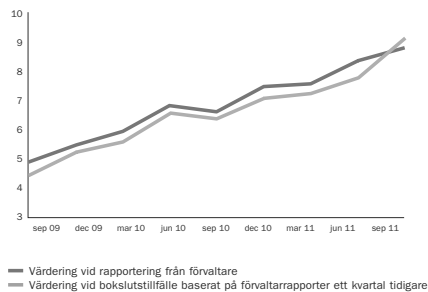
Vid eventuell avnotering av en tillgång tas hänsyn till marknadsnoteringar på alternativa handelsplatser. Varje enskilt värdepapper bedöms i dessa lägen separat.

Fondkapitalets värdering – Alternativa investeringar

För tillgångar som ej värderas på en aktiv marknad tillämpas olika värderingstekniker för framtagande av ett vid värderingstidpunkten verkligt värde. Värdet bedöms motsvara det pris till vilket en transaktion mellan kunniga, sinsemellan oberoende, parter kan genomföras. Dessa icke-marknadsnoterade tillgångar utgörs för Andra AP-fondens del av onoterade fastigheter (6 procent av den totala portföljen), riskkapitalfonder (4 procent av den totala portföljen) och OTC-derivat.

Riskkapitalfonder värderas enligt IPEVs principer (International Private Equity and Venture Capital Valuation Guidelines) eller likvärdiga värderingsprinciper, vilka är branschgemensamma och etablerade metodiker. Värderingen av innehaven baseras på de senaste erhållna kvartalsrapporterna från respektive riskkapitalfond. Kvartalsrapporterna erhålls normalt inom 90 dagar efter ett kvartalsavslut. Detta innebär att vid värderingen av fondens innehav per årsskiftet 2011 utnyttjades i huvudsak värderingen av riskkapitalfonderna per den 30 september 2011, justerat för in- och utflöden under det fjärde kvartalet. Denna värderingsmetodik har konsekvent tillämpats av Andra AP-fonden sedan start.

En analys av hur stor påverkan denna tidsförskjutning haft sedan september 2009, visar att AP-fondens värdering i officiella bokslut i allt väsentligt legat lägre än slutrapporterat värde från riskkapitalförvaltarna. Värderingar per den 30 september 2011 är dock påverkade av börsnedgången under sensommaren, se graf på sidan 52. En bedömning från tredje part av marknadsutvecklingen under sista kvartalet 2011 visar en fortsatt stark resultatutveckling för riskkapitalfonder i fondens främsta geografiska marknader under årets sista kvartal.

Validering av värderingar inom Private equity, mdrk

Analys av resultatpåverkan till följd av rapporteringens tidsförskjutning visar att Andra AP-fondens värderingar i officiella bokslut i allt väsentligt ligger lägre än slutrapporterat värde från riskkapitalförvaltarna. Värderingar per den 30 september 2011 är dock påverkade av börsnedgången under sensommaren, men effekten bedöms inte kvarstå vid årsskiftet.

52 Andra AP-fondens Årsredovisning 2011

Verkligt värde

Verkligt värde definieras som det belopp till vilket en tillgång skulle kunna överlåtas eller en skuld regleras, mellan kunniga parter som är oberoende av varandra och som har ett intresse av att transaktionen genomförs.

Fondens innehav delas därför upp i tre olika nivåer och klassificeras baserat på vilken indata som används vid värderingen. Andra AP-fonden klassificerar sina tillgångar till verkligt värde enligt nedanstående hierarki.

Verkligt värde hierarki, mnkr

	Nivå 1	Nivå 2	Nivå 3	Totalt verkligt värde
Aktier	100 200	9 259	54	109 513
Obligationer	75 822	5 963	0	81 785
Kassa/derivat	2 758	1 172	0	3 930
Alternativa investeringar	0	0	21 495	21 495
Total summa tillgångar värderade till verkligt värde via resultaträkningen	178 780	16 394	21 549	216 723*

* Skillnad mot redovisat fondkapital avser poster ej relaterade till finansiella investeringar, såsom interimsposter och övriga tillgångar/skulder.

Nivå 1: Noterade priser (ojusterade) på aktiva marknader för identiska tillgångar eller skulder.

Nivå 2: Andra indata än de noterade priser som ingår i Nivå 1, som är observerbara för tillgången eller skulden antingen direkt (exklusive priser) eller indirekt (härledda från priser).

Nivå 3: Indata för tillgången eller skulden som inte bygger på observerbar marknadsdata (icke observerbar indata).

Nivå 3 innehåller framför allt fondens innehav i riskkapitalfonder och onoterade fastigheter, där värderingen inte bygger på observerbar marknadsdata. En förändring av värdet på dessa innehav med 10 procent skulle innebära en påverkan på det totala fondkapitalet med 1 procent.

Förändring under året inom nivå 3	
Köp	837
Försäljningar	-83
Värdetförändring	2 116
Omklassificering mellan nivå 2 & 3	0
Totalt	2 870

NOT 18 Finansiella risker

Fondens risk mätt som Value at Risk (VaR) för Andra AP-fondens totala noterade portfölj uppgick per årsskiftet till 1 913 mnkr beräknat på 95 percentis konfidensintervall över en dag. Största risken utgörs av aktierisk, men fondens noterade portfölj har en god diversifiering.

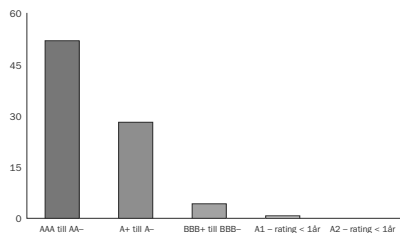
VaR-måttet redovisas för noterad portfölj. Under 2012 kommer onoterade tillgångar att inkluderas i måttet för att tydliggöra risken i den totala fondportföljen. Onoterade tillgångar kommer att inkluderas genom att använda proxy (index eller liknande tillgångar) för respektive fastigheter, private equity och konvertibler.

Risk mätt som Value at Risk (VaR) för Andra AP-fondens totala noterade portfölj 2011

Mnkr	VaR (95%, 1 dag)
Aktierisk	2 276
Valutarisk	377
Ränterisk	216
Diversifiering	-956
Totalt Andra AP-fonden	1 913

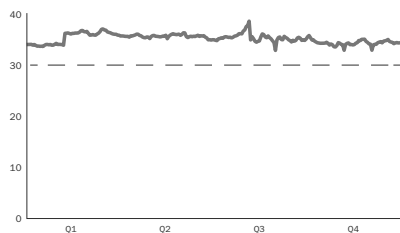
Value at Risk-måttet innebär att med 95 procent sannolikhet kommer Andra AP-fonden inte att förlora mer än 1,9 mnkr över en dag i absoluta termer.

Kreditrisken i fondens räntebärande portfölj belyses bland annat genom fördelningen av innehav per ratingkategori. Av tabellen framgår att 79 procent av fondens räntebärande innehav har rating från AAA till A- enligt S & P (Standard & Poor's). Övriga delar utgörs av fondens investeringar i räntefonder.

Kreditkvalitet, %

Fördelning av fondens räntebärande tillgångar per ratingkategori.

Likviditetsrisken begränsas bland annat genom 30-procentsregeln (externa placeringsregler för AP1-AP4 som anger att minst 30 procent av fondernas totala kapital måste vara placerade i värdepapper med låg kredit- och likviditetsrisk). Under 2011 låg fondens andel på kring 35 procent. Fondens räntebärande portfölj har en duration på 4,8 år. Spridningen i duration mellan olika mandat uppgår till mellan 3,4 år och 8,4 år per den 31 december 2011.

Likviditetsrisk %

— Andel räntebärande värdepapper med låg kredit- och likviditetsrisk
— 30-procentregeln

Förvaltningsberättelsen, resultaträkningen, balansräkningen och noterna för 2011 har fastställts av styrelsen.

Göteborg den 9 februari 2012

Marie S. Arwidson, Ordförande

Sven Björkman, Vice ordförande

Anders Jansson

Helén Källholm

Märtha Josefsson

Jeanette Hauff

Ola Alfredsson

Lillemor Smedenvall

Lasse Thörn



Revisionsberättelse för Andra AP-fonden

Org nr 857209-0606

Vi har reviderat årsredovisningen för Andra AP-fonden för räkenskapsåret 2011. Fondens årsredovisning ingår i den tryckta versionen av detta dokument på sid. 19-54.

Styrelsens och verkställande direktörens ansvar för årsredovisningen

Det är styrelsen och verkställande direktören som har ansvaret för att upprätta en årsredovisning som ger en rättvisande bild enligt lagen om allmänna pensionsfonder och för den interna kontroll som styrelsen och verkställande direktören bedömer är nödvändig för att upprätta en årsredovisning som inte innehåller väsentliga felaktigheter, vare sig dessa beror på oegentligheter eller på fel.

Revisorns ansvar

Vårt ansvar är att uttala oss om årsredovisningen på grundval av vår revision. Vi har utfört revisionen enligt International Standards on Auditing och god revisionssed i Sverige. Dessa standarder kräver att vi följer yrkesetiska krav samt planerar och utför revisionen för att uppnå rimlig säkerhet att årsredovisningen inte innehåller väsentliga felaktigheter.

En revision innefattar att genom olika åtgärder inhämta revisionsbevis om belopp och annan information i årsredovisningen. Revisorn väljer vilka åtgärder som ska utföras, bland annat genom att bedöma riskerna för väsentliga felaktigheter i årsredovisningen, vare sig dessa beror på oegentligheter eller på fel. Vid denna riskbedömning beaktar revisorn de delar av den interna kontrollen som är re-

levanta för hur fonden upprättar årsredovisningen för att ge en rättvisande bild i syfte att utforma granskningsåtgärder som är ändamålsenliga med hänsyn till omständigheterna, men inte i syfte att göra ett uttalande om effektiviteten i fondens interna kontroll. En revision innefattar också en utvärdering av ändamålsenligheten i de redovisningsprinciper som har använts och av rimligheten i styrelsens och verkställande direktörens uppskattningar i redovisningen, liksom en utvärdering av den övergripande presentationen i årsredovisningen.

Vi anser att de revisionsbevis vi har inhämtat är tillräckliga och ändamålsenliga som grund för våra uttalanden.

Uttalanden

Enligt vår uppfattning har årsredovisningen upprättats i enlighet med Lag (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder) och ger en i alla väsentliga avseenden rättvisande bild av Andra AP-fondens finansiella ställning per den 31 december 2011 och av dess finansiella resultat för året enligt lagen om allmänna pensionsfonder. Förvaltningsberättelsen är förenlig med årsredovisningens övriga delar. Vi tillstyrker därför att resultaträkningen och balansräkningen fastställs.

Rapport om andra krav enligt lagar och andra författningar

Utöver vår revision av årsredovisningen har vi även granskat inventeringen av de tillgångar som Andra AP-fonden förvaltar. Vi har också granskat styrelsens och verkställande direktörens förvaltning i övrigt.

Styrelsens och verkställande direktörens ansvar

Det är styrelsen och verkställande direktören som har ansvaret för räkenskaps-handlingarna samt för förvaltningen av fondens tillgångar enligt lagen om allmänna pensionsfonder.

Revisorns ansvar

Vårt ansvar är att med rimlig säkerhet uttala oss om resultatet av vår granskning och inventeringen av de tillgångar som fonden förvaltar samt om förvaltningen i övrigt på grundval av vår revision. Vi har utfört revisionen enligt god revisionssed i Sverige.

Som underlag för vårt uttalande om inventeringen av tillgångarna har vi granskat fondens inventering samt ett urval av underlagen för denna. Som underlag för vårt uttalande om förvaltningen i övrigt har vi utöver vår revision av årsredovisningen granskat väsentliga beslut, åtgärder och förhållanden i fonden för att kunna bedöma om någon styrelseledamot eller verkställande direktören har handlat i strid med lagen om allmänna pensionsfonder.

Vi anser att de revisionsbevis vi har inhämtat är tillräckliga och ändamålsenliga som grund för våra uttalanden.

Uttalanden

Revisionen har inte givit anledning till anmärkning beträffande inventeringen av tillgångarna eller i övrigt avseende förvaltningen.

Göteborg den 9 februari 2012

Anna Peyron

Auktoriserad revisor
Förordnad av regeringen

Peter Strandh

Auktoriserad revisor
Förordnad av regeringen

AP3 I KORTHET

Fondens uppdrag

AP3 är en av fem buffertfonder inom det allmänna pensionsystemet. AP3 har riksdagens uppdrag att förvalta fondkapitalet till största möjliga nytta för inkomstpensionssystemet genom att skapa en hög avkastning till en låg risknivå.

Fondens mål

- Att långsiktigt skapa en real avkastning, dvs en inflationsjusterad avkastning, om i snitt 4 procent per år över tid.
- Att bedriva en kostnadseffektiv förvaltning.

Statlig pensionsfond

AP3 är en statlig pensionsfond vars styrelse tillsätts av regeringen. Fonden har en mer självständig ställning än vanliga myndigheter eftersom AP-fonderna endast styrs av lag och inte av direktiv från regeringen. AP-fonderna utvärderas varje år av Finansdepartementet.

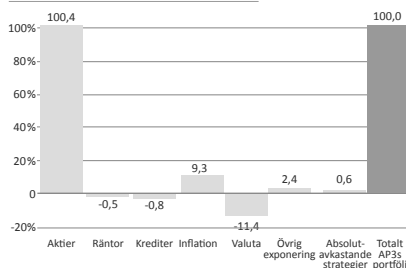
AP3s investeringar

För att nå det långsiktiga avkastningsmålet om 4 procent real avkastning per år i snitt investerar AP3 i en globalt diversifierad portfölj bestående av noterade och onoterade tillgångar. Marknadsvärdet på portföljen uppgick till 214 106 mkr per 31 december 2011.

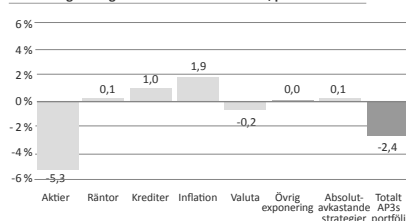
ÅRET I SAMMANDRAG

- Fondens resultat uppgick till -5 483 (18 331) mkr. Året präglades av skuldkrisen i Europa, politiska omvälvningar i Nordafrika och Mellanöstern, jordbävningen i Japan och svagare tillväxttakt i USA. Sammantaget medförde det oro och en svag utveckling på de finansiella marknaderna.
- AP3s totalavkastning uppgick till -2,4 procent före kostnader och -2,5 procent efter kostnader. Riskklass Aktier gav det största negativa bidraget, -5,3 procentenheter, till fondens totalavkastning.
- Fondkapitalet uppgick den 31 december 2011 till 214 106 mkr, vilket var en minskning med 6 723 mkr jämfört med årsskiftet 2010/2011. Fondkapitalets förändring har påverkats av utbetalningar till pensionssystemet om 1 240 mkr.
- Fonden har sedan 2001 skapat en nominell avkastning om 3,4 procent per år vilket innebär att AP3s avkastning sedan start har överstigit inkomstindex, dvs det index som används för uppräknig av pensionsrätterna i pensionssystemet. Fonden har skapat en real avkastning, dvs inflationsrensad avkastning, om 1,7 procent per år sedan 2001.

Bidrag till totalrisken 2011, procentenheter



Avkastningsbidrag från olika riskklasser 2011, procentenheter



Nyckeltal

	2011	2010	2009	2008	2007
Fondkapital vid årets slut, mdkr	214,1	220,8	206,5	181,0	224,9
Nettoflöden från pensionssystemet, mdkr	-1,2	-4,0	-3,9	0,9	2,0
Årets resultat, mdkr	-5,5	18,3	29,4	-44,8	10,7
Avkastning före kostnader, %	-2,4	9,1	16,4	-19,7	5,1
Avkastning efter kostnader, %	-2,5	9,0	16,3	-19,8	5,0
Förvaltningskostnadsandel totalt, %	0,11	0,14	0,17	0,14	0,13
Förvaltningskostnadsandel exklusive provisionskostnader, %	0,07	0,07	0,08	0,07	0,06

RESULTATRÄKNING

RESULTATRÄKNING**Resultaträkning****RÖRELSENS INTÄKTER**

Mkr	Not	2011	2010
Räntenetto	2	3 697	1 999
Erhållna utdelningar		3 338	2 917
Nettoresultat, noterade aktier och andelar	3	-15 854	14 755
Nettoresultat, onoterade aktier och andelar	4	2 407	2 415
Nettoresultat, räntebärande tillgångar		2 001	1 182
Nettoresultat, derivatinstrument	5	-375	-1 817
Nettoresultat, valutakursförändringar		-453	-2 820
Provisionskostnader, netto	6	-89	-146
Summa rörelsens intäkter		-5 328	18 485
RÖRELSENS KOSTNADER			
Personalkostnader	7	-104	-101
Övriga administrationskostnader	8	-51	-53
Summa rörelsens kostnader		-155	- 154
Årets resultat		-5 483	18 331

BALANSRÄKNING

BALANSRÄKNING**Balansräkning****TILLGÅNGAR**

Mkr	Not	2011-12-31	2010-12-31
Aktier och andelar			
Noterade	9	107 087	114 306
Onoterade	10	21 346	18 966
Obligationer och andra räntebärande tillgångar	11	93 077	96 338
Derivat	12	1 802	4 317
Kassa och bankmedel		1 520	2 225
Övriga tillgångar	13	10 018	9 263
Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	14	1 842	1 827
Summa tillgångar		236 692	247 242

FONDKAPITAL OCH SKULDER**Skulder**

Derivat	12	2 774	1 430
Övriga skulder	15	19 751	24 898
Förutbetalda intäkter och upplupna kostnader	16	61	85
Summa skulder		22 586	26 413

Fondkapital

	17		
Ingående fondkapital		220 829	206 539
Nettobetaling mot pensionssystemet		-1 240	-4 041
Årets resultat		-5 483	18 331
Summa fondkapital		214 106	220 829
Summa fondkapital och skulder		236 692	247 242

Poster inom linjen	18		
--------------------	----	--	--

NOTER

Tredje AP-fonden (AP3), organisationsnummer 802014-4120 är en av buffertfonderna inom det svenska pensionsystemet med säte i Stockholm. Årsredovisning för räkenskapsåret 2011 har godkänts av styrelsen den 23 februari 2012. Resultaträkning och balansräkning ska fastställas av regeringen.

■ NOT 1 Redovisnings- och värderingsprinciper

Enligt lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder ska årsredovisningen upprättas med tillämpning av god redovisningssed, varvid de tillgångar som fondmedlen placeras i ska upptas till marknadsvärdet. Med denna utgångspunkt har Första till Fjärde AP-fonderna utarbetat gemensamma redovisnings- och värderingsprinciper vilka har tillämpats och sammanfattas nedan. Redovisnings- och värderingsprinciperna är oförändrade mot föregående år.

Fondernas redovisnings- och värderingsprinciper anpassas successivt till den internationella redovisningsstandarden, IFRS. Eftersom IFRS är under omfattande omarbetning, har anpassningen under 2011 inriktats mot informationskrav enligt IFRS 7. En fullständig anpassning till IFRS skulle inte väsentligt påverka redovisat resultat och kapital. Mot nu gällande IFRS har följande ändringar identifierats:

- Fonderna värderar inte finansiella instrument baserat på köp/sälj kurs utan på marknadsnotering enligt valt index (oftast genomsnittskurs).
- Transaktionskostnader, såsom courtage, redovisas som en del i anskaffningsvärdet för finansiella instrument som redovisas till verkligt värde via resultatet.
- Koncernredovisning samt kassaflödesanalys upprättas inte.

Affärsdagsredovisning

Transaktioner i värdepapper och derivatinstrument på penning- och obligationsmarknaden, aktiemarknaden och valutamarknaden redovisas i balansräkningen per affärsdagen, det vill säga vid den tidpunkt då de väsentliga rättigheterna och därmed riskerna övergår mellan parterna. Fordran på eller skulden till motparten mellan affärsdag och likviddag redovisas under övriga tillgångar respektive övriga skulder. Övriga transaktioner, framför allt transaktioner avseende noterade aktier, redovisas i balansräkningen per likviddagen, vilket överensstämmer med marknadspraxis.

Nettoredovisning

Nettoredovisning tillämpas för fondlikvider, repor och derivatinstrument i de fall det finns en sakrättslig rätt till kvittning av tillgångar och skulder och om avsikten är att avveckla dem samtidigt.

Omräkning av utländsk valuta

Transaktioner i utländsk valuta omräknas till svenska kronor med den valutakurs som gäller på transaktionsdagen. På balansdagen räknas tillgångar och skulder i utländsk valuta om till svenska kronor till balansdagens valutakurs.

Värdeförändringar på tillgångar och skulder i utländsk valuta uppdelas i en del som är hänförlig till värdeförändringen av tillgången eller skulden i lokal valuta och en del som är orsakad av valutakursförändringen. Valutakursresultat som uppstår vid förändring av valutakurs redovisas i resultaträkningen på raden Nettoresultat, valutakursförändringar.

Aktier i dotterbolag/intrassebolag

Enligt lagen om allmänna pensionsfonder upptas aktier i dotterbolag/intrassebolag till verkligt värde. Verkligt värde bestäms enligt samma metoder som tillämpas för noterade aktier och andelar. Krav på att upprätta koncernredovisning föreligger inte.

Värdering av finansiella instrument

Fondens samtliga placeringar värderas till verkligt värde varvid såväl realiserade som orealiserade värdeförändringar redovisas i resultaträkningen. I raderna Nettoresultat per tillgångsslag ingår således såväl realiserade som orealiserade resultat. I de fall hänvisning nedan sker till vald indexleverantör, se www.ap3.se för information kring aktuella index. Nedan beskrivs hur verkligt värde fastställs för fondens olika placeringar.

Noterade aktier och andelar

För aktier och andelar som är upptagna till handel vid en reglerad marknad eller handelsplattform, bestäms verkligt värde utifrån balansdagens officiella marknadsnotering enligt fondens valda indexleverantör, oftast genomsnittskurs. Innehav som inte ingår i index värderas till noterade priser observerbara i en aktiv marknad. Erfogda courtagekostnader resultatförs under nettoresultat noterade aktier.

Onoterade aktier och andelar

För aktier och andelar som inte är upptagna till handel vid en reglerad marknad eller handelsplattform, bestäms verkligt värde baserat på värdering erhållen från motparten eller annan extern part. Värderingen uppdateras då ny värdering erhållits och justeras för eventuella kassaflöden fram till bokslutstillfället. I de fall

fonden på goda grunder bedömer att värderingen är felaktigt sker en justering av erhållen värdering. Värderingen följer IPEVs (International Private Equity and Venture Capital Valuation Guidelines) principer eller likvärdiga värderingsprinciper och ska i första hand vara baserat på transaktioner med tredje part, men även andra värderingsmetoder såsom diskonterat kassaflöde, substansvärderemetoden och multipelvärdering kan användas.

Obligationer och andra räntebärande tillgångar

För obligationer och andra räntebärande tillgångar bestäms verkligt värde utifrån balansdagens officiella marknadsnotering (oftast köpkurs) enligt fondens valda indexleverantör. Innehav som inte ingår i index värderas till noterade priser observerbara i en aktiv marknad. I de fall instrumenten inte handlas på en aktiv marknad och tillförlitliga marknadspriser inte finns att tillgå värderas instrumentet med hjälp av allmänt vedertagna värderingsmodeller som innebär att kassaflöden diskonteras till relevant värderingskurva.

Som ränteintäkt redovisas ränta beräknad enligt effektivräntemetoden baserat på upplupet anskaffningsvärde. Det upplupna anskaffningsvärdet är det diskonterade nuvärdet av framtida betalningar, där diskonteringsräntan utgörs av den effektiva räntan vid anskaffningstidpunkten. Detta innebär att förvärdade över- och undervärden periodiseras under återstående löptid eller till nästa räntejusteringstillfälle och ingår i redovisad ränteintäkt.

Derivatinstrument

För derivatinstrument bestäms verkligt värde baserat på noteringar vid årets slut. I de fall instrumenten inte handlas på en aktiv marknad och tillförlitliga marknadspriser inte finns att tillgå, värderas instrumentet med hjälp av allmänt vedertagna värderingsmodeller där indata utgörs av observerbara marknadsdata.

Derivatkontrakt med positivt verkligt värde per balansdagen redovisas som tillgångar medan kontrakt med negativt verkligt värde redovisas som skulder. Skillnaden mellan terminskurs och avistakurs för valutaterminer periodiseras linjärt över terminskontraktets löptid och redovisas som ränta.

Återköpsransaktioner

Vid åta återköpsransaktion, så kallad repa, redovisas såld tillgång fortsatt i balansräkningen och erhållen likvid redovisas som skuld. Det sålda värdepappret redovisas som ställd pant inom linjen i balansräkningen. Skillnaden mellan likvid i avistaledet och terminsleddet periodiseras över löptiden och redovisas som ränta.

Värdepapperslån

Utlånade värdepapper redovisas i balansräkningen till verkligt värde medan erhållen ersättning för utlåningen redovisas som ränteintäkt i resultaträkningen. Erhållna säkerheter för utlånade värdepapper består av värdepapper och kontanter. I de fall AP3 har rätt att förfoga över erhållna kontantsäkerhet redovisas denna i balansräkningen som en tillgång och en motsvarande skuld. I övriga fall redovisas den erhållna säkerheten inte i balansräkningen utan anges separat under rubriken "Ställda panter, ansvarsförbindelser och Åtaganden". Under denna rubrik redovisas även värdet av utlånade värdepapper, samt säkerheter för dessa.

Poster som redovisas direkt mot fondkapitalet

In- och utbetalningar som har skett mot pensionssystemet redovisas direkt mot fondkapitalet.

Provisionskostnader

Provisionskostnader redovisas i resultaträkningen som en avdragspost under rörelsens intäkter. De utgörs av direkta transaktionskostnader såsom depåbanksarvodet och fasta arvoden till externa förvaltare samt fasta avgifter för noterade fonder. Prestationsbaserade arvoden, som utgår när förvaltare uppnår en avkastning utöver överenskommen nivå där vinstdelning tillämpas, redovisas som avgående post under nettoresultat för aktuellt tillgångsslag i resultaträkningen.

Förvaltararvodet för noterade aktier och andelar, för vilka återbetalning medges före vinstdelning och där återbetalning bedöms som sannolik, redovisas som anskaffningskostnad och kommer därmed ingå i det orealiserade resultatet. I övriga fall redovisas de som provisionskostnader.

Rörelsens kostnader

Samtliga förvaltningskostnader, exklusive courtage, arvoden till externa förvaltare och depåbanksarvodet, redovisas under rörelsens kostnader. Investeringar i inventarier samt egenutvecklad och förvärd programvara kostnadsförs i normalfallet löpande.

Skatter

AP3 är befriad från all inkomstskatt vid placeringar i Sverige. Skatt på utdelningar och kupongskafter som påföres i vissa länder nettoredovisas i resultaträkningen under respektive intäktslag.

Avrundningar

Avrundningsdifferenser i tabeller kan förekomma.

NOTER

■ NOT 2 Räntenetto

Mkr	2011	2010
RÄNTEINTÄKTER		
Obligationer och andra räntebärande intäkter	2 314	2 101
Derivatinstrument	1 632	216
Värdepapperslån	98	93
Övriga ränteintäkter	18	16
Summa ränteintäkter	4 062	2 426
RÄNTEKOSTNADER		
Derivatinstrument	365	426
Övriga räntekostnader	0	1
Summa räntekostnader	365	427
Räntenetto	3 697	1 999

■ NOT 3 Nettoresultat noterade aktier och andelar

Mkr	2011	2010
Resultat noterade aktier och andelar	-15 708	14 906
Avgår courtage	-36	-26
Avgår prestationsbaserade arvoden	-110	-125
Nettoresultat noterade aktier och andelar	-15 854	14 755

■ NOT 4 Nettoresultat onoterade aktier och andelar

Mkr	2011	2010
Realisationsresultat	463	391
Orealiserade värdeförändringar	1 944	2 024
Nettoresultat onoterade aktier och andelar	2 407	2 415

■ NOT 5 Nettoresultat derivat

Mkr	2011	2010
Aktierelaterade derivat	-683	-1 558
Ränte- och kreditrelaterade derivat	308	-259
Nettoresultat derivat	-375	-1 817

■ NOT 6 Provisionskostnader

Mkr	2011	2010
Externa förvaltningsarvoden noterade tillgångar	57	99 ¹
Externa förvaltningsarvoden onoterade tillgångar	23	37
Övriga provisionskostnader inkl depåbankskostnader	9	10
Summa provisionskostnader	89	146

I provisionskostnader redovisas inte prestationsbaserade arvoden vilka uppgick till 110 (139) mkr, varav 110 (125) mkr avser noterade aktier och 0 (14) mkr avser räntebärande värdepapper. Dessa redovisas direkt mot nettoresultat för respektive tillgångsslag.

Underliggande avgifter i s k total return swaps (TRS)¹ redovisas inte i provisionskostnader utan som en del av värdeförändringen under Nettoresultat, derivatinstrument. För 2011 uppgår underliggande kostnader i TRS:er till 14 (12) mkr.

Under året har totalt 237 (265) mkr erlagts i förvaltningsarvoden avseende onoterade tillgångar. Av dessa avser 196 (228) mkr avtal som medger återbetalning av erlagda förvaltningsarvoden före vinstdelning vid avyttring. Dessa redovisas som en del av tillgångens anskaffningsvärde.

¹ Se ordlista

■ NOT 7 Personal

	2011		2010	
	totalt	varav kvinnor	totalt	varav kvinnor
Medelantal anställda	57	20	55	19
Anställda 31/12	57	20	56	19
Antal i ledningsgruppen 31/12	5	3	5	3

■ NOT 7 Forts.

Personalkostnader i tkr, 2011	Löner och arvoden	Rörliga ersättningar	Pensionskostnader	Sociala kostnader inkl särskild löneskatt	
				Summa	Summa
Styrelsens ordförande, Pär Nuder	60			19	79
Övriga styrelseledamöter					
Sonat Burman-Olsson	71			22	93
Björn Börjesson	38			12	50
Inga-Lill Carlberg	50			16	66
Gunvor Engström	50			16	66
Lars Ernsäter	60			19	79
Ingela Gardner Sundström	60			6	66
Peter Hellberg	71			22	93
Kari Lotsberg	76			24	100
<i>Ledamöter som avgått under 2011 (2 personer)</i>					
Fd ordf. Claes de Neergaard	50			16	66
Lars G Josefsson	38			12	50
Summa	624			184	808
VD Kerstin Hessius	3 623		1 143	1 415	6 181
Övriga ledningsgruppen					
Gustaf Hagerud	2 739		734	1 039	4 512
Christina Kusoffsky Hillesöy	1 205		344	462	2 011
Adriano Pizzignacco	1 033		308	399	1 740
Katarina Utterström	1 570		454	603	2 627
Summa ledningsgrupp exkl VD	6 547		1 840	2 503	10 890
Övriga anställda	49 464		14 091	18 819	82 374
Summa	59 634		17 074	22 737	99 445
Övriga personalkostnader	4 114				4 114
Summa personalkostnader	64 372		17 074	22 921	104 367

Personalkostnader i tkr, 2010	Löner och arvoden	Rörliga ersättningar	Pensionskostnader	Sociala kostnader inkl särskild löneskatt	
				Summa	Summa
Styrelsens ordförande, Claes de Neergaard	110			35	145
Övriga styrelseledamöter					
Sonat Burman-Olsson	71			22	93
Inga-Lill Carlberg	50			16	66
Gunvor Engström	50			16	66
Lars Ernsäter	35			11	46
Ingela Gardner Sundström	60			6	66
Peter Hellberg	25			8	33
Lars G Josefsson	38			12	50
Kari Lotsberg	76			24	100
<i>Ledamöter som avgått under 2010 (3 personer)</i>					
Dan Andersson	25			8	33
Lars Otterbäck	38			4	42
Christer Romilsson	25			8	33
Summa	603			169	772
VD Kerstin Hessius	3 495		1 075	1 359	5 929
Övriga ledningsgruppen					
Gustaf Hagerud	2 420		638	915	3 973
Christina Kusoffsky Hillesöy	1 171		319	445	1 935
Adriano Pizzignacco	1 160		285	434	1 879
Katarina Utterström	1 508		438	580	2 526
Personer som slutat i ledningsgruppen under 2010 (2 personer)	3 077		911	1 188	5 176
Summa ledningsgrupp exkl VD	9 336		2 591	3 562	15 489
Övriga anställda	44 350	2 789	11 125	16 952	75 216
Summa	57 181	2 789	14 791	21 873	96 634
Övriga personalkostnader	3 772				3 772
Summa personalkostnader	61 556	2 789	14 791	22 042	101 178

NOTER

■ NOT 7 Forts.

■ **Styrelse** Styrelsearvoden fastställs av regeringen. Helärsersättningen uppgår sedan år 2000 till 100 tkr till styrelsens ordförande, 75 tkr till vice ordförande och 50 tkr till ledamöter. Regeringen har beslutat om möjlighet för fonden att ersätta ledamöter i styrelsen för utskottsarbete med maximalt 100 tkr att fördelas mellan medlemmarna i ersättnings- och revisionsutskottet. För 2011 har 100 tkr betalats ut i ersättningar för utskottsarbete.

■ **Utskott** Ersättningsutskottet har under året bestått av tre ledamöter och bereder bl a frågor avseende VDs lön och förmåner samt löneram inför lönerrevision. Ersättningsutskottet bereder också frågor rörande programmet för prestationsbaserad rörlig ersättning. Beslut i dessa frågor fattas av styrelsen. Revisionsutskottet består av tre ledamöter. Revisionsutskottet är beredande och bevakande åt styrelsen inom i första hand områdena finansiell rapportering, redovisning, intern kontroll, riskhantering och extern revision.

■ **VDs** ersättning fastställs av styrelsen. I VD:s anställningsavtal förbinds sig fonden att betala premie för tjänstepensions- och sjukförsäkring uppgående till 30 procent av bruttolönen. Avtalet gäller med en uppsägningstid från såväl fondens som VD:s sida på 6 månader. Vid uppsägning från fondens sida kan även 18 månaders avgångsvederlag utbetalas. Uppsägningstid och avgångsvederlag skall avräknas mot erhållande av inkomst från ny tjänst eller näringsverksamhet. Det finns inget avtal om förtida pension. VD har erhållit övriga förmåner till ett värde understigande 2 tkr. VD omfattas inte av programmet för prestationsbaserad rörlig ersättning.

■ **Ledningsgrupp exkl VD** Ledningsgruppen består av VD samt cheferna för Kapitalförvaltning (vice VD), Risk & Finansiell kontroll, Affärsstöd & Utveckling samt Kommunikation & Hållbart värdeskapande. Fonden är ansluten till kollektivavtal mellan BAO och JUSEK/CR/CF (SACO). Endast VD och vice VD har villkor som avviker från kollektivavtalet. Fondens vice VD har en ömsidig uppsägningstid om 6 månader. Vid uppsägning från fondens sida kan även 12 månaders avgångsvederlag utbetalas. Uppsägningstid och avgångsvederlag skall avräknas mot erhållande av inkomst från ny tjänst eller näringsverksamhet. För övriga medlemmar i ledningsgruppen finns inga särskilda avtal avseende uppsägningstid, avgångsvederlag eller förtida pension. Medlemmarna i ledningsgruppen har erhållit övriga förmåner till värden understigande 3 tkr. Medlemmar i ledningsgruppen omfattas inte av programmet för prestationsbaserad rörlig ersättning.

■ **Sjukfrånvaro** Total sjukfrånvaro under 2011 uppgick till 0,5% (0,5%) uppdelat på 0,2% (0,3%) för män och 1,0% (1,0%) för kvinnor. Ingen (0%) av fondens anställda har varit sjukskrivna mer än 60 dagar i sträck under 2011.

■ **Program för prestationsbaserad ersättning** Styrelsen har beslutat om ett program för rörlig ersättning i linje med de statliga riktlinjer som regeringen gav ut i april 2009 samt med anpassningar i enlighet med de allmänna råd om ersättningspolicy i försäkringsföretag m fl som Finansinspektionen publicerade i mars 2010. Programmet gäller för 2011 och innebär att anställda inom Kapitalförvaltningen har möjlighet att erhålla upp till två extra månadslöner i prestationsbaserad rörlig ersättning under förutsättning att i förväg kommunicerade kriterier är uppfyllda. 60 procent av den rörliga ersättningen betalas ut först tre år efter intjänande året. Anställda inom de administrativa funktionerna har möjlighet att erhålla en halv extra månadslön i rörlig ersättning. För att rörlig ersättning ska kunna utgå till någon anställd måste fonden som helhet uppvisa ett positivt resultat. VD och medlemmar i ledningsgruppen omfattas inte av programmet om rörlig prestationsbaserad ersättning. För 2011 gjordes inga avsättningar för rörlig ersättning då fondens resultat var negativt.

■ NOT 8 Övriga administrationskostnader

Mkr	2011	2010
Lokalkostnader	10	12
Informations- och datakostnader	26	24
Köpta tjänster	7	9
Övrigt	8	8
Summa övriga administrationskostnader	51	53

I köpta tjänster ovan ingår arvoden till revisionsbolag. I köpta tjänster ovan ingår arvoden för konsulttjänster beställda av regeringkansliet om 0,7 (0,7) tkr.

Tkr	2011	2010
Revisionsuppdrag		
Ernst & Young AB	907	1 125
Andra uppdrag		
Ernst & Young AB	238	195
KPMG AB	99	859
Öhrlings PricewaterhouseCoopers AB	190	-
Summa ersättningar till revisionsbolag	1 434	2 179

■ NOT 9 Noterade aktier och andelar

Mkr	2011-12-31	2010-12-31
	Verkligt värde	Verkligt värde
Svenska aktier	29 163	32 485
Andelar i svenska fonder	486	557
Utländska aktier	61 771	66 558
Andelar i utländska fonder	15 667	14 706
Summa noterade aktier och andelar	107 087	114 306

En förteckning över fondens tio största aktieinnehav finns på sid 47. På fondens hemsida www.ap3.se återfinns en förteckning över fondens samtliga aktieinnehav.

NOTER

■ NOT 10 Investeringar i onoterade värdepapper, private equity, infrastruktur och fastigheter

AP3 hade per 31 december 2011 gjort följande investeringar i onoterade värdepapper via riskkapitalbolag och fonder. Specifikation nedan är över de största innehaven baserat på investerat kapital.

Mkr				2011	2010
FOND/RISKKAPITALBOLAG	Organisationsnummer	Antal	Ägarandel kapital	Anskaffningsvärde	Anskaffningsvärde
Onoterade aktier					
Vasakronan AB	556650-4196	1 000 000	25%	1 221	1 221
Hemsö Fastighets AB	556481-1429	50 000	50%	757	757
Bergvik Skog AB	556610-2959	347	5%	174	174
Alpcot Agro AB	556710-3915	9 874 993	10%	143	152
Affibody	556714-5601	4 405 402	2%	19	18
AP3 Investments AB	556853-7392	50 000	100%	0	-
Karolinska Development	556663-0322			¹	226
FK Volga Farming Ltd			52%	179	153
Andelar i riskkapitalbolag och fonder					
RMK GAC			100%	850	825
EuroPrisa			10%	473	473
Hancock GAC			100%	440	440
Southern Cone Timberland, LLC			19%	428	428
GS US Middle Market Buyout Fund			29%	346	406
Global Timber Investors 8			6%	330	330
ABN AMRO Infrastructure Capital Equity Partners			4%	296	270
Meridiam Infrastructure Fund			5%	254	244
Innisfree PFI Continuation Fund			7%	248	236
Altor Fund II			3%	241	261
Alchemy Investment Plan			1%	221	219
Henderson PFI Secondary Fund LP			6%	219	219
Threadneedle Strategic Property Fund IV L.P.			4%	207	170
Crown European Buyout Opportunities II			6%	190	180
Bermuda Ltd LLREP3			12%	186	162
Paul Capital Partners Top Tier II			7%	183	182
Goodman Australia Industrial Fund			6%	182	182
Warburg Pincus Private Equity X			0%	177	139
AXA Alternative Property Inc Venture Fund			5%	176	138
Paul Capital Partners Top Tier III			6%	176	154
Resterande innehav				9 257	8 929
Totalt anskaffningsvärde				17 573	17 288
Totalt verkligt värde				21 346	18 966

¹ Anskaffningsvärdet ingår 790 (722) mkr som avser förvaltararvoden för vilka återbetalning medges före vinstdelning.

En specifikation över samtliga innehav med angivelse av startår på investeringen och investeringsåtagande återfinns på www.ap3.se

² Karolinska Development börsnoterades under 2011. Innehavet ingår i noterade aktier.

■ NOT 11 Obligationer och andra räntebärande tillgångar

OBLIGATIONER SAMT ANDRA RÄNTEBÄRANDE VÄRDEPAPPER
FÖRDELAT PÅ EMITTENTKATEGORI

Mkr	2011-12-31		2010-12-31	
	Verkligt värde	Verkligt värde	Verkligt värde	Verkligt värde
Svenska staten	25 201	11 651		
Svenska bostadsinstitut	18 589	15 571		
Övriga svenska emittenter				
Finansiella företag	1 413	2 491		
Icke-finansiella företag	9 071	8 834		
Utländska stater	19 589	34 243		
Övriga utländska emittenter	15 487	20 195		
Totalt	89 350	92 985		
Räntefonder	3 727	3 353		

■ NOT 11 Forts.

OBLIGATIONER SAMT ANDRA RÄNTEBÄRANDE VÄRDEPAPPER
FÖRDELAT PÅ INSTRUMENTKATEGORI

Mkr	2011-12-31		2010-12-31	
	Verkligt värde	Verkligt värde	Verkligt värde	Verkligt värde
Realränteb obligationer	21 140	15 016		
Övriga obligationer	57 084	65 502		
Certifikat	-	-		
Onoterade reverslån	5 355	5 352		
Övriga instrument	5 771	7 115		
Totalt	89 350	92 985		
Räntefonder	3 727	3 353		

Av obligationer och andra räntebärande värdepapper avser 10 396 (15 212) mkr återinvestering av erhållna kontantsäkerheter relaterade till värdepappersutlåning.

NOTER

■ NOT 12 Derivat, brutto 2011

Mkr	2011-12-31			
	Nominellt värde	Positivt verkligt värde	Negativt verkligt värde	
AKTIERELATERADE INSTRUMENT				
Optioner, Clearade	Innehavda, köp	72	0	0
	Innehavda, sälj	6 826	125	-9
	Utställda, köp	5 607	0	-70
	Utställda, sälj	6 185	-50	-50
Terminer		3 255	127	-100
Swappar		3 726	56	-38
Summa		25 671	308	-267
varav clearat		21 838		
RÄNTE- OCH KREDITRELATERADE INSTRUMENT				
Optioner, Clearade	Innehavda, sälj	37 095	-	-9
	Utställda, köp	454	0	-
	Utställda, sälj	19 229	2	0
FRA/Terminer		381 013	19	-155
CDS		6 519	145	-193
Swappar		13 174	62	-91
Summa		457 484	228	-448
varav clearat		437 791		
VALUTARELATERADE INSTRUMENT				
Optioner, Clearade	Innehavda, köp	457	0	0
	Innehavda, sälj	2 496		-13
	Utställda, köp	3 613	50	0
	Utställda, sälj	4 997		-42
Terminer		120 554	1 456	-2 230
Swappar		54	-	-14
Summa		132 171	1 506	-2 299
varav clearat		-	-240	240
Summa derivatinstrument		615 326	1 802	-2 774

Derivat får enligt fondens placeringsregler användas i syfte att effektivisera förvaltningen eller hantera risken.

Aktie- och räntederivat handlas företrädesvis på standardiserade marknader i clearade produkter, varpå motparteriskerna enbart är gentemot clearinghuset. Clearade derivat redovisas netto i balansräkningen. Valuta- och kreditderivatmarknaderna är emellertid OTC-marknader, vilket innebär att denna handel inte är standardiserad eller clearad, varpå motparts- och leveransrisker uppkommer gentemot de motparter som anlitas. Fondens motparter för handel som ej clearas godkänns och limiteras av fondens styrelse och exponering inom ramen för dessa limiter bevakas löpande. Fonden använder marknadens standardiserade avtal för OTC-handel såsom exempelvis ISDA-avtal.

För en närmare beskrivning av riskhanteringen med avseende på derivatinstrument hänvisas till fondens riskhanteringsplan på www.ap3.se.

Derivat, brutto 2010

Mkr	2010-12-31			
	Nominellt värde	Positivt verkligt värde	Negativt verkligt värde	
AKTIERELATERADE INSTRUMENT				
Optioner	Innehavda, köp	3	19	-
	Innehavda, sälj	2	1	-
	Utställda, köp	2	-	-21
	Utställda, sälj	5	1	-
Terminer		2 497	49	-26
Swappar		928	65	-205
Summa		3 437	135	-252
varav clearat		2 509		

■ NOT 12 Forts.

Mkr	2010-12-31			
	Nominellt värde	Positivt verkligt värde	Negativt verkligt värde	
RÄNTE- OCH KREDITRELATERADE INSTRUMENT				
Optioner	Innehavda, köp	53 910	2	-1
	Innehavda, sälj	21 610	-	-1
	Utställda, köp	53 909	-	0
	Utställda, sälj	21 610	-	-1
FRA/Terminer		87 540	7	-157
CDS		5 015	85	-62
Summa		243 594	94	-221
varav clearat		238 579		
VALUTARELATERADE INSTRUMENT				
Optioner	Innehavda, köp	2 451	19	-
	Innehavda, sälj	8 795	164	-1
	Utställda, köp	10 226	-	-8
	Utställda, sälj	11 661	2	-71
Terminer		140 805	3 958	-883
Swappar		185	-	-49
Summa		174 123	4 143	-1 012
varav clearat		-	-	-
	Effekt av nettoredovisning		-55	55
Summa derivatinstrument		421 151	4 317	-1 430

■ NOT 13 Övriga tillgångar

Mkr	2011-12-31	2010-12-31
Fondlikvider	540	1 467
Återköpsstransaktioner	9 471	7 793
Övriga tillgångar	0	0
Övriga kortfristiga fordringar	7	3
Summa övriga tillgångar	10 018	9 263

■ NOT 14 Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter

Mkr	2011-12-31	2010-12-31
Upplupna ränteintäkter	1 691	1 717
Upplupna utdelningar	97	70
Restitutioner	29	16
Förutbetalda kostnader	19	18
Upplupna premier aktielån	6	6
Summa förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	1 842	1 827

■ NOT 15 Övriga skulder

Mkr	2011-12-31	2010-12-31
Leverantörsskulder	4	9
Fondlikvider	865	1 495
Löneskatter	1	0
Personalens källskatter	2	2
Återköpsstransaktioner	8 475	-
Mottagna kontantsäkerheter	10 404	23 388
Övriga skulder	0	4
Summa övriga skulder	19 751	24 898

STYRELSE OCH VERKSTÄLLANDE DIREKTÖRENS UNDERSKRIFTER

■ NOT 16 Förutbetalda intäkter och upplupna kostnader

Mkr	2011-12-31	2010-12-31
Upplupna externa förvaltningskostnader	50	70
Övriga upplupna kostnader	9	11
Rörlig ersättning inkl sociala avgifter	2	4
Summa förutbetalda intäkter och upplupna kostnader	61	85

Avsättning till rörlig ersättning gjordes 2010. Kvarvarande belopp år 2011 består i sin helhet av andelen av ersättningen som har framskjuten utbetalning till år 2013.

■ NOT 17 Fondkapital

NETTOBETALNINGAR MOT PENSIONSSYSTEMET

Mkr	2011-12-31	2010-12-31
Ingående fondkapital	220 829	206 539
Inbetalda pensionsavgifter	53 895	51 267
Utbetalda pensionsmedel innevarande år	-54 919	-55 050
Överflyttning av pensionsrätter till EG	-2	-1
Reglering av pensionsrätt	-1	0
Administrationsersättning till Pensionsmyndigheten	-213	-257
Summa nettobetalingar mot pensionssystemet	-1 240	-4 041
Årets resultat	-5 483	18 331
Utgående fondkapital	214 106	220 829

■ NOT 18 Poster inom linjen

PANTER OCH DÄRMED JÄMFÖRLIGA SÄKERHETER STÄLLDA FÖR EGNA SKULDER

Mkr	2011-12-31	2010-12-31
Panter för återköpsransaktioner	8 475	¹
Panter för derivathandel		
Erhållen kontantsäkerhet	0	382
Ställd kontantsäkerhet	89	90
Utlånade värdepapper för vilka säkerheter erhållits		
Utlånade värdepapper	10 085	22 789
Erhållen kontantsäkerhet	10 404	23 005

Ovanstående säkerheter finns redovisade i not 11, 13 samt 15.

¹Korrigerig har skett av 2010 års siffror pga felrapportering föregående år.

TOTALT ÅTAGANDE

Mkr	2011-12-31	2010-12-31
Onoterade aktier	18 178	18 327
Fastighets- och skogsfonder	5 337	5 297

ÖVRIGA PANTER OCH JÄMFÖRLIGA SÄKERHETER

Mkr	2011-12-31	2010-12-31
Utlånade värdepapper mot erhållen säkerhet i form av värdepapper		
Utlånade värdepapper	4 742	14 005
Erhållen säkerhet i form av värdepapper	4 911	14 201

■ NOT 19 Närstående

AP3 hyr sina lokaler av Vasakronan AB till marknadsmässiga villkor.

Styrelsens och verkställande direktörens underskrifter

Stockholm den 23 februari 2012

Pär Nuder *Ordförande*

Björn Börjesson *Vice Ordförande*

Sonat Burman-Olsson

Inga-Lill Carlberg

Gunvor Engström

Lars Ernsäter

Ingela Gardner Sundström

Peter Hellberg

Kari Lotsberg

Kerstin Hessius *Verkställande direktör*

Revisionsberättelse

för Tredje AP-fonden, organisationsnummer 802014-4120

Vi har reviderat årsredovisningen för Tredje AP-fonden (AP3) för räkenskapsåret 2011. Fondens årsredovisning ingår i den tryckta versionen av detta dokument på sidorna 29-42.

Styrelsens och verkställande direktörens ansvar för årsredovisningen

Det är styrelsen och verkställande direktören som har ansvaret för att upprätta en årsredovisning som ger en rättvisande bild enligt lagen om allmänna pensionsfonder och för den interna kontroll som styrelsen och verkställande direktören bedömer är nödvändig för att upprätta en årsredovisning som inte innehåller väsentliga felaktigheter, vare sig dessa beror på oegentligheter eller på fel.

Revisorns ansvar

Vårt ansvar är att uttala oss om årsredovisningen på grundval av vår revision. Vi har utfört revisionen enligt International Standards on Auditing och god revisionssed i Sverige. Dessa standarder kräver att vi följer yrkesetiska krav samt planerar och utför revisionen för att uppnå rimlig säkerhet att årsredovisningen inte innehåller väsentliga felaktigheter.

En revision innefattar att genom olika åtgärder inhämta revisionsbevis om belopp och annan information i årsredovisningen. Revisorn väljer vilka åtgärder som ska utföras, bland annat genom att bedöma riskerna för väsentliga felaktigheter i årsredovisningen, vare sig dessa beror på oegentligheter eller på fel. Vid denna riskbedömning beaktar revisorn de delar av den interna kontrollen som är relevanta för hur fonden upprättar årsredovisningen för att ge en rättvisande bild i syfte att utforma granskningsåtgärder som är ändamålsenliga med hänsyn till omständigheterna, men inte i syfte att göra ett uttalande om effektiviteten i fondens interna kontroll. En revision innefattar också en utvärdering av ändamålsenligheten i de redovisningsprinciper som har använts och av rimligheten i styrelsens och verkställande direktörens uppskattningar i redovisningen, liksom en utvärdering av den övergripande presentationen i årsredovisningen.

Vi anser att de revisionsbevis vi har inhämtat är tillräckliga och ändamålsenliga som grund för våra uttalanden.

Uttalanden

Enligt vår uppfattning har årsredovisningen upprättats i enlighet med Lag (2000:192) om allmänna pensionsfonder

(AP-fonder) och ger en i alla väsentliga avseenden rättvisande bild av AP3s finansiella ställning per den 31 december 2011 och av dess finansiella resultat för året enligt lagen om allmänna pensionsfonder. Förvaltningsberättelsen är förenlig med årsredovisningens övriga delar.

Vi tillstyrker därför att resultaträkningen och balansräkningen fastställes.

Rapport om andra krav enligt lagar och andra författningar

Utöver vår revision av årsredovisningen har vi även granskat inventeringen av de tillgångar som AP3 förvaltar. Vi har också granskat styrelsens och verkställande direktörens förvaltning i övrigt.

Styrelsens och verkställande direktörens ansvar

Det är styrelsen och verkställande direktören som har ansvaret för räkenskapshandlingarna samt för förvaltningen av fondens tillgångar enligt lagen om allmänna pensionsfonder.

Revisorns ansvar

Vårt ansvar är att med rimlig säkerhet uttala oss om resultatet av vår granskning och inventeringen av de tillgångar som fonden förvaltar samt om förvaltningen i övrigt på grundval av vår revision. Vi har utfört revisionen enligt god revisions-sed i Sverige.

Som underlag för vårt uttalande om inventeringen av tillgångarna har vi granskat fondens inventering samt ett urval av underlagen för denna.

Som underlag för vårt uttalande om förvaltningen i övrigt har vi utöver vår revision av årsredovisningen granskat väsentliga beslut, åtgärder och förhållanden i fonden för att kunna bedöma om någon styrelseledamot eller verkställande direktören har handlat i strid med lagen om allmänna pensionsfonder.

Vi anser att de revisionsbevis vi har inhämtat är tillräckliga och ändamålsenliga som grund för våra uttalanden.

Uttalanden

Revisionen har inte givit anledning till anmärkning beträffande inventeringen av tillgångarna eller i övrigt avseende förvaltningen.

Stockholm den 23 februari 2012

Anna Peyron
Auktoriserad revisor
Förordnad av regeringen

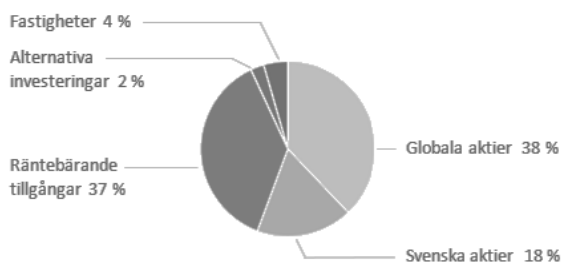
Peter Strandh
Auktoriserad revisor
Förordnad av regeringen

2011 i punktform

- Fondkapitalet uppgick till 210 miljarder kronor
Fondkapitalet uppgick till 210,0 (212,8) miljarder kronor, en minskning med 2,8 (+17,1) miljarder kronor.
- Totalavkastningen uppgick till -0,7 procent
Totalavkastningen uppgick till -0,7 (11,0) procent före kostnader. Totalavkastningen efter kostnader uppgick till -0,7 (10,9) procent. Årets samlade negativa avkastning beror huvudsakligen på den svaga utvecklingen på världens aktiemarknader.
- Positiv aktiv avkastning för tredje året i följd
Den aktiva avkastningen överträffade jämförelseindex med 0,2 (0,8) procentenheter, före kostnader. Det motsvarar drygt 0,4 miljarder kronor (1,4) i aktivt resultat.
- Fortsatt konkurrenskraftiga förvaltningskostnader
Fondens förvaltningskostnader uppgick till 179 (176) miljoner kronor, vilket innebär en förvaltningskostnadsandel om 0,084 (0,087) procent. Inklusiva provisionskostnader är motsvarande tal 0,095 (0,102) procent.
- Fondens valutaexponering var 25,7 (19,8) procent vid årets utgång
- Årets resultat uppgick till -1,6 (21,2) miljarder kronor
- Fonden utbetalade netto 1,2 (4,0) miljarder kronor till pensionssystemet 2011

Det är tredje året i rad som den aktiva förvaltningen, efter fondens omorganisation för tre år sedan, överträffar jämförelseindex och därmed levererar positiva resultatbidrag.

Fondens placeringstillgångar, 2011-12-31



Fjärde AP-fondens placeringstillgångar domineras av noterade aktier och räntebärande kreditobligationer. I fördelningen ingår underliggande värden för olika derivat, som används för att löpande upprätthålla önskad tillgångsfördelning. Siffrorna ovan är korrekt avrundade var för sig, varför delarna inte summerar till 100 %.

Resultaträkning

Mkr	Not	2011	2010
RÖRELSENS INTÄKTER			
Räntenetto	2	3 189	2 955
Erhållna utdelningar		3 200	2 759
Nettoreultat, noterade aktier och andelar	3	-12 739	14 406
Nettoreultat, onoterade aktier och andelar	4	1 554	1 721
Nettoreultat, räntebärande tillgångar		3 848	238
Nettoreultat, derivatinstrument		-3 030	2 061
Nettoreultat, valutakursförändringar		2 584	-2 775
Provisionskostnader	5	-24	-30
Summa rörelsens intäkter		-1 418	21 335
RÖRELSENS KOSTNADER			
Personalkostnader	6	-101	-101
Övriga administrationskostnader	7	-78	-75
Summa rörelsens kostnader		-179	-176
ÅRETS RESULTAT		-1 597	21 159

Balansräkning

Mkr	Not	2011-12-31	2010-12-31
TILLGÅNGAR			
Aktier och andelar, noterade	8	108 872	118 278
Aktier och andelar, onoterade	9	8 100	6 722
Obligationer och andra räntebärande tillgångar	10	81 555	75 169
Derivatinstrument	11	11 581	12 150
Kassa och bankmedel		1 226	685
Övriga tillgångar	12	105	731
Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	13	2 307	1 840
Summa tillgångar		213 746	215 575
SKULDER OCH FONDKAPITAL			
Skulder			
Derivatinstrument	11	3 393	1 720
Övriga skulder	14	83	877
Förutbetalda intäkter och upplupna kostnader	15	271	142
Summa skulder		3 747	2 739
Fondkapital			
Ingående fondkapital	16	212 836	195 718
Nettoutbetalningar till pensionssystemet		-1 240	-4 041
Årets resultat		-1 597	21 159
Summa fondkapital		209 999	212 836
SUMMA SKULDER OCH FONDKAPITAL		213 746	215 575
Ställda panten, ansvarsförbindelser och åtaganden		17	

Noter till resultat- och balansräkning

Fjärde AP-fonden, organisationsnummer 802005-1952, är en av buffertfonderna inom det svenska pensionssystemet med säte i Stockholm. Årsredovisning för räkenskapsåret 2011 har godkänts av styrelsen den 16 februari 2012. Resultaträkning och balansräkning skall fastställas av regeringen.

Not 1. Redovisnings- och värderingsprinciper

Enligt lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder ska årsredovisningen upprättas med tillämpning av god redovisningssed, varvid de tillgångar som fondmedlen placerats i ska upptas till marknadsvärdet. Med denna utgångspunkt har Första till Fjärde AP-fonderna utarbetat gemensamma redovisnings- och värderingsprinciper vilka har tillämpats och sammanfattas nedan. Redovisnings- och värderingsprinciperna är oförändrade mot föregående år.

Fondernas redovisnings- och värderingsprinciper anpassas successivt till den internationella redovisningsstandarden, IFRS. Eftersom IFRS är under omfattande omarbeting, har anpassningen under 2011 inriktats mot informationskrav enligt IFRS 7. En fullständig anpassning till IFRS skulle inte väsentligt påverka redovisat resultat och kapital. Mot nu gällande IFRS har följande större skillnader identifierats:

- Fonderna värderar inte finansiella instrument baserat på köp/sälj kurs utan på marknadsnotering enligt valt index (oftast genomsnittskurs).
- Transaktionskostnader, såsom courtage, redovisas som en del i anskaffningsvärdet för finansiella instrument som redovisas till verkligt värde via resultatet.
- Koncernredovisning samt kassaflödesanalys upprättas inte.

Affärsdagsredovisning

Transaktioner i värdepapper och derivatinstrument på penning- och obligationsmarknaden, aktiemarknaden och valutamarknaden redovisas i balansräkningen per affärsdagen, det vill säga vid den tidpunkt då de väsentliga rättigheterna och därmed riskerna övergår mellan parterna. Fordran på eller skulden till motparten mellan affärsdag och likviddag redovisas under övriga tillgångar respektive övriga skulder. Övriga transaktioner, framför allt transaktioner avseende onoterade aktier, redovisas i balansräkningen per likviddagen, vilket överensstämmer med marknadspraxis.

Nettoredovisning

Nettoredovisning tillämpas för fondlikvider, repor och derivatinstrument i de fall det finns en sakrättslig rätt till kvittning av tillgångar och skulder och om avsikten är att avveckla dem samtidigt.

Omräkning av utländsk valuta

Transaktioner i utländsk valuta omräknas till svenska kronor med den valutakurs som gäller på transaktionsdagen. På balansdagen räknas tillgångar och skulder i utländsk valuta om till svenska kronor till balansdagens valutakurser. Värdeförändringar på tillgångar och skulder i utländsk valuta uppdelas i en del som är hänförlig till värdeförändringen av tillgången eller skulden i lokal valuta och en del som är orsakad av valutakursförändringen. Valutakursresultat som uppstår vid förändring av valutakurs redovisas i resultaträkningen på raden Nettoresultat, valutakursförändringar.

Aktier i dotterbolag/intressebolag

Enligt lagen om allmänna pensionsfonder upptas aktier i dotterbolag/intressebolag till verkligt värde. Verkligt värde bestäms enligt samma metoder som tillämpas för onoterade aktier och andelar. Krav på att upprätta koncernredovisning föreligger inte.

Värdering av finansiella instrument

Fondens samtliga placeringar värderas till verkligt värde varvid såväl realiserade somorealiserade värdeförändringar redovisas i resultaträkningen. I raderna Nettoresultat per tillgångsslag ingår således såväl realiserade somorealiserade resultat. I de fall hänvisning nedan sker till vald indexleverantör, se ordlistan sid 53-54 i årsredovisningen för information kring aktuella index. Nedan beskrivs hur verkligt värde fastställs för fondens olika placeringar.

Noterade aktier och andelar

För aktier och andelar som är upptagna till handel vid en reglerad marknad eller handelsplattform, bestäms verkligt värde utifrån balansdagens officiella marknadsnotering enligt fondens valda indexleverantör, oftast genomsnittskurs. Innehav som inte ingår i index värderas till noterade priser observerbara i en aktiv marknad. Erlagda courtagekostnader resultatförs under nettoresultat noterade aktier.

Onoterade aktier och andelar

För aktier och andelar som inte är upptagna till handel vid en reglerad marknad eller handelsplattform, bestäms verkligt värde baserat på värdering erhållen från motparten eller annan extern part. Värderingen uppdateras då ny värdering erhållits och justeras för eventuella kassaflöden fram till bokslutstillfället. I de fall fonden på goda grunder bedömer att värderingen är felaktig sker en justering av erhållen värdering. Värderingen följer IPEVs (International Private Equity and Venture Capital Valuation) principer eller likvärdiga värderingsprinciper och ska i första hand vara baserat på transaktioner med tredje part, men även andra värderingsmetoder såsom diskonterat kassaflöde, substansvärdeметодet och multipelvärdering kan användas.

Obligationer och andra räntebärande tillgångar

För obligationer och andra räntebärande tillgångar bestäms verkligt värde utifrån balansdagens officiella marknadsnotering (oftast köpkurs) enligt fondens valda indexleverantör. Innehav som inte ingår i index värderas till noterade priser observerbara i en aktiv marknad. I de fall instrumenten inte handlas på en aktiv marknad och tillförlitliga marknadspriser inte finns att tillgå värderas instrumentet med hjälp av allmänt vedertagna värderingsmodeller som innebär att kassaflöden diskonteras till relevant värderingskurva.

Som ränteintäkt redovisas ränta beräknad enligt effektivräntemetoden baserat på upplupet anskaffningsvärde. Det upplupna anskaffningsvärdet är det diskonterade nuvärdet av framtida betalningar, där diskonteringsräntan utgörs av den effektiva räntan vid anskaffningstidpunkten. Detta innebär att förvärdade över- och

undervärden periodiseras under återstående löptid eller till nästa räntestörningsstillfälle och ingår i redovisad räntetäkt.

Derivatinstrument

För derivatinstrument bestäms verkligt värde baserat på noteringar vid årets slut. I de fall instrumenten inte handlas på en aktiv marknad och tillförlitliga marknadspriser inte finns att tillgå, värderas instrumentet med hjälp av allmänt vedertagna värderingsmodeller där indata utgörs av observerbara marknadsdata.

Derivatkontrakt med positivt verkligt värde per balansdagen redovisas som tillgångar medan kontrakt med negativt verkligt värde redovisas som skulder. Skillnaden mellan terminskurs och avistakurs för valutaterminer periodiseras linjärt över terminskontraktets löptid och redovisas som ränta.

Återköpsransaktioner

Vid äkta återköpsransaktion, så kallad repa, redovisas såld tillgång fortsatt i balansräkningen och erhållen likvid redovisas som skuld. Det sålda värdepappret redovisas som ställd pant inom linjen i balansräkningen. Skillnaden mellan likvid i avistaledet och terminsledet periodiseras över löptiden och redovisas som ränta.

Värdepapperslån

Utlånade värdepapper redovisas i balansräkningen till verkligt värde medan erhållen ersättning för utlåningen redovisas som räntetäkt i resultaträkningen. Erhållna säkerheter för utlånade värdepapper kan bestå av värdepapper och kontanter. I de fall Fjärde AP-fonden har rätt att förfoga över erhållen kontantsäkerhet redovisas denna i balansräkningen som en tillgång och en motsvarande skuld. I övriga fall redovisas den erhållna säkerheten inte i balansräkningen utan anges separat under rubriken "Ställda pant, ansvarsförbindelser och åtaganden". Under denna rubrik redovisas även värdet av utlånade värdepapper, samt säkerheter för dessa.

Poster som redovisas direkt mot fondkapitalet In- och utbetalningar som har skett mot pensionssystemet redovisas direkt mot fondkapitalet.

Provisionskostnader

Provisionskostnader redovisas i resultaträkningen som en avdragspost under rörelsens intäkter. De utgörs av direkta transaktionskostnader såsom depåbanksarvoden och fasta arvoden till externa förvaltare samt fasta avgifter för noterade fonder. Prestationsbaserade arvoden, som utgår när förvaltare uppnår en avkastning utöver överenskommen nivå där vinstdelning tillämpas, redovisas som avgående post under nettoresultat för aktuellt tillgångsslag i resultaträkningen.

Förvaltararvoden för onoterade aktier och andelar, för vilka återbetalning medges före vinstdelning och där återbetalning bedöms som sannolik, redovisas som anskaffningskostnad och kommer därmed ingå i det realiserade resultatet. I övriga fall redovisas de som provisionskostnader.

Rörelsens kostnader

Samtliga förvaltningskostnader, exklusive courtage, arvoden till externa förvaltare och depåbanksarvoden, redovisas under rörelsens kostnader. Investeringar i inventarier samt egenutvecklad och förvärd programvara kostnadsförs i normalfallet löpande.

Skatter

Fjärde AP-fonden är befriad från all inkomstskatt vid placeringar i Sverige. Skatt på utdelningar och kupongskatter som påföres i vissa länder nettoredovisas i resultaträkningen under respektive intäktslag.

Belopp i mkr, där inget annat anges.

Not 2. Räntenetto

	2011	2010
Räntetäckter		
Obligationer och andra räntebärande tillgångar	2 784	2 739
Derivatinstrument	2 194	730
Övriga räntetäckter	62	80
Summa räntetäckter	5 040	3 549
Räntekostnader		
Derivatinstrument	-1 843	-584
Övriga räntekostnader	-8	-10
Summa räntekostnader	-1 851	-594
Räntenetto	3 189	2 955

Not 3. Nettoresultat, noterade aktier och andelar

	2011	2010
Resultat noterade aktier och andelar	-12 709	14 448
Avgår courtage	-30	-34
Avgår prestationsbaserade arvoden	0	-8
Nettoresultat, noterade aktier och andelar	-12 739	14 406

Not 4. Nettoresultat, onoterade aktier och andelar

	2011	2010
Realiserat resultat	498	221
Realiserade värdeförändringar	1 056	1 500
Nettoresultat, onoterade aktier och andelar	1 554	1 721

Not 5. Provisionskostnader

	2011	2010
Externa förvaltningsarvoden, noterade tillgångar	-15	-20
Externa förvaltningsarvoden, onoterade tillgångar	0	-2
Övriga provisionskostnader, inklusive depåbanksarvoden	-9	-8
Provisionskostnader	-24	-30

I provisionskostnader ingår inte prestationsbaserade arvoden.

Prestationsbaserade arvoden har under året uppgått till 0 (8) mkr och reducerar nettoresultatet för respektive tillgångsslag. Externa förvaltningsarvoden för onoterade tillgångar redovisas under provisionskostnader i den mån avtalen inte medger återbetalning före vinstdelning i samband med framtida vinstgivande avyttringar. Under året har 62 (85) mkr erlagts i förvaltningsarvode avseende onoterade tillgångar. Av dessa avser 62 (83) mkr avtal som medger återbetalning av erlagda förvaltningsarvoden före vinstdelning vid avyttring. Dessa redovisas som en del av tillgångens anskaffningsvärde.

Not 6. Personal

Antal anställda	2011		2010	
	Totalt	Kvinnor	Totalt	Kvinnor
Medelantal anställda	52	16	51	16
Antal anställda den 31 december	52	15	51	16
Antal personer i ledningsgruppen den 31 december	4	1	9	3

Personalkostnader i tkr, 2011	Löner och arvoden	Rörliga ersättningar	Pensionskostnader	Sociala kostnader	Summa
Styrelsens ordförande Monica Caneman	117	-	-	37	154
Övriga styrelseledamöter 1)	458	-	-	128	586
Verkställande direktören Mats Andersson 2)	3 384	-	1 096	1 329	5 809
Övrig ledningsgrupp					
Affärschef Magnus Eriksson 3)	2 798	-	1 137	1 155	5 090
Administrativ direktör Agneta Wilhelmson Käremar 4)	1 677	-	950	757	3 384
Chef Affärs- och riskkontroll Nicklas Wikström 5)	1 145	-	486	478	2 109
Övriga anställda 6, 7)	46 687	-	14 955	17 917	79 559
Summa	56 266	-	18 624	21 801	96 691
Övriga personalkostnader					3 881
Summa personalkostnader					100 572
1) Enskilda ledamöters arvode redovisas i fondstyrningsrapporten.					
2) Varav löneväxling	59				
3) Varav löneväxling	247				
4) Varav löneväxling	224				
5) Varav löneväxling	64				
6) Varav löneväxling övriga anställda	1 505				
7) Varav kostnader för personalavveckling övriga anställda.	1 578				

Personalkostnader i tkr, 2010	Löner och arvoden	Rörliga ersättningar	Pensionskostnader	Sociala kostnader	Summa
Styrelsens ordförande Monica Caneman	117	-	-	37	154
Övriga styrelseledamöter	433	-	-	115	548
Verkställande direktören Mats Andersson 1)	3 382	-	968	1 298	5 648
Övrig ledningsgrupp 8)					
Affärschef Magnus Eriksson 7)	-	-	-	-	-
Administrativ direktör Agneta Wilhelmson Käremar 2)	1 657	-	836	723	3 216
Chef Affärs- och riskkontroll Nicklas Wikström 3, 6)	323	-	113	129	565
Övriga anställda 4, 5)	47 234	4 982	15 295	19 814	87 325
Summa	53 146	4 982	17 212	22 116	97 456
Övriga personalkostnader					3 369
Summa personalkostnader					100 825
1) Varav löneväxling	-				
2) Varav löneväxling	160				
3) Varav löneväxling	15				
4) Varav löneväxling övriga anställda	1 340				
5) Varav kostnader för personalavveckling övriga anställda	-				
6) Anställd 1 okt 2010					
7) Ej anställd som affärschef 2010					
8) Lönekostnaderna för de personer som ingick ledningsgruppen 2010 och ej längre gör det är överflyttade till övrig personal.					

Fjärde AP-fonden följer regeringens riktlinjer för ersättningar till ledningar och anställda i AP-fonderna.

Kostnader för personalavveckling

För 2011 var kostnaden 1 578 tkr och avsåg ersättningar för pensionskostnader och lön i samband med avveckling av personal inom affärsverksamheten. Under 2010 hade fonden inga kostnader för personalavveckling.

Löner och arvoden

Styrelsearvoden fastställs av regeringen och är oförändrade. Styrelsen fastställer anställningsvillkoren för VD, efter beredning av ersättningsutskottet. Ersättning till VD och ledande befattningshavare utgörs av grundlön.

Rörliga ersättningar

VD och ledande befattningshavare har ej rörlig ersättning. Planen för rörlig ersättning har fastställts av styrelsen. Planen omfattar samtliga anställda, förutom VD och ledande befattningshavare, med anställning över sex månader. Den grundläggande principen är att ersättning ska utgå för överavkastning i förhållande till jämförelse- och referensindex, under förutsättning att fonden visar positivt totalresultat för räkenskapsåret. Maximalt utfall för helårsanställd utgör två månadslöner. För 2011 utbetalas ingen rörlig ersättning.

Pensioner och liknande förmåner

Verkställande direktörens anställningsavtal innehåller särskilda bestämmelser om pensionsförmåner och avgångsvederlag. Avtalet innebär pensionsrätt vid 65 år, med en pensionsavsättning på 30 (30) procent av lönen. För VD gäller en ömsesidig uppsägningstid om 6 månader. Vid uppsägning som är påkallad av fonden har VD dessutom rätt till avgångsvederlag motsvarande 18 månadslöner. Avgångsvederlaget utbetalas månadsvis och avräknas mot annan inkomst.

Övriga i ledningsgruppen samt övriga anställda har individuella anställningsavtal där uppsägningstiden är enligt gällande kollektivavtal mellan BAO och SACO. Pensionsrätten är antingen förmånsbestämd enligt gällande kollektivavtal mellan BAO och SACO eller premiebestämd enligt fondens pensionspolicy som innebär en pensionspremie om 30 procent på lönedelar över 7,5 inkomstbasbelopp.

Alla anställda har rätt att göra löneväxling av bruttolön mot pensionpremie. Pensionpremieinbetalningen uppräknas då med 5,8 procent som motsvarar skillnaden mellan fondens kostnad för löneskatt och sociala avgifter. Förfarandet är kostnadsneutralt för fonden.

Alla anställda har dessutom en sjukvårdsförsäkring. VD och anställda före 1 januari 2007 har förutom ersättning enligt kollektivavtalet en sjuklöneförsäkring som innebär att vid sjukdom längre än 3 månader utgår ersättningen med 90 procent på lönedelar under 20 basbelopp och 80 procent på lönedelar över 20 basbelopp. Maxbeloppet är 40 basbelopp. Det utbetalda beloppet minskas med vad som utbetalas från Försäkringskassan, SPP och eventuella andra försäkringar.

Övriga förmåner

Alla anställda har möjlighet att teckna förmånsbetskattade grupplivförsäkringar. Fonden har också fyra parkeringsplatser som de anställda kan använda och som de då förmånsbetskattas för.

Not 7. Övriga administrationskostnader

	2011	2010
Lokalkostnader	11	11
Informations- och datakostnader	37	37
Köpta tjänster	22	19
Övriga administrationskostnader	8	8
Summa övriga administrationskostnader	78	75

I posten köpta tjänster ingår ersättning till revisionsbolag med:

Revisionsuppdrag, Ernst & Young	0,9	1,1
Revisionsverksamhet utöver revisionsuppdraget, Ernst & Young	0,3	0,5
Summa ersättning till revisionsbolag	1,2	1,6

Not 8. Aktier och andelar, noterade

	2011-12-31 Verkligt värde	2010-12-31 Verkligt värde
Svenska aktier	37 444	39 720
Utländska aktier	65 697	71 518
Andelar i utländska fonder	5 731	7 040
Summa aktier och andelar, noterade	108 872	118 278

Fullständig aktiespecifikation återfinns på fondens hemsida www.ap4.se.

Not 9. Aktier och andelar, onoterade

	2011-12-31		Anskaffnings- värde	2010-12-31		Anskaffnings- värde
	Antal	Kapitalandel, %		Antal	Kapitalandel, %	
<i>Onoterade aktier, svenska:</i>						
Rikshem Intressenter AB (fd Dombron Intressenter AB), 556806-2466	250	50	660	500	100	539
Hemfosa Fastigheter AB, 556780-5816	1 500 000	15	26	1 500 000	15	26
Hemfosa Tetis AB, 556847-5825	2 160 000	18	14	-	-	-
Innoventus AB, 556602-2728	2 334	17	2	2 334	17	2
Innoventus Project AB, 556616-8356	31 032	9	13	31 032	9	13
Vasakronan Holding AB, 556650-4196	1 000 000	25	1 221	1 000 000	25	1 221
Summa onoterade aktier, svenska			1 936			1 801
<i>Andelar i riskkapitalbolag och fonder, svenska:</i>						
Accent Equity 2003 KB, 969694-7739		19	68		19	68
BrainHeart Capital KB, 969674-4102		21	103		21	110
HealthCap 1999 KB, 969656-1647		8	33		8	33
HealthCap Annex Fund I-II KB, 969690-2049		20	77		20	76
HealthCap Colinvest KB, 969625-6255		-	-		24	-
HealthCap III Sidefund KB, 969699-4830		20	43		20	43
HealthCap IV KB, 969683-6650		41	36		41	35
HealthCap KB, 969614-4162		-	-		16	-
Industrial Development & Inv. Equity KB, 969640-9631		15	-		15	-
Innoventus Life Science I KB, 969677-8530		16	23		16	25
Northern Europe Private Equity KB (EQT III), 969670-3405		10	36		10	33
Priveq Investment Fund III KB, 969704-1524		31	154		19	103
Priveq Investment II KB, 969654-5046		60	68		60	67
Summa andelar i riskkapitalbolag och fonder, svenska			641			593
Summa anskaffningsvärde onoterade aktier och andelar, svenska			2 577			2 394
Summa verkligt värde onoterade aktier och andelar, svenska			5 239			4 128

	2011-12-31		Anskaffnings- värde	2010-12-31		Anskaffnings- värde
	Kapitalandel, %			Kapitalandel, %		
<i>Andelar i riskkapitalbolag och fonder, utländska:</i>						
Accent Equity 2008 LP	6		123	6		95
Accent Equity 2012 LP	6		-	-		-
CapMan Public Market Fund FCP-SIF	18		193	18		152
EQT IV LP	4		629	4		683
EQT V LP	2		452	2		469
EQT VI LP	0,4		6	-		-
EQT Opportunity LP	12		115	12		124
EQT Infrastructure LP	3		165	3		84
European Strategic Partners II	4		207	4		213
Goldman Sachs Multi-Strategy Fund Offshore LP	95		387	95		416
Goldman Sachs Vintage Fund IV Offshore LP	1		120	1		134
Goldman Sachs Distressed Opportunities Fund III Offshore LP	5		158	5		151
Goldman Sachs Private Equity U.S.Focused II Offshore LP	21		110	21		89
Goldman Sachs Vintage Fund V Offshore LP	2		161	2		113
HealthCap V LP	12		115	12		105
Keyhaven Capital Partners III LP	8		34	8		30
Priveq Investment Fund IV LP	8		3	-		-
Scope Growth II LP	10		80	10		71
Summa anskaffningsvärde onoterade aktier och andelar, utländska			3 058			2 929
Summa verkligt värde onoterade aktier och andelar, utländska			2 861			2 594
Summa anskaffningsvärde onoterade aktier och andelar, totalt			5 635			5 323
Summa verkligt värde onoterade aktier och andelar, totalt			8 100			6 722

Not 10. Obligationer och andra räntebärande tillgångar

	2011-12-31	2010-12-31
	Verkligt värde	Verkligt värde
Fördelning per emittentkategori		
Svenska staten	10 178	9 252
Svenska kommuner	541	-
Svenska bostadsinstitut	19 271	17 664
Övriga svenska finansiella företag	4 366	3 839
Svenska icke-finansiella företag	9 090	7 611
Utländska stater	17 872	18 522
Övriga utländska emittenter	20 237	18 281
Summa räntebärande tillgångar	81 555	75 169
Fördelning per instrumenttyp		
Obligationer	75 190	69 208
Statsskuldväxlar	-	131
Förlagslån	821	809
Onoterade reverslån	3 625	3 625
Onoterade aktieägarlån	1 919	1 396
Summa räntebärande tillgångar	81 555	75 169

Not 11. Derivatinstrument

	2011-12-31			2010-12-31		
	Nominella belopp	Verkligt värde Positivt	Negativt	Nominella belopp	Verkligt värde Positivt	Negativt
Aktierelaterade instrument:						
Optioner	8 778	8 778	-	8 392	8 372	20
Terminer	7 000	-	-	6 906	-	-
Summa aktierelaterade instrument	15 778	8778	-	15 298	8372	20
varav clearat	7 000	-	-	6 906	-	-
Ränterelaterade instrument:						
FRA / Terminer	25 175	-	-	38 240	-	-
Swappar	16 377	479	255	8 474	141	46
Summa ränterelaterade instrument	41 552	479	255	46 714	141	46
varav clearat	25 175	-	-	38 240	-	-
Valutarelaterade instrument:						
Optioner	29 328	360	218	15 013	29	35
Terminer	185 782	1 964	2 920	156 983	3 608	1 619
Summa valutarelaterade instrument	215 110	2 324	3 138	171 996	3 637	1 654
Summa derivatinstrument	272 440	11 581	3 393	234 008	12 150	1 720
varav clearat	32 175	-	-	45 146	-	-

Fonden hade per 2011-12-31 inga utställda sälloptioner.

Löptidsanalys

Merparten av fondens derivat har en löptid kortare än ett år. Endast ett fåtal valutaoptioner har en längre löptid och av dessa är det endast tre kontrakt som har ett negativt marknadsvärde. Dessa redovisas nedan.

Utställda valutaoptioner

Valutapar	Tid till förfall (år)	Marknadsvärde mkr
USD/JPY	2,9	-6
USD/JPY	2,9	-9
USD/JPY	2,9	-9
Summa		-24

Not 12. Övriga tillgångar

	2011-12-31	2010-12-31
Fordringar, sålda ej likviderade tillgångar	103	45
Mottagna säkerheter	-	685
Övriga tillgångar	2	1
Summa övriga tillgångar	105	731

Not 13. Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter

	2011-12-31	2010-12-31
Upplupna ränteutgifter	2 177	1 729
Upplupna utdelningar och restitutioner	123	104
Övriga förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	7	7
Summa förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	2 307	1 840

Not 14. Övriga skulder

	2011-12-31	2010-12-31
Leverantörsskulder	8	6
Skulder, köpta ej likviderade tillgångar	71	148
Skulder för mottagna säkerheter	-	685
Övriga skulder	4	38
Summa övriga skulder	83	877

Samtliga skulder har en löptid understigande ett år.

Not 15. Förutbetalda intäkter och upplupna kostnader

	2011-12-31	2010-12-31
Upplupna räntekostnader	233	98
Upplupna personalkostnader	7	12
Upplupna externa förvaltningskostnader	26	27
Övriga upplupna kostnader	5	5
Summa förutbetalda intäkter och upplupna kostnader	271	142

Samtliga förutbetalda intäkter och upplupna kostnader har en löptid understigande ett år.

Not 16. Fondkapital

	2011-12-31	2010-12-31
Ingående fondkapital	212 836	195 718
Nettobetalingar mot pensionssystemet:		
Inbetalda pensionsavgifter	53 895	51 267
Utbetalda pensionsmedel till Pensionsmyndigheten	-54 919	-55 050
Överflyttning av pensionsrätter till EG	-2	-1
Reglering av pensionsrätt	-1	-
Administrationsersättning till Pensionsmyndigheten	-213	-257
Summa nettobetalingar till pensionssystemet	-1 240	-4 041
Årets resultat	-1 597	21 159
Utgående fondkapital	209 999	212 836

Not 17. Ställda panter, ansvarsförbindelser och åtaganden

	2011-12-31	2010-12-31
För egna skulder ställda panter och jämförliga säkerheter:		
Utlånade värdepapper mot erhållen kontantsäkerhet 1)	-	647
Övriga ställda panter och jämförliga säkerheter:		
Utlånade värdepapper mot erhållen säkerhet i form av värdepapper 2)	20 640	15 208
Ställda säkerheter avseende börsclearade derivatavtal	1 423	876
Ställda säkerheter avseende OTC-derivatavtal 3)	578	10
Åtaganden:		
Investeringsåtaganden för alternativa investeringar	2 354	1 988

- 1) Erhållna säkerheter för utlånade värdepapper uppgår till 0 (685) mkr. Dessa redovisas under övriga tillgångar.
- 2) Erhållna säkerheter för utlånade värdepapper uppgår till 21 696 (16 399) mkr.
- 3) Erhållna säkerheter avseende OTC-derivatavtal uppgår till 10 205 (9 515) mkr.

Not 18. Närtstående

Fjärde AP-fonden hyr sina lokaler från Vasakronan AB till marknadsmissiga villkor.

Not 19. Intäkter och kostnader extern förvaltning, onoterade aktier och andelar

	2011-12-31	2010-12-31
Bruttoresultat (ränteutgifter, utdelningar, realiserat och orealiserat resultat)	1 651	1 817
Erlagda förvaltningsarvoden som balansförts	-62	-83
Erlagda förvaltningsarvoden redovisade som provisionskostnad	-	-2
Nettobidrag	1 589	1 732
Förvalt kapital, verkligt värde	8 100	6 722
Investerat kapital	5 635	5 323
Åtaganden om framtida investeringar	1 493	1 528

Not 20. Finansiella instrument, pris- och värderingshierarki

Verkligt värde, Mkr	2011-12-31			Totalt
	Nivå 1	Nivå 2	Nivå 3	
Finansiella tillgångar				
Aktier och andelar	108 872	-	8 100	116 972
Obligationer och andra räntebärande tillgångar	74 651	1 360	5 544	81 555
Derivatinstrument	9 122	2 459	-	11 581
Summa finansiella tillgångar	192 645	3 819	13 644	210 108
Finansiella skulder				
Derivatinstrument	- 110	- 3 283	-	- 3 393
Summa finansiella skulder	- 110	- 3 283	-	- 3 393
Netto finansiella tillgångar och skulder	192 535	536	13 644	206 715

Verkligt värde, Mkr	2010-12-31			Totalt
	Nivå 1	Nivå 2	Nivå 3	
Finansiella tillgångar				
Aktier och andelar	118 278	-	6 722	125 000
Obligationer och andra räntebärande tillgångar	69 208	940	5 021	75 169
Derivatinstrument	8 397	3 753	-	12 150
Summa finansiella tillgångar	195 883	4 693	11 743	212 319
Finansiella skulder				
Derivatinstrument	-26	-1 694	-	-1 720
Summa finansiella skulder	-26	-1 694	-	-1 720
Netto finansiella tillgångar och skulder	195 857	2 999	11 743	210 599

Förändringar i nivå 3

Aktier och andelar	
Ingående balans 2011-01-01	6 722
Realiserade och orealiserade vinster (+) eller förluster (-) i resultaträkningen	1 052
Köp och försäljning	326
Utgående balans 2011-12-31	8 100

Obligationer och andra räntebärande tillgångar	
Ingående balans 2011-01-01	5 021
Realiserade och orealiserade vinster (+) eller förluster (-) i resultaträkningen	-
Köp och försäljning	523
Utgående balans 2011-12-31	5 544

Nivå 3 avser främst investeringar inom alternativa investeringar och fastigheter. Enligt IFRS ska en känslighetsanalys presenteras med hjälp av en alternativ värdering av dessa tillgångar. Ur ett värderingstekniskt perspektiv är en alternativ värdering av dessa tillgångar förenad med stora svårigheter. En schablonmässig övervärdering med 10 % av dessa tillgångar påverkar totalvärdet för portföljen med drygt 1,2 mdr kr.

Nivå 1. Instrument med publicerade prisnoteringar

Finansiella instrument som handlas på en aktiv marknad. Marknaden bedöms aktiv om det finns noterade priser som regelbundet uppdateras och om dessa priser används okorrigerat för avslut på marknaden.

Nivå 2. Värderingstekniker baserade på observerbara marknadsdata

För finansiella instrument som handlas på en marknad som inte är aktiv och där regelbundna uppdateringar av noterade priser saknas fastställs värdering utifrån värderingstekniker. Vid värdering med indata som är observerbar klassificeras instrumentet till nivå 2.

Nivå 3. Värderingstekniker baserade på icke observerbara marknadsdata

Finansiella instrument som saknar aktiv marknad och där indata till värdering inte är observerbar klassificeras till nivå 3.

Not 21. Risker

Styrelsen fastställer årligen en placeringspolicy, en kreditpolicy och en riskhanteringsplan för fondens verksamhet. I placeringspolicyen beskrivs bland annat fondens förvaltningsinriktning samt mål avseende avkastning och risk. Kreditpolicyen anger regler och limiter för hantering av kreditrisk och kreditexponering och i riskhanteringsplanen klargörs fördelning av ansvar och befogenheter för placeringsverksamheten. Därutöver beskrivs i riskhanteringsplanen de huvudsakliga riskerna i verksamheten samt hur dessa risker ska kontrolleras och följas upp. De huvudsakliga riskerna utgörs av finansiella och operativa risker.

Riskhantering**Finansiella risker**

De finansiella riskerna, där främst marknads-, kredit- och likviditetsrisker ingår, följs upp och kontrolleras i en oberoende enhet för Affärs- och riskkontroll, som rapporterar direkt till VD och styrelse.

Enheten har som uppgift att kontrollera att lagstadgade placeringsregler, placerings- och kreditpolicyen samt riskhanteringsplanens krav efterlevs i verksamheten. I detta ingår att noggrant mäta och analysera samt dagligen rapportera avkastning och risk, både i absoluta tal och relativt jämförelseindex. Enheten är uppdelad i en compliancefunktion och en riskanalysfunktion. Compliancefunktionen ansvarar för regel efterlevnad med uppföljning och kontroll av bland annat kreditrisk och likviditetsrisk. Riskanalysfunktionen ansvarar för analys, kontroll och rapportering av i huvudsak marknadsrisker.

Därtill finns en juridisk enhet som ansvarar för uppföljning av legala riskaspekter i avtal och liknande, där bland annat uppföljning och kontroll av medarbetarnas egna affärer med värdepapper ingår.

Operativa risker

De operativa riskerna hanteras genom att respektive enhetschef på fonden ansvarar för att identifiera, begränsa och kontrollera sina enheters operativa risker i enlighet med riskhanteringsplanen. Compliancefunktionen ansvarar för att bevaka de operativa riskerna i placeringsverksamheten samt att i övrigt säkerställa att regler avseende dessa risker efterlevs. Operativa risker utvärderas specifikt i samband med implementering av nya produkter, systemförändringar och organisationsförändringar.

I enlighet med riskhanteringsplanen och i syfte att minimera operativa risker och säkerställa en god intern kontroll, finns en tydlig fördelning av ansvar och befogenheter, som är dokumenterad i skriftliga instruktioner. Processer och rutiner granskas regelbundet för att bedöma om dokumentation är uppdaterad samt för att identifiera svaga punkter i transaktionskedjor eller andra processer. Den så kallade dualitetsprincipen tillämpas genomgående.

Finansiella risker**Marknadsrisker**

Marknadsrisk utgörs av risken för att värdet av ett instrument förändras på grund av variationer i aktiekurser, valutakurser eller marknadsräntor.

Förvaltningens marknadsrisker definieras dels som risk relativt jämförelseindex (aktiv risk på kort och medelfristig sikt), dels i absoluta termer som bidrag till den totala faktiska portföljens risk. Riskerna bryts ner på olika tidshorisonter och analyseras med hjälp av riskbidrag utifrån respektive mandats investeringsprocess. Även stresstester och scenarieanalys används. Valuta-, ränte- och aktiekursriskerna i den aktiva förvaltningen hanteras bland annat genom begränsningar av aktiv risk, duration och tillåtna avvikelser från indexvikter.

Placeringstillgångarnas risk

För beräkning av finansiella risker används riskmättet Value at Risk (VaR). Value at Risk definieras som den maximala förlust, som kan uppstå med en given sannolikhet under en given tidsperiod. I tabellen nedan används en analytisk faktormodell för tidsperioden 10 dagar och konfidensgraden 95 procent.

Placeringstillgångarnas risk 1)

Tillgångsslag	VaR, ex-ante	Volatilitet	Aktiv
		12 mån portfölj	risk %
Globala aktier	4 908	18,1	0,2
Svenska aktier	2 957	26,8	0,6
Räntebärande	771	3,2	0,8
Aktiv taktisk allokering 2)	39	0,1	0,1
Aktiv valutaförvaltning 2)	0	0,1	0,1
Totalt aktivt förvaldade likvida tillgångar	7 223	11,2	0,5
Alternativa investeringar 3)	267		
Fastigheter 3)	685		
Totalt aktivt förvaldade tillgångar	8 034		
Diversifieringseffekt 4)	-1 650		
Totala placeringstillgångar	7 978		

1) Samtliga tillgångar utvärderas 100 procent valutasaakrade med undantag för aktiv valutaförvaltning. Huvuddelen av fondens valutarisk återfinns därför på raden totala placeringstillgångar i tabellen ovan.

2) Totala placeringstillgångar som bas.

3) Fondens illikvida tillgångar, fastigheter och alternativa investeringar, saknar marknadsnoteringar av tillgångspriser med god periodicitet. Fonden har därför valt att använda svenska noterade fastighetsaktier som approximation för risken i fastighetsinnehaven. För approximation av risken i alternativa investeringar har ett europeiskt aktiebolagsindex tillsammans med ett europeiskt högränteindex använts.

4) Tillgångslagens redovisade risker avser tillgångslagen enskilt. Riskerna kan inte summeras på grund av diversifieringseffekter, som uppstår eftersom korrelationer mellan tillgångslagen inte är perfekta.

Som en jämförelse har fonden även skattat VaR för totalportföljen utifrån en en-dags innehavsperiod, 95 procents konfidensnivå samt en datalängd om ett år där observationerna ges lika vikt. Här har en simuleringsmetod med historisk avkastningsfördelning använts för beräkningen. Denna skattning ger ett resultat motsvarande drygt 2 400 miljoner kronor.

Valutaexponering

Fonden valutasäkrar hela innehavet av utländska räntebärande tillgångar samt delar av det utländska aktieinnehavet med hjälp av valutaderivat. Fondens valutaexponering var vid årets utgång 25,7 (19,8) procent. I nedanstående tabell presenteras fondens valutaexponering

Valutaexponering

2011-12-31	USD	EUR	GBP	JPY	Övriga	Summa
Aktier och andelar	47 748	13 924	6 875	6 321	8 623	83 491
Obligationer och andra räntebärande tillgångar	22 813	10 073	7 615	0	0	40 501
Derivatinstrument, exkl valutaderivat	-22	244	0	0	0	222
Övriga fordringar och skulder, netto	352	363	187	112	242	1 255
Valutaderivat	-28 566	-21 493	-7 434	-7 898	-6 109	-71 500
Valutaexponering, netto	42 324	3 110	7 243	-1 465	2 756	53 968

2010-12-31	USD	EUR	GBP	JPY	Övriga	Summa
Aktier och andelar	51 133	14 595	7 056	7 365	9 432	89 580
Obligationer och andra räntebärande tillgångar	21 209	9 919	7 223	0	0	38 350
Derivatinstrument, exkl valutaderivat	1	72	0	9	0	83
Övriga fordringar och skulder, netto	259	100	47	73	109	587
Valutaderivat	-42 190	-19 073	-7 963	-7 458	-9 732	-86 416
Valutaexponering, netto	30 411	5 614	6 362	-11	-191	42 185

Kreditrisk

Kreditrisk utgörs av risken att enskilda motparter inte kan fullgöra sina åtaganden mot fonden.

För hantering av kreditrisker har fonden upprättat individuella limiter per motpart. Limiterna följs upp kontinuerligt. Kreditriskerna begränsas även genom att placeringar endast tillåts i värdepapper med rating BBB eller högre. I nedanstående tabell presenteras en sammanställning över fondens kreditexponering fördelat på ratingklasser.

Kreditrisk

2011-12-31	Obligationer exponering 2)	Icke standardiserade derivat Verkligt värde 2)	Pant/säkerhet	Resterande risk
Ratingklasser				
AAA	49 798			
AA	18 980	-253	89	-164
A	6 066	8 789	-9 719	-929
BBB	2 265			
Saknar rating 1)	5 761			
Summa kreditriskexponering	82 871	8 537	-9 630	-1 093

2010-12-31	Obligationer exponering 2)	Icke standardiserade derivat Verkligt värde 2)	Pant/säkerhet	Resterande risk
Ratingklasser				
AAA	57 138			
AA	6 718	483	-111	372
A	5 045	10 078	-8 712	1 366
BBB	2 236			
Saknar rating 1)	5 235			
Summa kreditriskexponering	76 372	10 561	-8 823	1 738

1) Avser förlagslån, obligationer samt aktieägarlån inom alternativa investeringar och fastigheter.

2) Verkligt värde, inklusive upplupen ränta.

Likviditetsrisker

Likviditetsrisk utgörs av risken för att ett finansiellt instrument inte kan säljas eller endast säljas till ett väsentlig lägre pris än det marknadsnoterade priset.

Likviditetsrisker begränsas genom särskilda regler för investeringar i räntebärande tillgångar och genom noggrann uppföljning av kassatillgodohavanden. Fonden investerar en stor andel av portföljen i noterade aktier och statsobligationer med god likviditet.

Likviditetsrisk Förfallostruktur 2011-12-31						
Löptid	< 1 år	1 < 3 år	3 < 5 år	5 < 10 år	> 10 år	Total
Nominellt stat	-	1 848	8 718	13 567	6 988	31 121
Nominellt kredit	2 151	24 161	16 951	7 368	1 118	51 749
Total	2 151	26 009	25 669	20 935	8 106	82 871

Förfallostruktur 2010-12-31						
Löptid	< 1 år	1 < 3 år	3 < 5 år	5 < 10 år	> 10 år	Total
Nominellt stat	132	4 792	8 933	12 987	3 719	30 562
Nominellt kredit	2 092	13 871	19 331	9 141	1 374	45 810
Total	2 224	18 663	28 264	22 128	5 093	76 372

Obligationer och räntebärande instrument upptagna till verkligt värde, inklusive upplupen ränta.

Samtliga skulder har en löptid understigande ett år förutom ett fåtal valutoptioner, se not 11.

Hantering av derivat

Fonden använder derivat i de flesta förvaltningsmandaten. Derivaten har flera olika användningsområden och syften där de viktigaste är följande:

- Valutasäkring av fondens utländska placeringar, för vilket derivat är det enda alternativet.
- Effektivisering av indexförvaltningen, där derivat används för att minimera transaktionskostnader och förenkla hantering.
- Effektivisering av den aktiva förvaltningen, där derivat används för att de dels minimerar transaktionskostnader och förenklar hanteringen, dels ger möjlighet att ta positioner som inte kan skapas med andra instrument (korta positioner, volatilitetspositioner med mera).
- Reglering av den strategiska portföljens risk med hjälp av strategiska derivatpositioner.

Användningen av derivat begränsas både med avseende på nominellt underliggande värde och med avseende på marknadsrisk. Alla derivatpositioner och därmed sammanhängande risker ingår i den dagliga positions- och riskbevakningen.

Styrelsens underskrifter

Stockholm den 16 februari 2012

Monica Caneman
STYRELSEORDFÖRANDE

Jakob Grinbaum
VICE ORDFÖRANDE

Håkan Arnelid

Ing-Marie Gren

Kajsa Lindståhl

Stefan Lundbergh

Lena Micko

Roger Mörtvik

Charlotte Strömberg

Mats Andersson
VERKSTÄLLANDE DIREKTÖR

Vår revisionsberättelse har lämnats den 17 februari 2012

Anna Peyron
AUKTORISERAD REVISOR
Förordnad av regeringen

Peter Strandh
AUKTORISERAD REVISOR
Förordnad av regeringen

Revisionsberättelse

För Fjärde AP-fonden
Org nr 802005-1952

Rapport om årsredovisningen

Vi har reviderat årsredovisningen för Fjärde AP-fonden för räkenskapsåret 2011. Fondens årsredovisning återfinns under huvudrubrikerna Förvaltningsberättelse och Räknenskaper, sid 32-49.

Styrelsens och verkställande direktörens ansvar för årsredovisningen

Det är styrelsen och verkställande direktören som har ansvaret för att upprätta en årsredovisning som ger en rättvisande bild enligt lagen om allmänna pensionsfonder och för den interna kontroll som styrelsen och verkställande direktören bedömer är nödvändig för att upprätta en årsredovisning som inte innehåller väsentliga felaktigheter, vare sig dessa beror på oegentligheter eller på fel.

Revisorns ansvar

Vårt ansvar är att uttala oss om årsredovisningen på grundval av vår revision. Vi har utfört revisionen enligt International Standards on Auditing och god revisionssed i Sverige. Dessa standarder kräver att vi följer yrkesetiska krav samt planerar och utför revisionen för att uppnå rimlig säkerhet att årsredovisningen inte innehåller väsentliga felaktigheter.

En revision innefattar att genom olika åtgärder inhämta revisionsbevis om belopp och annan information i årsredovisningen. Revisorn väljer vilka åtgärder som ska utföras, bland annat genom att bedöma riskerna för väsentliga felaktigheter i årsredovisningen, vare sig dessa beror på oegentligheter eller på fel. Vid denna riskbedömning beaktar revisorn de delar av den interna kontrollen som är relevanta för hur fonden upprättar årsredovisningen för att ge en rättvisande bild i syfte att utforma granskningsåtgärder som är ändamålsenliga med hänsyn till omständigheterna, men inte i syfte att göra ett uttalande om effektiviteten i fondens interna kontroll. En revision innefattar också en utvärdering av ändamålsenligheten i de redovisningsprinciper som har använts och av rimligheten i styrelsens och verkställande direktörens uppskattningar i redovisningen, liksom en utvärdering av den övergripande presentationen i årsredovisningen.

Vi anser att de revisionsbevis vi har inhämtat är tillräckliga och ändamålsenliga som grund för våra uttalanden.

Uttalanden

Enligt vår uppfattning har årsredovisningen upprättats i enlighet med Lag (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder) och ger en i

Stockholm den 17 februari 2012

Anna Peyron
AUKTORISERAD REVISOR
Förordnad av regeringen

alla väsentliga avseenden rättvisande bild av Fjärde AP-fondens finansiella ställning per den 31 december 2011 och av dess finansiella resultat för året enligt lagen om allmänna pensionsfonder. Förvaltningsberättelsen är förenlig med årsredovisningens övriga delar.

Vi tillstyrker därför att resultaträkningen och balansräkningen fastställs.

Rapport om andra krav enligt lagar och andra författningar

Utöver vår revision av årsredovisningen har vi även granskat inventeringen av de tillgångar som Fjärde AP-fonden förvaltar. Vi har också granskat styrelsens och verkställande direktörens förvaltning i övrigt.

Styrelsens och verkställande direktörens ansvar

Det är styrelsen och verkställande direktören som har ansvaret för räkenskapshandlingarna samt för förvaltningen av fondens tillgångar enligt lagen om allmänna pensionsfonder.

Revisorns ansvar

Vårt ansvar är att med rimlig säkerhet uttala oss om resultatet av vår granskning och inventeringen av de tillgångar som fonden förvaltar samt om förvaltningen i övrigt på grundval av vår revision. Vi har utfört revisionen enligt god revisions sed i Sverige.

Som underlag för vårt uttalande om inventeringen av tillgångarna har vi granskat fondens inventering samt ett urval av underlagen för denna.

Som underlag för vårt uttalande om förvaltningen i övrigt har vi utöver vår revision av årsredovisningen granskat väsentliga beslut, åtgärder och förhållanden i fonden för att kunna bedöma om någon styrelseledamot eller verkställande direktören har handlat i strid med lagen om allmänna pensionsfonder.

Vi anser att de revisionsbevis vi har inhämtat är tillräckliga och ändamålsenliga som grund för våra uttalanden.

Uttalanden

Revisionen har inte givit anledning till anmärkning beträffande inventeringen av tillgångarna eller i övrigt avseende förvaltningen.

Peter Strandh
AUKTORISERAD REVISOR
Förordnad av regeringen

Sjätte AP-fonden i korthet

Uppdrag

Sjätte AP-fonden ska, inom ramen för vad som är till nytta för försäkringen för inkomstgrundad ålderspension, förvalta anförtrödda medel genom placeringar på riskkapitalmarknaden. Fondmedlen ska placeras så att kraven på långsiktig hög avkastning och tillfredsställande risk-spridning tillgodoses.

Styrelsens tolkning av

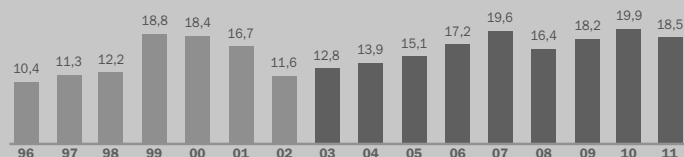
Sjätte AP-fondens uppdrag

Sjätte AP-fonden ska skapa långsiktig hög avkastning och hålla en tillfredsställande riskspridning genom placering på riskkapitalmarknaden.

Skiljer sig från övriga AP-fonder

- Stängd fond, inga inbetalningar från eller utbetalningar till pensionsystemet
- Annorlunda uppdrag – investerar i onoterade bolag
- Fokuserar på Sverige och Norden

Fondkapitalets utveckling 1996–2011, Mdkr



Sjätte AP-fondens kapital har från starten vuxit med 8,1 miljarder kronor, från 10,4 till 18,5 miljarder kronor, vilket motsvarar en värdetillväxt på cirka 78 procent och en årlig genomsnittlig tillväxt på 3,9 procent. Om justering görs för inflation, mätt som konsumentprisindex (KPI), vilken under samma period uppgick till i genomsnitt 1,4 procent, blir Sjätte AP-

fondens reala avkastning i genomsnitt 2,5 procent per år.

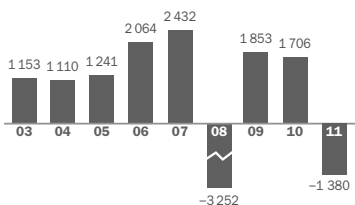
Mellan 1996 och 2002 hade Sjätte AP-fonden en övervägande del av fondkapitalet investerat i börsnoterade bolag. Sedan 2003 är investeringsinriktningen onoterade företag. Av denna anledning delas mätperioden in i två delar.

Under nioårsperioden 2003–2011 uppgick den årliga tillväxten till 5,3 procent och KPI till i genomsnitt 1,5 procent.

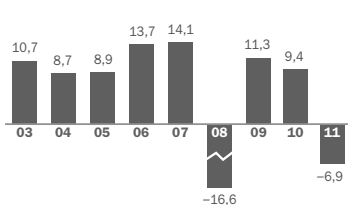
Sjätte AP-fondens reala avkastning under 2003–2011 uppgick därmed i genomsnitt till 3,8 procent per år.

Under 2011 har ett nytt finansiellt mål tagits fram, detta kommer att användas från och med 2012.

Resultat efter kostnader 2003–2011, Mkr



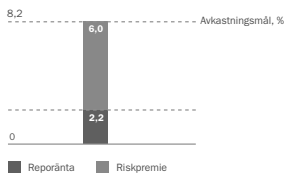
Avkastning efter kostnader 2003–2011, %



Resultat fördelat per segment 2003–2011

Mkr	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Genomsnittlig avkastning %	Genomsnittligt avkastningsmål %
Mogna bolag	1 127	836	1 590	1 422	1 976	-875	937	1 548	1 104	16,5	7,7
Expansionsbolag	-219	53	-637	-46	468	-874	-121	-683	-2 087	-16,0	9,9
Noterade småbolag	—	—	—	1 258	79	-1 027	1 127	721	-354	10,5	6,9
	908	889	953	2 634	2 523	-2 776	1 943	1 586	-1 337	7,0	8,2
Internbank, riskhantering och interna kostnader	245	221	288	-570	-91	-476	-90	120	-43	—	
Resultat	1 153	1 110	1 241	2 064	2 432	-3 252	1 853	1 706	-1 380	5,3	6,7

Avkastningsmål för investeringsverksamheten 2003–2011



Sjätte AP-fondens investeringsverksamhet (Sjätte AP-fonden exklusive resultat från Internbank och riskhantering samt interna kostnader) har under åren 2003–2011 skapat en genomsnittlig avkastning på 7,0 procent per år, sammanlagt 7 324 miljoner kronor, vilket inte når upp till avkastningsmålet på 8,2 procent. Verksamhetens mål beslutas av Sjätte AP-fondens styrelse och består av ett kort- respektive långsiktigt mål. Det långsiktiga målets definition är att årsavkastningen på det samlade investerade kapitalet ska uppgå till riskfri ränta plus en riskpremie. Ett nytt finansiellt mål har tagits fram för 2012, se sidan 11.

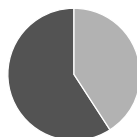
www

Läs mer om Sjätte AP-fondens årliga utvärdering på www.apfond6.se

Investeringsverksamhetens kapital 2011

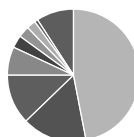
Marknadsvärderat kapital per 2011-12-31

Investeringsverksamheten



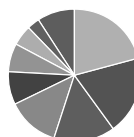
Fondinvesteringar
Företagsinvesteringar

Största företagsinvesteringar



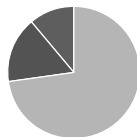
Norrporten AB
Meca Scandinavia AB
Volvofinans Bank AB
SLS Invest AB
Xelerated Holdings Inc
Lindab International AB
Unfors Holding AB
Gnosjögruppen AB
Övriga företagsinvesteringar

Största fondinvesteringar



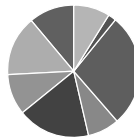
EQT
Lannebo
CapMan
Nordic Capital
Accent Equity
SEB Fonder
Creandum
Scope
Övriga fondinvesteringar

Kapital per segment



Mogna bolag
Expansionsbolag
Noterade småbolag

Kapital per bransch



IT/Telekom
Media
Fastighet
Finans
Konsument
Tjänster
Industri
Hälsövård



FÖRVALTNINGSBERÄTTELSE

Resultaträkning

Mkr	Not	2011	2010
Nettoresultat noterade aktier och andelar	2	-830	713
Nettoresultat onoterade aktier och andelar	3	-778	584
Aktieutdelning		87	99
Ränteintäkter/-kostnader, netto	4	226	190
Övriga finansiella intäkter och kostnader	5	58	288
Förvaltningskostnader	6, 8	-79	-84
Gemensamma kostnader	7, 8	-64	-84
Årets resultat		-1 380	1 706

Balansräkning

Mkr	Not	2011-12-31	2010-12-31
TILLGÅNGAR			
Placeringsstillgångar			
Aktier och andelar i noterade bolag och fonder	9	2 252	3 115
Aktier och andelar i onoterade bolag och fonder	10	15 075	16 769
Övriga räntebärande värdepapper	11	75	262
Summa placeringsstillgångar		17 402	20 146
Fordringar och andra tillgångar			
Övriga kortfristiga fordringar		16	6
Likvida medel		1 117	1
Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	12	54	57
Summa fordringar och andra tillgångar		1 187	64
Summa tillgångar		18 589	20 210
FONDKAPITAL OCH SKULDER			
Fondkapital			
Grundkapital		10 366	10 366
Balanserat resultat		9 562	7 856
Årets resultat		-1 380	1 706
Summa fondkapital		18 548	19 928
Kortfristiga skulder			
Skulder till kreditinstitut	13	—	222
Upplupna kostnader		27	50
Övriga kortfristiga skulder	14	14	10
Summa kortfristiga skulder		41	282
Summa fondkapital och skulder		18 589	20 210
Poster inom linjen			
Ansvarsförbindelser		2	2
Åtaganden – utfäst, ännu ej utbetalat kapital		2 735	2 594

Noter

Alla siffror anges i miljoner kronor om inget annat anges

Not 1 Redovisningsprinciper

Sjätte AP-fonden följer det regelverk som finns i Lagen (2000:193) om Sjätte AP-fonden. Denna lag trädde i kraft 1 januari 2001. Årsredovisningen har upprättats enligt god redovisningssed. Till följd av den lag som styr Sjätte AP-fonden, ska samtliga placeringar värderas till verkligt värde i Sjätte AP-fondens redovisning.

Redovisning enligt IFRS

IFRS är ett regelverk som är internationellt accepterat och Sjätte AP-fonden utvärderar därför löpande de förändringar som sker på detta område. Det ska dock poängteras att det inte finns någon möjlighet för Sjätte AP-fonden att följa IFRS fullt ut då Sjätte AP-fonden enligt lag inte ska upprätta någon koncernredovisning. Som en konsekvens härav så måste Sjätte AP-fonden för varje enskild standard avgöra vad som är tillämpligt och därefter bedöma vilka uppgifter som ska presenteras för att en extern läsare ska få en rättvisande bild samtidigt som årsredovisningen ska hållas överskådlig. Bedömningen är att årets resultat för Sjätte AP-fonden i all väsentlighet överensstämmer med IFRS.

Sjätte AP-fonden är en myndighet och således ingen juridisk person och därmed inte heller att anse som ett moderföretag.

Redovisning och värdering av onoterade värdepapper

Sjätte AP-fonden värderar samtliga innehav löpande till verkligt värde och använder IPEVs (International Private Equity and Venture Capital Valuation Board, www.privateequityvaluation.com) riktlinjer som ramverk vid värderingen. Principiellt innebär detta att innehaven ska redovisas till verkligt värde. Det ska noteras att det inte är ett krav att följa dessa regler men då de är internationellt accepterade samt överensstämmer med hur övriga AP-fonder värderar sina onoterade innehav så har Sjätte AP-fonden valt att följa dessa principer. I anslutning till årsboks slutet genomför Sjätte AP-fonden en värdering av respektive bolag inom respektive portfölj. Tyngdpunkten läggs dock på de bolag som har materiella värden i relation till den totala portföljen. Värdering av onoterade innehav innehåller ett stort mått av bedömning avseende hur den underliggande verksamheten förväntas utvecklas varmed förändringar av gjorda antaganden kan påverka resultatet väsentligt. I varje enskilt fall försöker Sjätte AP-fonden avgöra vilken värderingsmetod som är bäst lämpad i syfte att visa investeringens verkliga värde. Följande värderingsmetoder används:

Pris enligt senaste investeringsrundan

Sjätte AP-fonden har flertalet investeringar där det föreligger tredje-parts transaktioner. Om sådana transaktioner skett under räkenskapsåret så utgör detta grunden för värderingen vid årsboks slutet. Beaktas görs även de emissioner där endast befintlig ägarkrets deltar (så kallade interrundor). I de fall där interrundor indikerar en nedvärdering görs en mer detaljerad analys och om det är så att bolaget försökt ett få in extern part men misslyckats eller då det indikerar att intresset för bolaget i marknaden är mycket litet, så görs en nedvärdering av innehavet.

I samtliga fall beaktas händelser som inträffat mellan tidpunkten för transaktionen och rapporteringstillfället.

Diskonterat kassaflöde

Denna metod utgår från att värdera bolaget baserat på diskonterat framtida löpande kassaflöde. Avdrag görs därefter av aktuell räntebärande nettoskuld. De framtida flödena nuvärdesberäknas baserat på en riskjusterad ränta. Som ett verktyg för att fastställa denna ränta och därmed också avkastningsmål så använder sig Sjätte AP-fonden av en riskpremiemodell. De avkastningsmål som modellen beräknar ska motsvara genomsnittlig förväntad avkastning på marknaden för en portfölj med motsvarande risknivå och tidshorisont. Kassaflödesvärdering är den modell som används mest inom Sjätte AP-fonden då den ger ett bra underlag för att bedöma och diskutera bolagets framtida utveckling. I de fall som investeringen vid värderingstillfället ännu inte påvisar ett positivt kassaflöde och det inte finns en gjord alternativ värdering med ett mer rättvisande värde, görs en mer försiktig bedömning av bolagets värde. Investeringens marknadsvärde motsvarar då oftast dess anskaffningsvärde eller lägre.

Substansvärdemetoden

Denna metod lämpar sig väl för företag där värdena bäst reflekteras genom att värdera bolagets nettotillgångar snarare än intjäningen i den underliggande verksamheten. Sjätte AP-fonden använder denna metod vid värderingen av Volvofinans Bank AB samt Fastfästighetsaktiebolaget Norrporten. I båda fallen ger en värdering av nettotillgångarna ett mer rättvisande värde än någon av de alternativa värderingsmodellerna.

Multipelvärdering

Denna värderingsmetod förutsätter att man finner lämpliga multiplar för det specifika bolag man ska värdera. De multiplar som Sjätte AP-fonden oftast använder är EV/EBIT och EV/Sales. Då flertalet bolag befinner sig i tidig fas så används metoden framförallt för att göra en bedömning av multiplarna vid framtida försäljningstidpunkt och således om bolagets framtida utveckling kan anses som rimlig. För flertalet bolag som Sjätte AP-fonden äger så är det svårt att finna lämpliga referensobjekt för en multipelvärdering. Det finns således inga värderingar som enskilt görs med stöd av denna metod utan den används i kombination med någon av de andra.

Industriella "benchmarks"

I syfte att framförallt styrka redan gjorda värderingar så kan relevanta industriella "benchmarks" användas. Dessa kan exempelvis vara intäkt per abonnent, tittare etc. I vissa fall har Sjätte AP-fonden analyserat "benchmarks" som gjorts vid transaktioner av företag liknande de som ska värderas. Dessa har sedan använts som stöd och referenser vid värderingarna.

Som en del av Sjätte AP-fondens värderingsprocess stresstestas investeringarna i olika scenarier. Visar investeringen stor volatilitet så gör Sjätte AP-fonden en mer restriktiv bedömning av värdet. Då flertalet av Sjätte AP-fondens innehav befinner sig i tidig fas så kan det vara svårt att finna en enskild lämplig värderingsmodell. Underlaget för värderingen baseras då framför allt på en analys över hur

Forts. Not 1

bolaget utvecklats kopplat till den ägarplan som sattes vid den initiala investeringen. Omvärderingar av onoterade innehav redovisas under rubriken Nettoresultat onoterade aktier och andelar i resultaträkningen och specificeras även i not 3. Föreligger däremot en stadigvarande och väsentlig värdeminskning (t ex konkurs) så görs en nedskrivning och då oftast med hela det investerade beloppet. Denna nedskrivning redovisas under rubriken Nettoresultat onoterade aktier och andelar i resultaträkningen och specificeras även i not 3.

Värderingar av innehav i fonder som investerar i onoterade företag baseras främst på erhållna värderingar per 31 december 2011 från respektive fond. För de innehav där Sjätte AP-fonden ännu ej har erhållit värderingar som beaktat utvecklingen under det fjärde kvartalet 2011 så har senast erhållna värdering justerats för att återspegla ändrade marknadsförutsättningar.

Köp och försäljning av finansiella instrument redovisas på affärsdagen.

Konvertibla lån ingår i posten Aktier och andelar i onoterade bolag och fonder och redovisas till upplupet anskaffningsvärde.

Med anskaffningsvärde på fond avses alla utbetalningar som gjorts, exklusive externa förvaltningskostnader (vilka nedvärderas), för kvarvarande portföljbolag.

Värdeförändringar på onoterade värdepapper, såväl realiserade som orealiserade, redovisas över resultaträkningen och ingår i årets resultat. Det realiserade resultatet består av skillnaden mellan försäljningsintäkt och bokfört värde vid avyttringstidpunkten. I det realiserade resultatet ingår också nedskrivningar av bokförda värden vilket kan uppkomma vid exempelvis en konkurs. En nedskrivning har som regel föregåtts av en nedvärdering som definieras som orealiserat resultat. Därmed kommer en omföring att ske av nedvärderingen mellan orealiserat och realiserat resultat. Denna omföring påverkar inte det totala resultatet.

Sjätte AP-fonden hanterar vissa investeringar genom renodlade så kallade holdingbolag. För att ge en rättvisande bild av verksamheten så redovisas en försäljning av holdingbolagets investering som realiserad hos Sjätte AP-fonden. Försäljningsbeloppet reduceras med anskaffningsvärdet på investeringen utgör således det realiserade resultatet. Därefter värderas holdingbolaget till substansvärdet varmed värdet minskar successivt med de utdelningar som avser försäljningslikviden. För att inte redovisa vinsten vid försäljning av investeringen två gånger så redovisas dessa utdelningar endast över balansräkningen.

Redovisning och värdering av noterade värdepapper

De tillgångar i vilka fondmedel placerats upptas i årsredovisningen till verkligt värde.

Det verkliga värdet baseras på noterade priser vid marknadens stängning på årets sista handelsdag. Transaktioner som avser avista, options-, termins- och swapavtal redovisas vid den tidpunkt då de väsentliga riskerna och rättigheterna övergår mellan parterna, det vill säga affärsdagen. Denna princip omfattar transaktioner på penning- och obligationsmarknaden samt aktiemarknaden.

Anskaffningsvärdet på aktier och övriga värdepapper inkluderar courtage och andra direkta kostnader i samband med köpet.

Vid beräkning av realisationsvinster och -förluster har genomsnittsmetoden använts.

Värdering sker i första hand till senaste betalkurs under årets sista handelsdag.

Om det vid särskilda förhållanden på viss marknad bedöms att slutkursen (betalkurs) inte är representativ kan kurs vid annan tidpunkt ligga till grund för beräkning av det verkliga värdet.

Positioner i derivatinstrument värderas till verkligt värde och redovisas under samma balanspost som respektive instruments underliggande tillgångsslag.

Värdeförändringar, såväl realiserade som orealiserade, redovisas över resultaträkningen och ingår i årets resultat.

Med realisationsresultat menas skillnaden mellan försäljningsintäkt och anskaffningskostnad. Realisationsresultat avser resultat som uppkommit vid försäljning av placeringstillgångar.

Förvaltningskostnader

Sjätte AP-fondens förvaltningskostnader delas upp på externa respektive interna förvaltningskostnader samt gemensamma kostnader.

Externa förvaltningskostnader som avser förvaltningsavgifter för noterade innehav, redovisas som en löpande kostnad över resultaträkningen. Den förvaltningsavgift som betalas till de fonder som investerar i onoterade företag redovisas som en del av anskaffningskostnaden för respektive fond. Aktiverade förvaltningsavgifter nedvärderas om behov finns vid bedömningen av investeringsmarknadsvärde på bokslutsdagen. Vid utgången av 2011 har samtliga aktiverade förvaltningsavgifter nedvärderats till noll kronor. Inom företagsinvesteringar aktiveras förvaltningskostnader men nedvärderas däremot endast om de inte rymms inom ramen för verkligt värde.

Interna förvaltningskostnader, som främst avser kostnader för Sjätte AP-fondens egen personal som arbetar inom investeringsverksamheten, kostnadsförs löpande tillsammans med gemensamma kostnader som främst avser personalkostnader för vd och gemensamma specialistfunktioner samt kostnader för lokaler, IT och allmänna kontorsomkostnader.

Interna och externa förvaltningskostnader särredovisas i not. Prestationsbaserade ersättningar ingår ej i externa förvaltningskostnader utan reducerar realisationsresultatet för den tillgång som förvaltats.

Övriga redovisningsprinciper

Koncernredovisning har ej upprättats då aktier och andelar i dotterbolag ska värderas till verkligt värde.

Sjätte AP-fonden är en myndighet och således ingen juridisk person och därmed inte heller ett moderföretag.

Fordringar upptas till det belopp som de beräknas inflyta till. Skulder värderas till upplupet anskaffningsvärde. Inventarieanskaffningar kostnadsförs löpande.

Realiserat respektive orealiserat resultat redovisas netto i resultaträkningen. Bruttovärden anges i not.

Sjätte AP-fonden är befriad från inkomstskatt och verksamheten är inte momspliktig. Av denna anledning får inte heller ingående moms lyftas, utan utgör en kostnad i verksamheten.

FÖRVALTNINGSBERÄTTELSE

Forts. Not 1

Fondkapitalet består av grundkapital och balanserade vinstmedel. Grundkapitalet består av en överföring från de tidigare 1:a–3:e Fondstyrelserna samt 366 Mkr som återstod från avvecklingsstyrelsen för Fond 92–94. På Sjätte AP-fonden åligger inga krav på inbetalningar till eller utbetalningar från pensions-systemet.

Poster inom linjen

Vid en investering i en private equity-fond görs en avtalsmässig utfästelse att investera ett visst kapital. Kapitalet investeras efter hand och utbetalningen görs i takt med investeringarna. Skillnaden mellan utfäst kapital och utbetalt kapital, med tillägg av eventuellt återinvesteringsbart belopp, återfinns som ett åtagande under Poster inom linjen.

Not 2 Nettoresultat noterade aktier och andelar

	2011	2010
Noterade innehav		
Aktier och andelar	-830	726
Obligationer och andra värdepapper	—	—
Derivat	—	-13
Totalt	-830	713

Not 3 Nettoresultat onoterade aktier och andelar

	2011	2010
Realiserat		
Intäkter vid avyttring	2 967	1 616
Investerat kapital	-2 060	-1 447
Återföring av tidigare bokförda värdeförändringar avseende avyttrade innehav	-582	257
Årets nedskrivningar	-209	-193
Återföring av tidigare bokförda värdeförändringar avseende nedskrivna innehav	78	98
Totalt realiserat resultat	194	331

Orealiserat

Årets värdeförändring på orealiserade innehav	-1 476	608
Återföring av tidigare bokförda värdeförändringar avseende avyttrade innehav	582	-257
avseende nedskrivna innehav	-78	-98
Totalt orealiserat resultat	-972	253

Totalt	-778	584
---------------	-------------	------------

Not 4 Ränteintäkter/-kostnader, netto

	2011	2010
Ränteintäkter		
Konvertibellån	191	169
Övriga ränteintäkter	39	23
	230	192

Räntekostnader

Övriga räntekostnader	-4	-2
	-4	-2

Ränteintäkter/-kostnader, netto	226	190
--	------------	------------

Not 5 Övriga finansiella intäkter och kostnader

	2011	2010
Resultatandelar från kommanditbolag	1	54
Valutakursdifferenser	57	234
Totalt	58	288

Not 6 Förvaltningskostnader

	2011	2010
Externa förvaltningskostnader		
– Noterade innehav	23	22
Interna förvaltningskostnader		
– Personalkostnader	32	37
– Juridikkonsulter	6	4
– Övriga externa tjänster	10	12
– Resekostnader mm	2	3
– Debiterad moms	4	4
– Övriga kostnader	2	2
Totalt	79	84

I externa förvaltningskostnader ingår ej prestationsbaserade kostnader. Prestationsbaserade kostnader har under året uppgått till — Mkr (0,9).

Externa förvaltningskostnader hänförliga till innehav i onoterade fonder uppgår till 175 Mkr (230). Dessa redovisas ej som kostnad utan aktiveras löpande som en del av anskaffningskostnaden för respektive fond. Vid utgången av året har dock samtliga aktiverade förvaltningskostnader nedvärderats till noll kronor. Nedvärderingen ingår i det orealiserade resultatet.

Not 7 Gemensamma kostnader

	2011	2010
Personalkostnader	26	45
Lokalkostnader	5	5
IT-kostnader	7	8
Externa tjänster	13	10
Förvaltningskostnader	2	3
Resekostnader mm	1	2
Debiterad moms	6	6
Övriga kostnader	4	5
Totalt	64	84

I gemensamma personalkostnader ingår kostnader för vd och affärssupportorganisationen.

I Förvaltningskostnader ingår ersättningar till revisionsföretag med:

	2011	2010
Ernst & Young AB		
Revisionsuppdrag	1,1	1,4
Revisionsverksamhet utöver revisionsuppdrag	0,2	0,4
Övriga tjänster	0	—
Totalt	1,3	1,8

Not 8 Personal**Nya riktlinjer från regeringen under 2009**

Under 2009 gav regeringen ut nya riktlinjer för anställningsvillkor för ledande befattningshavare i AP-fonderna. Riktlinjerna omfattar bland annat borttagande av rörliga ersättningar, begränsningar i pensionsförmåner samt reglering av pensionsålder. Riktlinjerna omfattar även övriga anställda med undantaget att det är möjligt att utge rörlig ersättning till anställda förutom ledande befattningshavare. Sjätte AP-fondens styrelse beslöt att successivt implementera nya regler för ersättningar och förmåner vilket från och med 2011 är genomfört. Som ledande befattningshavare definieras befattningshavare som ingår i Sjätte AP-fondens ledningsgrupp. Styrelsens riktlinjer för anställningsvillkor för ledande befattningshavare och övriga anställda på Sjätte AP-fonden finns publicerad på www.apfond6.se.

Tillämpade regler för ersättningar och förmåner under 2011

Styrelsen beslutar om den totala årliga lönejusteringen samt eventuell rörlig ersättning. Under 2011 har genomförts en jämförelse av ersättningar mot jämförbara institut, företag och fonder och styrelsen bedömer, baserat på denna jämförelse, att ersättningar och förmåner till Sjätte AP-fondens ledande befattningshavare och övriga anställda är rimliga, måttfulla och konkurrenskraftiga. Jämförelsen finns redovisad på sidan 29 och på www.apfond6.se.

Lön och förmåner

Lön, arvoden och förmåner till styrelse, vd, övriga ledande befattningshavare samt övriga anställda framgår av tabellen nedan.

Från och med 4 april 2011 är Marianne Dicander Alexandersson anställd som verkställande direktör och ersättningen till vd 2011 avser perioden april till december.

Pensioner

Ledningsgruppen, inklusive vd, har rätt till pension vid 65 års ålder och årliga premiebetalningar har gjorts med ett belopp motsvarande 30 procent av pensionsgrundande lön.

Sjätte AP-fonden har ej något åtagande om framtida pension och pensionsvillkor. Ersättning från incitamentsprogram är ej pensionsgrundande.

Avgångsvederlag

Vid uppsägning från Sjätte AP-fondens sida tillämpas en uppsägningstid på högst sex månader med oförändrad lön och övriga förmåner. Därefter äger befattningshavare rätt till avgångsvederlag motsvarande högst 18 månadslöner. Avgångsvederlaget utbetalas månadsvis och utgörs av den fasta månadslönen utan tillägg för förmåner. Reducering sker för annan ersättning som erhålls under den tid som avgångsvederlaget utbetalas.

I september 2010 avgick föregående vd med en uppsägningstid på sex månader. Efter sex månader utgår avgångsvederlag under 18 månader, dock med reduktion för annan ersättning som erhålls under den tid då avgångsvederlaget utgår. Under uppsägningstiden samt tid då avgångsvederlaget utbetalas utgår även pensionsförmån med 30 procent av pensionsgrundande lön. I samband med årsbokslutet för 2010 gjordes en reservation motsvarande hela kostnaden för återstående uppsägningstid, avgångsvederlag samt pensionsförmån vilket innebär att ingen kostnad för avgående vd har belastat resultatet för 2011.

FÖRVALTNINGSBERÄTTELSE

Forts. Not 8

Incitamentsprogram

VD och övriga ledande befattningshavare omfattas inte av Sjätte AP-fondens incitamentsprogram. För övriga anställda har styrelsen beslutat att behålla tidigare incitamentsprogram för 2011.

Ersättning under programmet, som är begränsat till två månads-löner, faller ut om avkastningsmålet för hela Sjätte AP-fonden överträffas. Ersättning utgår inte om resultatet är negativt. Nettoavkastningen för 2011 är negativt vilket innebär att avkastningsmålet inte har överträffats. Därmed kommer ingen ersättning från incitamentsprogram för 2011 att utbetalas under 2012 och resultatet för 2011 är därför inte belastat med motsvarande kostnad. Ersättning från incitamentsprogram är ej pensionsgrundande.

Beslut om arvoden och ersättningar

Styrelsearvoden fastställs av regeringen. Ersättningen uppgår per år till 100 000 kronor för ordföranden, 75 000 kronor för vice ordföranden och 50 000 kronor för övriga ledamöter.

Utöver styrelsearvoden har ingen ersättning betalats till Sjätte AP-fondens styrelse.

Styrelsen fastställer årligen verkställande direktörens lön och personalens generella löneutveckling samt eventuellt incitamentsprogram.

Ersättning till styrelse

Under 2011 utbetald ersättning till styrelseledamöter särredovisas enligt följande:

I juni tillträdande ledamöter Ebba Lindsö 58 tkr, Per Strömberg 44 tkr, Henrik Dägel 29 tkr.

Omvalda ledamöter Katarina Bonde 50 tkr, Olle Larkö 50 tkr

I juni avgående ledamöter Lennart Jeansson 44 tkr, Jan E Kvarnström 31 tkr, Gunilla Almgren 21 tkr.

Ersättning till ledande befattningshavare exklusive vd

Löner och ersättningar, pensionskostnad samt övriga förmåner ska enligt regeringens riktlinjer särredovisas också för andra ledande befattningshavare än vd. Som ledande befattningshavare, utöver vd, särredovisas ledningsgruppen vid utgången av 2011; Adam F Laurén, Alexandra Nilsson, Jonas Lidholm och Ulf Lindqvist. Löner och ersättningar särredovisas i nämnda ordning enligt följande: 2,0 Mkr, 2,0 Mkr, 1,3 Mkr, 1,3 Mkr. Pensioner exklusive löneskatt särredovisas enligt följande: 0,6 Mkr, 0,5 Mkr, 0,4 Mkr, 0,4 Mkr. Utöver lön, andra ersättningar och pension har ledande befattningshavare erhållit förmåner enligt följande: 0,1 Mkr, 0,2 Mkr, 0,1 Mkr, 0 Mkr.

		2011	2010
Medelantal anställda	Män	13,8	16
	Kvinnor	13,6	14,5
		27,4	30,5
Antal anställda per 2011-12-31	Män	16	17
	Kvinnor	14	17
		30	34
Styrelsen	Män	3	3
	Kvinnor	2	2
		5	5
Ledningsgrupp	Män	3	6
	Kvinnor	2	1
		5	7
Lön och arvoden			
Styrelseordförande		0,1	0,1
Styrelsen exklusive ordförande		0,2	0,2
Verkställande direktör (april–december)		2,2	—
Verkställande direktör (januari–december)		—	2,9
Verkställande direktör, reservation		—	5,3
Tf verkställande direktör (januari–mars 2011/september–december 2010)		0,7	0,9
Ledningsgrupp exklusive verkställande direktör		6,6	11,3
Övriga anställda		22,7	23,1
		32,5	43,8
Incitamentsprogram			
Verkställande direktör		—	—
Ledningsgrupp exklusive verkställande direktör		—	—
Övriga anställda		—	2,8
		—	2,8
Övriga förmåner			
Verkställande direktör		0,1	0,2
Ledningsgrupp exklusive verkställande direktör		0,4	0,7
Övriga anställda		1,8	1,4
		2,3	2,3
Pensionskostnader			
Styrelseordförande		—	—
Styrelsen exklusive ordförande		—	—
Verkställande direktör (april–december)		0,6	—
Verkställande direktör (januari–december)		—	1,4
Verkställande direktör, reservation		—	1,6
Tf verkställande direktör (januari–mars 2011/september–december 2010)		0,2	0,3
Ledningsgrupp exklusive verkställande direktör		1,9	3,3
Övriga anställda		7,0	6,7
		9,7	13,3
Sociala kostnader exklusive pensionskostnader			
		12,8	18,5
Personalkostnader – Totalt		57,3	80,7

Not 9 Aktier och andelar i noterade bolag och fonder

Aktie	Antal andelar	Kapitalandel i %	Röstandel i %	Marknadsvärde, Mkr
Aerocrine	1 199 167	1,2	1,2	11
BioInvent International	1 268 718	1,9	1,9	20
CellaVision	644 416	2,7	2,7	8
Probi	68 551	0,7	0,8	4
Lindab	8 023 810	10,2	10,7	300
Q-Cells	2 073 505	1,2	1,2	10
Lannebo Micro Cap	642 170			833
Lannebo Småbolag	17 374 717			536
SEB Micro Cap	4 000 000			530
Totalt				2 252

Erlagt courtage uppgår under 2011 till cirka 0,1 Mkr (0,7).

Not 10 Aktier och andelar i noterade bolag och fonder

I de fall där Sjätte AP-fonden äger mer än 50 procent av rösterna eller på annat sätt har ett bestämmande inflytande i ett bolag anges också samtliga investeringar gjorda på den nivån. Vidare anges inom parentes efter bolagsnamnet om det av fonden majoritetsägda bolaget är vilande.

Bolag	Investering	Organisationsnummer	Styrelsens säte	Antal andelar	Röstandel %	Kapitalandel %
123 Servicecenters Fastighets AB		556660-4327	Göteborg	1 000	100,0	100,0
	<i>MECA Danmark A/S</i>				100,0	100,0
Amplico Kapital AB		556703-3161	Göteborg	5 000 000	100,0	100,0
AP Industrinvest AB		556780-7184	Göteborg	1 000	100,0	100,0
	<i>Arvika Gjuteri AB</i>				95,0	95,0
AP Konvertibeln AB		556703-1124	Göteborg	1 000	100,0	100,0
AP Konvertibeln KB		969715-4061	Göteborg			99,0
AP Partnerinvest AD AB (Vilande)		556740-3414	Göteborg	100 000	100,0	100,0
AP Partnerinvest Auktion AB (Vilande)		556751-9607	Göteborg	920	92,0	100,0
AP Partnerinvest Fashion AB (Vilande)		556742-8882	Göteborg	1 000	100,0	100,0
AP Partnerinvest Miljö AB (Vilande)		556751-9599	Göteborg	920	92,0	100,0
AP Partnerinvest MIT AB		556754-4431	Göteborg	1 000	100,0	100,0
	<i>Power House Holding AB</i>				42,0	42,0
AP Partnerinvest Positionering AB		556739-6857	Göteborg	930	93,0	100,0
	<i>C.N.S Systems AB</i>				18,6	18,6
AP Partnerinvest Röd AB		556736-6322	Göteborg	94 000	94,0	100,0
	<i>Redpill Linpro AB</i>				70,6	70,6
AP Partnerinvest Sec AB		556754-2583	Göteborg	100 000	100,0	100,0
AP Partnerinvest Sport AB		556736-6934	Göteborg	90 001	90,0	100,0
	<i>Sportmanship Invest AB</i>				49,0	49,0
AP Partnerinvest TDS AB (Vilande)		556752-1363	Göteborg	909	90,9	90,9
AP Partnerinvest XLR 2 AB		556749-6079	Göteborg	901	90,1	100,0
	<i>Xelex Holding AB</i>				38,0	38,0
AP Partnerinvest XLR AB		556746-6510	Göteborg	901	90,1	100,0
	<i>Xelex Holding AB</i>				38,0	38,0
AP Riskkapital AB		556711-0407	Göteborg	1 000	100,0	100,0
	<i>Enmesh AB</i>				62,0	62,0
EkoNord Invest AB		556769-8625	Krokomb	7 143	14,3	14,3
Ekoväst Invest AB		556859-8006	Arvika	6 666	13,3	13,3
Electric Generation AB		556764-3282	Göteborg	290 000	29,0	29,0
Energy Potential AB		556614-9000	Uppsala	432 781	3,6	15,0
Fordonsinvest Norden AB		556601-9757	Göteborg	175 275	100,0	100,0
	<i>DAWA Däck AB</i>				100,0	100,0
	<i>MECA Scandinavia AB</i>				100,0	100,0
Fornminnet AB (Vilande)		556696-0794	Göteborg	1 000	100,0	100,0
Fornminnet KB (Vilande)		969712-0468	Göteborg			99,0
Gar Förvaltnings AB (Vilande)		556312-2968	Göteborg	10 000	100,0	100,0
Gnosjögruppen AB		556742-8411	Gislaved	1 000	100,0	100,0
	<i>Gnotec AB</i>				100,0	100,0
	<i>Holmbergs Childsafety AB</i>				100,0	100,0
Grönklittsgruppen AB		556098-7462	Örsa	476 622	13,6	13,6

FÖRVALTNINGSBERÄTTELSE

Forts. Not 10

Bolag	Investering	Organisationsnummer	Styrelsens säte	Antal andelar	Röstandel %	Kapitalandel %
Grönsta Lager AB (Vilande)		556660-5431	Göteborg	1 000	100,0	100,0
Grönsta Lager KB (Vilande)		969704-9576	Göteborg			99,0
Industrial Equity (I.E.) AB		556599-9702	Göteborg	1 000	100,0	100,0
	Accumulate AB				24,0	24,0
	Applied Nano Surfaces Sweden AB				17,0	17,0
	Boka Direkt i Stockholm AB				32,0	32,0
	CombiQ AB				26,0	26,0
	Digital ADTV AB				26,0	26,0
	Flexion UK Ltd				12,0	12,0
	FPV Holding AB				87,0	87,0
	Mobot AB				25,0	25,0
	myFC AB				22,0	22,0
	Noda IS AB				38,0	38,0
	O&G Research & Development AB				31,0	31,0
	Oricane AB				16,0	16,0
	Panopticon Software AB				31,0	31,0
	Pharmadistribution Sverige AB				38,0	38,0
	Redburst Technologies AB				37,0	37,0
	The Local Europe AB				35,0	35,0
	Yanzi Networks AB				29,0	29,0
Innoventus AB		556602-2728	Uppsala	4 662	33,3	33,3
Innoventus Project AB		556616-8356	Uppsala	176 483	49,0	49,0
Iqube Holding AB		556676-0764	Stockholm	226 889	13,2	13,2
Johanneberg Campusbo AB		556658-6730	Göteborg	800	80,0	80,0
Johanneberg Campusbo KB		969704-9451	Göteborg			79,2
Jönköping Business Development AB		556693-2561	Jönköping	387 727	33,3	33,3
KA Intressenter AB		556771-4455	Stockholm	30 380	30,4	30,4
Krigskassa Blekinge AB		556709-7992	Ronneby	30 000	50,0	50,0
Logipi Holding AB		556781-6417	Stockholm	545	35,3	35,3
Mittkapital i Jämtland och Västernorrland AB		556784-9426	Krokomb	1 000	100,0	100,0
	Grönklittsgruppen AB				5,4	5,4
	Skilodge Tärnålen AB				19,0	19,0
	Arctic Engineering AB				29,4	29,4
	ZMEK Fastighet och Förvaltnings AB				29,4	29,4
NetSys Technology Group Holding AB		556550-2191	Mölnådal	100 000	100,0	100,0
Nordia Innovation AB		556228-6855	Stockholm	1 323 006	39,8	39,8
Norstel AB		556672-5346	Norrköping	21 447	1,2	1,2
NS Holding AB	Norrporten AB	556594-3999	Sundsvall	1 819 884	50,0	50,0
Redpill Linpro AB		556641-0576	Karlstad	314	5,6	5,6
Seabased AB		556617-6557	Uppsala	198 478	0,8	3,5
Slottsbacken Fund II 2003 AB		556648-9729	Stockholm	600	54,5	54,5
SLS Invest AB		556730-2038	Stockholm	500	100,0	100,0
	Action Pharma A/S				16,1	
	AdvanDx Inc				32,2	
	Biopheresis Technologies Inc				35,0	
	Doxa AB				73,9	
	Gyros AB				94,7	
	Light Sciences Oncology Inc				22,2	
	Medical Vision AB				53,9	
	Metacure Ltd				4,2	
	Nuevolution A/S				2,1	
	ONCOlog Medical QA AB				69,6	
	Precisense A/S				30,0	
	Carlsson Research AB				n/a	
	MVCII GP AB				100,0	
	SLSII GP AB				78,6	
Startkapital i Norr AB		556865-6192	Luleå	5 000	50,0	50,0
STT Condigi Holding AB		556540-2889	Malmö	308 046	60,0	60,0
	STT Condigi AB				100,0	100,0
	Condigi Televagt Holding A/S				100,0	100,0
	STT Condigi OY				100,0	100,0
	STT Condigi AS				100,0	100,0
Syncron International AB		556573-8894	Stockholm	3 868 362	24,2	24,2
Terrestrial Broadcasting Investments AB		556702-6173	Stockholm	173 962	77,3	77,3
	CDTV Holding Ltd				49,0	49,0
	NGB AB				100,0	100,0

Forts. Not 10

Bolag	Investering	Organisationsnummer	Styrelsens säte	Antal andelar	Röstandel %	Kapitalandel %
Unfors Holding AB		556701-5747	Göteborg	86 609	58,2 100,0	58,2 100,0
	<i>Unfors Instruments AB</i>					
United Intressenter AB		556727-5135	Stockholm	224	13,3	13,3
UnitedLog Group AB		556680-6914	Stockholm	27 385	52,0 100,0 100,0 33,0	52,0 100,0 100,0 33,0
	<i>UnitedLog AB UnitedLog Software AB Capacent Holding AB</i>					
Vega Ronneby AB		556762-7798	Ronneby	2 017 365	25,0	25,0
Vertical Wind AB		556632-1070	Uppsala	2 430 216	29,2	29,2
Volvofinans Bank AB		556069-0967	Göteborg	400 000	40,0	40,0

Totalt anskaffningsvärde på aktier och andelar uppgår till 9 732 Mkr (9 273). Omklassificerat från företag till fonden (195).

I de fall namnet på den legala enhet genom vilken investeringen gjorts i fond inte speglar den faktiska investeringen så anges namnet på denna inom parantes.

Fonder	Organisationsnummer	Styrelsens säte	Kapitalandel %	Anskaffningsvärde
AEP 2003 KB	969694-5196	Stockholm	15,8	0
Accent Equity 2003 KB	969694-7739	Stockholm	63,1	178
Accent Equity 2012 L.P.	—	—	10,0	0
AE Intressenter KB (Accent Equity 2008)	969724-7873	Järfälla	100,0	329
Aumar AB	556631-5932	Göteborg	70,0	69
Auvimo AB	556587-9565	Göteborg	100,0	0
Auvimo KB	969621-7729	Göteborg	100,0	164
Axcel IV K/S 2	—	—	9,7	29
BrainHeart Capital ANX KB	969703-4685	Stockholm	59,4	0
BrainHeart Capital KB	969674-4102	Stockholm	43,4	0
CapMan Buyout IX Fund A L.P.	—	—	8,5	140
CapMan Buyout VIII Fund B KB	969705-5342	Stockholm	100,0	410
CapMan Equity Sweden KB	969683-1321	Stockholm	96,5	313
CapMan Technology Fund 2007 B KB	969720-4288	Stockholm	100,0	123
Chalmers Innovation Seed Fund AB	556759-5003	Stockholm	23,7	17
Creandum Advisor AB	556644-0300	Stockholm	34,0	1
Creandum I Annex Fund AB	556759-5623	Stockholm	49,3	37
Creandum II KB	969708-0274	Stockholm	98,5	167
Creandum KB	969690-4771	Stockholm	49,3	40
EQT IV L.P.	—	—	2,0	354
EQT V L.P.	—	—	2,4	618
EQT VI L.P.	—	—	1,3	18
EQT Expansion Capital II L.P.	—	—	4,2	85
EQT Opportunity L.P.	—	—	10,8	111
Femfond KB (Nordic Capital V)	969687-5062	Stockholm	100,0	218
Fyrfond AB	556591-7027	Göteborg	100,0	0
Fyrfond KB	969661-3109	Göteborg	100,0	499
Fyrsikten KB (Nordic Capital VI)	969712-1029	Stockholm	100,0	448
HealthCap 1999 KB	969656-1647	Stockholm	10,5	101
HealthCap Annex Fund I-II KB	969690-2049	Stockholm	38,9	121
HealthCap III Sifund KB	969699-4830	Stockholm	22,7	49
InnKap 2 Partners KB	969661-4735	Göteborg	5,9	11
InnovationsKapital Fond I AB	556541-0056	Göteborg	31,3	0
Innoventus Life Science I KB	969677-8530	Uppsala	32,7	42
Intera Fund I KY	—	—	12,0	95
Intera Fund II KY	—	—	10,0	16
IT Provider Century Annex Fund KB	969728-8109	Stockholm	98,5	6
IT Provider Century Fund KB	969673-0853	Stockholm	98,5	32
IT Provider Fund IV KB	969687-5468	Stockholm	59,1	150
Nordic Capital III	—	—	9,4	3

FÖRVALTNINGSBERÄTTELSE

Forts. Not 10

Fonder	Organisationsnummer	Styrelsens säte	Kapitalandel %	Anskaffningsvärde
Nordic Capital VII Beta L.P.		—	2,8	319
Northern Europe Private Equity KB (EQT III)	969670-3405	Stockholm	69,1	226
Norvestor V, L.P.		—	8,5	67
SG Partners II KB (Scope Growth II)	969724-7337	Stockholm	100,0	152
Slottsbacken Fund Two KB	969660-9875	Stockholm	54,5	5
Sustainable Technologies Fund I KB	969734-9620	Stockholm	100,0	57
Swedestart Life Science KB	969675-2337	Stockholm	16,3	22
Swedestart Tech KB	969674-7725	Stockholm	20,6	38
Valedo Partners Fund I AB	556709-5434	Stockholm	25,0	143
Totalt fonder				6 023
Totalt anskaffningsvärde				15 755
TOTALT MARKNADSVÄRDE				15 075

Not 11 Övriga räntebärande värdepapper

	2011	2010
FX terminer	54	80
Lån till onoterade bolag	21	182
Totalt	75	262

Not 13 Skulder till kreditinstitut

	2011	2010
Beviljad kreditlimit	3 000	3 000
Outnyttjad del	-3 000	-2 778
Totalt utnyttjat belopp	0	222

Utnyttjat kreditbelopp ses som en kortfristig och tillfällig finansiering med en uppskattad förfallotidpunkt inom ett år.

Beviljad kreditlimit inom koncernkontostrukturen uppgår till 3 miljarder kronor.

Not 12 Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter

	2011	2010
Upplupna ränteutgifter	31	32
Förutbetalda management fee	11	8
Övriga förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	12	17
Totalt	54	57

Not 14 Övriga kortfristiga skulder

	2011	2010
Affärer som ej gått i likvid på balansdagen	2	3
Övrigt	12	7
Totalt	14	10

Göteborg den 22 februari 2012

Ebba Lindsö
Styrelseordförande

Per Strömberg
Vice styrelseordförande

Henrik Dagel

Olle Larkö

Katarina G Bonde

Marianne Dicander Alexandersson
Verkställande direktör

Revisionsberättelse

För Sjötte AP-fonden, org. nr 855104-0721

Rapport om årsredovisningen

Vi har reviderat årsredovisningen för Sjötte AP-fonden för räkenskapsåret 2011. Fondens årsredovisning ingår i den tryckta versionen av detta dokument på sidorna 30–49.

Styrelsens och verkställande direktörens ansvar för årsredovisningen
Det är styrelsen och verkställande direktören som har ansvaret för att upprätta en årsredovisning som ger en rättvisande bild enligt Lagen (2000:193) om Sjötte AP-fonden och för den interna kontroll som styrelsen och verkställande direktören bedömer är nödvändig för att upprätta en årsredovisning som inte innehåller väsentliga felaktigheter, vare sig dessa beror på oegentligheter eller på fel.

Revisorns ansvar

Vårt ansvar är att uttala oss om årsredovisningen på grundval av vår revision. Vi har utfört revisionen enligt International Standards on Auditing och god revisionsssed i Sverige. Dessa standarder kräver att vi följer yrkesetiska krav samt planerar och utför revisionen för att uppnå rimlig säkerhet att årsredovisningen inte innehåller väsentliga felaktigheter.

En revision innefattar att genom olika åtgärder inhämta revisionsbevis om belopp och annan information i årsredovisningen. Revisorn väljer vilka åtgärder som ska utföras, bland annat genom att bedöma riskerna för väsentliga felaktigheter i årsredovisningen, vare sig dessa beror på oegentligheter eller på fel. Vid denna riskbedömning beaktar revisorn de delar av den interna kontrollen som är relevanta för hur Sjötte AP-fonden upprättar årsredovisningen för att ge en rättvisande bild i syfte att utforma granskningsåtgärder som är ändamålsenliga med hänsyn till omständigheterna, men inte i syfte att göra ett uttalande om effektiviteten i Sjötte AP-fondens interna kontroll. En revision innefattar också en utvärdering av ändamålsenligheten i de redovisningsprinciper som har använts och av rimligheten i styrelsens och verkställande direktörens uppskattningar i redovisningen, liksom en utvärdering av den övergripande presentationen i årsredovisningen.

Vi anser att de revisionsbevis vi har inhämtat är tillräckliga och ändamålsenliga som grund för våra uttalanden.

Uttalanden

Enligt vår uppfattning har årsredovisningen upprättats i enlighet med Lagen (2000:193) om Sjötte AP-fonden och ger en i alla väsentliga avseenden rättvisande bild av Sjötte AP-fondens finansiella ställning per den 31 december 2011 och av dess finansiella resultat för året enligt lagen om Sjötte AP-fonden. Förvaltningsberättelsen är förenlig med årsredovisningens övriga delar.

Vi tillstyrker därför att resultaträkningen och balansräkningen fastställs.

Rapport om andra krav enligt lagar och andra författningar

Utöver vår revision av årsredovisningen har vi även granskat inventeringen av de tillgångar som Sjötte AP-fonden förvaltar. Vi har också granskat styrelsens och verkställande direktörens förvaltning i övrigt.

Styrelsens och verkställande direktörens ansvar

Det är styrelsen och verkställande direktören som har ansvaret för räkenskapshandlingarna samt för förvaltningen av Sjötte AP-fondens tillgångar enligt Lagen (2000:193) om Sjötte AP-fonden.

Revisorns ansvar

Vårt ansvar är att med rimlig säkerhet uttala oss om resultatet av vår granskning och inventeringen av de tillgångar som Sjötte AP-fonden förvaltar samt om förvaltningen i övrigt på grundval av vår revision. Vi har utfört revisionen enligt god revisionsssed i Sverige.

Som underlag för vårt uttalande om inventeringen av tillgångarna har vi granskat Sjötte AP-fondens inventering samt ett urval av underlagen för denna.

Som underlag för vårt uttalande om förvaltningen i övrigt har vi utöver vår revision av årsredovisningen granskat väsentliga beslut, åtgärder och förhållanden i fonden för att kunna bedöma om någon styrelseledamot eller verkställande direktören har handlat i strid med lagen om Sjötte AP-fonden.

Vi anser att de revisionsbevis vi har inhämtat är tillräckliga och ändamålsenliga som grund för våra uttalanden.

Uttalanden

Revisionen har inte givit anledning till anmärkning beträffande inventeringen av tillgångarna eller i övrigt avseende förvaltningen.

Göteborg den 22 februari 2012

Björn Grundvall
Auktoriserad revisor
Förordnad av regeringen

Anna Peyron
Auktoriserad revisor
Förordnad av regeringen

Årsberättelse 2011

AP7 Aktiefond

Organisationsnummer 515602-3862

Förvaltningsberättelse

Placeringsinriktning

AP7 Aktiefond har utformats för att utgöra en byggsten i det allmänna pensionssystemets premiepensionssparande. AP7 Aktiefond utgör därmed en viktig komponent för att skapa en livscykelprofil i förvalsalternativet AP7 Såfa. AP7 Aktiefond ingår också i statens fondportföljer.

Mer information om dessa produkter finns i årsredovisningen för Sjunde AP-fonden.

AP7 Aktiefond är en global aktiefond där hävstång används i förvaltningen. Genom användning av hävstång skapas ett placeringsutrymme som är större än fondkapitalet. Sammantaget innebär detta att fondens risknivå bedöms vara hög eftersom stora kursrörelser på världens börser kraftigt påverkar AP7 Aktiefonds avkastning i positiv eller negativ riktning. Det bör dock noteras att sparare över 55 år som via AP7 Såfa har sitt premiepensionssparande fördelat mellan AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond har en reducerad total risk. Den risk man som sparare har i sitt premiepensionssparande ska också ses tillsammans med den låga risk man har i inkomstpensionen, som i huvudsak är att likna med ränteplaceringar.

Målet för AP7 Aktiefond är att vid den valda risknivån uppnå en långsiktig hög avkastning som överträffar avkastningen för jämförelseindexet (se förklaringar till nyckeltal nedan).

Strategin är att

- Placera fondens tillgångar globalt i aktier och aktierelaterade finansiella instrument med bred branschmässig spridning (basportföljen)
- Öka avkastningsmöjligheterna och därmed risken genom att använda hävstång i fonden
- Ytterligare öka avkastningsmöjligheterna genom aktiv förvaltning på vissa utvalda marknader (alfakällor och taktiska placeringar).

Basportföljen

Basportföljen består av

- 97 % globala aktier
- 3 % private equity

Tillgångslaget globala aktier ska ge en exponering som motsvarar fondens jämförelseindex, vilket är MSCI All Country World Index. Förvaltningen sker i huvudsak passivt genom externa förvaltare. För en del av exponeringen mot tillväxtmarknader används dock s.k.

notes, som består av en derivatdel och en obligationsdel. Derivatdelen innebär att värdeutvecklingen följer utvecklingen av aktieindex på ett antal tillväxtmarknader.

Tillgångslaget private equity omfattar indirekta placeringar i onoterade företag genom olika fondkonstruktioner.

Derivatinstrument och aktielån

Derivatinstrument får enligt fondbestämmelserna användas som ett led i placeringsinriktningen.

Under 2011 har denna möjlighet utnyttjats i den löpande förvaltningen via aktieterminer och valutakontrakt. Genom användning av OTC-derivat (Total Return Swaps) skapas också hävstång i förvaltningen.

Under 2011 har AP7 Aktiefonds genomsnittliga derivatexponering uppgått till 74,8 % av fondförmögenheten. Exponeringen har som lägst varit 64,2 % och som högst 82,9 %.

Vid beräkningen av AP7 Aktiefonds sammanlagda exponeringar vid användning av derivatinstrument används vid riskbedömningen den s.k. åtagandemetoden, vilket innebär att derivatinstrument tas upp till den underliggande tillgångens exponering.

Upplåning av aktier för så kallad äkta blankning förekommer inom ramen för alfaförvaltningen (se nedan).

Hävstång

Användningen av hävstång i förvaltningen av AP7 Aktiefond gör att placeringsutrymmet är större än fondkapitalet. Hävstången ska normalt motsvara 50 % av fondkapitalet. Utifrån en marknadsbedömning kan storleken på hävstången varieras inom intervallet 0-70 % av fondkapitalet (dynamisk hävstång). Vid utgången av 2011 motsvarade den dynamiska hävstången 4,8 % av fondkapitalet, vilket innebär att den totala exponeringen via hävstång utgjorde 54,8 % av fondkapitalet vid årets slut (50 % normal hävstång och 4,8 % dynamisk hävstång).

Från och med februari 2012 är utrymmet för den dynamiska hävstången borttaget.

Aktiv förvaltning

Den huvudsakliga aktiva förvaltningen är så kallad ren alfaförvaltning av aktier. Avkastning genereras med förvaltningsmodellen "lång/kort". Långa positioner tas i form av vanliga placeringar i aktier. Korta positioner tas i form av äkta blankning, som innebär att aktier lånas in för att omedelbart säljas.

Finansiering av de långa positionerna sker genom den försäljningslikvid som erhålls vid blankningen. Något fondkapital behöver därför inte avsättas till den rena alfaförvaltningen.

Ren alfaförvaltning av aktier har under 2011

skett på den svenska marknaden genom både intern förvaltning och externa förvaltare.

Vidare har ren alfaförvaltning skett genom externa förvaltare i Europa, Japan och Sydostasien/Oceania.

Ytterligare en alfakälla är aktiv valutaförvaltning, som sker genom externa förvaltare.

Förvaltningsavgift

AP7 Aktiefond betalar en förvaltningsavgift till Sjunde AP-fonden. Avgiften belastar fonden varje dag med 1/365-del av den för helt år beräknade avgiften. Avgiften avser kostnader för förvaltning, administration, redovisning, förvaring av värdepapper, revision, information och tillsyn m.m. Under 2011 uppgick avgiften till 0,15 % per år av fondens förmögenhet. Transaktionskostnader såsom courtage till mäklare och avgifter till depåbanker för värdepapperstransaktioner belastar AP7 Aktiefond direkt och ingår inte i förvaltningsavgiften.

Resultatutveckling

Avkastningen för AP7 Aktiefond var under 2011 -11,8 % (stängningskursberäknad avkastning), vilket var 1,2 procentenheter sämre än jämförelseindex.

Den negativa utvecklingen för fonden förklaras av nedgången på den globala aktiemarknaden under andra halvåret 2011, vilken förstärktes genom användning av hävstång. Fondens inriktning mot global diversifiering motverkade till viss del en än större nedgång.

Underavkastningen mot index förklaras av att

■ Avkastningen för basportföljens globala aktier har varit 0,4 procentenheter lägre än jämförelseindex (MSCI All Country World).

■ Den dynamiska hävstången har bidragit negativt, mer än vad övriga alfakällor tillsammans har bidragit positivt.

Under 2011 har fonden tillförts 10,8 miljarder kronor genom att Pensionsmyndigheten placerat 2010 års pensionsrätter. Utfliödet av kapital genom inlösen av andelar, främst på grund av att premiepensionssparare bytte till andra fonder, uppgick till 4,4 miljarder kronor.

Avkastningen i AP7 Aktiefond kan förväntas variera kraftigt över tiden, eftersom fonden är en global aktiefond med hög risknivå.

Väsentliga risker per balansdagen

AP7 Aktiefond är en global aktiefond där hävstång används i förvaltningen. Den enskilt största risken i förvaltningen av fonden utgörs av marknadsrisk, vilket innebär att betydande kursfall på de globala aktiemarknaderna riskerar att leda till kraftigt försämrad avkastning. I och med att den absoluta majoriteten av

¹Avsjer fondens hävstång och övriga derivat i förvaltningen. Redovisad genomsnittlig, högsta och lägsta nivå på derivatexponeringer avser tillgänglig data under perioden 31 mars till 31 december 2011. För kommande år kommer hellär att redovisas.

AP7 Aktiefond | Årsberättelse 2011

fondens tillgångar är placerade utanför Sverige, och inga tillgångar valutasäkras, är fonden utsatt för stor valutarisk.

Väsentliga händelser efter balansdagen

Den positiva börsutveckling som inleddes under senare delen av 2011 har fortsatt i januari och februari. Detta har inneburit att andelskursen för AP7 Aktiefond till dags dato (10 februari) har stigit med 11,5 % sedan årsskiftet.

Fondens tio största innehav i % av fondkapitalet vid utgången av 2011

(exklusive placeringar i private equity och fem s.k. notes för exponering mot tillväxtmarknader. Dessa fem notes motsvarar tillsammans 5,7 % av fondkapitalet)

Exxon Mobil	1,6
Apple Computer	1,4
Atlas Copco	1,1
IBM	0,8
Chevron	0,8
Microsoft	0,7
Nestle	0,7
General Electric	0,7
Procter & Gamble	0,7
Johnson and Johnson	0,7
Summa tio största innehav	9,2

Nyckeltal

	2011-01-01 -2011-12-31	2010-05-24 -2010-12-31
Fondförmögenhet (kr)	98 857 340 789	104 122 629 400
Antal andelar	1 034 877 253,14	966 368 193,02
Andelskurs (kr)	95,52	107,88
Förvaltningsavgift (Tkr)	144 885	81 097
Kostnad vid engångsinsättning 10 000 kr (kr)	14,1	9,0
Stängningskursberäknad avkastning och risk		
Totalavkastning AP7 Aktiefond (%)	-11,8	14,2
Totalavkastning Jämförelseindex (%)	-10,5	14,1
Totalrisk AP7 Aktiefond (standardavvikelse, %)	26,6	14,8
Totalrisk Jämförelseindex (standardavvikelse, %)	23,4	14,7
Sharpekvot	neg	1,2
Aktiv risk (%)	3,8	1,3
Informationskvot	neg	0,1
NAV-kursberäknad avkastning		
Totalavkastning AP7 Aktiefond (%)	-11,5	14,3
Omsättningshastighet (%)	44,6	13,3
Kostnader		
Förvaltningsavgift (%)	0,15	0,15
Totalkostnadsandel (TKA, %)	0,23	0,20
Totalkostnadsandel (TKA) inkl. private equity, (%)	0,28	0,24
Total expense ratio (TER, %)	0,15	0,15
Transaktionskostnader (Tkr)	81 236	48 464
Transaktionskostnad, andel av omsättning (%)	0,09	0,14

Perioden för avkastningsberäkningarna 2010 startade den 24 maj 2010, när kapital från de avvecklade fonderna Premiesparfonden och Premievalsfonden hade överförts till AP7 Aktiefond.

AP7 Aktiefond | Årsberättelse 2011

Förklaringar till nyckeltalen

Avkastnings- och riskberäkningar: AP7 Aktiefonds avkastning och risk beräknas på två sätt. Den första metoden speglar värdeutvecklingen från pensionsspararens perspektiv och grundas på fondens NAV-kurs (Net Asset Value), som används vid köp och inlösen av andelar. Denna metod innebär att avkastningen redovisas efter avdrag av den förvaltningsavgift som AP7 Aktiefond betalar till Sjunde AP-fonden. Vid NAV-kursvärderingen används de priser på fondens tillgångar som gäller kl. 16.00 svensk tid. Den andra metoden, som används vid jämförelsen med fondens jämförelseindex, innebär att avkastningen redovisas före avdrag av den förvaltningsavgift som AP7 Aktiefond betalar till Sjunde AP-fonden. Vid värderingen används i denna modell de priser på fondens tillgångar som finns noterade vid stängningen av marknadsplatserna på respektive marknad där fondens tillgångar är noterade. Värderingen sker därmed enligt samma principer som ligger till grund för beräkningen av jämförelseindex. Redovisad totalavkastning enligt stängningskursmodellen exkluderar private equityplaceringar och kassa.

Jämförelseindex: Avkastningen enligt MSCI All Country World Index ("net" för aktier i tillväxtmarknader och Europa och "gross" för övriga aktier) multiplicerad med faktorn 1,0 (basportföljen) plus jämförelseindexets avkastning multiplicerad med 0,5 (hävstången) och minskad med finansieringskostnaden för hävstången. Hävstångens finansiering sker i USD och i finansieringskostnaden räknas transaktionskostnader in. Jämförelseindexet är justerat så att bolag som är exkluderade från placeringar enligt Sjunde AP-fondens miljö- och etikpolicy också exkluderas från jämförelseindexet.

"Net" = inklusive återinvesterad utdelning med avdrag för källskatt på utdelningar.
"Gross" = inklusive återinvesterad utdelning utan avdrag för definitiv källskatt på utdelningar.

Standardavvikelse: Visar för avkastning och index hur stor svängningen kring medelvärdet har varit.

Sharpekvot: Ett riskjusterat avkastningsmått som anger avkastningen per enhet risk (risk=standardavvikelse). Sharpekvoten beräknas som portföljvinst minus den riskfria räntan dividerad med standardavvikelsen. Exempel: Om årsavkastningen är 10 %, den riskfria räntan 4 % och standardavvikelsen 15 %, blir Sharpekvoten $((10-4)/15)=0,4$. Det betyder att vi erhåller 0,4 % avkastning per enhet risk. För 2011 har svenska statsskuldsväxlar med kort löptid använts som riskfri ränta.

Aktiv risk: Ett mått på hur mycket en portfölj avviker från sitt jämförelseindex. Den dagliga avkastningen för en portfölj jämförs med den dagliga avkastningen för motsvarande index. Standardavvikelsen för denna differens är ett mått på den aktiva risken. Ju lägre standardavvikelsen är, desto lägre är den aktiva risken. En låg aktiv risk innebär att de enskilda värdepapparnas vikter i portföljen är ungefär lika stora som värdepapparnas vikter i index. Avkastningen för en portfölj med låg aktiv risk kommer med stor sannolikhet att vara av samma storlek som avkastningen för index. En hög aktiv risk innebär att de enskilda värdepapparnas vikter i portföljen avviker från vikterna i index. Avkastningen för en portfölj med hög aktiv risk kan vara avsevärt större eller mindre än avkastningen för index.

Informationskvot: Ett mått på om risktagandet som visas av den aktiva risken har givit ett positivt bidrag till portföljens avkastning. En positiv informationskvot säger att portföljen har haft en högre avkastning än index. Ju större positivt tal, desto större överavkastning (portföljens avkastning - index avkastning) per enhet risk. Är informationskvoten negativ har portföljens avkastning varit lägre än index. Informationskvoten beräknas genom att portföljens relativa avkastning delas med portföljens aktiva risk. Med portföljens relativa avkastning menas portföljens avkastning

under den aktuella perioden minus index avkastning under samma period.

Omsättningshastighet: Mäter hur många gånger värdepapper har köpts eller sålts i förhållande till fondförmögenheten. Beräknas genom att det lägsta värdet av summa köpta och summa sålda värdepapper under perioden divideras med den genomsnittliga fondförmögenheten och anges i procent.

Totalkostnadsandel (TKA): Summan av fondens kostnader inkl. transaktionskostnader vid köp och försäljning av värdepapper. TKA uttrycks i procent av den genomsnittliga fondförmögenheten.

Totalkostnadsandel inkl. private equity: Beräknas som TKA men inkluderar också kostnader i de bolag och fonder genom vilka huvuddelen av placeringarna i private equity kanaliseras.

Total expense ratio (TER): Beräknas som TKA (se ovan) men exklusive transaktionskostnader vid köp och försäljning av värdepapper.

Transaktionskostnader: Courtage till mäklare och transaktionsavgifter till depåbank.

AP7 Aktiefond | Årsberättelse 2011

Balansräkning

Samtliga belopp i tusentals kronor

	2011-12-31		2010-12-31	
Tillgångar				
Överlåtbara värdepapper (not 1)	98 489 682	99,7 %	104 807 775	100,6 %
OTC-derivatinstrument med positivt marknadsvärde	526 706	0,5 %	636 009	0,6 %
Övriga derivatinstrument med positivt marknadsvärde	1 247	0,0 %	929	0,0 %
Summa finansiella instrument med positivt marknadsvärde	99 017 635	100,2 %	105 444 713	101,3 %
Bankmedel och övriga likvida medel	2 267 935	2,3 %	2 287 986	2,2 %
Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	32 716	0,0 %	27 250	0,0 %
Övriga tillgångar	293 973	0,3 %	797 487	0,8 %
Summa Tillgångar	101 612 259	102,8 %	108 557 436	104,3 %
Skulder				
OTC-derivatinstrument med negativt marknadsvärde	69 701	0,1 %	95 938	0,1 %
Övriga derivatinstrument med negativt marknadsvärde	581	0,0 %	24	0,0 %
Övriga finansiella instrument med negativt marknadsvärde	2 551 970	2,6 %	4 269 294	4,1 %
Summa finansiella instrument med negativt marknadsvärde	2 622 252	2,7 %	4 365 256	4,2 %
Upplupna kostnader och förutbetalda intäkter	14 451	0,0 %	16 660	0,0 %
Övriga skulder	118 216	0,1 %	52 891	0,1 %
Summa Skulder	2 754 919	2,8 %	4 434 807	4,3 %

Fondförmögenhet (not 2)**98 857 340 100,0 % 104 122 629 100,0%**

Som bilaga finns innehavsförteckning över samtliga finansiella instrument.

Poster inom linjen

	2011-12-31	2010-12-31
Utlånade värdepapper och mottagna säkerheter		
Utlånade finansiella instrument	117 883	0
Mottagna säkerheter (obligationer) för utlånade finansiella instrument	124 467	0
Mottagna säkerheter för OTC-derivatinstrument	515 937	0
Inlånade värdepapper och ställda säkerheter		
Inlånade finansiella instrument	4 074 874	6 235 836
Ställda säkerheter (aktier) för inlånade finansiella instrument	1 972 376	2 179 540
Ställda säkerheter för OTC-derivatinstrument	0	0
Ställda säkerheter (likvida medel) för övriga derivatinstrument	209 969	63 668
Utestående åtaganden		
Kvarstående investeringslöften i private equity	2 786 854	3 174 868

Resultaträkning

Samtliga belopp i tusentals kronor

	2011-01-01	2010-05-11
	-2011-12-31	-2010-12-31
Intäkter och värdeförändring		
Värdeförändring på överlåtbara värdepapper (not 3)	-8 504 982	4 267 737
Värdeförändring på OTC-derivatinstrument (not 4)	-5 086 856	6 903 399
Värdeförändring på övriga derivatinstrument (not 5)	-115 683	28 729
Ränteutäkter (not 6)	1 732	3 398
Utdelningar (not 7)	2 328 978	1 005 160
Valutakursvinster och -förluster netto (not 8)	37 210	-147 221
Övriga finansiella intäkter (not 9)	37 681	33 419
Övriga intäkter (not 10)	20 832	62
Summa Intäkter och värdeförändring	-11 281 088	12 094 683
Kostnader		
Förvaltningskostnader (not 11)	-144 885	-81 097
Övriga finansiella kostnader (not 12)	-199 370	-75 162
Övriga kostnader (not 13)	-1 944	-3 210
Summa Kostnader	-346 199	-159 469
Periodens resultat	-11 627 287	11 935 214

AP7 Aktiefond | Årsberättelse 2011

Redovisningsprinciper

Årsberättelsen för fonden har upprättats enligt lagen om investeringsfonder samt Finansinspektionens föreskrifter och allmänna råd. Det innebär bl.a. att uppställningsformerna av resultat- och balansräkning har ändrats i enlighet med FFFS 2011:42, som trädde i kraft den 1 augusti 2011. Ingen förändring har skett av nettoresultat och fondförmögenhet.

Finansiella instrument värderas till verkligt värde. Det innebär att aktierelaterade värdepapper som är noterade på en auktoriserad börs värderas till senaste betalkurs kl. 16.00 den sista handelsdagen under redovisningsperioden. S.k. notes, vilkas värde bestäms av utvecklingen av vissa angivna index, värderas enligt uppgifter från indexleverantören. Onoterade aktierelaterade värdepapper, som utgörs av indirekta placeringar i private equityfonder, värderas enligt en modell som grundas på tillgänglig information om verkligt värde med daglig indexjustering. Valutaderivat värderas utifrån senaste valutakurser kl. 16.00 den sista handelsdagen under redovisningsperioden. S.k. Total Return Swaps värderas enligt en modell med ledning av marknadsnoterade räntor och uppgifter från indexleverantören om utvecklingen av relevant aktieindex kl. 16.00 den sista handelsdagen under redovisningsperioden.

Vid beräkning av realisationsvinster och realisationsförluster används genomsnittsmetoden.

Inlända värdepapper redovisas inte i balansräkningen, men tas upp inom linjen. Betalda och upplupna premier (utgiftsränta) för inlända värdepapper redovisas som övriga finansiella kostnader.

Skatt

AP7 Aktiefond är inte skattskyldig i Sverige. För placeringar i utlandet kan i vissa fall finnas skattskyldighet i form av s.k. definitivt källskatt på utdelningar.

Not 1 – Överlåtbara värdepapper

Samtliga belopp i tusentals kronor

	2011-12-31		2010-12-31	
Överlåtbara värdepapper	95 160 497	96,3 %	101 154 797	97,1 %
Överlåtbara värdepapper - Onoterade	3 329 185	3,4 %	3 652 978	3,5 %
Summa Överlåtbara värdepapper	98 489 682	99,7 %	104 807 775	100,6 %

Not 4 – Specifikation av värdeförändring på OTC-derivatinstrument

Samtliga belopp i tusentals kronor

	2011-01-01 -2011-12-31	2010-05-11 -2010-12-31
Realiserat kursresultat	-4 745 749	6 529 170
Orealiserat kursresultat	-26 581	493 984
Ränta	-314 526	-119 755
Summa	-5 086 856	6 903 399

Not 2 – Förändring av fondförmögenhet

Samtliga belopp i tusentals kronor

	2011-01-01 -2011-12-31	2010-05-11 -2010-12-31
Fondförmögenhet vid periodens början	104 122 629	0
Andelsutgivning	10 796 790	95 237 236
Andelsinlösen	-4 434 792	-3 049 821
Periodens resultat enligt resultaträkning	-11 627 287	11 935 214
Fondförmögenhet vid periodens slut	98 857 340	104 122 629

Not 5 – Specifikation av värdeförändring på övriga derivatinstrument

Samtliga belopp i tusentals kronor

	2011-01-01 -2011-12-31	2010-05-11 -2010-12-31
Realiserat kursresultat	-121 343	43 786
Realiserat valutaresultat	5 898	-15 961
Orealiserat kursresultat	-238	904
Summa	-115 683	28 729

Not 3 – Specifikation av värdeförändring på överlåtbara värdepapper

Samtliga belopp i tusentals kronor

	2011-01-01 -2011-12-31	2010-05-11 -2010-12-31
Realiserat kursresultat	4 169 832	104 379
Realiserat valutaresultat	-4 476 818	-147 316
Orealiserat kursresultat	-14 260 409	14 370 413
Orealiserat valutaresultat	6 062 413	-10 059 739
Summa	-8 504 982	4 267 737

Not 6 – Specifikation av ränteutgifter

Samtliga belopp i tusentals kronor

	2011-01-01 -2011-12-31	2010-05-11 -2010-12-31
Obligationer	0	247
Korta ränteplaceringar	1 552	3 117
Bankkonton	180	34
Summa	1 732	3 398

AP7 Aktiefond | Årsberättelse 2011

Not 7 – Specifikation av utdelningar*Samtliga belopp i tusentals kronor*

	2011-01-01 -2011-12-31	2010-05-11 -2010-12-31
Utdelning	2 450 602	1 056 074
Kupongskatt	-150 914	-57 375
Restitution	29 290	6 460
Summa	2 328 978	1 005 160

Not 8 – Specifikation av valutakursvinster och –förluster netto*Samtliga belopp i tusentals kronor*

	2011-01-01 -2011-12-31	2010-05-11 -2010-12-31
Valutaderivat	-7 892	51 778
Bankkonton	45 102	-198 999
Summa	37 210	-147 221

Not 9 – Specifikation av övriga finansiella intäkter*Samtliga belopp i tusentals kronor*

	2011-01-01 -2011-12-31	2010-05-11 -2010-12-31
Extraordinär återbetalning av skatt på utdelningar	0	21 907
Premier utlånade aktier	22 981	0
Övriga finansiella intäkter	14 700	11 512
Summa	37 681	33 419

Not 10 – Specifikation av övriga intäkter*Samtliga belopp i tusentals kronor*

	2011-01-01 -2011-12-31	2010-05-11 -2010-12-31
Insättning från förvaltare	20 832	62
Summa	20 832	62

Not 11 – Specifikation av förvaltningskostnad

Ersättning till Sjunde AP-fonden för förvaltning har betalats med 0,15 % per år på det förvaltade kapitalet. Detta ger för helåret 2011 en förvaltningskostnad på **144 885 tkr (81 097 tkr)**. I avgiften ingår ersättning till förvaringsinstitut för depåförvaring samt ersättning till Finansinspektionen för tillsyn.

Not 12 – Specifikation av övriga finansiella kostnader*Samtliga belopp i tusentals kronor*

	2011-01-01 -2011-12-31	2010-05-11 -2010-12-31
Premier aktieinlåning	-27 867	-21 283
Erlagd ersättning för utdelning vid inlåning av aktier	-155 197	-50 605
Övriga finansiella kostnader	-16 306	-3 274
Summa	-199 370	-75 162

Erlagt courtage, som redovisas tillsammans med värdeförändringen på aktierelaterade instrument, uppgår för helåret 2011 till **35 119 tkr**.


Not 13 – Specifikation av övriga kostnader*Samtliga belopp i tusentals kronor*

	2011-01-01 -2011-12-31	2010-05-11 -2010-12-31
Transaktionsavgifter till BNY Mellon	-1 944	-3 210
Summa	-1 944	-3 210

AP7 Aktiefond | Årsberättelse 2011

Stockholm den 10 februari 2012


 Bo Källstrand
 Ordförande

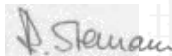

 Adine Grate Axén
 Vice ordförande


 Gunnar Andersson


 Kerstin Hermansson


 Mats Kinnwall


 Karin Moberg

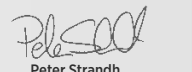

 Robert Stenram


 Hellen Wohlin Lidgard


 Richard Gröttheim
 Verkställande direktör

Vår revisionsberättelse har avgivits den 13 februari 2012


 Anna Peyron
 Auktoriserad revisör
 Förordnad av regeringen


 Peter Strandh
 Auktoriserad revisör
 Förordnad av regeringen

Revisionsberättelse

AP7 Aktiefond

Org. nr. 515602-3862

Rapport om årsberättelse Vi har i egenskap av revisorer i Sjunde AP-fonden, org.nr 802406-2302, reviderat årsberättelsen för AP7 Aktiefond för räkenskapsåret 2011. Fondens årsberättelse ingår i den tryckta versionen av detta dokument på sidorna 17-23

Sjunde AP-fondens ansvar för årsberättelsen Det är Sjunde AP-fonden som har ansvaret för årsberättelsen och för att lagen om allmänna pensionsfonder samt de bestämmelser i lagen om investeringsfonder som särskilt anges i lagen om allmänna pensionsfonder tillämpas vid upprättandet och för den interna kontroll som Sjunde AP-fonden bedömer är nödvändig för att upprätta en årsberättelse som inte innehåller väsentliga felaktigheter, vare sig dessa beror på oegentligheter eller på fel.

Revisorernas ansvar Vårt ansvar är att uttala oss om årsberättelsen på grundval av vår revision. Vi har utfört revisionen enligt International Standards on Auditing och god revisionssed i Sverige. Dessa standarder kräver att vi följer yrkesetiska krav samt planerar och utför revisionen för att uppnå rimlig säkerhet att årsberättelsen inte innehåller väsentliga felaktigheter.

En revision innefattar att genom olika åtgärder inhämta revisionsbevis om belopp och annan information i årsberättelsen. Revisorn väljer vilka åtgärder som ska utföras, bland annat genom att bedöma riskerna för väsentliga felaktigheter i årsberättelsen, vare sig dessa beror på oegentligheter eller på fel. Vid denna riskbedömning beaktar revisorn de delar av den interna kontrollen som är relevanta för hur Sjunde AP-fonden upprättar årsberättelsen i syfte att utforma granskningsåtgärder som är ändamålsenliga med hänsyn till omständigheterna, men inte i syfte att göra ett uttalande om effektiviteten i Sjunde AP-fondens interna kontroll. En revision innefattar också en utvärdering av ändamålsenligheten i de redovisningsprinciper som har använts och av rimligheten i Sjunde AP-fondens uppskattningar i redovisningen, liksom en utvärdering av den övergripande presentationen i årsberättelsen.

Vi anser att de revisionsbevis vi har inhämtat är tillräckliga och ändamålsenliga som grund för vårt uttalande.

Uttalande Enligt vår uppfattning har årsberättelsen i allt väsentligt upprättats i enlighet med Lag (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder) samt de bestämmelser i lagen om investeringsfonder som särskilt anges i lagen om allmänna pensionsfonder.

Rapport om andra krav enligt lagar och andra förordningar Utöver vår revision av årsberättelsen har vi även reviderat Sjunde AP-fondens förvaltning.

Sjunde AP-fondens ansvar Det är Sjunde AP-fonden som har ansvaret för förvaltningen enligt lagen om allmänna pensionsfonder.

Revisorernas ansvar Vårt ansvar är att med rimlig säkerhet uttala oss om förvaltningen på grundval av vår revision. Vi har utfört revisionen enligt god revisionssed i Sverige.

Som underlag för vårt uttalande om förvaltningen har vi utöver vår revision av årsberättelsen granskat väsentliga beslut, åtgärder och förhållanden i fonden för att kunna bedöma om Sjunde AP-fonden handlat i strid med lagen om allmänna pensionsfonder samt de bestämmelser i lagen om investeringsfonder som särskilt anges i lagen om allmänna pensionsfonder.

Vi anser att de revisionsbevis vi inhämtat är tillräckliga och ändamålsenliga som grund för vårt uttalande.

Uttalande Sjunde AP-fonden har enligt vår bedömning inte handlat i strid med lagen om allmänna pensionsfonder samt de bestämmelser i lagen om investeringsfonder som särskilt anges i lagen om allmänna pensionsfonder eller fondbestämmelserna.

Stockholm den 13 februari 2012



Anna Pejron
Auktoriserad revisor
Förordnad av regeringen



Peter Strandh
Auktoriserad revisor
Förordnad av regeringen

Årsberättelse 2011

AP7 Räntefond

Organisationsnummer 515602-3870

Förvaltningsberättelse

Placeringsinriktning

AP7 Räntefond har utformats för att utgöra en byggsten i det allmänna pensionssystemets premiepensionssparande. AP7 Räntefond utgör därmed en viktig komponent för att skapa en livscykelprofil i förvalsalternativet AP7 Säfa. AP7 Räntefond ingår också i statens fondportföljer. Mer information om dessa produkter finns i årsredovisningen för Sjunde AP-fonden.

AP7 Räntefond bedöms ha en låg risknivå. Det bör dock noteras att sparare som via AP7 Säfa har sitt premiepensionssparande fördelat mellan AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond har en högre total risk.

Målet för AP7 Räntefond är att avkastningen ska motsvara minst avkastningen för jämförelseindexet (se förklaringar till nyckeltalen nedan).

Strategin är att placera fondens tillgångar

- I främst svenska ränterelaterade finansiella instrument med låg kreditrisk

- Så att den genomsnittliga räntebindningstiden i normalläget är högst tre år

Placeringar

Placeringarna görs genom intern förvaltning och har under 2011 placerats passivt mot fondens jämförelseindex med de mindre avvikelser som följt av placeringsreglerna i lagen om investeringsfonder. Det innebär att placeringarna för närvarande i huvudsak utgörs av svenska statsobligationer och svenska säkerställda obligationer. Den modifierade durationen (se under förklaringar till nyckeltalen) i portföljen var 1,92 % vid utgången av 2011.

Derivatinstrument

Derivatinstrument får enligt fondbestämmelserna användas som ett led i placeringsinriktningen. Under 2011 har inte denna möjlighet utnyttjats.

Resultatutveckling

Avkastningen för AP7 Räntefond var under 2011 3,7 % (stängningskursberäknad avkastning; se förklaring till nyckeltalen), vilket var 1,7 procentenheter sämre än jämförelseindex. Genom att marknadsräntan har sänkts under året, har avkastningen varit positiv.

Under 2011 har fonden tillförts 878 miljoner kronor genom att Pensionsmyndigheten placerat 2010 års pensionsrätter. Utfödet av kapital genom inlösen av andelar, främst på grund av att premiepensionssparare bytte till andra fonder, uppgick till 457 miljoner kronor.

Väsentliga risker per balansdagen

Den enskilt största risken i förvaltningen av fonden utgörs av marknadsrisk, vilket innebär att stigande räntenivåer riskerar att påverka fondens avkastning negativt.

Fondens tio största innehav i % av fondkapitalet vid utgången av 2011

Svenska staten obligation 1041	20,1
Stadshypotek 1574	11,3
Swedbank Hypotek 166	10,8
Stadshypotek 1575	10,6
Nordea Hypotek 5526	9,1
Nordea Hypotek 5525	9,0
Swedbank Hypotek 177	8,7
SEB 567	5,0
SEB 566	4,6
Sveriges Säkerställda Obligationer 125	2,6
Summa tio största innehav	91,8

Förvaltningsavgift

AP7 Räntefond betalar en förvaltningsavgift till Sjunde AP-fonden. Avgiften belastar fonden varje dag med 1/365-del av den för helt år beräknade avgiften. Avgiften avser kostnader för förvaltning, administration, redovisning, revision, förvaring av värdepapper, information och tillsyn m.m. Under 2011 uppgick avgiften till 0,09 % per år av fondens förmögenhet. Transaktionskostnader såsom avgifter till depåbanker för värdepapperstransaktioner belastar AP7 Räntefond direkt och ingår inte i förvaltningsavgiften.

AP7 Räntefond | Årsberättelse 2011

Nyckeltal

	2011-01-01 -2011-12-31	2010-05-24 -2010-12-31
Fondförmögenhet (kr)	6 656 900 239	6 034 179 589
Antal andelar	64 649 107,25	60 604 592,15
Andelskurs (kr)	102,97	99,57
Förvaltningsavgift (Tkr)	5 416	2 751
Kostnad vid engångsinsättning 10 000 kr (kr)	9,1	5,5
Stängningskursberäknad avkastning och risk		
Totalavkastning AP7 Räntefond (%)	3,5	-0,4
Totalavkastning Jämförelseindex (%)	5,2	-0,3
Totalrisk AP7 Räntefond (standardavvikelse, %)	0,7	0,9
Totalrisk Jämförelseindex (standardavvikelse, %)	1,2	0,9
Modifierad duration, %	1,9	1,77
Sharpekvot	2,9	neg
Aktiv risk (%)	0,7	0,2
Informationskvot	neg	neg
NAV-kursberäknad avkastning		
Totalavkastning AP7 Räntefond (%)	3,4	-0,5
Omsättningshastighet (%)	100,9	97,5
Kostnader		
Förvaltningsavgift (%)	0,09	0,09
Totalkostnadsandel (TKA, %)	0,09	0,09
Total expense ratio (TER, %)	0,09	0,09
Transaktionskostnader (Tkr)	7	18
Transaktionskostnad, andel av omsättning (%)	0,00	0,00

Perioden för avkastningsberäkningarna 2010 startade den 24 maj 2010, när kapital från den avvecklade fonden Premiesparfonden hade överförts till AP7 Räntefond.

AP7 Räntefond | Årsberättelse 2011

Förklaringar till nyckeltalen

Avkastnings- och riskberäkningar: AP7 Räntefonds avkastning och risk beräknas på två sätt. Den första metoden speglar värdeutvecklingen från pensionsspararens perspektiv och grundas på fondens NAV-kurs (Net Asset Value), som används vid köp och inlösen av andelar. Denna metod innebär att avkastningen redovisas efter avdrag av den förvaltningsavgift som AP7 Räntefond betalar till Sjunde AP-fonden. Vid NAV-kursvärderingen används de priser på fondens tillgångar som gäller kl. 16.00 svensk tid. Den andra metoden, som används vid jämförelsen med fondens jämförelseindex, innebär att avkastningen redovisas före avdrag av den förvaltningsavgift som AP7 Räntefond betalar till Sjunde AP-fonden. Vid värderingen används i denna modell de priser på fondens tillgångar som finns noterade vid stängningen av marknadsplatserna på respektive marknad där fondens tillgångar är noterade. Värderingen sker därmed enligt samma principer som ligger till grund för beräkningen av jämförelseindex.

Modifierad duration: Anger den procentuella förändringen i pris om marknadsräntan går upp med en procentenhet.

Jämförelseindex: Handelsbankens ränteindex HMSC13, anpassat till de begränsningar avseende stora exponeringar (enhandsengagemang) som följer av lagen (2004:46) om investeringsfonder.

Standardavvikelse: Visar för avkastning och index hur stor svängningen kring medelvärdet har varit.

Sharpekvot: Ett riskjusterat avkastningsmått som anger avkastningen per enhet risk (risk=standardavvikelse). Sharpekvoten beräknas som portföljvinst minus den riskfria räntan dividerad med standardavvikelsen. Exempel: Om årsavkastningen är 10 %, den riskfria räntan 4 % och standardavvikelsen 15 %, blir Sharpekvoten $(10-4)/15=0,4$. Det betyder att vi erhåller 0,4 % avkastning per enhet risk. För 2011 har svenska statsskuldsväxlar med kort löptid använts som riskfri ränta.

Aktiv risk: Ett mått på hur mycket en portfölj avviker från sitt jämförelseindex. Den dagliga avkastningen för en portfölj jämförs med den dagliga avkastningen för motsvarande index. Standardavvikelsen för denna differens är ett mått på den aktiva risken. Ju lägre standardavvikelsen är, desto lägre är den aktiva risken. En låg aktiv risk innebär att de enskilda värdepapparnas vikter i portföljen är ungefär lika stora som värdepapparnas vikter i index. Avkastningen för en portfölj med låg aktiv risk kommer med stor sannolikhet att vara av samma storlek som avkastningen för index. En hög aktiv risk innebär att de enskilda värdepapparnas vikter i portföljen avviker från vikterna i index. Avkastningen för en portfölj med hög aktiv risk kan vara avsevärt större eller mindre än avkastningen för index.

Informationskvot: Ett mått på om risktagandet som visas av den aktiva risken har givit ett positivt bidrag till portföljens avkastning. En positiv informationskvot säger att portföljen har haft en högre avkastning än index. Ju större positivt tal, desto större överavkastning (portföljens avkastning - index avkastning) per enhet risk. Är informationskvoten negativ har portföljens avkastning varit lägre än index. Informationskvoten beräknas genom att portföljens relativa avkastning delas med portföljens aktiva risk. Med portföljens relativa avkastning menas portföljens avkastning under den aktuella perioden minus index avkastning under samma period.

Omsättningshastighet: Mäter hur många gånger värdepapper har köpts eller sålts i förhållande till fondförmögenheten. Beräknas genom att det lägsta värdet av summa köpta och summa sålda värdepapper under perioden divideras med den genomsnittliga fondförmögenheten och anges i procent.

Totalkostnadsandel (TKA): Summan av fondens kostnader inkl. transaktionskostnader vid köp och försäljning av värdepapper. TKA uttrycks i procent av den genomsnittliga fondförmögenheten.

Total expense ratio (TER): Beräknas som TKA (se ovan) men exklusive transaktionskostnader vid köp och försäljning av värdepapper.

Transaktionskostnader: Transaktionsavgifter till depåbank.

AP7 Räntefond | Årsberättelse 2011

Balansräkning

Samtliga belopp i tusentals kronor

	2011-12-31		2010-12-31	
Tillgångar				
Överlåtbara värdepapper (not 1)	6 605 370	99,2 %	5 991 201	99,3 %
Summa finansiella instrument med positivt marknadsvärde	6 605 370	99,2 %	5 991 201	99,3 %
Bankmedel och övriga likvida medel	52 023	0,8 %	43 402	0,7 %
Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	0	0,0 %	0	0,0 %
Övriga tillgångar	0	0,0 %	0	0,0 %
Summa Tillgångar	6 657 393	100,0 %	6 034 603	100,0 %
Skulder				
Upplupna kostnader och förutbetalda intäkter	489	0,0 %	422	0,0 %
Övriga skulder	4	0,0 %	2	0,0 %
Summa Skulder	493	0,0 %	424	0,0 %
Fondförmögenhet (not 2)	6 656 900	100,0 %	6 034 179	100,0 %
Poster inom linjen	Inga		Inga	
Resultaträkning				
Samtliga belopp i tusentals kronor				
	2011-01-01 -2011-12-31		2010-05-11 -2010-12-31	
Intäkter och värdeförändring				
Värdeförändring på överlåtbara värdepapper (not 3)	-48 960		-153 314	
Ränteutgifter (not 4)	256 038		133 486	
Övriga intäkter (not 5)	0		214	
Summa Intäkter och värdeförändring	207 078		-19 614	
Kostnader				
Förvaltningskostnader (not 6)	-5 416		-2 751	
Övriga finansiella kostnader (not 7)	0		-4	
Övriga kostnader (not 8)	-7		-14	
Summa Kostnader	-5 423		-2 769	
Periodens resultat	201 655		-22 383	

Redovisningsprinciper

Årsberättelsen för fonden har upprättats enligt lagen om investeringsfonder samt Finansinspektionens föreskrifter och allmänna råd. Det innebär bl.a. att uppställningsformerna av resultat- och balansräkning har ändrats i enlighet med FFFS 2011:42, som trädde i kraft den 1 augusti 2011. Ingen förändring har skett av nettoresultat och fondförmögenhet.

Finansiella instrument värderas till verkligt värde kl. 16.00 den sista handelsdagen under redovisningsperioden. Det innebär att ränte-relaterade värdepapper värderas till senaste betalkurs.

Vid beräkning av realisationsvinster och realisationsförluster används genomsnittsmetoden.

Skatt

AP7 Räntefond är inte skattskyldig i Sverige.

AP7 Räntefond | Årsberättelse 2011

Not 1 – Överlåtbara värdepapper

Avser överlåtbara värdepapper som är upptagna till handel på en reglerad marknad.

Samtliga belopp i tusentals kronor

Ränterelaterade värdepapper

Värdepapper	Nominellt belopp	Ansk värde	Ränta	Markn värde inkl uppl ränta	Orealiserat resultat inkl uppl ränta	Andel av fond
Statsobligationer						
Svenska staten 1041	1 133 900 000	1 290 273	0,85	1 338 028	47 755	20,10 %
Säkerställda bostadsobligationer						
Kommuninvest i Sverige 1405	46 500 000	46 886	1,89	47 560	674	0,71 %
Kommuninvest i Sverige AB				47 560		0,71 %
Länsförsäkringar Hypotek 505	109 400 000	113 804	2,11	115 114	1 310	1,73 %
Länsförsäkringar Hypotek 506	154 300 000	162 348	2,22	166 744	4 396	2,50 %
Länsförsäkringar Hypotek				281 858		4,23 %
Nordea Hypotek 5525	567 700 000	594 052	2,00	598 656	4 604	8,99 %
Nordea Hypotek 5526	569 400 000	594 314	2,17	606 174	11 860	9,11 %
Nordea Hypotek				1 204 830		18,10 %
Skandinaviska Enskilda Banken 566	292 700 000	303 345	1,99	308 699	5 354	4,64 %
Skandinaviska Enskilda Banken 567	308 000 000	324 967	2,20	332 147	7 180	4,99 %
S-E-Banken				640 846		9,63 %
Stadshypotek 1574	692 000 000	749 566	2,02	749 360	-206	11,26 %
Stadshypotek 1575	631 000 000	689 048	2,16	708 518	19 470	10,64 %
Stadshypotek AB				1 457 878		21,90 %
Sveriges Säkerställda Obligationer 125	163 000 000	169 500	1,97	171 799	2 298	2,58 %
Sveriges Säkerställda Obligationer 126	155 100 000	161 470	2,13	165 937	4 467	2,49 %
AB Sveriges Säkerställda Obligationer				337 736		5,07 %
Swedbank Hypotek 166	624 600 000	689 600	2,18	716 305	26 705	10,76 %
Swedbank Hypotek 177	545 500 000	573 096	2,03	580 331	7 235	8,72 %
Swedbank Hypotek				1 296 636		19,48 %
Summa Överlåtbara värdepapper		6 462 268		6 605 370	143 102	99,23 %

Summering av fondförmögenhet

	Markn värde TSEK	Andel av fond
Överlåtbara värdepapper	6 605 370	99,2 %
Netto, övriga tillgångar och skulder	51 530	0,8 %
Total fondförmögenhet	6 656 900	100,0 %

Not 2 – Förändring av fondförmögenhet

Samtliga belopp i tusentals kronor

	2011-01-01 -2011-12-31	2010-05-11 -2010-12-31
Fondförmögenhet vid periodens början	6 034 179	0
Andelsutgivning	878 429	6 347 462
Andelsinlösen	-457 363	-290 900
Periodens resultat enligt resultaträkning	201 655	-22 383
Fondförmögenhet vid periodens slut	6 656 900	6 034 179

Not 3 – Specifikation av värdeförändring på överlåtbara värdepapper

Samtliga belopp i tusentals kronor

	2011-01-01 -2011-12-31	2010-05-11 -2010-12-31
Realiserat kursresultat	-135 694	-31 738
Orealiserat kursresultat	86 734	-121 576
Summa	-48 960	-153 314

AP7 Räntefond | Årsberättelse 2011

Not 4 – Specifikation av ränteintäkter

Samtliga belopp i tusentals kronor

	2011-01-01 -2011-12-31	2010-05-11 -2010-12-31
Obligationer	239 615	133 250
Korta ränteplaceringar	16 423	236
Summa	256 038	133 486

Not 5 – Specifikation av övriga intäkter

Samtliga belopp i tusentals kronor

	2011-01-01 -2011-12-31	2010-05-11 -2010-12-31
Övriga intäkter	0	214
Summa	0	214

Not 7 – Specifikation av övriga finansiella kostnader

Samtliga belopp i tusentals kronor

	2011-01-01 -2011-12-31	2010-05-11 -2010-12-31
Övriga bankavgifter	0	-4
Summa	0	-4

Not 8 – Specifikation av övriga kostnader

Samtliga belopp i tusentals kronor

	2011-01-01 -2011-12-31	2010-05-11 -2010-12-31
Transaktionsavgifter till BNY Mellon	-7	-14
Summa	-7	-14


Not 6 – Specifikation av förvaltningskostnad

Ersättning till Sjunde AP-fonden för förvaltning har betalats med 0,09 % per år på det förvaltade kapitalet. Detta ger för året 2011 en förvaltningskostnad på 5 416 tkr (2 751 tkr). I avgiften ingår ersättning till förvaringsinstitut för depåförvaring samt ersättning till Finansinspektionen för tillsyn.

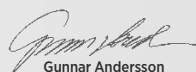
Stockholm den 10 februari 2012



Bo Källstrand
Ordförande



Adine Grate Axén
Vice ordförande



Gunnar Andersson



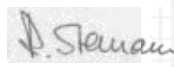
Kerstin Hermansson



Mats Kinnwall



Karin Moberg



Robert Stenram



Hellen Wohlin Lidgard



Richard Göttheim
Verkställande direktör

Vår revisionsberättelse har avgivits den 13 februari 2012



Anna Peyron
Auktoriserad revisor
Förordnad av regeringen



Peter Strandh
Auktoriserad revisor
Förordnad av regeringen

Revisionsberättelse

AP7 Räntefond

Org. nr. 515602-3870

Rapport om årsberättelse Vi har i egenskap av revisorer i Sjunde AP-fonden, org.nr 802406-2302, reviderat årsberättelsen för AP7 Räntefond för räkenskapsåret 2011. Fondens årsberättelse ingår i den tryckta versionen av detta dokument på sidorna 26-31.

Sjunde AP-fondens ansvar för årsberättelsen Det är Sjunde AP-fonden som har ansvaret för årsberättelsen och för att lagen om allmänna pensionsfonder samt de bestämmelser i lagen om investeringsfonder som särskilt anges i lagen om allmänna pensionsfonder tillämpas vid upprättandet och för den interna kontroll som Sjunde AP-fonden bedömer är nödvändig för att upprätta en årsberättelse som inte innehåller väsentliga felaktigheter, vare sig dessa beror på oegentligheter eller på fel.

Revisorernas ansvar Vårt ansvar är att uttala oss om årsberättelsen på grundval av vår revision. Vi har utfört revisionen enligt International Standards on Auditing och god revisionssed i Sverige. Dessa standarder kräver att vi följer yrkesetiska krav samt planerar och utför revisionen för att uppnå rimlig säkerhet att årsberättelsen inte innehåller väsentliga felaktigheter.

En revision innefattar att genom olika åtgärder inhämta revisionsbevis om belopp och annan information i årsberättelsen. Revisorn väljer vilka åtgärder som ska utföras, bland annat genom att bedöma riskerna för väsentliga felaktigheter i årsberättelsen, vare sig dessa beror på oegentligheter eller på fel. Vid denna riskbedömning beaktar revisorn de delar av den interna kontrollen som är relevanta för hur Sjunde AP-fonden upprättar årsberättelsen i syfte att utforma granskningsåtgärder som är ändamålsenliga med hänsyn till omständigheterna, men inte i syfte att göra ett uttalande om effektiviteten i Sjunde AP-fondens interna kontroll. En revision innefattar också en utvärdering av ändamålsenligheten i de redovisningsprinciper som har använts och av rimligheten i Sjunde AP-fondens uppskattningar i redovisningen, liksom en utvärdering av den övergripande presentationen i årsberättelsen.

Vi anser att de revisionsbevis vi har inhämtat är tillräckliga och ändamålsenliga som grund för vårt uttalande.

Uttalande Enligt vår uppfattning har årsberättelsen i allt väsentligt upprättats i enlighet med Lag (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder) samt de bestämmelser i lagen om investeringsfonder som särskilt anges i lagen om allmänna pensionsfonder.

Rapport om andra krav enligt lagar och andra förordningar Utöver vår revision av årsberättelsen har vi även reviderat Sjunde AP-fondens förvaltning.

Sjunde AP-fondens ansvar Det är Sjunde AP-fonden som har ansvaret för förvaltningen enligt lagen om allmänna pensionsfonder.

Revisorernas ansvar Vårt ansvar är att med rimlig säkerhet uttala oss om förvaltningen på grundval av vår revision. Vi har utfört revisionen enligt god revisionssed i Sverige.

Som underlag för vårt uttalande om förvaltningen har vi utöver vår revision av årsberättelsen granskat väsentliga beslut, åtgärder och förhållanden i fonden för att kunna bedöma om Sjunde AP-fonden handlat i strid med lagen om allmänna pensionsfonder samt de bestämmelser i lagen om investeringsfonder som särskilt anges i lagen om allmänna pensionsfonder.

Vi anser att de revisionsbevis vi inhämtat är tillräckliga och ändamålsenliga som grund för vårt uttalande.

Uttalande Sjunde AP-fonden har enligt vår bedömning inte handlat i strid med lagen om allmänna pensionsfonder samt de bestämmelser i lagen om investeringsfonder som särskilt anges i lagen om allmänna pensionsfonder eller fondbestämmelserna.

Stockholm den 13 februari 2012



Anna Pejron
Auktoriserad revisor
Förordnad av regeringen



Peter Strandh
Auktoriserad revisor
Förordnad av regeringen

Årsredovisning 2011

Sjunde AP-fonden

Organisationsnr 802406-2302

Särskilda årsberättelser lämnas för AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond

Förvaltningsberättelse

Särskilda årsberättelser för

AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond
Kapitalförvaltningen i AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond redovisas i särskilda årsberättelser för dessa fonder. Denna förvaltningsberättelse behandlar verksamheten i "fondbolaget" Sjunde AP-fonden, inklusive de produkter Sjunde AP-fonden tillhandahåller via de två byggstiftelserna AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond.

Sjunde AP-fonden

I det allmänna pensionssystemet – det statliga erbjudandet

I det allmänna pensionssystemet ingår att en del av pensionsavgiften ska avsättas till premiepension och förvaltas i värdepappersfonder efter individuella val av pensionsparametrar. Premiépensionssystemet administreras av den statliga Pensionsmyndigheten som fungerar på samma sätt som ett fondförsäkringsbolag. Sjunde AP-fonden, som också är en statlig myndighet, fungerar inom detta system på samma sätt som ett fondbolag med förvaltning av värdepappersfonder. För de personer som avstår från att välja någon annan fond i premiépensionssystemet ska medlen av Pensionsmyndigheten placeras i AP7 Såfa (statens årskullsförvaltningsalternativ).

AP7 Såfa är ingen fond utan en instruktion till Pensionsmyndigheten hur placeringar för respektive sparare ska göras i byggstiftelserna AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond. AP7 Såfa består av AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond i olika proportioner som förändras över tiden enligt en livscykelprofil som grundas på spararens ålder. Fram till och med 55 års ålder består AP7 Såfa av 100 % AP7 Aktiefond. Mellan 56 års ålder och 75 års ålder trappas årligen andelen AP7 Aktiefond ned och ersätts med AP7 Räntefond, så att fördelningen från och med 75 års ålder är 33 % AP7 Aktiefond och 67 % AP7 Räntefond. Den fördelningen ligger sedan fast vid högre ålder. AP7 Såfa är fullt ut valbar hos Pensionsmyndigheten, men den kan inte kombineras med några andra fonder i premiépensionssystemet.

Genom att kombinera AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond på olika sätt skapas också tre fondportföljer med olika risknivåer. De tre statliga fondportföljerna är AP7 Försiktig, AP7 Balanserad och AP7 Offensiv.

■ AP7 Försiktig består av 33 % AP7 Aktiefond och 67 % AP7 Räntefond

■ AP7 Balanserad består av 50 % AP7 Aktiefond och 50 % AP7 Räntefond

■ AP7 Offensiv består av 75 % AP7 Aktiefond och 25 % AP7 Räntefond

De statliga fondportföljerna är, var och en för sig, fullt ut valbara hos Pensionsmyndigheten, men de kan inte kombineras med några andra fonder i premiépensionssystemet.

AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond är fullt ut valbara hos Pensionsmyndigheten och kan också, till skillnad från AP7 Såfa och de statliga fondportföljerna, kombineras med andra fonder i premiépensionssystemet.

Sjunde AP-fondens verksamhet med kapitalförvaltning startade i samband med att det första fonduvalet inom premiépensionssystemet ägde rum under hösten 2000. Därefter har de fonder som förvaltats av Sjunde AP-fonden (Premiesparfonden och Premiéalvsfonden till och med maj 2010 och därefter AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond) årligen tillförts kapital, i huvudsak genom att Pensionsmyndigheten har fördelat nya årgångar av premiépensionsmedel på fonder. Under 2011 placerade Pensionsmyndigheten premiépensionsmedel för 2010 års pensionsrätter. Infödet av kapital genom köp av andelar i fonderna uppgick till 11,7 miljarder kronor (10,9 miljarder kronor 2010). Utfödet av kapital genom inlösen av andelar, främst på grund av att premiépensions-sparare bytte till andra fonder, uppgick till sammanlagt cirka 4,9 miljarder kronor (6,0 miljarder kronor) under året.

Vid utgången av 2011 förvaltade Sjunde AP-fonden sammanlagt cirka 105,5 miljarder kronor (110,1 miljarder kronor), varav cirka 98,8 miljarder kronor i AP7 Aktiefond, och cirka 6,7 miljarder kronor i AP7 Räntefond. Minskningen av det totala förvaltade kapitalet beror främst på den negativa börsutvecklingen under andra halvåret 2011.

Avkastning för Sjunde AP-fondens produkter

Förvaltsalternativet AP7 Såfa har en livscykelprofil. Det innebär att fördelningen mellan aktie- och ränteplaceringar är olika för olika årskullar. Därför blir också avkastningen olika för sparare i olika åldrar. AP7 Såfa har under 2011 gett en genomsnittlig avkastning på -10,5 %. Under samma period har de privata premiépensionsfonderna i genomsnitt gett en avkastning på -10,4 %. Risken (mätt som standardavvikelse) har för AP7 Såfa varit 24,0 %, jämfört med 13,8 % för genomsnittet

för de privata premiépensionsfonderna.

AP7 Såfas högre risk förklaras till stor del av att andelen sparare över 55 år fortfarande är liten och att andelen AP7 Räntefond därmed också är liten. Framöver kan andelen AP7 Räntefond förväntas öka i takt med att spararna i premiépensionssystemet blir äldre.

Sedan starten 2000 har förvaltsalternativet (Premiesparfonden till och med den 23 maj 2010 och därefter AP7 Såfa) gett en avkastning på 1,1 %, jämfört med -4,4 % för genomsnittet för de privata premiépensionsfonderna. Risken (mätt som standardavvikelse) har för förvaltsalternativet varit 16,2 %, jämfört med 15,0 % för de privata premiépensionsfonderna.

Statens fondportföljer har under 2011 gett följande avkastning:

■ AP7 Försiktig -1,5 %

■ AP7 Balanserad -4,0 %

■ AP7 Offensiv -7,6 %

Året 2011

Året präglades av kraftiga svängningar på världens börser. Sjunde AP-fondens jämförelseindex (MSCI All Country World) steg under årets första månader, men jordbävningen i Japan i mars och den politiska oro som följt i den europeiska och amerikanska skuldskrisens spår under det andra halvåret har lett till att index gått ner under hösten. Avkastningen för AP7 Aktiefond och Sjunde AP-fondens produkter, med undantag av AP7 Räntefond, har varit negativ, men nedgången har till viss del motverkats av fondens inriktning mot global diversifiering.

En annan viktig extern påverkan är UCITS IV-direktivet, vilket i vissa delar berör verksamheten i Sjunde AP-fonden. Arbetet med att säkerställa efterlevnad av direktivet har pågått under stora delar av 2011 och kommer att slutföras under 2012.

Externa tjänster

Sjunde AP-fonden har en relativt liten men högt kvalificerad fast organisation. Därutöver utnyttjas externa tjänster på de områden där det är lämpligt för att säkerställa hög kompetens, låga kostnader och liten sårbarhet. Denna modell innebär att det är en viktig uppgift för den fasta organisationen att fungera som en kvalificerad beställare och ha en effektiv och fortlöpande kvalitets- och kostnadskontroll över de utlagda uppdragen.

Eftersom en stor del av tillgångarna förvaltas externt lägger Sjunde AP-fonden ned ett betydande arbete för att systematiskt följa upp de

Sjunde AP-fonden | Årsredovisning 2011

externa förvaltare. Samtliga förvaltare har som vanligt besöks två gånger under 2011, varvid såväl förvaltningsresultat som administrativa rutiner har utvärderats. Som en konsekvens av denna uppföljning har relationen med en extern förvaltare avslutats i början av 2012.

Ägarfrågor

Som en del av verksamhetsplanen fastställs årligen en ägarpolicy för Sjunde AP-fonden. I ägarpolicyen anges riktlinjer för hur Sjunde AP-fonden ska utöva den ägarfunktion som följer av aktieinnehaven i AP7 Aktiefond.

Sjunde AP-fonden tillämpar under 2012 en ny ägarpolicy, som innebär att ägarstyrning genom röstning på bolagsstämma kan göras för utländska aktier. Sjunde AP-fonden är enligt lag normalt förhindrad att rösta för svenska aktier.

Styrelsens arbete

Under 2011 ersattes fyra styrelseledamöter i Sjunde AP-fondens styrelse, däribland styrelsens vice ordförande.

Styrelsen hade under 2011 sex ordinarie sammanträden och två telefonmöten.

Styrelsen har inrättat ett arbetsutskott som består av ordföranden, vice ordföranden och den verkställande direktören. Arbetsutskottet förbereder styrelsens sammanträden och beslutar i de frågor som styrelsen delegerar till arbetsutskottet. Arbetsutskottet fungerar också som ersättningskommitté, vilken har till uppgift att säkerställa att regeringens riktlinjer för anställningsvillkor till ledande befattningshavare efterlevs. Som stöd och rådgivare är VD vid olika verksamhetsbeslut och som rådgivande organ åt den interna kapitalförvaltningen finns ett placeringsråd inrättat. Placeringsrådet bestod under 2011 av tre styrelseledamöter och tre anställda (verkställande direktören, chefen för förvaltning och chefsstrategen). En extern ledamot adjungerades under året till Placeringsrådet. Placeringsrådets inriktning har huvudsakligen varit att behandla frågan om den dynamiska hävstångens nivå i AP7 Aktiefond (se årsberättelsen för AP7 Aktiefond under rubriken "hävstång" för en beskrivning av den dynamiska hävstången).

Under 2011 var de externa revisorerna närvarande vid två styrelsesammanträden.

Ledningsfunktioner

Verkställande direktören har inrättat två lednings- och samordningsgrupper.

För kapitalförvaltningen finns en placeringskommitté som under 2011 bestod av fyra personer (tre män och en kvinna): verkställande direktören, chefen för förvaltning, chefen för administration och chefsstrategen. Dessa fyra personer utgör Sjunde AP-fondens ledande befattningshavare.

För övergripande frågor som inte avser kapitalförvaltningen finns en administrativ ledningsgrupp som under 2011 bestod av fem

personer (tre män och två kvinnor): verkställande direktören, chefen för förvaltning, chefen för administration, chefsstrategen och personalchefen.

Personal

Antalet tillsvidareanställda var under större delen av 2011 sjutton personer (sex kvinnor och elva män). Två personer (en man och en kvinna) slutade sin anställning och två personer (en man och en kvinna) anställdes under året.

Den totala sjukfrånvaron under året uppgick till 0,72 % (1,4 %) av de anställdas sammanlagda ordinarie arbetstid med fördelningen 0,8 % (0,6 %) för män och 0,55 % (3,0 %) för kvinnor. Någon långtidssjukfrånvaro (60 dagar eller mer) förekom inte.

Resultat

Resultat i form av avkastning för AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond redovisas i årsberättelserna för respektive fond.

Under 2011 uppgick Sjunde AP-fondens intäkter av rörelsen till 150,3 miljoner kronor (137,8 miljoner kronor). Kostnaderna, inklusive räntenetto, uppgick till 119,0 miljoner kronor (136,7 miljoner kronor). Resultatet för myndigheten Sjunde AP-fonden år 2011 blev således 31,3 miljoner kronor (1,1 miljoner kronor).

Det balanserade resultatet vid årets slut var -127,4 miljoner kronor (-158,7 miljoner kronor).

Sjunde AP-fondens intäkter är helt beroende av det förvaltade kapitalets storlek, medan kostnaderna är det till ungefär hälften. De kapitalberoende kostnaderna utgörs av avgifter till externa kapitalförvaltare och till depåbanken. Genom att det förvaltade kapitalet under stora delar av året har varit mindre än föregående år har de kapitalberoende kostnaderna minskat under 2011.

Sjunde AP-fonden | Årsredovisning 2011

Resultaträkning*Samtliga belopp i tusentals kronor*

	2011	2010
Rörelsens intäkter		
Förvaltningsavgifter	150 308	137 751
Rörelsens kostnader		
Personalkostnader (not 1)	-33 815	-34 464
Övriga rörelsekostnader (not 2)	-83 033	-101 463
Rörelseresultat	33 460	1 824
Finansiella intäkter och kostnader	-7	-2
Ränteutäkter	368	47
Räntekostnader m.m.	-2 497	-811
Resultat efter finansiella intäkter och kostnader	31 324	1 058
Årets resultat	31 324	1 058

Balansräkning*Samtliga belopp i tusentals kronor*

	2011-12-31	2010-12-31
Tillgångar		
<i>Anläggningstillgångar</i>		
Inventarier (not 3)	950	1 132
Summa anläggningstillgångar	950	1 132
<i>Omsättningstillgångar</i>		
Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter (not 4)	17 164	14 579
Kassa och bank	6 885	8 349
Summa omsättningstillgångar	24 049	22 928
Summa tillgångar	24 998	24 060
Eget kapital och skulder		
<i>Eget kapital</i>		
Balanserat resultat	-158 732	-159 789
Årets resultat	31 324	1 058
Summa eget kapital	-127 409	-158 731
<i>Skulder</i>		
Krediter i Riksgäldskontoret (not 5)	110 642	158 124
Leverantörsskulder	3 121	1 062
Övriga skulder	567	1 183
Upplupna kostnader och förutbetalda intäkter (not 6)	38 077	22 422
Summa skulder	152 407	182 791
Summa eget kapital och skulder	24 998	24 060
Ställda panter	Inga	Inga
Ansvarsförbindelser	Inga	Inga

Sjunde AP-fonden | Årsredovisning 2011

Redovisningsprinciper

Sjunde AP-fonden följer de regler som finns i lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder)

Intäkter består av fasta förvaltningsavgifter som erhålls från de förvaltade fonderna.

Personalkostnader, förvaltningsavgifter, övriga rörelsekostnader och lånekostnader kostnadsförs löpande i den period de avser.

Tillgångar och skulder har värderats till anskaffningsvärdet om inget annat anges nedan.

Inventarier redovisas till anskaffningsvärde med avdrag för ackumulerade avskrivningar. Avskrivning sker enligt plan på tre år för datautrustning och på fem år för övriga inventarier.

Fordringar upptas till det lägsta av nominellt värde och det belopp varmed de beräknas inflyta.

Not 1 – Personalkostnader

Samtliga belopp i tusentals kronor

	2011	2010		
Antal anställda			Sjunde AP-fonden tillämpar kollektivavtalet mellan BAO och JUSEK/CR/CF (SACO) samt regeringens riktlinjer för ersättning till ledande befattningshavare. Ingen anställd har lön som innehåller någon rörlig komponent. För verkställande direktören gäller därutöver följande. Pensionsåldern är 65 år. Verkställande direktören undantas från den pensionsplan som gäller enligt kollektivavtalet och erhåller i stället individuella pensionsförsäkringar till en kostnad motsvarande 30 % av den fasta lönen ökad med en del av värdet av bilförmån. Uppsägningstiden är 6 månader. Om uppsägning sker från arbetsgivarens sida utbetalas efter uppsägningstiden avgångsvederlag under 18 månader motsvarande den fasta månadslönen. Avräkning sker mot utgående lön och inkomst av förvärvsverksamhet.	
Medeltal anställda	17	18		
Anställda 31 december	17	17		
Antal ledande befattningshavare (per 31 december)	4	1		
Löner och arvoden			Styrelsens arvoden beslutas av regeringen. Utöver de av regeringen fastställda arvodena har sammanlagt 93 000 kronor utbetalats till de styrelseledamöter som också ingår i placeringsrådet eller arbetsutskottet.	
Styrelseordförande	125	125		
Styrelsen exkl. ordförande	466	498		
VD	2 984	3 403		
Placeringskommitté exkl. VD	3 598	5 851		
Övriga anställda	11 496	10 076		
Summa	18 669	19 953		
Pensionskostnader			Ersättning till ledande tjänstemän under 2011:	
VD	934	775	Verkställande direktör:	
Placeringskommitté exkl. VD	1 138	2 018	Fast lön	2 984 212 kr
Övriga anställda	3 998	3 157	Skattepliktigt värde av bilförmån m.m.	90 087 kr
Summa	6 070	5 950	Pensionskostnader	933 992 kr
Sociala kostnader			Administrativ chef:	
Styrelseordförande	39	39	Fast lön	1,269 193 kr
Styrelse exkl. ordförande	115	98	Pensionskostnader	453 517 kr
VD	1 193	1 277	Chef Förvaltning:	
Placeringskommitté exkl. VD	1 481	2 378	Fast lön	1 679 934 kr
Övriga anställda	4 512	3 870	Pensionskostnader	489 519 kr
Summa	7 340	7 662	Chefsstrateg (anställd den 1 september 2011):	
Övriga personalkostnader	1 736	899	Fast lön	649 280 kr
Summa personalkostnader	33 815	34 464	Pensionskostnader	194 784 kr

Sjunde AP-fonden | Årsredovisning 2011

Not 2 - Övriga rörelsekostnader

Samtliga belopp i tusentals kronor

	2011	2010
Revision	884	1 621
Externa förvaltare och depåbank	55 366	60 786
Externa tjänster	18 812	30 516
Övriga kostnader	7 648	8 131
Avskrivningar enligt plan	323	409
Summa övriga kostnader	83 033	101 463

Arvoden till revisionsbolag (Ernst & Young)

Revisionsuppdrag	669	913
Revisionsverksamhet utanför revisionsuppdraget	215	708

Summa arvoden	884	1 621
----------------------	------------	--------------

Not 3 - Inventarier

Samtliga belopp i tusentals kronor

	2011-12-31	2010-12-31
Ingående anskaffningsvärde	21 889	20 706
Inköp	141	1 183
Utgående ackumulerade anskaffningsvärden	22 030	21 889
Ingående avskrivningar	-20 757	-20 348
Årets avskrivningar	-323	-409
Utgående ackumulerade avskrivningar	-21 080	-20 757

Utgående bokfört värde	950	1 132
-------------------------------	------------	--------------

Not 4 - Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter

Samtliga belopp i tusentals kronor

	2011-12-31	2010-12-31
Upplupna fondavgifter	12 502	13 139
Övrigt	4 662	1 440

Summa förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	17 164	14 579
---	---------------	---------------

Not 5 - Krediter i Riksgäldskontoret

Samtliga belopp i tusentals kronor

	2011-12-31		2010-12-31	
	Total ram	Utnyttjad	Total ram	Utnyttjad
Rörlig kredit på räntekonto	175 000	110 156	175 000	157 795
Lån för finansiering av anläggningstillgångar	5 000	486	5 000	329
Summa krediter i Riksgäldskontoret	180 000	110 642	180 000	158 124

Lån för finansiering av anläggningstillgångar har samma löptid som avskrivningstiden för de tillgångar som lånen avser. Räntan på den rörliga krediten och lånen för finansiering av anläggningstillgångar är rörlig och baserad på reporäntan. Vid utgången av 2011 var räntesatsen 1,75%. Under 2012 disponerar Sjunde AP-fonden ett räntekonto med kredit på högst 175 miljoner kronor och en låneram på 5 miljoner kronor för finansiering av anläggningstillgångar.

Not 6 - Upplupna kostnader och förutbetalda intäkter

Samtliga belopp i tusentals kronor


	2011-12-31	2010-12-31
Upplupna semesterlöner och sociala avgifter	1 841	2 872
Upplupna kostnader externa förvaltare och depåbank	33 643	17 861
Övrigt	2 593	1 689

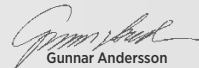
Summa upplupna kostnader och förutbetalda intäkter	38 077	22 422
---	---------------	---------------

Sjunde AP-fonden | Årsredovisning 2011

Stockholm den 10 februari 2012


 Bo Källstrand
 Ordförande

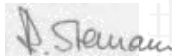

 Adine Grate Axén
 Vice ordförande


 Gunnar Andersson


 Kerstin Hermansson


 Mats Kinnwall


 Karin Moberg

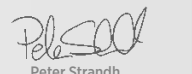

 Robert Stenram


 Hellen Wohlin Lidgard


 Richard Gröttheim
 Verkställande direktör

Vår revisionsberättelse har avgivits den 13 februari 2012


 Anna Peyron
 Auktoriserad revisör
 Förordnad av regeringen


 Peter Strandh
 Auktoriserad revisör
 Förordnad av regeringen

Revisionsberättelse

för Sjunde AP-fonden

Org. nr. 802406-2302

Rapport om årsredovisningen Vi har reviderat årsredovisningen för Sjunde AP-fonden för räkenskapsåret 2011. Fondens årsredovisning ingår i den tryckta versionen av detta dokument på sidorna 34-39.

Styrelsens och verkställande direktörens ansvar för årsredovisningen Det är styrelsen och verkställande direktören som har ansvaret för att upprätta en årsredovisning som ger en rättvisande bild enligt lagen om allmänna pensionsfonder och för den interna kontroll som styrelsen och verkställande direktören bedömer är nödvändig för att upprätta en årsredovisning som inte innehåller väsentliga felaktigheter, vare sig dessa beror på oegentligheter eller på fel.

Revisorns ansvar Vårt ansvar är att uttala oss om årsredovisningen på grundval av vår revision. Vi har utfört revisionen enligt International Standards on Auditing och god revisionssed i Sverige. Dessa standarder kräver att vi följer yrkesetiska krav samt planerar och utför revisionen för att uppnå rimlig säkerhet att årsredovisningen inte innehåller väsentliga felaktigheter.

En revision innefattar att genom olika åtgärder inhämta revisionsbevis om belopp och annan information i årsredovisningen. Revisorn väljer vilka åtgärder som ska utföras, bland annat genom att bedöma riskerna för väsentliga felaktigheter i årsredovisningen, vare sig dessa beror på oegentligheter eller på fel. Vid denna riskbedömning beaktar revisorn de delar av den interna kontrollen som är relevanta för hur fonden upprättar årsredovisningen för att ge en rättvisande bild i syfte att utforma granskningsåtgärder som är ändamålsenliga med hänsyn till omständigheterna, men inte i syfte att göra ett uttalande om effektiviteten i fondens interna kontroll. En revision innefattar också en utvärdering av ändamålsenligheten i de redovisningsprinciper som har använts och av rimligheten i styrelsens och verkställande direktörens uppskattningar i redovisningen, liksom en utvärdering av den överblickande presentationen i årsredovisningen.

Vi anser att de revisionsbevis vi har inhämtat är tillräckliga och ändamålsenliga som grund för våra uttalanden.

Uttalanden Enligt vår uppfattning har årsredovisningen upprättats i enlighet med Lag (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder) och ger en i alla väsentliga avseenden rättvisande bild av Sjunde AP-fondens finansiella ställning per den 31 december 2011 och av dess finansiella resultat för året enligt lagen om allmänna pensionsfonder. Förvaltningsberättelsen är förenlig med årsredovisningens övriga delar.

Vi tillstyrker därför att resultaträkningen och balansräkningen fastställs.

Rapport om andra krav enligt lagar och andra författningar Utöver vår revision av årsredovisningen har vi även granskat inventeringen av de tillgångar som Sjunde AP-fonden förvaltar. Vi har också granskat styrelsens och verkställande direktörens förvaltning i övrigt.

Styrelsens och verkställande direktörens ansvar Det är styrelsen och verkställande direktören som har ansvaret för räkenskapshandlingarna samt för förvaltningen av fondens tillgångar enligt lagen om allmänna pensionsfonder.

Revisorns ansvar Vårt ansvar är att med rimlig säkerhet uttala oss om resultatet av vår granskning och inventeringen av de tillgångar som fonden förvaltar samt om förvaltningen i övrigt på grundval av vår revision. Vi har utfört revisionen enligt god revisionssed i Sverige.

Som underlag för vårt uttalande om inventeringen av tillgångarna har vi granskat fondens inventering samt ett urval av underlagen för denna.

Som underlag för vårt uttalande om förvaltningen i övrigt har vi utöver vår revision av årsredovisningen granskat väsentliga beslut, åtgärder och förhållanden i fonden för att kunna bedöma om någon styrelseledamot eller verkställande direktören har handlat i strid med lagen om allmänna pensionsfonder.

Vi anser att de revisionsbevis vi har inhämtat är tillräckliga och ändamålsenliga som grund för våra uttalanden.

Uttalanden Revisionen har inte givit anledning till anmärkning beträffande inventeringen av tillgångarna eller i övrigt avseende förvaltningen.

Stockholm den 13 februari 2012



Anna Peyron
Auktoriserad revisor
Förordnad av regeringen



Peter Strandh
Auktoriserad revisor
Förordnad av regeringen

Utvärdering av AP-fondernas verksamhet 2011

FINANSDEPARTEMENTET

SLUTRAPPORT

April 2012

KONFIDENTIELLT MATERIAL OCH ÄGANDERÄTT
All användning av detta material, är utan särskilt tillstånd
av McKinsey & Company strängt förbjudet.

Innehåll

1. Angreppssätt för utvärderingen	1
2. AP-fondernas roll, utveckling och omvärld 2001-2011	3
3. Sammanfattning och identifierade frågeställningar	9
4. Grundläggande utvärdering av Första AP-fonden	24
5. Grundläggande utvärdering av Andra AP-fonden	33
6. Grundläggande utvärdering av Tredje AP-fonden	40
7. Grundläggande utvärdering av Fjärde AP-fonden	48
8. Grundläggande utvärdering av Sjätte AP-fonden	55
9. Grundläggande utvärdering av Sjunde AP-fonden	61

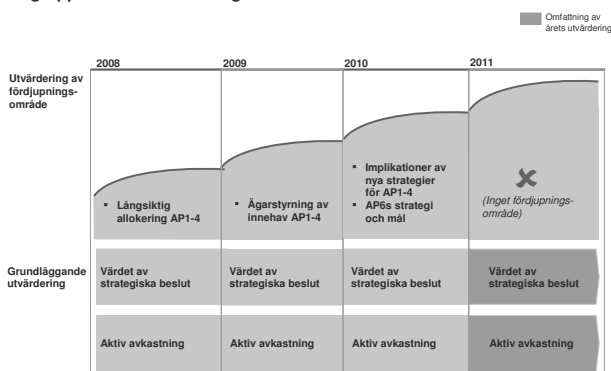
1. Angreppssätt för utvärderingen

McKinsey & Company fick i december 2008 uppdraget av Finansdepartementet att genomföra den årliga utvärderingen av AP-fondernas verksamhet 2008, 2009 och 2010. Angreppssättet för utvärderingen bestod av två delar, en grundläggande utvärdering och ett eller flera fördjupningsområden. Den grundläggande utvärderingen har varje år utvärderat värdet av fondernas strategiska beslut samt fondernas aktiva förvaltning¹. Fyra fördjupningsområden har utvärderats: Första till Fjärde AP-fondernas långsiktiga allokering (2008), Första till Fjärde AP-fondernas ägarstyrning av innehav (2009), implikationer av nya strategier för Första till Fjärde AP-fonderna (2010) och Sjätte AP-fondens strategi och mål (2010). För resultaten från dessa utvärderingar hänvisas till tidigare års utvärderingsrapporter.

I mars 2011 fick McKinsey & Company uppdraget att genomföra utvärderingen av fondernas verksamhet 2011. Uppdrag begränsades till att omfatta den grundläggande utvärderingen av fondernas verksamhet och således har inget fördjupningsområde utvärderats för 2011 (Bild 1).

Bild 1

Angreppssätt för utvärdering av AP-fondernas verksamhet 2011



Den grundläggande utvärderingen av Första till Fjärde AP-fondernas verksamhet 2011 lägger stor vikt vid att beskriva skillnader i fondernas förvaltningsmodell och viktiga

¹ Syftar till att skapa överavkastning jämfört med fondernas jämförelseindex

händelser under 2011, vid sidan om att utvärdera värdet av fondernas strategiska beslut och aktiva förvaltning. Till följd av förändringarna i Första till Fjärde AP-fondernas förvaltningsmodeller efter 2008 är det svårt att på ett enhetligt sätt jämföra fondernas avkastning från långfristiga beslut, medelfristiga beslut samt den aktiva förvaltningen. En nedbrytning av avkastningen från strategiska beslut och aktiv förvaltning görs dock liksom i tidigare års utvärderingar separat för varje fond. Första till Fjärde AP-fonderna började agera i sina roller som buffertfonder 1 januari 2001, men det dröjde till senare under 2001 innan fonderna hade implementerat sina långsiktiga investeringsportföljer. Första till Fjärde AP-fonderna utvärderas därför över perioden 1 juli 2001 till 31 december 2011.

Sjätte AP-fonden investerar framförallt riskkapital i onoterade tillgångar och fondens samtliga investeringsbeslut är att betrakta som strategiska beslut. Sjätte AP-fonden startade sin verksamhet i slutet av 1996 och utvärderas över perioden 1 januari 1997 till 31 december 2011. I årets grundläggande utvärderingen har stor vikt lagts vid att beskriva förändringar som fonden genomfört under 2011 mot bakgrund av de frågeställningar som identifierades i förra årets fördjupningsområde kring fondens mål och strategi. Buffertfondernas (Första till Fjärde och Sjätte AP-fonderna) gemensamma påverkan på inkomstpensionssystemet utvärderas över perioden 1 januari 2001 till 31 december 2011.

Sjunde AP-fonden utvärderas som en värdepappersfond och jämförs med övriga värdepappersfonder i premiepensionssystemet. Sjunde AP-fonden införde i maj 2010 en ny förvaltningsmodell och i förra årets grundläggande utvärdering beskrevs den nya modellen och fondens resultat utvärderades både för den gamla förvaltningsmodellen fram till maj 2010 och den nya förvaltningsmodellen från maj 2010. I utvärderingen av Sjunde AP-fondens verksamhet 2011 utvärderas resultaten för fondens nya förvaltningsmodell under perioden 24 maj 2010 till 31 december 2011 samt resultaten från fondens ”ickevalsalternativ” under perioden 1 januari 2001 till 31 december 2011.

Liksom i tidigare års grundläggande utvärderingar baseras utvärderingen 2011 på information från fondernas interna resultatuppföljningssystem för att möjliggöra analys av olika källor till den totala avkastningen. Det här innebär att det kan förekomma skillnader mot fondernas redovisade resultat på grund av bland annat periodiseringar, men skillnaderna är mycket små (mindre än 0,1 procentenheter i avkastning). Flera externa källor har också använts, till exempel för att sätta fondernas utveckling i relation till utvecklingen av tillgångar och skulder i inkomstpensionssystemet, utvecklingen på kapitalmarknaderna och resultaten för ett urval av utländska statliga pensionsfonder. Dessa källor redovisas i anslutning till respektive analys.

Utvärderingsarbetet har pågått från december 2011 till mars 2012 och har genomförts i en kontinuerlig process med fonderna. I rapporten redovisas först AP-fondernas roll i inkomstpensionssystemet och utveckling i relation till omvärlden 2001-2011 (kapitel 2). Därefter följer en sammanfattning med identifierade frågeställningar för fonderna från årets grundläggande utvärdering (kapitel 3). Rapporten avslutas med ett kapitel för var och en av fonderna som redovisar resultaten från utvärderingen (kapitel 4-9).

2. AP-fondernas roll, utveckling och omvärld 2001-2011

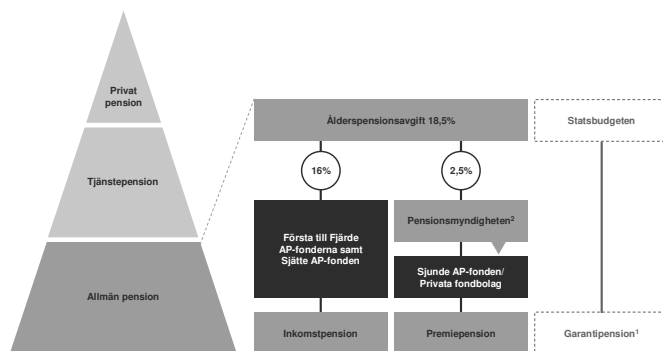
I det här kapitlet beskrivs AP-fondernas roll i det svenska pensionssystemet och buffertfondernas (Första till Fjärde och Sjätte AP-fonderna) utveckling 2001-2011, med fokus på deras påverkan på inkomstpensionssystemet samt hur de utvecklats i jämförelse med kapitalmarknaderna och ett urval av utländska statliga pensionsfonder.

AP-FONDERNAS ROLL I DET SVENSKA PENSIONSSYSTEMET

De sex AP-fonderna utgör en del av det svenska systemet för allmän pension, vilket är en av tre delar i det svenska pensionssystemet (Bild 2). De två andra delarna är tjänstepensionen, som är en tjänsteförmån från arbetsgivaren, och det privata sparandet.

Bild 2

AP-fondernas roll i svenska pensionssystemet



¹ Garantipension för de med låg eller ingen inkomst som finansieras med skatter
² 1 januari 2010 togs Premiepensionsmyndighetens (PPM) uppgifter över av Pensionsmyndigheten
 KÄLLA: Försäkringskassan

Dagens svenska system för allmän pension är resultatet av en bred partiuppställning från 1998 med syfte att reformera den då gällande folkpensionen och ATP. I dagens system betalas varje år 18,5% av den totala lönesumman in till allmän pension¹, varav 16% går

¹ Av dessa 18,5% går maximalt 7,5 inkomstbasbelopp (SEK 390 750 år 2011) till pensionssystemet, medan ett eventuellt överskott går till statskassan

till att finansiera inkomstpensionen och resterande 2,5% går till Pensionsmyndigheten och sparas på individuella premiepensionskonton.

De årliga inbetalningarna till inkomstpensionen finansierar pensionsutbetalningar till dagens pensionärer (ett så kallat "pay as you go"-system). En grundtanke med det svenska inkomstpensionssystemet är att det ska vara självfinansierande, vilket betyder att staten inte ska behöva höja pensionsavgifterna (16% av lönesumman) eller låna pengar för att betala ut inkomstpensionen. 2001 omorganiserades Första till Fjärde AP-fonderna samt Sjätte AP-fonden till så kallade buffertfonder. Syftet med Första till Fjärde AP-fonderna är att jämna ut perioder av löpande över- och underskott mellan inbetalningar av pensionsavgifter och utbetalningar av pensioner och att långsiktigt generera avkastning för att öka stabiliteten i inkomstpensionssystemet. Sjätte AP-fonden är en stängd fond, utan in- och utflöden. Inkomstpensionssystemets finansiella ställning uttrycks i ett så kallat balanstal och definieras som inkomstpensionssystemets tillgångar dividerat med inkomstpensionssystemets skulder. Tillgångarna består av framtida inbetalningar och buffertfonderna. De framtida inbetalningarna bestäms främst av befolkningstillväxt, arbetskraftdeltagande, ekonomisk tillväxt och löneökningstakt. Inkomstpensionssystemets skulder består av framtida pensionsutbetalningar och bestäms främst av antalet pensionärer, genomsnittlig livslängd, löneökningstakt samt upp- och nedskrivningar av pensionsrätterna baserat på systemets balansering.

Om balanstalet överstiger 1,0 skrivs pensionsrätterna upp baserat på löneökningstakten, som mäts genom inkomstindex. Understiger däremot balanstalet 1,0 är skulderna större än tillgångarna och en automatisk balansering aktiveras, vilket betyder att värdet av pensionsrätterna skrivs upp med en lägre faktor än löneökningstakten. Löneökningstakten mäts som förändringar i inkomstindex. Detta innebär att inkomstpensionen kan sänkas om inkomstpensionssystemet inte balanserar. Om balanstalet understiger 1,0 justeras uppskrivningstakten av pensionsrätterna med ett års förskjutning. Kombinationen av att inkomstpensionssystemet är avgiftsbestämt, att pensionsskulderna tar hänsyn till demografisk utveckling och att det finns en automatisk balansering gör systemet självförsörjande.

Buffertfonderna ska också verka självständigt och ha egna placeringspolicys, ägarpolicys och riskhanteringsplaner inom ramen för sitt uppdrag och placeringsregler. Första till Fjärde AP-fonderna regleras i lagen om allmänna pensionsfonder (2000:192) och Sjätte AP-fonden i lagen om Sjätte AP-fonden (2000:193, 2007:709).

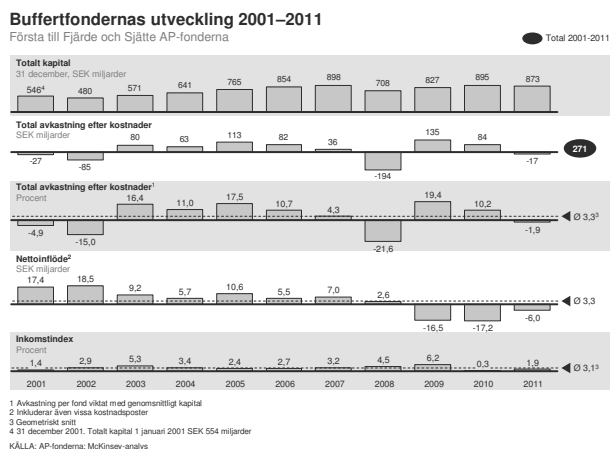
Premiepensionen syftar till att varje arbetstagare ska kunna påverka en del av den allmänna pensionen genom att välja hur pensionsmedlen investeras. Alla arbetstagare kan välja mellan ~800 fonder i premiepensionssystemet. Sjunde AP-fonden införde en ny förvaltningsmodell 2010 och inom ramen för den nya modellen förvaltar Sjunde AP-fonden sedan maj 2010 två fonder: AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond. Dessa fonder kombineras i AP7 Såfa som förvaltar premiepensionen för de arbetstagare som inte aktivt väljer fondförvaltare (statens "ickevalsalternativ"). Sjunde AP-fonden erbjuder utöver förvalsalternativet fem ytterligare fondportföljer som kan väljas av alla arbetstagare i

konkurrens med de övriga ~800 fonderna. Dessa fem fondportföljer inkluderar de två byggstonsfonderna AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond samt tre statliga fondportföljer som består av olika kombinationer av de två byggstonsfonderna. Sjunde AP-fonden regleras i lagen om allmänna pensionsfonder (2000:192).

BUFFERTFONDERNAS UTVECKLING OCH OMVÄRLD 2001-2011

Sedan januari 2001 har buffertfondernas kapital växt från SEK 554 miljarder till SEK 873 miljarder och buffertfondernas avkastning efter kostnader har bidragit med SEK 271 miljarder av tillväxten. Det här motsvarar en genomsnittlig avkastning på 3,3% per år jämfört med inkomstindex som under samma period ökade med 3,1% per år. Buffertfonderna genererade 2011 en avkastning på SEK -17 miljarder efter kostnader. Värt att notera är att nettoinflödet har varit negativt varje år sedan 2009 till skillnad från tidigare år då buffertfonderna hade ett positivt nettoinflöde (Bild 3).

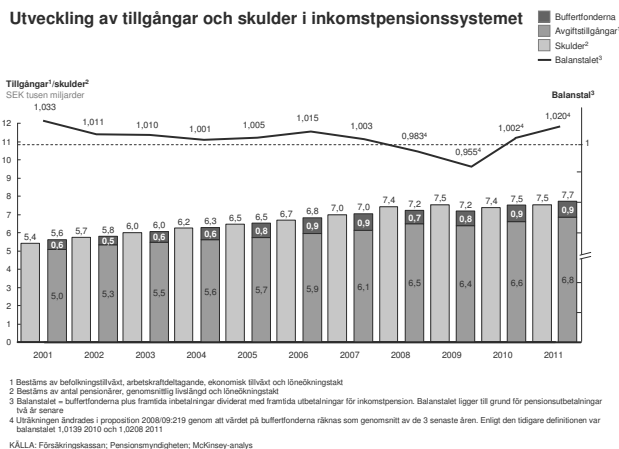
Bild 3



Fram till 2007 balanserade inkomstpensionssystemet varje år (balanstalet översteg 1,0) (Bild 4). Skulderna i systemet växte fram till 2007 mer än avgiftstillgångarna, men buffertfondernas utveckling gjorde att systemet balanserade. Till följd av detta skrevs under 2001-2009 inkomstpensionen upp varje år med mellan 0,8% och 4,5%. 2008 och 2009 balanserade inte systemet (balanstalet understeg 1,0) framförallt till följd av att skulderna i systemet växte snabbare än avgiftstillgångarna, men buffertfondernas negativa utveckling 2008 bidrog också. För att utjämna påverkan på inkomstpensionen beslutade Riksdagen 2009 att balanstalet från och med 2008 ska beräknas baserat på ett

genomsnittligt värde på buffertfonderna under tre år. Utvecklingen i systemet 2008-2009 innebar att inkomstpensionen i absoluta tal skrevs ner med 3,0% respektive 4,3% 2010 och 2011 givet fördröjningen på ett år.

Bild 4



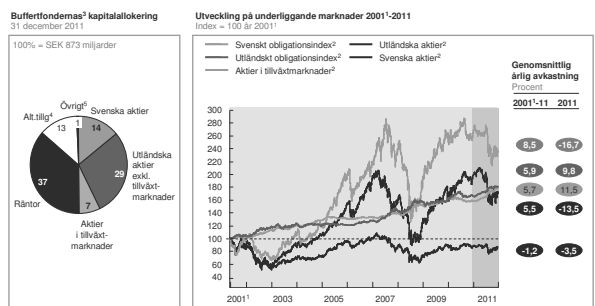
2010 och 2011 balanserade systemet igen (balanstalet översteg 1,0) framförallt drivet av att avgiftstillgångarna växte till följd av ökad sysselsättning och att pensionskulden skrevs ner 2010 och 2011. 2010 bidrog buffertfonderna till ett ökat balanstal, medan fonderna 2011 marginellt bidrog till ett lägre balanstal. Till följd av den här utvecklingen kommer inkomstpensionen 2013 liksom 2012 att skrivas upp baserat på inkomstindex. Sammantaget under hela perioden 2001-2011 har buffertfonderna bidragit positivt till balansen i systemet genom att generera en avkastning som överstiger inkomstindex.

Buffertfonderna hade i slutet av 2011 i genomsnitt 50% av sitt kapital investerat i noterade aktier: 14% i svenska aktier, 29% i utländska aktier exklusive tillväxtmarknader och 7% i aktier i tillväxtmarknader. Av övriga 50% av kapitalet hade fonderna 37% investerat i räntebärande värdepapper, 13% i alternativa tillgångar och 1% i andra tillgångar. Fonderna har en stor andel investerat i aktier för att långsiktigt kunna uppnå en högre avkastning. Buffertfondernas höga andel aktier i portföljen innebär att utvecklingen på aktiemarknaderna i hög utsträckning påverkar fondernas avkastning. 2011 avkastade Stockholmsbörsen -13,5%, globala aktier -3,5% och aktier i tillväxtmarknader -16,7% mätt i svenska kronor. Under hela perioden 2001-2011 avkastade svenska aktier i genomsnitt 5,5% per år, globala aktier -1,2% per år och aktier i tillväxtmarknader 8,5% per år. Således har den höga andelen svenska aktier och aktier i tillväxtmarknader under perioden 2001-2011 bidragit positivt till fondernas resultat, men både svenska och

utländska räntor har genererat en högre avkastning än svenska och utländska noterade aktier under perioden. Det är svårt att förutse utvecklingen på kapitalmarknaderna, men i ett historiskt perspektiv är 2001-2011 en unikt svag period för investeringar i noterade aktier drivet av tre större börsfall 2001-2002, 2008 och 2011 (Bild 5). Över längre historiska tidsperioder har noterade aktier genererat en avkastningspremium jämfört med räntor¹.

Bild 5

Buffertfondernas allokering och utveckling på underliggande marknader



1 1 juli 2001
 2 Svenska aktier (SIX RX) | SEK, globala aktier (MSCI World) | SEK, obligationsindex Sverige (svenska statsobligationer 5 år) | SEK, utländskt obligationsindex (amerikanska statsobligationer 5 år) | USD, aktier i tillväxtmarknader (MSCI Emerging Markets) | SEK
 3 AP 1-4 och MPS
 4 Private Equity, Hedgefonder, fastigheter, skogs- och jordbruksfastigheter, konvertibler (Från 2009 för AP2), "Nya Strategier" (t.ex. katastrofobligationer, Micro-cap fond, konvertibeländ för AP3) och AP4
 5 Overlaysmandat, TAA, etc.
 KÄLLA: Alliansvärden; MSCI; OMX; Datastream; Statistiska Centralbyrån; Svenska Försäkringskassan; McKinsey-analys

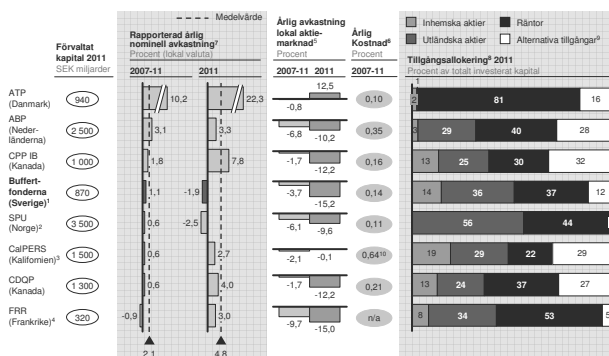
Buffertfondernas utveckling kan också jämföras med utländska statliga pensionsfonder med liknande uppdrag (Bild 6). En direkt jämförelse av avkastningen är svår att göra på grund av skillnader i fondernas uppdrag, placeringsregler, valutaeffekter och marknadsutveckling på respektive hemmarknader, men utgör en intressant referens. En jämförelse av rapporterad avkastning visar att de svenska buffertfonderna 2011 genererade lägre avkastning än de flesta av de jämförda utländska pensionsfonderna. Vidare understeg buffertfondernas avkastning under perioden 2007-2011 genomsnittet för de jämförda fonderna. Tre av de sju jämförda fonderna genererade högre avkastning än buffertfonderna 1997-2011: ATP i Danmark, ABP i Holland och buffertfonden CPP i Kanada. ATPs uppdrag innebär att fonden måste säkra 80% av sina tillgångar, vilket i hög utsträckning bidragit till att fonden har majoriteten av sina tillgångar placerade i räntor som har haft en gynnsam utveckling under perioden 1997-2011 och speciellt 2011.

¹ Till exempel: Svenska aktier genererade 16,0% per år 1985-2001 jämfört med 9,7% per år för den 5-åriga svenska statsobligationsräntan. Amerikanska aktier genererade 15,4% per år 1980-2001 jämfört med 9,1% för den 5-åriga amerikanska statsobligationsräntan (Källa: Datastream).

Fördjupningsområdet kring Första till Fjärde AP-fondernas förvaltningsmodell i förra årets utvärdering indikerade att en bidragande orsak till ABPs, CPPs och ATPs relativt höga avkastning sannolikt är deras höga fokus på alternativa tillgångar (inklusive Private Equity, fastigheter, infrastruktur och andra reala tillgångar). ATP, ABP och CPP har 16-32% av sitt kapital investerat i alternativa tillgångar jämfört med i genomsnitt 12% för Första till Fjärde AP-fonderna och AP-fondernas nuvarande placeringsregler begränsar fondernas möjligheter att investera i mer onoterade tillgångar (se även kapitel 3). CPP, ABP och ATP bedöms dessutom ha byggt upp ledande förvaltningskompetens och strategier avseende till exempel dynamisk allokering och hedging-strategier och ses ofta som exempel på bästa praxis i kapitalförvaltningsbranschen.

Bild 6

Buffertfondernas avkastning i jämförelse med utländska pensionsfonder



¹ AP1-4 och AP6; 2 Q1-Q3 för 2011; 3 November 2010 – oktober 2011; 4 December 2010 till juni 2011; 5 Genomsnittlig avkastning MSCI index för respektive land; 6 Genomsnittlig retrostatad årlig föreläsningspersonal, förvaltnings- och provisoratskostnader; 7 Genomsnittlig inflation 2007-2011 (CAGR); Sverige 1,5%, Danmark 2,3%, Frankrike 1,0%, Kanada 1,5%, Nederländerna 1,8%, USA 2,2%; SEK utveckling vs foreign currencies 2007-2011 (CAGR): DKR 0,6%, USD 0,6%, EUR 0,6%, CAD -1,1%; 8 Baserat på faktisk förövning per 31 dec 2011; alternativt senaste tillgänglig placeringsrapport; 9 Alternativa tillgångar inkluderar bland annat Private Equity, fastigheter, infrastruktur samt derivat och andra kapitalförsäkrade mandata; 10 Förklarar av höga kostnader för extern aktiv förvaltning och rådgivare, vilka utgör ~40 baspunkter
KÄLLA: Ansvardrivningar; Datastream; McKinsey-analys

3. Sammanfattning och identifierade frågeställningar

Det här kapitlet sammanfattar den grundläggande utvärderingen av AP-fondernas verksamhet 2011 i tre avsnitt: Första till Fjärde AP-fonderna, Sjätte AP-fonden och Sjunde AP-fonden. I slutet av varje avsnitt presenteras ett antal frågeställningar som baserat på utvärderingen bedöms vara viktiga att diskutera för att fortsatt utveckla fondernas verksamhet.

FÖRSTA TILL FJÄRDE AP-FONDERNA 2001¹–2011

Första till Fjärde AP-fondernas uppdrag är att fungera som buffertfonder i det svenska inkomstpensionssystemet och maximera avkastningen till låg risk. Risk och avkastning ska tolkas i termer av utgående pensioner. Fonderna ska enligt uppdraget inte ta närings- eller ekonomiskpolitisk hänsyn².

Som beskrivits i utvärderingarna av AP-fondernas verksamhet 2009 och 2010 har flera av AP-fonderna sedan 2008 genomfört stora förändringar i sina förvaltningsmodeller och investeringsstrategier. Det här innebär att fonderna idag arbetar på olika sätt för att uppnå sitt uppdrag, till exempel avseende arbetssätt och relativt fokus på medelfristiga strategiska allokeringsbeslut och kortsiktig aktiv förvaltning, omfattning av VDs mandat att ta strategiska investeringsbeslut och fördelning mellan intern och extern förvaltning.

Under 2011 har fonderna fortsatt att utveckla sina förvaltningsmodeller och investeringsstrategier och samtliga fonder har genomfört förändringar (Bild 7). Två trender är att fonderna på olika sätt fortsätter att utveckla mer dynamiska förvaltningsmodeller och att öka fokus på alternativa tillgångar. Första AP-fonden har bland annat under 2011 infört en ny förvaltningsorganisation för att förtydliga ansvar och förbättra processen för investeringsbeslut och en ny metod för utvärdering som följer upp resultaten från fondens dynamiska investeringsbeslut. Samtidigt har fonden ökat vikten av alternativa tillgångar i sin långsiktiga strategiska inriktning och genomfört upphandlingar för nya investeringar i alternativa tillgångar 2012. Andra AP-fonden har under 2011 gjort en av fondens mest omfattande omallokeringar i den långsiktiga strategiska portföljen sedan 2001 genom att öka allokeringen till tillväxtmarknader. Andra AP-fonden har också ökat sitt engagemang i reala tillgångar (skog, jordbruk och internationella fastigheter), delat upp CFO-rollen i en roll för riskhantering och en administration och infört en ny struktur för styrelserapportering för att öka fokus på riskhantering. Tredje AP-fonden har under 2011 bland annat tagit flera dynamiska

¹ Avser 1 juli 2001

² Lagen om allmänna pensionsfonder (2000:192), Propositionen om AP-fonden i det reformerade pensionssystemet (1999/2000:46)

allokeringsbeslut genom att styrelsen beslutade att ändra riktvärdena för portföljens riskexponering och utvecklat en ny integrerad utvärderingsmodell för fondens dynamiska förvaltning som ska tas i bruk 2012. Fjärde AP-fondens styrelse beslutade under 2011 bland annat att ge VD ett riskmandat för strategiska positioner för att göra förvaltningen mer dynamisk och fonden har fortsatt att öka fokus på fastighetsinvesteringar i portföljen genom flera nyinvesteringar.

Bild 7

Översikt över förvaltningsmodell och viktiga förändringar under 2011 för Första till Fjärde AP-fonderna

	Förvaltningsmodell 2011	Viktiga händelser 2011
AP1	<ul style="list-style-type: none"> Dynamisk allokeringsmodell där VD tillsammans med Portföljgruppen tar fram Strategisk inriktning (~5 års sikt) som beslutas av styrelsen Planeringsportföljen (1-1,5 års sikt) fastställs av VD i Portföljgruppen för att ena sig mot Strategisk inriktning VD har riskmandat att leda förvaltningen med interna och externa mandat olika tillgångsslag Alternativa investeringar: 9,2% (7,8% 2010) Extern förvaltning: 41% (44% 2010) 	<ul style="list-style-type: none"> Ny förvaltningsorganisation där affärsnärvariga beslut om strategier i Portföljgruppen ledd av en CIO (för närvarande VD) Ökat vikt för alternativa tillgångar i den långsiktiga strategiska portföljen och flera upphandlingar för nya investeringar 2012 Flera stora dynamiska beslut mellan aktier och räntor Ny utvärderingsmodell för fondens dynamiska portfölj inför Strategiarbete påbörjat för att ta fram en ny modell för aktieförvaltningen med färre antal aktier och tre delar: traditionell förvaltning, absolutavkastning och volatilitet
AP2	<ul style="list-style-type: none"> Styrelse fastslår Strategisk portfölj (>5 års sikt) Traditionell aktiv förvaltning samt IAA-grupp som kan föreslå större förändringar i den strategiska portföljen Allokering utifrån tillgångsslag Absolutavkastande aktiva mandat (alfa-beta-separering) Alternativa investeringar: 12% (11% 2010) Extern förvaltning: ~29% (23% 2010) 	<ul style="list-style-type: none"> En av de mest omfattande förändringarna i strategiska portföljen sedan 2001 <ul style="list-style-type: none"> 4% svenska aktier och 3% globala räntor till tillväxtmarknader Fastigheter från 5% till 6% och PE från 3% till 4% Ny struktur för styrelsesrapportering för att tydliggöra förvaltningsbeslut påverkan på fondens utveckling CFO-rollen delades upp i riskhantering (CRO) och administration och en ny riskkommitté etablerades
AP3	<ul style="list-style-type: none"> Dynamisk allokeringsmodell (1-3 års sikt) baserad på b.a. prognostisering av konjunkturutveckling Allokering utifrån riskklasser och VD har mandat att implementera styrelsens beslut om exponeringsintervall samt förvalta portföljen inom dessa intervall Absolutavkastande aktiva mandat (alfa-beta-separering) Alternativa investeringar: 16% (14% 2010) Extern förvaltning: 29% av beloppet (37% 2010) 	<ul style="list-style-type: none"> Ändrade riktvärden för fondens riskavkoppling per riskklass Styrelsestrategier införda på delar av aktieportföljen med avsikten att begränsa risken för stora förluster Minskad extern förvaltning (log hem Europeiska aktier) Byte av FTSE till MSCI benchmarkindex givet FTSEs nya prismodell och minskade provisionskostnader Ny integrerad utvärderingsmodell av den dynamiska portföljen uppdelad i fyra delar som tas i bruk 2012
AP4	<ul style="list-style-type: none"> Styrelsen beslutar om normalportfölj (40 års sikt) genom ALM VD har mandat att avvika från normalportföljen genom en strategisk portfölj samt ansvarar för faktisk portfölj med fokus på traditionella aktiva mandat Allokering utifrån tillgångsslag Alternativa investeringar: 7% (6% 2010) Extern förvaltning: 18% (23% 2010) 	<ul style="list-style-type: none"> Styrelsen gav VD riskmandat (2,6% tracking error) med avkastningskrav för avvikelser från normalportföljen (0,5% per år över fyra år) Ny affärschef (CIO), ett ansvar som tidigare låg under VD Alfa-plattformen laddat fullt implementerad för globala aktier Fortsatt ökning av investeringar i fastigheter

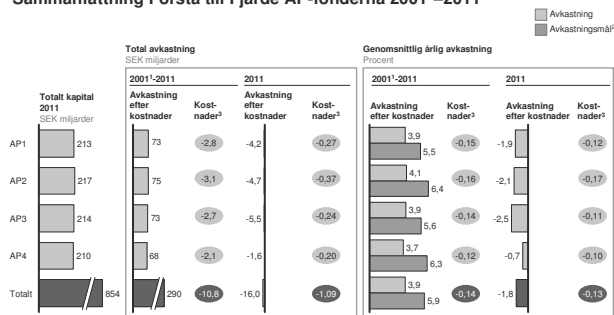
KÄLLA: AP-fonderna; intervjuer; årsredovisningar; hemsidor; McKinsey-analys

Sedan 1 juli 2001 har Första till Fjärde AP-fonderna totalt genererat en avkastning efter kostnader på SEK 290 miljarder eller 3,9% per år (Bild 8). Andra AP-fonden har under perioden haft högst avkastning med SEK 75 miljarder eller 4,1% per år följt av Första AP-fonden med SEK 73 miljarder eller 3,9% per år, Tredje AP-fonden med SEK 73 miljarder eller 3,9% per år och Fjärde AP-fonden med SEK 68 miljarder eller 3,7% per år. Det här innebär att ingen av Första till Fjärde AP-fonderna 2001–2011 har uppnått sina nominella målsättningar, vilka för perioden varierar mellan 5,5% och 6,4%.

Utvecklingen 2011 bidrog negativt till avkastningen under perioden och varierade för fonderna mellan SEK -5,5 miljarder och SEK -1,6 miljarder eller -2,5% och -0,7%. Fjärde AP-fonden avkastade -0,7% och Tredje AP-fonden -2,5%. Några viktiga orsaker till att Fjärde AP-fonden genererade relativt bättre avkastning 2011 än de tre andra fonderna var fondens avkastning inom räntor, fondens lägre exponering mot aktier i tillväxtmarknaden som utvecklades svagt under 2011 och fondens avkastning på fastighetsportföljen.

Under perioden 2001-2011 uppgick Första till Fjärde AP-fondernas totala redovisade kostnader till SEK 10,8 miljarder kronor eller i genomsnitt 0,14% av kapitalet per år. 2011 var fondernas totala redovisade kostnader SEK 1,1 miljarder eller 0,13% av kapitalet. Fjärde AP-fonden redovisade 2011 kostnader på SEK 0,20 miljarder (0,10%), Tredje AP-fonden SEK 0,24 miljarder (0,11%), Första AP-fonden SEK 0,27 miljarder (0,12%) samt Andra AP-fonden SEK 0,37 miljarder (0,17%). Förvaltningskostnaderna bör dock inte analyseras isolerat, utan sättas i relation till vilken investeringsstrategi fonderna har och vilken avkastning de skapar. En högre kostnad för till exempel provisioner till externa förvaltare eller ledande intern kompetens bör anses motiverad om det genererar en meravkastning som överstiger den ökade kostnaden. Ett exempel som illustrerar detta är att Andra AP-fonden har genererat högst avkastning efter kostnader 2001-2011, men har också redovisat de högsta kostnaderna.

Bild 8

Sammanfattning Första till Fjärde AP-fonderna 2001¹-2011

1 1 juli 2001

2 Nominella avkastningsmål. Andra till Fjärde AP-fondernas rena avkastningsmål har justerats med genomsnittlig inflation för perioden (för inflationsberäkningen används årlig inflationsmått månadsvis från SCB)

3 Kostnader från årsredovisningar: rörelsens kostnader (personalkostnader, övriga förvaltningskostnader) samt provisionskostnader, exklusive management fees och andra prestationsbaserade avlöningar till externa förvaltare. I procent beräknat som andel av genomsnittet av ingående och utgående marknadsvärden, och för perioden 2001-2011 som genomsnittet för årskostnader för de tio åren

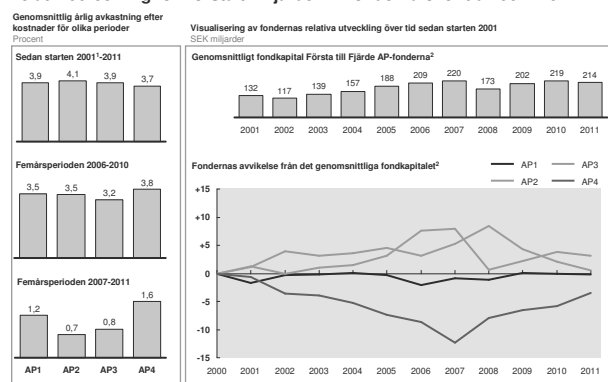
KÄLLA: AP-fonderna; SCB; McKinsey-analys

Skillnaden i avkastning mellan Första till Fjärde AP-fonderna är relativt liten i jämförelse med urvalet av utländska statliga pensionsfonder i kapitel 2. De utländska pensionsfonderna genererade 2011 en avkastning på mellan -0,8% och 22,3% och 2007-2011 en avkastning på mellan -0,9% och 10,2% per år. Första till Fjärde AP-fonderna genererade 2011 en avkastning på mellan -0,7% och -2,5% och 2007-2011 mellan 0,7% och 1,6% per år. Den relativt mindre skillnaden drivs i hög utsträckning av skillnader i jämförelsefondernas uppdrag och placeringsregler i och med att dessa påverkar fondernas tillgångsallokering. Skillnaderna mellan AP-fondernas tillgångsallokering (mellan olika tillgångsslag och geografiska marknader) är mindre än skillnaderna mellan de utländska fondernas tillgångsallokering.

En analys av Första till Fjärde AP-fondernas relativa utveckling över tid sedan 2001 visar att samtidigt som Andra AP-fonden genererat högst avkastning 2001-2011 har Andra AP-fonden genererat lägst avkastning under den senaste femårsperioden. Samtidigt har Fjärde AP-fonden som genererat lägst avkastning 2001-2011 genererat högst avkastning under den senaste femårsperioden. 2007-2011 genererade Fjärde AP-fonden en årlig avkastning på 1,6% jämfört med Andra AP-fonden 0,7%, Tredje AP-fonden 0,8% och Första AP-fonden 1,2%. Det här innebär att skillnaden i förvaltad kapital mellan de fyra fonderna sedan 2001 var som störst 2007 på SEK 20 miljarder och att skillnaden sedan 2007 minskat till SEK 6,6 miljarder (Bild 9).

Bild 9

Relativ utveckling för Första till Fjärde AP-fonderna över tid 2001¹-2011



¹ Avser 1 juli 2001; 2 31 december
KÄLLA: AP-fonderna; McKinsey-analys

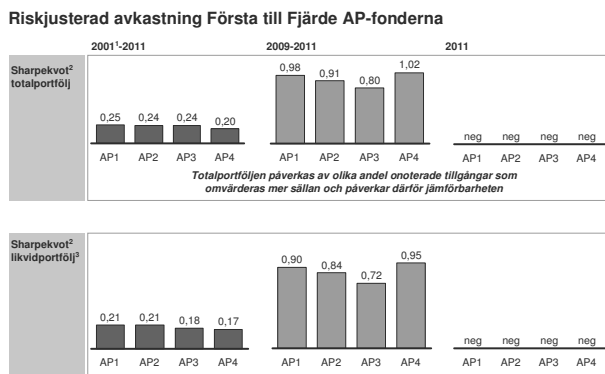
Det bedöms också vara intressant att analysera fondernas risktagande i förvaltningen för att uppnå sin avkastning. En viktig risk fonderna är utsatta för och som styrs av fondernas val av investeringsstrategi är marknadsrisken¹. Ett sätt att bedöma vilken marknadsrisk fonderna tagit i relation till sin uppnådda avkastning är att beräkna den så kallade "sharpe-kvoten"². En analys av fondernas sharpe-kvoter försvaras av att fonderna har olika andel onoterade tillgångar i portföljen, vilka till skillnad från noterade tillgångar inte värderas dagligen och därmed drar ner portföljens volatilitet. Fondernas sharpe-kvoter har beräknats både för fondernas totalportfölj och för fondernas likvidportfölj (den

¹ Definieras som risken att värdet på en tillgång förändras drivet av förändringar i värderingen av de underliggande tillgångarna. Fonderna utsätter sig också för andra risker, till exempel motpartsrisker, operationella risker och systemrisker

² Sharpe-kvoten beräknas som skillnaden mellan fondens avkastning och den riskfria räntan dividerat med fondens volatilitet och benämns oftast riskjusterad avkastning

sistnämnda består endast av noterade tillgångar med dagliga värderingar). Vidare är sharpe-kvoten endast relevant att jämföra om den är positiv och beräknas därför bara över perioder när avkastningen överstiger den riskfria räntan. Av den anledningen har sharpe-kvoten för Första till Fjärde AP-fonderna beräknats för 2001-2011 samt för 2009-2011. Baserat på Första till Fjärde AP-fondernas sharpe-kvoter förefaller det som att Första AP-fonden har skapat den högsta riskjusterade avkastningen 2001-2011 och Fjärde AP-fonden den högsta riskjusterade avkastningen 2009-2011 (Bild 10). Skillnaderna mellan fonderna är dock begränsad.

Bild 10



¹ 1 juli 2001

² Sharpekvot baserad på årlig avkastning före kostnader, 2001-2010 12 månaders svensk skuldväxel och 2011 en 2-årig svensk statsobligation samt antagande om 260 handelsdagar. Sharpekvoten definieras som riskpremien (fondens avkastning minus den riskfria räntan) dividerat med fondens risk (måts med standardavvikelsen)

³ Likvidportföljen definieras som placeringstillgångar exklusive de alternativa investeringar som inte har dagliga värderingar

KÄLLA: AP-fonderna; McKinsey-analys

Ett annat riskmått är Value at Risk (VaR), som anger den maximala förlust som portföljen riskerar att göra under en dag¹. Alla fonderna redovisar VaR idag, men det finns skillnader i hur fonderna definierar VaR. En beräkning av VaR visar att Andra och Tredje AP-fonden båda hade en genomsnittligt VaR 2011 som andel av totalt kapital på 0,74%, jämfört med 1,13% för Första AP-fonden och 1,21% för Fjärde AP-fonden.²

¹ Givet ett 95% konfidensintervall. VaR drivs huvudsakligen av volatiliteten i marknaden, korrelationen mellan tillgångslagen och positionsförändringar i portföljen

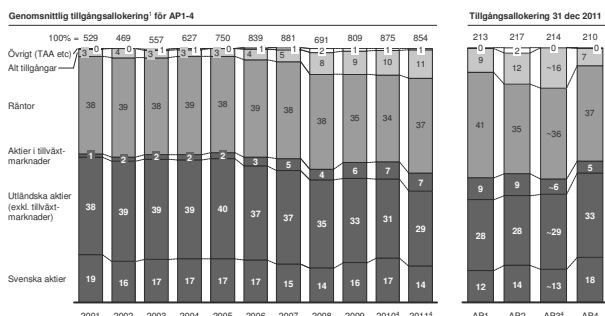
² Jämförbarheten påverkas av att fonderna använder olika risksystem och mätsätt. Resultatet ska därför läsas som indikativt för skillnaderna i VaR mellan fonderna. En jämförelse försvåras bland annat av att fonderna använder olika approximationer för att beräkna VaR för onoterade tillgångar

Första till Fjärde AP-fonderna arbetar idag på olika sätt med aktiv förvaltning, vilket försvårar traditionella jämförelser mellan fonderna. 2011 genererade Första, Tredje och Fjärde AP-fonderna positiv avkastning från sin aktiva förvaltning före kostnader, men Andra AP-fonden genererade negativ avkastning. Under den senaste femårsperioden har Första, Tredje och Fjärde AP-fonderna genererat en positiv ackumulerad aktiv avkastning före kostnader, medan Andra AP-fonden har genererat en negativ ackumulerad aktiv avkastning. Resultaten från fondernas aktiva förvaltning presenteras i mer detalj i kapitel 4-7 om respektive fond.

Bild 11

Faktisk tillgångsallokering Första till Fjärde AP-fonderna

% av fondernas faktiska portfölj; 100% = SEK miljarder



1 Årlig genomsnittlig tillgångsallokering
 2 Överrymsmandat, TAA, etc.
 3 Alternativa tillgångar består av fastigheter, Private Equity, Hedgefonder, konvertibler (Från 2009 för AP2), "Nya Strategier" (till exempel katastrofobligationer, Micro-cap-fond, konvertibelfond för AP3)
 4 Tillgångsallokeringen för AP3 2010-11 är indikativ då en exakt konvertering av riskklasser till tillgångsklasser ej kan göras
 KÄLLA: AP-fonderna; McKinsey-analys

Första till Fjärde AP-fondernas aggregerade faktiska tillgångsallokering har sedan 2001 varit relativt stabil, men med ett par tydliga trender. Andelen svenska aktier har varierat mellan 19% och 14% och utländska aktier mellan 36% och 42% (Bild 11). Fonderna har inom utländska aktier ökat andelen aktier i tillväxtmarknader successivt och vid utgången av 2011 hade fonderna 7% investerat i aktier i tillväxtmarknader. Fondernas aktieallokering skiljer sig dock fortfarande från den globala aktiemarknaden, med övervikt i Sverige och undervikt i tillväxtmarknader.

Sedan 2005 har fonderna också successivt ökat allokeringen till alternativa tillgångar från 3% till 11% och 2011 minskade fonderna sin allokering till svenska och utländska aktier (exklusive tillväxtmarknader) till förmån för räntor och alternativa tillgångar. Givet fondernas ambition att fortsätta öka fokus på alternativa tillgångar kan andelen alternativa tillgångar förväntas fortsätta öka i framtiden. Fonderna begränsas dock av sina placeringsregler, som bland annat reglerar hur mycket fonderna får investera i onoterade

tillgångar (maximalt 5% av det investerade kapitalet). För investeringar i fastigheter finns inga begränsningar, vilket fonderna utnyttjat för att öka andelen alternativa tillgångar.

En jämförelse av fonderna vid utgången av 2011 visar att Fjärde AP-fonden har 56% av kapitalet investerat i noterade aktier, varav 18% av kapitalet investerat i noterade svenska aktier, vilket är högst bland de fyra fonderna. Som jämförelse har de tre andra fonderna mellan 48% och 51% av kapitalet investerat i noterade aktier och 12% till 14% investerat i noterade svenska aktier. Det är värt att notera att Tredje AP-fonden från och med 2010 baserar sin allokering på riskklasser istället för tillgångsklasser, varför angiven tillgångsallokering för fonden är approximativ.

□ □ □

Under 2011 har Första till Fjärde AP-fonderna fortsatt att utveckla sina förvaltningsmodeller för att göra dem mer dynamiska och robusta genom diversifiering, vilket är ett arbete som fonderna påbörjade 2008-2009. Dessa förändringar bedöms öka fondernas förutsättningar att kunna hantera marknader med stora svängningar och att skapa långsiktigt hög riskjusterad avkastning om de över tid implementeras framgångsrikt. Samtidigt indikerar utvärderingar av fondernas verksamhet de senaste åren att det finns viktiga utvecklingsmöjligheter både avseende fondernas regelverk och fondernas operativa verksamhet. Mot den bakgrunden bedöms följande frågeställningar vara viktiga att diskutera för att fortsätta utveckla Första till Fjärde AP-fondernas verksamhet:

- **Vad är fondernas optimala uppdrag, placeringsregler och fondstruktur för att framåt skapa bästa möjliga förutsättningar för hög riskjusterad avkastning?** Baserat på utvärderingarna av fondernas verksamhet de senaste fyra åren bedöms det finnas en stor förbättringspotential i att säkerställa att fondernas uppdrag och placeringsregler är optimala med hänsyn till fondernas roll i pensionssystemet och utvecklingen på kapitalmarknaderna under de senaste tio åren. Jämförelser med utländska pensionsfonder visar bland annat att AP-fondernas tillgångsallokering skiljer sig, vilket i hög utsträckning bedöms vara drivet av AP-fondernas placeringsregler som är oförändrade sedan fonderna startades för tio år sedan. Det kan också finnas förbättringsmöjligheter genom att införa en annan fondstruktur än dagens struktur med fyra självständiga fonder, givet outnyttjade kompetens- och kostnadssynergier mellan fonderna. Dessa måste dock vägas mot det ursprungliga motiven för självständiga fonder (diversifiering, intern konkurrens och maktfördelning). Den statliga utredning om AP-fondernas regelverk som inleddes under 2011 adresserar dessa frågor.
- **Hur kan fonderna i sin operativa verksamhet fortsätta utvecklas för att skapa bästa möjliga förutsättningar för hög riskjusterad avkastning?** Fonderna kan också inom ramen för dagens regelverk fortsätta utveckla sina förvaltningsmodeller

och investeringsstrategier för att förbättra förutsättningarna att skapa hög riskjusterad avkastning. Under de senaste åren har fonderna ökat samarbetet sinsemellan och med andra aktörer, exempelvis genom saminvesteringar i fastigheter. En frågeställning är om fonderna ytterligare kan öka samarbetet med andra aktörer (till exempel utländska statliga pensionsfonder) och/eller sinsemellan för att gå efter nya investeringsmöjligheter och utveckla nya kompetenser, till exempel inom alternativa tillgångar och dynamisk allokering. Det här bedöms som viktigt eftersom det är svårare att bygga ledande kompetens inom de här områdena i varje enskild fond. En annan frågeställning är om jämförbarheten och därmed transparensen och lärandet mellan de fyra fonderna kan öka genom att införa fler jämförbara nyckeltal. Det här skulle kunna innefatta redovisning av mått på fondernas risktagande med gemensamma definitioner, till exempel årlig genomsnittlig Value at Risk relativt investerat kapital och redovisning av Sharpekvoter för total- respektive likvidportföljen. Det bedöms också viktigt att fonderna framåt följer upp och redovisar resultaten av sina dynamiska allokeringsbeslut. Första, Tredje och Fjärde AP-fonderna har utvecklat uppföljningsmodeller som från 2012 används för att följa upp sina dynamiska investeringsbeslut. Uppföljningsmodellerna bedöms lämpliga för att följa upp den dynamiska förvaltningen, men det finns stora skillnader mellan modellerna. Andra AP-fonden särskiljer ej sina dynamiska investeringsbeslut från långsiktiga förändringar i den strategiska portföljen. Det kan också övervägas om vissa gemensamma principer för uppföljning av den dynamiska förvaltningen bör utarbetas för att öka transparensen och lärandet, utan att påverka fondernas särprägel i förvaltningsmodell och investeringsstrategi (till exempel avseende val av referensportföljer och tidsperiod för utvärdering).

SJÄTTE AP-FONDEN 1997-2011

Sjätte AP-fonden är en av fem buffertfonder i det svenska inkomstpensionssystemet, men skiljer sig från de andra fyra buffertfonderna i flera avseenden. Sjätte AP-fondens uppdrag¹ är att uppnå hög avkastning med tillfredställande riskspridning genom att investera i riskkapital främst i Sverige. Sjätte AP-fonden är också en stängd fond utan in- och utflöden. Detta gör att fonden behöver arbeta med likviditetsplanering för att kunna göra uppföljningsinvesteringar i portföljbolag, nyinvesteringar och täcka löpande kostnader.

Sjätte AP-fonden har historiskt vid flera tillfällen genomfört förändringar i strategi och organisation och 2011 markerar början på ett nytt kapitel i Sjätte AP-fondens historia. I april 2011 fick fonden en ny VD och i maj tre nya styrelseledamöter (av totalt fem ledamöter), inklusive ny ordförande och vice ordförande. Tillsammans har den nya

¹ Sjätte AP-fondens uppdrag beskrivs lagarna 2000:193 och 2007:709 samt tillhörande förarbeten

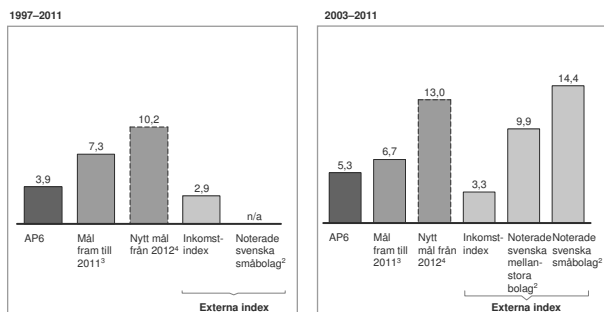
styrelsen och VD under året genomfört flera viktiga förändringar i strategi och organisation:

- Fondens tolkning av ägarens uppdrag förtydligades till att Sjätte AP-fonden ska skapa en "långsiktigt hög avkastning och hålla en tillfredsställande riskspridning genom placering på riskkapitalmarknaden". Därmed släpptes skrivningen att fonden skulle investera i små och medelstora svenska tillväxtföretag för att därigenom bidra till utvecklingen i svenskt näringsliv.
- Efter en genomlysning av fondens bolagsportfölj skrevs värdet på fondens portfölj med expensionsbolag ner med SEK ~2 miljarder.
- En ny investeringsstrategi togs fram som innebär fokus på långsiktiga investeringar i onoterade bolag genom två huvudtyper av investeringar: direkta investeringar i mer mogna och kassaflödespositiva bolag på den svenska marknaden och investeringar i fonder på den nordiska marknaden som investerar både i tidiga och mer mogna investeringsfaser. Fondens mål är att kunna skapa ett affärsflöde och en kompetensöverföring mellan de två typerna av investeringar.
- En ny organisation utvecklades där de två affärsområdena Företagsinvesteringar och Fondinvesteringar ersätter den gamla strukturen med sju affärsområden. Fyra kommittéer införs också för att säkerställa god balans mellan investeringar och riskhantering i fondens verksamhet. Fonden genomförde flera nyrekryteringar och ett antal personer lämnade fonden under 2011.
- Ett nytt långsiktigt avkastningsmål för hela fonden togs fram. Det nya målet införs 2012 och definieras som SHB Nordix All-Share Portfolio Index plus 2,5%. Det nya målet kan jämföras med fondens gamla mål som uppgick till reporäntan plus en riskpremie på 4,5%. För perioden 2003-2011 uppgick det gamla målet till 6,7% per år och det nya målet till 13,0% per år.

I och med dessa förändringar har fondens nya ledning satt riktlinjerna för fondens verksamhet framåt och nästa steg för fonden under 2012 är att detaljera den nya strategin och påbörja implementeringen (till exempel vilka typer av investeringar fonden ska fokusera på och hur fonden ska skapa mervärde jämfört med konkurrenterna per affärsområde).

Fondens kapital uppgick vid utgången av 2011 till totalt SEK 18,5 miljarder, varav SEK 17,3 miljarder var investerat i fondens investeringsverksamhet och SEK 1,2 miljarder låg i fondens likviditetsportfölj. Sjätte AP-fondens totala kapital har 1997-2011 vuxit med SEK 8,1 miljarder, vilket motsvarar en avkastning efter kostnader på 3,9% per år. Under perioden 2003-2011, då en majoritet av fondkapitalet har varit investerat i fondens investeringsverksamhet, har Sjätte AP-fondens avkastning efter kostnader varit 5,3% per år. Det är lägre än fondens avkastningsmål som gällde fram till och med 2011 och flera externa aktiemarknadsindex för medelstora och små svenska bolag. Det är också väsentligt lägre än fondens nya avkastningsmål som gäller från och med 2012. Fondens avkastning var dock högre än inkomstindex (Bild 12).

Bild 12

Resultat Sjätte AP-fondens totala portfölj 1997–2011Genomsnittlig årlig avkastning¹ efter totala kostnader, Procent¹ Nettoavkastning delat på ingående kapital² Total return MSCI Swedish Small Cap (för svenska småbolag) och MSCI Mid Cap (för svenska mellanstora bolag)³ Låpängst avkastningsmål sedan 2003, 4,5% plus reporänta. Före 2003 var målet ett börsindex. Under 1997-2011 var reporäntan 2,20% per år⁴ Nytt avkastningsmål representerat på AP6 historik. Under 2011 har nya högre avkastningsmål satts upp för fonden som utgår av SHB Nordix All-Share + riskpremie om 250 bps baserat på fondens riskprofil och kassaökning under perioden

KÄLLA: Sjätte AP-fonden; Datastream; McKinsey-analys

Sjätte AP-fondens investeringsverksamhet genererade under perioden 2003-2011 en avkastning efter kostnader på 7,0% per år (Bild 49, Kapitel 8). Fondens avkastning i investeringsverksamheten är i hög grad driven av marknadssegmentet mogna bolag, som genererade 16,5% avkastning per år 2003-2011, medan expensionsbolag och noterade småbolag genererade -16,0% respektive 10,5%¹ avkastning per år 2003-2011. Avkastningen på expensionsbolag påverkas i hög utsträckning av nedskrivning av värdet på fondens expensionsbolagsportfölj 2011. Jämfört med fondens nya avkastningsmål som gäller från 2012 överträffade segmenten mogna bolag och noterade småbolag målen.

Fondens kostnader under 2003-2011 har varierat mellan SEK 130 och 180 miljoner per år (0,74%-1,40% av förvaltad kapital per år). 2011 uppgick fondens kostnader till SEK 143 miljoner (0,74%).

□ □ □

Sjätte AP-fonden har historiskt genererat en avkastning som är lägre än sina mål och olika externa marknadsreferenser som bedöms vara relevanta för verksamheten. Förändringarna i strategisk inriktning och organisation som Sjätte AP-fonden beslutat under 2011 bedöms adressera flera av de frågeställningar som identifierades i

¹ Noterade småbolag introducerades i portföljen vid utgången av 2005

fördjupningsområdet om Sjätte AP-fonden i förra årets utvärdering. Den nya inriktningen bedöms syfta till att investeringsstrategin ska bli mer fokuserad och fondens nya avkastningsmål bedöms vara mer lämpligt. Det blir viktigt att fonden under 2012 detaljerar och börjar implementera den nya strategiska inriktningen framgångsrikt. Frågeställningen som i förra årets utvärdering identifierades kring Sjätte AP-fondens uppdrag och placeringsregler är riktad på fondens uppdragsgivare och ligger inom ramen för den statliga utredningen om AP-fondernas regelverk genomförs under 2012.

Baserat på årets grundläggande utvärdering av Sjätte AP-fondens verksamhet och de förändringar som fonden börjat genomföra under 2011 har två frågor identifierats som bedöms viktiga för att fortsätta utveckla fondens verksamhet inom ramen för dagens uppdrag:

- **Vad bör Sjätte AP-fondens strategi för direkta företagsinvesteringar vara för att säkerställa att fonden är maximalt konkurrenskraftig framåt?** När fonden framåt ska detaljera och implementera den nya strategiska inriktningen bedöms en nyckelfråga vara hur Sjätte AP-fonden ska positionera sig för att vara maximalt framgångsrik i direkta företagsinvesteringar i mogna svenska bolag på en marknad som karaktäriseras av hög konkurrens. En direktinvestering riskkapitalinvestering kan prestera bättre än sina konkurrenter bland annat genom att ha tillgång till investeringar som andra investerare inte har, attrahera den bästa kompetensen till investeringsorganisationen, företagsledningarna och styrelserna i sina portföljbolag samt utveckla ledande arbetssätt för att utvärdera nya investeringar och stödja sina portföljbolag i värdeskapandet. En bedömning av fondens möjligheter att bli ledande inom dessa områden bedöms viktig för att styra fondens framtida strategi för direktinvesteringar, till exempel avseende fondens relativa fokus på företagsinvesteringar jämfört med fondinvesteringar och vilka samarbetspartners fonden bör söka för direkta företagsinvesteringar.
- **Hur bör Sjätte AP-fonden operationalisera sitt nya avkastningsmål när det införs 2012?** Vid implementering av fondens nya avkastningsmål bedöms det vara viktigt att detaljera hur fonden ska arbeta med avkastningsmål och uppföljning för olika typer av investeringar. En frågeställning är till exempel om fonden bör använda olika mål för olika typer av direktinvesteringar i mogna bolag och fondinvesteringar i mogna bolag och expansionsbolag för att reflektera olika riskprofiler. En annan frågeställning berör hur fonden bäst kan hantera uppföljningen av resultat för olika delar av portföljen, givet att det kommer ta lång tid innan fonden består av investeringar gjorda med på den nya strategin.

SJUNDE AP-FONDEN 2001-2011

Sjunde AP-fonden är det statliga alternativet i premiepensionssystemet. Pensionsmedlen kommer från sparare som avstått från att välja fonder eller sparare som aktivt valt ett långsiktigt pensionssparande i statlig regi. Från maj 2010 har Sjunde AP-fonden på

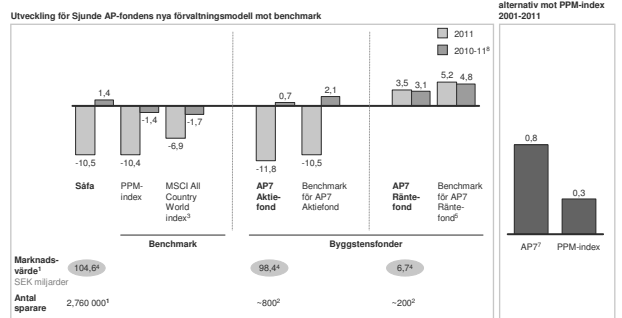
Riksdagens uppdrag förnyat det statliga erbjudandet i premiepensionssystemet med målsättningen att den sammanlagda statliga pensionen ska bli högre. I och med detta ersattes Premiesparfonden och Premievals-fonden av Sjunde AP-fondens så kallade byggstonsfonder AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond. Sex nya produkter lanserades, varav AP7 Såfa¹ är förvalsalternativet för dem som inte aktivt väljer en förvaltare i premiepensionssystemet. De övriga fem produkterna (liksom Såfan) kan väljas i konkurrens med premiepensionssystemets övriga ~800 fonder. Målet för AP7 Såfa är att generera en avkastning som överstiger PPM-index² och målet för AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond är att slå sina respektive jämförelseindex.

Under 2011 har Sjunde AP-fonden genomfört flera förändringar. Fonden rekryterade en ny senior risk manager för att öka fondens fokus på riskhantering samt en ny chefsstrateg med ansvar för taktisk allokering och den dynamiska hävstången. Fonden beslutade också att reducera VDs mandat för den dynamiska hävstången i AP7 Aktiefond från bandbredden 100-170% till 140-160% (+/-10% från den långsiktiga strategiska inriktningen på 150%). Fonden introducerade också en ny kommunikationsstrategi med ökat fokus på information till spararna, framförallt om förvalsalternativet.

Bild 13

Utveckling för Sjunde AP-fondens nya förvaltningsmodell 24 maj 2010 – 31 dec 2011 och ickevalsalternativet 2001-2011

Årlig avkastning; Procent



¹ 31 december 2011; ² 31 december 2010. Avser de sparare som aktivt valt att investera hela eller delar av sin portfölj i en av byggstonsfonderna (investeringar via Såfa och statens kundportföljer ej inkluderade); ³ I SEK men ej valutasäkrat; ⁴ Övrigt kapital investerat via Fjärrligg, Balanserat och Offshore; ⁵ MSCI13 för 2010 och HnT74 för 2011; ⁶ AP7s benchmark för AP7 Aktiefond kommer ett normalt bestå av 1 x MSCI ACWI (i SEK) + 0,5 x MSCI ACWI (i USD). För 2010 är benchmark anpassad för hävstångens successiva uppbyggnad under året; ⁷ Ulgörs av PSF (jan 2001-maj 2010 och Såfa maj 2010- dec 2011); ⁸ 24 maj 2010 – 31 dec 2011

KÄLLA: Sjunde AP-fonden, AP7 Årsredovisning; McKinsey-analys

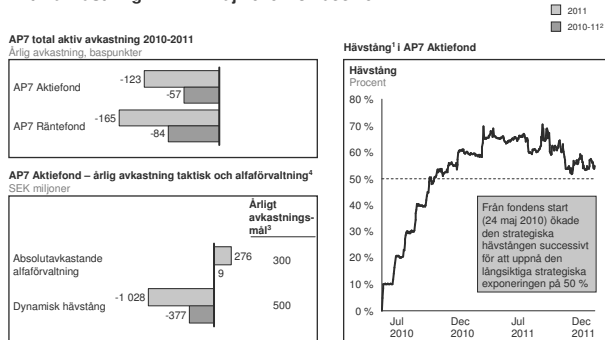
¹ Såfa står för Statens Årskullförvaltningsinitiativ. Statens icke-valsalternativ var fram till maj 2010 Sjunde AP-fondens Premiesparfond. Såfan kan också aktivt väljas

² Definieras som den genomsnittliga fondavkastningen i premiepensionssystemet

Sjunde AP-fonden förvaltade vid slutet av 2011 26,7% av totala premiepensionssystemets kapital, vilket motsvarar SEK 105 miljarder. Under perioden 24 maj 2010 till 31 december 2011 genererade förvalsalternativet Såfa i genomsnitt en avkastning på 1,4% per år, medan PPM-index hade en genomsnittlig avkastning på -1,4% per år. 2011 var avkastningen på Såfa -10,5%, jämfört med -10,4% för PPM-index. Under hela perioden 2001-2011 har därmed Sjunde AP-fondens ickevalsalternativ¹ i genomsnitt avkastat 0,5 procentenheter mer än PPM-index per år. Sjunde AP-fondens två byggstensfonder AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond har båda genererat en lägre avkastning än sina respektive jämförelseindex under perioden 24 maj 2010 till 31 december 2011 (Bild 13).

Bild 14

Aktiv avkastning AP7 24 maj 2010 – 31 dec 2011



¹ Inkluderar strategisk hävstång samt dynamisk hävstång. 31 december 2011 var den strategiska hävstången 54,8 % (exponering SEK 54 miljarder) och den dynamiska hävstången 4,8 % (exponering SEK 5 miljarder)
² Arismetrisk snitt
³ Absolutavkastande alfaförvaltning har ett årligt avkastningsmål medan den dynamiska hävstången utvärderas i genomsnitt över en 5-årsperiod
⁴ Aktiefondens alfa-avkastning i form av avvikelser från den strategiska inriktningen i betapotföljen genom exempelvis rebalanseringseffekter inte inkluderat (-36 baspunkter 2011)

KÄLLA: Sjunde AP-fonden; McKinsey-analys

Den aktiva avkastningen 2011 för Sjunde AP-fondens Aktiefond respektive Räntefond var -123 och -165 baspunkter, vilket betyder -57 respektive -84 baspunkter per år för perioden 24 maj 2010 till 31 december 2011. De två främsta källorna till den aktiva avkastningen i AP7 aktiefond under 2011 var den absolutavkastande alfaförvaltningen och den dynamiska hävstången, vilka avkastade SEK 276 miljoner respektive SEK -1 028 miljoner under 2011. Det är under fondens avkastningsmål för aktiv förvaltning. Fondens mål för den absolutavkastande alfaförvaltningen är SEK 300 miljoner per år och för den dynamiska hävstången i genomsnitt SEK 500 miljoner per år över fem år.

¹ Premiesparfonden jan 2001-maj 2010 och Såfa maj 2010- dec 2011

Kostnader (inklusive courtage)¹ som andel av genomsnittligt kapital uppgick 2011² till 0,28% för AP7 Aktiefond (0,24% 2010) och 0,09% för AP7 Räntefond (0,09% 2010). Förvaltningsavgiften för AP7 Aktiefond respektive AP7 Räntefond uppgick 2011 till 0,15% respektive 0,09% av fondens förmögenhet. Genomsnittlig förvaltningsavgift hos de 778 fonder som ingick i PPM-systemet 31 december 2011 var 0,30%³.

□ □ □

2011 var det första året som Sjunde AP-fonden bedrev sin nya förvaltningsmodell och fonden har fortsatt utveckla modellen. Sedan starten 2001 har fondens ickevalsalternativ genererat en högre avkastning än PPM-index till en lägre genomsnittlig förvaltningsavgift. Baserat på årets grundläggande utvärdering bedöms följande frågeställningar vara viktiga att diskutera för att utveckla fondens verksamhet framåt:

- **Vad är rätt strategi för Sjunde AP-fonden framåt avseende aktiv förvaltning?** Sjunde AP-fonden har under de senaste åren förändrat sin modell för aktiv aktieförvaltning från traditionell förvaltning med ”long-only” mandat till en modell med två komponenter: en absolutavkastande alfa-förvaltning och en dynamisk hävstång. Som redovisats i tidigare års utvärderingar skapade fonden med den gamla modellen negativ aktiv avkastning 8 av 10 år under perioden 2001-2010 och sedan den nya modellen infördes i maj 2010 har fonden fortsatt generera negativ aktiv avkastning, drivet av resultaten från den dynamiska hävstången. Mot den bakgrunden bedöms en frågeställning vara om Sjunde AP-fonden har förutsättningar att framåt generera tillfredställande aktiv avkastning med den nya modellen och i vilken utsträckning och i vilken form den aktiva förvaltningen bör bedrivas framåt.
- **Kan Sjunde AP-fonden fortsätta utveckla kommunikationen kring den nya förvaltningsmodellen?** Under 2011 introducerade fonden en ny kommunikationsstrategi med ökat fokus på information till spararna, framförallt om fondens förvalsalternativ Såfa. I och med detta beslutade fonden också att förstärka kompetensen och lyfta in ansvaret för kommunikationen i organisationen som tidigare hanterades det med hjälp av en extern konsult. Fondens ickevalsalternativ har genererat högre avkastning än PPM-index och haft lägre kostnader än den genomsnittliga fonden i premiepensionssystemet. Samtidigt bedöms fondens produkter vara relativt svåra att förstå för en pensionssparare (till exempel den dynamiska hävstången och åldersförvaltningen) och inte mer än ca 16 000 pensionssparare har hittills valt någon av fondens produkter som erbjuds aktiva väljare. En frågeställning är om fonden ytterligare kan utveckla kommunikationen

¹ Inkluderar förvaltningskostnader och övriga transaktionsrelaterade avgifter (definierat som TKA, totalkostnadsandel)

² Avser perioden 24 maj till 31 december 2010

³ Avser förvaltningsavgifter brutto (0,85%) samt rabatter (0,55%)

kring sina produkter. Det kan vara att tydliggöra hur de är utformade, till exempel kring Såfas komposition och riskprofil jämfört med andra fonder i premiepensionssystemet för att säkerställa god transparens och förståelse bland pensionsspararna. Det kan också vara att kommunicera mer till aktiva väljare genom att utnyttja fondens relativt goda avkastning och låga förvaltningskostnader jämfört med de privata fonderna i premiepensionssystemet.

4. Grundläggande utvärdering av Första AP-fonden

I det här kapitlet presenteras resultaten från den grundläggande utvärderingen av Första AP-fondens verksamhet 2011. Den grundläggande utvärderingen fokuserar på att beskriva fondens förvaltningsmodell, nyckelhändelser 2011 och den totala avkastningen samt värdet av strategiska beslut och aktiv förvaltning 2001¹-2011.

FÖRSTA AP-FONDENS FÖRVALTNINGSMODELL OCH NYCKELHÄNDELSER 2011

Första AP-fonden är en av fem buffertfonder i det svenska inkomstpensionssystemet. Styrelsen har satt ett nominellt totalavkastningsmål på 5,5% efter kostnader mätt över en rullande femårsperiod. Fonden har inget uttalat avkastningsmål för sin aktiva förvaltning utan ser den aktiva förvaltningen som en del av fondens strategi att skapa en hög totalavkastning till låg risk.

Första AP-fonden har under 2011 fortsatt att utveckla sin nya förvaltningsmodell som infördes 2009-2010 och gjorde under året en översyn av förvaltningsorganisationen och nya beslutsprocesser. Förvaltningsorganisationen delas in i tillgångsallokering och fyra förvaltningsenheter: Exponering, Aktieförvaltning, Ränte- och valutaförvaltning samt Extern förvaltning. För att samordna förvaltningen har fonden infört en CIO²-roll som för närvarande innehas av VD. I den nya organisationen tas beslut om förvaltningsstrategier i en Portföljgrupp som består av CIO, chefen för fondens tillgångsallokering och ansvariga för fondens fyra enheter i kapitalförvaltningen. Syftet med de nya arbetssätten är att bidra till tydligare ansvarsområden, mer strukturerade processer och mer motiverade medarbetare. Vid utgången av 2011 hade organisationen 46 anställda varav 20 inom förvaltningen. År 2010 hade fonden 44 anställda varav 20 inom förvaltningen (Bild 15).

Investeringsfilosofin i fondens förvaltningsmodell bygger på ledorden helhetssyn, långsiktighet, uthållighet, fundamental analys och intern förvaltning (Bild 16). Den nya förvaltningsmodellen fokuserar på absolut avkastning snarare än relativ avkastning. En av grundtankarna med fondens förvaltningsmodell är att göra förvaltningen mer dynamisk för att kunna anpassa allokeringen efter förändringar på marknaderna och på så sätt agera snabbare för att ta vara på avkastningsmöjligheter och hantera risker allt i syfte att uppnå en robustare portfölj.

¹ Avser 1 juli 2001

² Chief Investment Officer, dvs fondens investeringschef

Bild 15

Beskrivning av Första AP-fonden 2011

■ Aktier □ Räntebärande tillgångar □ Alternativa tillgångar

Uppdrag och mål

Uppdrag

- Fungera som buffert i pensionsystemet
- Maximera avkastningen till låg risk för pensionsystemet
- Inte ta närings- eller ekonomiskpolitisk hänsyn
- Ta hänsyn till etik och miljö i placeringsverksamheten utan att göra avkall på det övergripande målet om hög avkastning

Mål

- Genomsnittlig avkastning efter kostnader på 5,5 procent per år mått över en rullande femårsperiod på den totala portföljen

Marknadsvärde per tillgångslag 31 december 2011¹
100% = SEK 213 miljarder

Förvaltningsstrategi

- Investeringsfilosofin bygger på ledorden helhetssyn, lång placeringshorisont, fundamental analys och intern kompetens med fokus på en robustare portfölj, som bättre tål scenarier av högre inflation och lägre tillväxt, och totalavkastning
- Fonden arbetar med en strategisk vy som bryts ned i olika tidshorisonter
 - Strategisk inriktning (5 års sikt) – långsiktig strategisk inriktning
 - Planeringsportfölj (1-1,5 års sikt) – korverter strategisk inriktning som anger styrningen av den existerande portföljen
 - Interna och externa mandat (löpande) – används av VD för att styra förvaltningen
- Baserat på strategiska inriktningen och planeringsportföljen ger styrelsen ett riskmandat till VD
 - Riskmandatet är uttryckt som ett allokeringensmandat runt den faktiska portföljen och planeringsportföljen samt avvikelser inom tillgångslag från planeringsportföljens index
- Förvaltningen av kapital sker internt och externt med absoluta och relativa mandat

Organisation

- 46 anställda 2011 (44 år 2010) varav 20 (20 år 2010) i förvaltningen

1 Skjuter sig aningen från den faktiska exponeringen, exempelvis exponeringen mot svenska aktier var 12,6% mot 12,4% som var faktiska andelen
KÄLLA: Första AP-fonden

Bild 16

Första AP-fondens förvaltningsmodell 2011

Investeringsfilosofi	Förvaltningsmodellens byggpelare
<p>Lång placeringshorisont och helhetsyn genomgår verksamheten</p> <p>En lång placeringshorisont kräver uthållighet</p> <ul style="list-style-type: none"> Analys och framförhållning är en förutsättning för proaktivt agerande En robust portfölj underlättar långsiktigt agerande <p>Investeringarna styrs av fundamental analys</p> <ul style="list-style-type: none"> Förväntad avkastning och fondens riskprofil är viktigt <p>Intern förvaltning utgör basen för fondens verksamhet</p> <ul style="list-style-type: none"> Självständig och oberoende analys Tydliga ansvar och mål. Beslut fattas av individer Extern förvaltning är ett komplement 	<p>Lång sikt – Strategisk inriktning – 5 års sikt</p> <ul style="list-style-type: none"> Den strategiska inriktningen tar avstamp i ALLM-analysen (~ 40 års sikt) och utgår de två första stegen i strategiprocessen: <ul style="list-style-type: none"> ALLM-analys förordas genom att tillgångslag som inte har kontinuerliga marknadspriser modelleras för optimering i löpande En konjunkturell analys genomförs De två perspektiven sammanvägs sedan i den strategiska inriktningen som sätts samman av Portföljgruppen som sedan beslutas av styrelsen Utvärderas en gång per år och anger inriktningen för Planeringsportföljen <p>Medelfristig sikt – Planeringsportföljen 1-1,5 års sikt</p> <ul style="list-style-type: none"> Planeringsportföljen är den medelfristiga portföljen som anger inriktningen för förvaltningen <ul style="list-style-type: none"> Portföljen visar prognosen för önskad portfölj om 1-1,5 år Planeringsportföljen baseras på strategiprocessens två första steg samt en bedömning om möjlig implementering (hänsyn tas till marknadspriser, likviditet, kostnader och andra restriktioner för allokering av portföljen) Fastställs i Portföljgruppen antingen, eller vid behov, och används för att röra sig mot den strategiska inriktningen Utifrån den strategiska inriktningen och Planeringsportföljen ger styrelsen ett riskmandat till VD. Planeringsportföljen används som indexportfölj vid styrelserapportering för riskuppföljning <p>Kort sikt – beslutsprocessen 1-3 månaders sikt</p> <ul style="list-style-type: none"> CIO och chefen för tillgångsallokering styr förvaltningen med interna och externa mandat som beror strategisk allokering, strategisk förvaltning och operativ förvaltning. Affärsansvarig beslutar om strategi i portföljgruppen efter en bred beredningsprocess i organisationen <ul style="list-style-type: none"> Strategisk allokering: beslut om tillgångsfördelningen mellan aktier, räntor och alternativa tillgångar samt storleken på valutaxponeringen och portföljens duration Strategisk förvaltning: beslut om allokeringen, strategier och förvaltningsformer inom respektive tillgångslag Operativ förvaltning: beslut i den faktiska förvaltningen i förhållande till valda strategier <p>Utvärdering</p> <ul style="list-style-type: none"> För att beskriva portföljens resultat sker en utvärdering på flera nivåer med olika tidshorisonter <ul style="list-style-type: none"> Totala portföljen i förhållande till mål, rikdomsindex, värdsmarknadsindex och jämförbara kapitalförvaltare, utvärderingshorisont 5-10 år Totala portföljen i förhållande till möjliga portföljer inom VD:s riskmandat, utvärderingshorisont 3-5 år (må vara inom topkvartilen av möjliga portföljer) Portföljbeslut uppdelat på strategisk allokering, strategisk förvaltning och operativ förvaltning, tidshorisont 3-5 år Affärsansvarig förvaltning i förhållande till utfärdade mandat, utvärderingshorisont 3-5 år

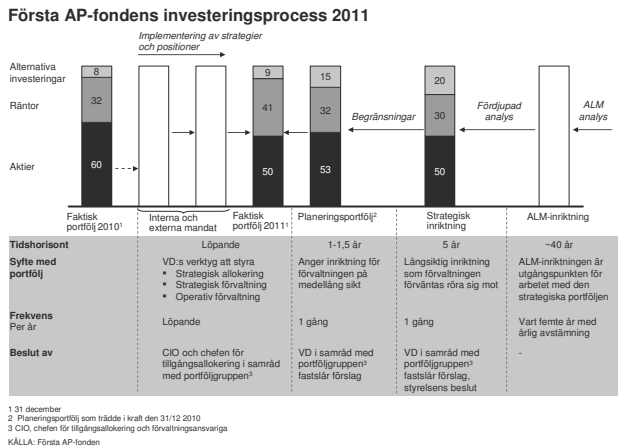
1 Investeringsledningen har ersatt strategikommittén och består av VD samt cheferna för Externförvaltning och Allokeringsenheten

2 Beskrivde med hjälp av Moritz Carlo Smulders

KÄLLA: Första AP-fonden

Fondens förvaltningsmodell består av tre delar som under 2011 har vidareutvecklats (Bild 17).

Bild 17



Förvaltningsmodellen utgår från fondens Strategiska inriktning som sätts på 5 års sikt och som väger samman fondens långsiktiga ALM-analysis¹ och en konjunkturell analys. Baserat på den Strategiska inriktningen tar fonden fram en Planeringsportfölj. Planeringsportföljen är fondens medelfristiga portfölj och anger inriktningen för förvaltningen på 1 till 1,5 år sikt i syfte att röra portföljallokeringen mot den strategiska inriktningen. Planeringsportföljen fastställs årligen (eller vid behov) av fondens Portföljgrupp och baseras på fondens investeringsprocess samt en bedömning om möjlig implementering där hänsyn tas till marknadspriser, likviditet, kostnader och andra restriktioner för allokering av portföljen. Utifrån den Strategiska inriktningen och Planeringsportföljen ger styrelsen ett riskmandat² till VD och Planeringsportföljen används som indexportfölj vid styrelserapportering för riskuppföljning. Det tredje steget i fondens förvaltningsmodell är beslutsprocessen där fondens CIO och chefen för tillgångsallokering inom ramen för VDs mandat styr och leder den strategiska allokering och förvaltningen med interna och externa mandat i tre nivåer: 1) strategisk allokering genom beslut om tillgångsfördelningen mellan aktier, räntebärande tillgångar och alternativa tillgångar samt storleken på valutaexponeringen och portföljens duration, 2) strategisk förvaltning genom beslut om allokeringen, strategier och förvaltningsformer inom respektive tillgångsslag och 3) operativ förvaltning genom beslut i den faktiska

¹ Asset Liability Modelling-analysis: handlar om att hitta den kombination av finansiella tillgångar som bäst matchar de pensionsutbetalningar fonden kommer behöva göra över tid. Analysishorisonten är därför mycket lång, upp till 40 år.
² Bandbredd för aktier 50-61%, räntor 30-45%, alternativa investeringar 5-16%, valuta 18-28%

förvaltningen i förhållande till valda strategier. Affärsansvariga för enheterna i förvaltningsorganisationen beslutar om investeringsstrategierna i Portföljgruppen efter en bred beredningsprocess i organisationen.

Fonden utvärderar från och med 2011 sin avkastning på flera nivåer med olika tidshorisonter. Den totala portföljen följs upp mot fondens långsiktiga avkastningsmål, inkomstindex, världsmarknadsindex¹ och jämförbara kapitalförvaltare med en utvärderingshorisont på 5-10 år. Den totala portföljens utveckling utvärderas också mot möjliga portföljer inom VD:s riskmandat med en utvärderingshorisont på 3-5 år. Det här görs med hjälp av Monte Carlo-simuleringar och fondens mål är att vara i toppkvartilen av de möjliga portföljerna. De enskilda portföljbesluten följs också upp genom en uppdelning på strategisk allokering, strategisk förvaltning och operativ förvaltning med en tidshorisont på 3-5 år. Slutligen följs de enskilda affärsenheternas förvaltning upp i förhållande till utfärdade mandat (utvärderingshorisont på 3-5 år).

Andra viktiga förändringar som Första AP-fonden genomförde under 2011 inkluderar:

- Fonden gjorde relativt stora dynamiska allokeringar mellan aktier och räntor, förändringar av valutaexponering samt införande av alternativa betastrategier inom aktier. Merparten av VD:s riskmandat utnyttjades under året.
- Fonden ökade under året ambitionen inom alternativa investeringar väsentligt. Den strategiska inriktningen höjdes till 20% och vikten i planeringsportföljen till 15%. Den faktiska allokeringen till alternativa tillgångar ökade under 2011 från 7,8% till 9,3%. För hedgefonder genomförde fonden en upphandling med syftet att investera 5% av fondens kapital under 2012. Fonden genomförde också den största fastighetstransaktionen i Sverige 2011 genom förvärvet av fastighetsbolaget Willhem för SEK 7 miljarder. Vidare satte fonden upp ett nytt europeiskt fastighetsbolag (Cityhold Property) tillsammans med Andra AP-fonden, genomförde en beredning av investeringar i fastigheter i Kina och nyanställde en person till rollen som ansvarig för fastighetsinvesteringar. Fonden beslutade också att investera i jordbruksfastigheter i Australien och Nya Zeeland under första halvåret 2012. Inom riskkapital nyanställdes en person som ansvarig för riskkapitalinvesteringar med mandat att göra fondinvesteringar via externa fondinvestorare eller direkt i riskkapitalfonder.
- Fonden inledde under 2011 också ett strategiskt arbete inom aktieförvaltningen med syftet att skapa en robustare portfölj och att investera i ett färre antal bolag med antingen hög avkastningspotential och/eller positiv inverkan på investeringsportföljens riskprofil. För att uppnå detta planerar fonden att under 2012 dela in aktieförvaltningen i tre delar: traditionell förvaltning (aktieindexförvaltning), absolutavkastning (ej indexstyrd utan genom absoluta mandat) samt låg volatilitet (placering i enskilda aktier för att erhålla en lägre volatilitet på

¹ 60% aktier och 40% räntor

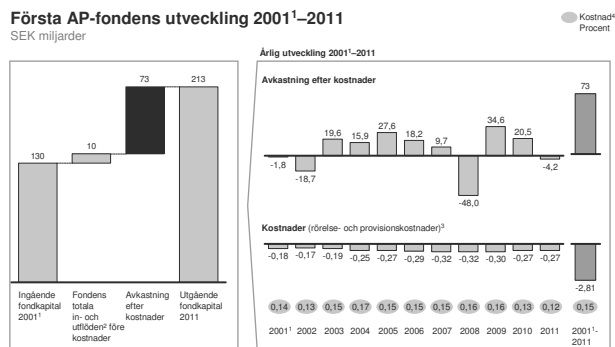
investeringsportföljen, exempelvis genom låg korrelation med andra investeringstillgångar). Fonden har en ambition att enbart investera i selektiva tillgångar för att få en effektivare hantering av ESG-frågor¹ samt uppnå en önskvärd avkastningsprofil i förhållande till en indexstyrd portfölj.

- Under sommaren 2011 fick fonden fem nya styrelseledamöter, inklusive ny styrelseordförande. Styrelsen har under hösten 2011 fortsatt arbetet med den strategiska inriktningen som främst har målet att skapa en robustare portfölj bland annat genom den ökade andelen alternativa investeringar och den nya förvaltningsmodellen för aktier.

FÖRSTA AP-FONDENS RESULTAT 2001²-2011

Fondens totala kapital ökade 2001-2011 från SEK 130 miljarder till SEK 213 miljarder (Bild 18). Av ökningen på SEK 83 miljarder bidrog avkastning efter kostnader med SEK 73 miljarder. 2011 års avkastning var SEK -4,2 miljarder efter kostnader.

Bild 18



Fondens totala redovisade kostnader under perioden 2001-2011 var SEK 2,8 miljarder eller i genomsnitt 0,15% av kapitalet per år. 2011 uppgick fondens redovisade kostnader

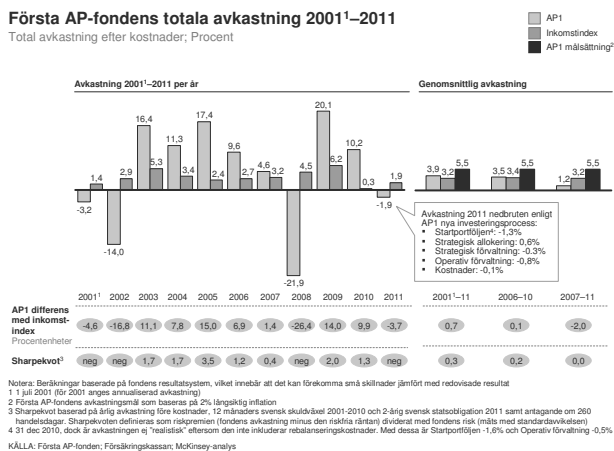
¹ Environmental, Social and Governance relaterade investeringsfrågor

² Avser 1 juli 2001

till SEK 0,27 miljarder eller 0,12% av kapitalet. Förvaltningskostnaderna bör dock inte enbart analyseras isolerat, utan sättas i relation till den avkastning som fonden skapar¹.

Första AP-fondens årliga avkastning var 3,9% efter kostnader under perioden 2001-2011, 3,5% under femårsperioden 2006-2010 och 1,2% under femårsperioden 2007-2011 (Bild 19). Fonden nådde därmed inte sitt avkastningsmål på 5,5% under någon av dessa perioder. Avkastningen översteg dock inkomstindex under perioden 2001-2011, men inte under senaste femårsperioden 2007-2011. En viktig bidragande orsak till att styrelsens målsättning inte nåddes var den negativa avkastningen på -21,9% under 2008.

Bild 19



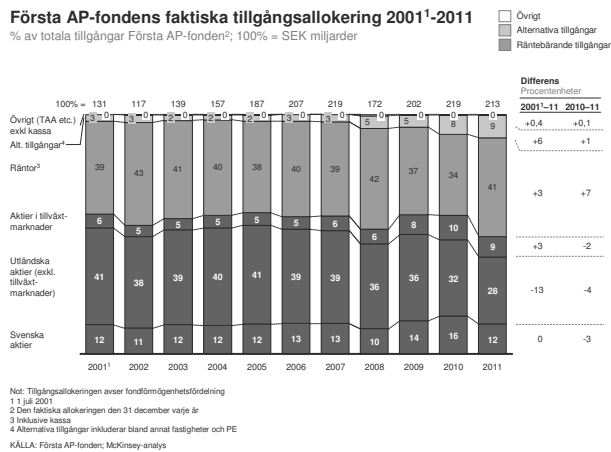
Till fondens totala avkastning 2011 på -1,9% bidrog fondens startportfölj vid årets början med en avkastning på -1,3%, strategisk allokering med 0,6%, strategisk förvaltning med -0,3% och operativ förvaltning med -0,8%. Startportföljen utgår från vad avkastningen hade varit om fonden hade haft samma allokering som den 31 december 2010 under hela 2011. Avkastningen från startportföljen är teoretisk eftersom den inte inkluderar de rebalanseringskostnader som skulle krävas för att hålla portföljen under året när omvärderingar sker i portföljen till följd av marknadsutvecklingen. Fondens estimerar att ombalanseringskostnaderna 2011 skulle ha uppgått till ungefär -0,3%. I en liknande nedbrytning av fondens totala avkastning 2011 avseende tillgångsslag bidrog svenska aktier med en avkastning på -2,0%, aktier i utvecklade länder -1,0%, aktier i

¹ En högre kostnad för till exempel provisioner till externa förvaltare bör anses motiverad om det genererar en meravkastning som överstiger den ökade kostnaden.

tillväxtmarknader -2,1%, räntor 2,6%, alternativa investeringar 0,8% samt allokering, kassa och valuta -0,1%. Enligt fondens beräkningar har investeringsportföljen blivit robustare med en sjunkande volatilitet från 9,8% till 8,9%, jämfört med ifall inga ändringar genomförts.

Första AP-fonden har under perioden 2001-2011 främst omallokerat kapital från utländska aktier (exklusive tillväxtmarknader) till alternativa tillgångar, räntor och aktier i tillväxtmarknader (Bild 20). Omallokeringen från svenska och utländska aktier (exklusive tillväxtmarknader) till räntor och alternativa tillgångar under 2011 var resultatet av flera aktiva beslut inom ramen för VD:s riskmandat.

Bild 20

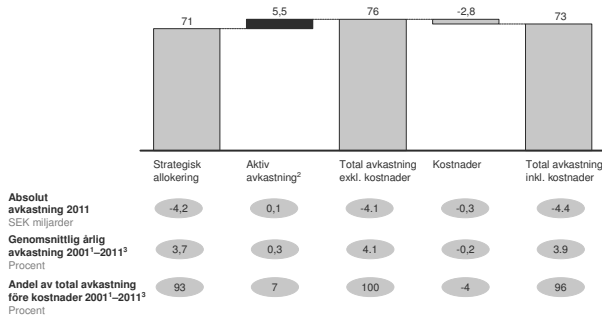


VÄRDET AV STRATEGISKA BESLUT OCH AKTIV FÖRVALTNING 2001-2011

En analys av de viktigaste källorna till Första AP-fondens avkastning visar att de strategiska besluten (långfristiga och medelfristiga beslut) 2001-2011 bidrog med SEK 71 miljarder (3,7% per år) och den aktiva förvaltningen med SEK 5,5 miljarder (0,3% per år) (Bild 21). Den strategiska allokeringen bidrog därmed med 93% av den totala avkastningen under samma period. Givet stora förändringar i fondens arbets sätt är det svårt att mäta och följa upp resultatet av fondens medelfristiga allokeringen över en längre tidsperiod.

¹ Avser 1 juli 2001

Bild 21

Nedbrytning av avkastningen för Första AP-fonden 2001¹-2011Absolut avkastning 2001¹-2011; SEK miljarder

1 1 juli 2001

2 1 och med fondens förändrade arbets sätt under 2009 räknas aktiv avkastning ut annorlunda för oktober 2009 och framåt. Aktiv avkastning definieras sedan dess som differensen mellan utvecklingen av portföljens olika mandat jämfört med index som är specifika på mandativnivå. Total aktiv avkastning för 2010 är summan av den aktiva avkastningen inom de olika mandat. Den aktiva avkastningen inkluderar ej vissa allokeringseffekter, som tidigare hänfördes till aktiv avkastning (utan inkluderar endast aktiv avkastning per givet mandat. Aktiv avkastning för 2011 har samma definition som 2010 med tillägget att indexvärdet för 2011 ingår

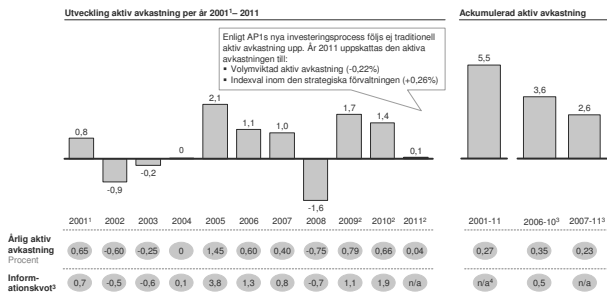
3 Årlig avkastning baserat på geometrisk medelvärde av daglig procentuell avkastning

KÄLLA: Första AP-fonden; McKinsey-analys

Första AP-fonden ändrade från och med oktober 2009 sin definition av aktiv avkastning till att inkludera endast aktiv avkastning per mandat (och ej vissa allokeringseffekter som tidigare hänfördes till aktiv avkastning). Resultatet från den aktiva förvaltningen 2001¹-2011 drivs av positiv avkastning under de senaste sju åren med undantag av 2008 (Bild 22).

Summan av resultaten för fondens aktiva mandat 2011 ger en total aktiv avkastning under året på SEK 0,1 miljarder (0,04%), vilket dels bestod i en volymviktad aktiv avkastning (absolutavkastande aktiva mandat) på -0,22% och indexval inom den strategiska förvaltningen (+0,26%). Fonden har inget avkastningsmål för aktiv avkastning på totalportföljsnivå, utan ser denna förvaltning som en del av fondens strategi att skapa en hög total avkastning till låg risk. Under de två senaste femårsperioderna har den ackumulerade aktiva avkastningen varit SEK 3,6 miljarder respektive SEK 2,6 miljarder för 2006-2010 och 2007-2011 eller 0,35% respektive 0,23% per år.

Bild 22

Första AP-fondens aktiva avkastning 2001¹–2011Årlig aktiv avkastning² före kostnader; SEK miljarder

1 1 juli 2001

2 För 2001 – sep. 2009 utgordes aktiv avkastning av aktiv förvaltning inom tillgångsdrag eek, alternativa investeringar, aktiv avkastning från överlymmandet samt aktieringseffekter (räddningsseffekter inkluderar ej från 2009 och framåt). Aktiv avkastning definieras från okt. 2009 som differensen mellan utvecklingen av portföljens olika mandat jämfört med index som är specifika på mandativ. Total aktiv avkastning 2010 är summan av den aktiva avkastningen inom de olika mandaten. Den aktiva avkastningen inkluderar ej vissa aktieringseffekter, som tidigare hänfördes till aktiv avkastning (utan inkluderar endast aktiv avkastning per givet mandat). Total aktiv avkastning 2011 inkluderar även indexvärdet.

3 Annualiserad informationskvot baserad på daglig avkastning och antagande om 260 handelsdagar. Informationskvoten definieras som den aktiva avkastningen dividerat med fondens aktiva risk och visar hur mycket överavkastning som den aktiva förvaltningen gett.

4 2001-10 var informationskvoten 0,4

KÄLLA: Första AP-fonden; McKinsey-analys

5. Grundläggande utvärdering av Andra AP-fonden

I det här kapitlet presenteras resultaten från den grundläggande utvärderingen av Andra AP-fondens verksamhet 2011. Den grundläggande utvärderingen fokuserar på att beskriva fondens förvaltningsmodell, nyckelhändelser 2011 och den totala avkastningen samt värdet av strategiska beslut och aktiv förvaltning 2001¹-2011.

ANDRA AP-FONDENS FÖRVALTNINGSMODELL OCH NYCKELHÄNDELSE 2011

Andra AP-fonden är en av fem buffertfonder i det svenska inkomstpensionssystemet. Styrelsen har gjort ett avkastningsantagande² för fonden att i genomsnitt uppnå en real avkastning på minst 5,0% per år på lång sikt (minst 10 år), varav 4,5% från den strategiska portföljen och 0,5% från aktiv avkastning.

Andra AP-fondens kapitalförvaltningsorganisation är indelad i sju enheter: Investeringsstrategi, Ränteförvaltning, Aktieförvaltning, Kvantitativ Förvaltning, Strategisk Exponering & Trading, Makro & Allokering samt Extern Förvaltning. Vid utgången av 2011 hade organisationen 58 anställda varav 31 inom förvaltningen. År 2010 hade fonden 54 anställda varav 27 inom förvaltningen (Bild 23).

Andra AP-fondens investeringsfilosofi utgår från att det finns två grundkällor till värdeskapande i finansiella tillgångsportföljer: systematisk exponering mot riskpremier och aktiv förvaltning (Bild 24). Fondens fokus ligger på långsiktiga beslut som implementeras genom den strategiska portföljen som har en tidshorisont på över 10 år (den underliggande ALM³-studien har en tidshorisont på 30 år). Beslut om förändringar i den strategiska portföljen tas av styrelsen. Styrelsen kan besluta om förändringar i den strategiska portföljen som i praktiken får en kortare placeringshorisont än ALM-modellen då förändrade marknadsförutsättningar motiverar förändringar även i det långsiktiga risktagandet. Dessa beslut särskiljs dock inte utan är den del av ett dynamiskt förhållningssätt till den strategiska portföljen.

¹ Avser 1 juli 2001

² Fonden arbetar med ett avkastningsantagande om 5% per år givet fondens mål att "minimera konsekvenserna av den automatiska balanseringen genom att skapa god avkastning på kapitalet"

³ Asset Liability Modelling. Analysmodell för att fastställa fondens strategiska portfölj. Studien, som kontinuerligt revideras, syftar till att fastställa den optimala sammansättningen av fondens olika tillgångslag som bäst motsvarar fondens långsiktiga åtaganden gentemot det svenska pensionskollektivet

Bild 23

Beskrivning av Andra AP-fonden 2011

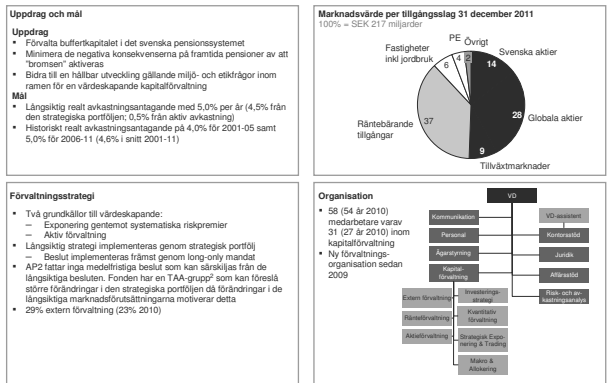


Bild 24

Andra AP-fondens förvaltningsmodell 2011



Fondens TAA-grupp¹ (TAA – Tactical Asset Allocation) fattar beslut om taktiska positioner (på ~3-12 månaders sikt) inom ramen för den aktiva riskbudgeten. TAA-gruppens arbete kan också leda fram till förslag på förändringar i den strategiska portföljen om förändringar i de långsiktiga marknadsförutsättningarna bedöms motivera detta. Fonden utvärderar sina resultat utifrån två perspektiv. Den strategiska portföljen utvärderas på minst 10 års sikt med de avkastningsantaganden som ligger till grund för ALM-analysen. Den aktiva förvaltningen utvärderas med den strategiska portföljen som jämförelseindex.

Följande viktiga förändringar genomfördes av Andra AP-fonden under 2011:

- Fonden gjorde 2011 en av de mest omfattande förändringarna i den långsiktiga strategiska portföljen sedan starten 2001 genom att omallokera 4 procentenheter från svenska aktier och 3% från globala och svenska obligationer till aktier och obligationer i tillväxtmarknader. Fondens strategiska valutaexponering ökade från 9% till 18% under 2011.
- Fonden ökade också under 2011 sina åtaganden för framtida investeringar i reala tillgångar som skog, jordbruk och europeiska fastigheter. Vikten av alternativa tillgångar i den strategiska portföljen ändrades inte under året, men den faktiska allokeringen till alternativa investeringar ökade från 11% till 12%. Nya investeringar genomfördes bland annat genom två samägda investeringsbolag, ett samägt bolag med Första AP-fonden för investeringar i fastigheter i Europa (Cityhold Property) och ett samägt bolag med den amerikanska pensionsfonden TIAA-CREF för investeringar i jordbruksfastigheter. Nya bemanningsresurser tillfördes därför fondens investeringsområde Reala Investeringar.
- Fonden genomförde flera fördjupade uppföljningar av det ekonomiska och finansiella marknadsläget under året, men dessa bedömdes inte motivera några förändringar i den strategiska allokeringen.
- Fonden införde 2011 en ny rapporteringsstruktur till styrelsen med syftet att tydliggöra fondens risk- och resultatnivåer och hur olika förvaltningsbeslut påverkar fondens avkastning och risk.
- Fonden genomförde också flera förändringar i sin organisation. Fondens CFO² slutade och för att öka fokus på risk delades CFO-rollen upp i en roll för riskhantering (CRO³) och roll för administration (IT, ekonomi och affärskontroll). I samband med detta bildades också en ny riskkommitté i styrelsen, där VD och CRO ingår. Under året rekryterades fyra personer till förvaltningsorganisationen (Reala Tillgångar, Ränteförvaltning, Aktieanalys och Kvantanalys).

¹ Från och med 2010 betår TAA-gruppen av CIO, chefsstrateg, makroansvarig samt tillgångslagsansvariga

² Chief Financial Officer dvs. finanschef

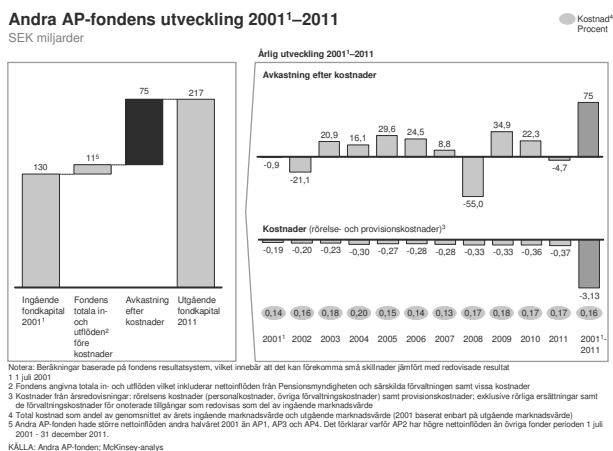
³ Chief Risk Officer, dvs chef för riskhantering

ANDRA AP-FONDENS RESULTAT 2001¹-2011

Fondens totala kapital ökade 2001-2011 från SEK 130 miljarder till SEK 217 miljarder (Bild 25). Av ökningen på SEK 87 miljarder bidrog avkastning efter kostnader med SEK 75 miljarder. 2011 års avkastning var SEK -4,7 miljarder efter kostnader.

Fondens totala kostnader under perioden 2001-2011 uppgick till SEK 3,1 miljarder eller i genomsnitt 0,16% av fondens kapital. Fondens kostnader 2011 uppgick till SEK 0,37 miljarder eller 0,17% av fondens kapital, vilket är i linje med fondens kostnader 2010. Förvaltningskostnaderna bör dock inte analyseras isolerat, utan sättas i relation till den avkastning som fonderna skapar².

Bild 25



Fondens årliga avkastning efter kostnader var 4,1% under perioden 2001-2011, 0,7% under femårsperioden 2007-2011 och 3,5% under femårsperioden 2006-2010 (Bild 26). Detta innebär att Andra AP-fonden inte nått upp till styrelsens långsiktiga avkastningsantagande under någon av dessa perioder. Fondens avkastning efter kostnader har varit högre än inkomstindex under perioden 2001-2011, men inte under senaste femårsperioden 2007-2011, i hög utsträckning drivet av 2008.

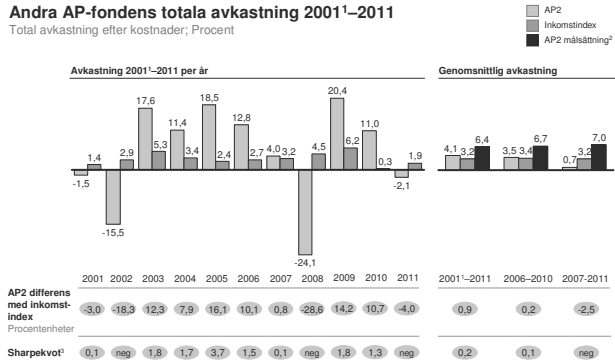
¹ Avser 1 juli 2001

² En högre kostnad för till exempel provisioner till externa förvaltare bör anses motiverad om det genererar en meravkastning som överstiger den ökade kostnaden

Bild 26

Andra AP-fondens totala avkastning 2001–2011

Total avkastning efter kostnader; Procent

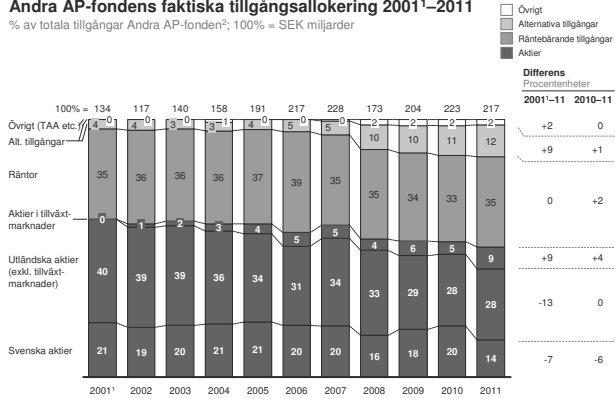


Notera: Beräkningar baserade på fondens resultatsystem, vilket innebär att det kan förekomma små skillnader jämfört med redovisade resultat
¹ 1 juli 2001 (för 2001 anges åretsresultat avkastning)
² Andra AP-fondens genomsnittliga målsättning 2011 var målsättningen 5% i real avkastning med 3% inflation och under 2001-2010 har målsättningen fluktuerat mellan 4,0 och 5,0% i real avkastning med genomsnittlig inflation på 1,6-1,7% (för inflationsberäkningen används årlig inflationsstatistik mått månadsvis från SCB)
³ Sharpekvot baserad på årlig avkastning före kostnader, 12 månaders svensk skuldsäker 2001-2010 och 2-årig svensk statsobligation 2011 samt antagande om 260 handelsdagar. Sharpekvoten definieras som riskpremien (fondens avkastning minus den riskfria räntan) dividerat med fondens risk (mått med standardavvikelsen)
 KÄLLA: Andra AP-fonden; Försäkringskassan; SCB; McKinsey-analys

Bild 27

Andra AP-fondens faktiska tillgångsallokering 2001–2011

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



¹ Avser 1 juli 2001
² Den strategiska allokeringen den 31 december varje år
 KÄLLA: Andra AP-fonden; McKinsey-analys

Till fondens totala avkastning 2011 på -2,1% bidrog svenska aktier med en avkastning på -2,2%, utländska aktier -3,4%, räntebärande tillgångar 2,7%, GTAA, overlay-mandat och hedge -0,4% samt alternativa investeringar 1,3%.

Andra AP-fonden har under perioden 2001-2011 i sin faktiska portfölj främst ökat andelen aktier i tillväxtmarknader och alternativa tillgångar och samtidigt minskat andelen utländska aktier (exklusive tillväxtmarknader) och svenska aktier (Bild 27). 2011 bidrog i hög utsträckning till den här utvecklingen främst genom att fonden under året minskade sin strategiska allokering till svenska aktier med 4 procentenheter samtidigt som fonden ökade allokeringen till aktier i tillväxtmarknader med 4 procentenheter.

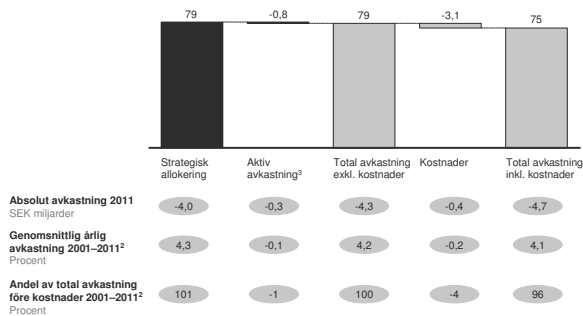
VÄRDET AV STRATEGISKA BESLUT OCH AKTIV FÖRVALTNING 2001-2011

En analys av de viktigaste källorna till Andra AP-fondens avkastning visar att de strategiska besluten sedan 2001 genererat SEK 79,4 miljarder och de aktiva besluten SEK -0,8 miljarder före kostnader (Bild 28). Den strategiska allokeringen har därav bidragit med mer än 100% av den totala avkastningen medan den aktiva förvaltningen har haft ett negativt bidrag till den totala avkastningen under tidsperioden. Det bör noteras att fondens strategiska portfölj sedan flera år varit exponerad mot alternativa index med målsättningen att över tiden fånga upp ett mervärde som traditionellt skapas inom ramen för aktiv förvaltning och dess avvikelser från traditionella marknadsviktade index. Det är därför svårt för fonden att mäta aktiv avkastning på ett traditionellt sätt. Under perioden fram till 2008 ingick också avkastningseffekter från fondens process att upprätthålla den strategiska portföljen i den aktiva avkastningen.

Bild 28

Nedbrytning av avkastningen för Andra AP-fonden 2001–2011

Absolut avkastning 2001–2011; SEK miljarder



1 1 juli 2001

2 Årlig avkastning baserat på geometrisk medelvärde av daglig procentuell avkastning

3 År 2009-2011 använder Andra AP-fonden en annan definition på rapporterad aktiv avkastning. Aktiv avkastning inkluderar då resultat för kapitallösa mandat och avkastningar från index, men ej bidrag från strategisk exponering

KÄLLA: Andra AP-fonden; McKinsey-analys

¹ Avser 1 juli 2001

Andra AP-fonden fattar inga medelfristiga beslut som kan särskiljas från de långsiktiga besluten. Fonden har en TAA-grupp som fattar taktiska beslut inom ramen för det aktiva riskmandatet och som kan föreslå större förändringar i den strategiska portföljen då förändringar i de långsiktiga marknadsförutsättningarna bedöms motivera detta.

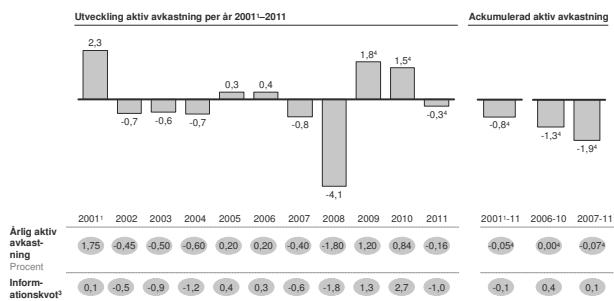
Andra AP-fondens aktiva avkastning om SEK -0,8 miljarder (i genomsnitt -0,1% per år) sedan 2001 förklaras främst av den negativa aktiva avkastningen om SEK -4,1 miljarder (-1,80%) 2008 (Bild 29). 2011 var dock bidraget från den aktiva förvaltningen också negativt med SEK -0,3 miljarder (-0,16%), vilket innebär att fonden inte nådde sitt mål för aktiv förvaltning på 0,5%. Under de två senaste femårsperioderna har den ackumulerade aktiva avkastningen varit negativ med resultat på SEK -1,3 miljarder respektive -1,9 miljarder (0,0% respektive -0,1% per år för perioderna 2006-2010 och 2007-2011).

Från och med 2009 särredovisar Andra AP-fonden resultateffekterna från implementering av den strategiska portföljen från den aktiva avkastningen. Det här innebär att fondens aktiva avkastning från 2009 inkluderar summan av avkastningen från fondens traditionella aktiva förvaltningsmandat gentemot jämförelseindex, inklusive avkastningen från fondens GTAA- och TAA-mandat¹.

Bild 29

Andra AP-fondens aktiva avkastning 2001¹-2011

Årlig aktiv avkastning^{2,4} före kostnader; SEK miljarder



¹ 1 juli 2001

² Totalt aktiv avkastning för likvidportföljen, vilket utgörs av aktiv förvaltning inom tillgångsdrag (exkl. alternativa investeringar), aktiv avkastning från överlagringsmandat och säkerings effekter

³ Annualiserad informationskvot baserad på daglig avkastning och anlagande om 260 handelsdagar. Informationskvoten definieras som den aktiva avkastningen dividerat med fondens aktiva risk och visar hur mycket överavkastning som den aktiva förvaltningen gett

⁴ År 2009 ändrade Andra AP-fonden definition på rapporterad aktiv avkastning. Inom aktiv avkastning från 2009 ingår resultat för kapitallösa mandat och avvikelser från index, men ej bidrag från strategisk exponering. Från 2006 och framåt redovisar aktiv avkastning endast på årsbasis (tidigare beräknades aktiv avkastning på dagsbasis). Detta påverkar jämförbarheten över tid och ger mindre exakta värden

KÄLLA: Andra AP-fonden; McKinsey-analys

¹ Global Tactical Asset Allocation (GTAA) samt Tactical Asset Allocation (TAA)

6. Grundläggande utvärdering av Tredje AP-fonden

I det här kapitlet presenteras resultaten från den grundläggande utvärderingen av Tredje AP-fondens verksamhet 2011. Den grundläggande utvärderingen fokuserar på att beskriva fondens förvaltningsmodell, nyckelhändelser 2011 och den totala avkastningen samt värdet av strategiska beslut och aktiv förvaltning 2001¹-2011.

TREDJE AP-FONDENS FÖRVALTNINGSMODELL OCH NYCKELHÄNDELSER 2011

Tredje AP-fonden är en av fem buffertfonder i det svenska inkomstpensionssystemet. Fondens styrelse har satt målsättningen att långsiktigt i genomsnitt uppnå en real avkastning om minst 4% per år. Inom ramen för detta mål ska absolutavkastande strategier (alfa-förvaltning) generera SEK 600 miljoner per år (med VaR på SEK 100-150 miljoner) och målet för beta-förvaltningen är att den ska vara kostnadseffektiv. VD har operationaliserat målet för beta-förvaltningen genom att förvaltningen ska ge en överavkastning på 0,05% över jämförelseindex. Fondens utvärderingshorisont för alfa- och betaförvaltningen är 3 år.

Vid utgången av 2011 hade organisationen 57 anställda varav 32 inom förvaltningen. År 2010 hade fonden 56 anställda varav 32 inom förvaltningen. Investeringsverksamheten är uppdelad på fem enheter: Strategisk allokering, Betaförvaltning, Alternativa investeringar, Alfaförvaltning och Extern förvaltning (Bild 30).

Tredje AP-fondens förvaltningsmodell introducerades 2010 och bygger på en investeringsfilosofi där risktagande, riskspridning, prognosförmåga och tidsdiversifiering är ledord och implementeras genom dynamisk allokering (DAA²). Syftet med modellen är att öka sannolikheten för att uppnå fondens övergripande målsättning genom att minska risken för stora negativa utfall (Bild 31). Allokeringsprocessen inkluderar både lång- och medelfristiga beslut och fokus ligger på totalportföljens avkastning och risk. Till skillnad från de andra buffertfonderna fokuserar Tredje AP-fonden på allokering i riskklasser istället för tillgångsslag (till exempel aktie- eller inflationsrisk) (Bild 32).

En av grundtankarna bakom Tredje AP-fondens förvaltningsmodell är att göra allokeringen mer dynamisk och flexibel. Styrelsen fattar beslut om exponeringsintervall för olika riskklasser som i sin tur kan beskrivas som riktvärden för exponeringen tillsammans med tillåtna avvikelsemandat. Därefter har VD mandat att implementera och

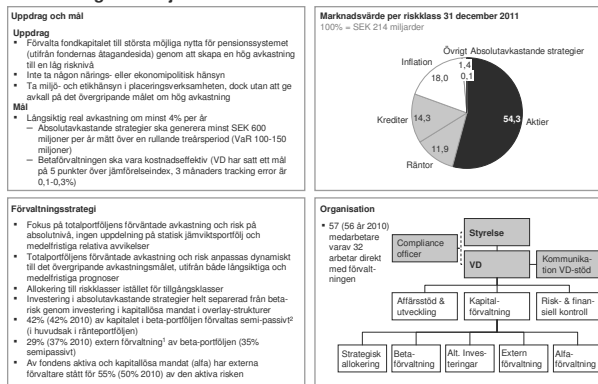
¹ Avser 1 juli 2001

² Dynamic Asset Allocation

förvalta portföljens risk inom de beslutade exponeringsintervallen. Implementering sker främst genom fondens betaportfölj och alternativa investeringar.

Bild 30

Beskrivning av Tredje AP-fonden 2011



1 31 december 2010; 2 Enhanced beta (förvaltningsstift som med små avvikelse från index (Item aktiv risk) försöker överta/följa index-avkastning)
KÄLLA: Tredje AP-fonden

Bild 31

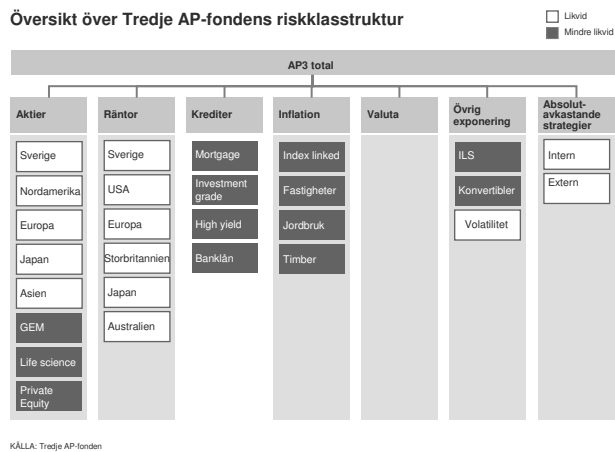
Tredje AP-fondens förvaltningsmodell



1 44% av intern förvaldade mandat och 35% av externt förvaldade mandat
KÄLLA: Tredje AP-fonden

Fondens investeringar i alfa-risk är helt separerad från investeringarna i beta-risk och sker genom kapitallösa mandat i overlay-strukturer. Utöver detta förvaltas 42% av kapitalet i betaportföljen semipassivt¹ (42% 2010). Vidare förvaltas 29% av beta-portföljen externt (37% 2010). För fondens aktiva och kapitallösa mandat (alfa-mandat) stod externa förvaltare 2011 för 55% av den aktiva risken (50% 2010).

Bild 32



Följande viktiga beslut fattades av Tredje AP-fonden under 2011:

- Styrelsen beslutade att inte ändra fondens långsiktiga avkastningsmål på 4% realt per år.
- Tredje AP-fonden tog flera dynamiska allokeringsbeslut avseende fondens riskexponering. Styrelsen beslutade om ökade riktvärden för exponeringen mot inflation, krediter och valuta samt minskade riktvärden för aktier och räntor. Alla VDs avvikelsemandat lämnades oförändrade.
- Fonden utvecklade 2011 en ny integrerad utvärderingsmodell för den dynamiska portföljen som bygger på fyra utvärderingsdimensioner: 1) fondens långsiktiga mål om 4% real avkastning per år som utvärderas över ett antal fördefinierade tidsperioder, 2) fondens utveckling i jämförelse mot andra aktörer med liknande uppdrag, 3) fondens utveckling mot en statisk, enkel portfölj av likvida tillgångar för att utvärdera om diversifiering och dynamiskt förvaltd risk över en längre

¹ Förvaltning som försöker överträffa index med liten aktiv risk (små avvikelser från index)

tidsperiod tillför värde, 4) en intern kvalitativ utvärdering av fondens allokeringsbeslut. Fonden planerar att ta utvärderingsmodellen i bruk under 2012 och kommer främst använda den för intern utvärdering och lärande.

- Till följd av skuldproblematiken i Europa ändrade fondens DAA-grupp under sommaren 2011 uppfattning om konjunkturen. Detta medförde att fonden applicerade skyddsstrategier på delar av aktieportföljen med avsikt att begränsa risken för stora förluster. Fonden minskade sin faktiska exponering mot räntor, samt ökade exponeringen mot krediter och inflation för att diversifiera från noterade aktier.
- Fonden öppnade Volatilitet som en ny underriskklass (till riskklassen Övrigt) i syfte att erhålla en hög riskpremie och samtidigt diversifiera mot fondens övriga placeringar. Under 2011 arbetade också DAA-gruppen aktivt med fondens valutaexponering för att diversifiera riskerna i portföljen, vilket medförde att fondens valutaexponering ökade från ca 11% 2010 till ca 19% 2011.
- Fonden beslutade 2011 att byta jämförelseindex från FTSE till MSCI för aktier, bland annat baserat på förändringar i FTSEs prismodell som bedömdes leda till ökade kostnader för fonden. Bytet bedömdes också kunna minska Tredje AP-fondens externa förvaltningskostnader. Under året tog också Tredje AP-fonden hem förvaltningen av europeiska aktier och genomförde omstruktureringar avseende aktiva och opportunistiska mandat och hedgefonder, vilket bidrog till att minska fondens provisionskostnader.

TREDJE AP-FONDENS RESULTAT 2001-2011

Fondens totala kapital ökade 2001-2011 från SEK 132 miljarder till SEK 214 miljarder (Bild 33). Av ökningen på SEK ~83 miljarder bidrog avkastning efter kostnader med SEK 73 miljarder. 2011 års avkastning var SEK -5,5 miljarder efter kostnader.

Fondens totala kostnader under perioden 2001-2011 var SEK 2,7 miljarder eller i genomsnitt 0,14% per år och kostnaderna minskade under 2011 från SEK 0,30 miljarder (0,14%) till SEK 0,24 miljarder (0,11%). Förvaltningskostnaderna bör dock inte analyseras isolerat, utan sättas i relation till den avkastning som fonderna skapar².

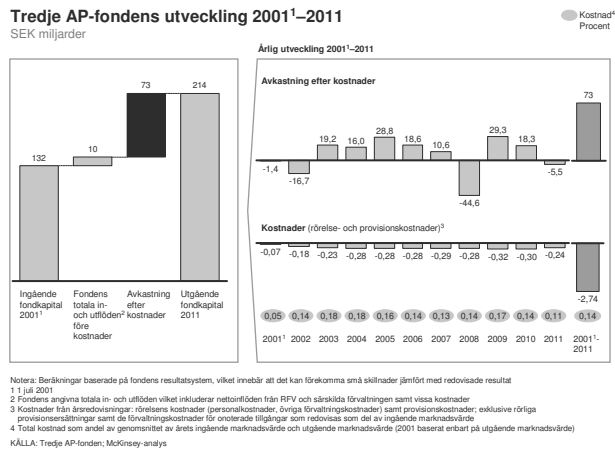
Fondens utveckling motsvarar en årlig avkastning efter kostnader på 3,9% under perioden 2001-2011, 3,2% under femårsperioden 2006-2010 och 0,8% under femårsperioden 2007-2011 (Bild 34). Det här innebär att fonden inte nådde upp till styrelsens avkastningsmål under någon av dessa perioder. Avkastningen under 2001-2011 har varit

¹ Avser 1 juli 2001

² En högre kostnad för till exempel provisioner till externa förvaltare bör anses motiverad om det genererar en meravkastning som överstiger den ökade kostnaden

högre än inkomstindex, men inte de två senaste femårsperioderna 2006-2010 och 2007-2011 i hög utsträckning drivet av 2008.

Bild 33



Till fondens totala avkastning 2011 på -2,5% bidrog fondens investeringar i de olika riskklasserna med följande avkastning: aktier -5,3%, räntor 0,1%, krediter 1,0%, inflation 1,9%, valuta -0,2%, övrig exponering 0,0% och absolutavkastande strategier 0,1%.

Tredje AP-fondens allokering till riskklasser ändrades under 2011 framförallt genom att fonden minskade allokeringen till räntor med 4 procentenheter, främst till fördel för inflation. En jämförelse av fondens allokering över tid blir indikativ, givet att fonden sedan 2010 baserar sin allokering på riskklasser istället för tillgångsslag. 2002 gjorde Tredje AP-fonden en stor omallokering till följd av en revidering av fondens ALM-modell. Sedan 2002 har fonden i sin faktiska portfölj minskat andelen räntor samt svenska och utländska aktier (exklusive tillväxtmarknader) till förmån för alternativa tillgångar och aktier i tillväxtmarknader (Bild 35).

Fonden överskred 2011 fondernas tillåtna maxgräns för onoterade aktier på 5% (den 31 december 2011 uppgick andelen onoterade tillgångar till 5,4%), vilket drevs av värdefallet på noterade tillgångar kombinerat med att onoterade tillgångar inte nedvärderades i samma omfattning. Lagen föreskriver att den del av innehaven som överskrider 5%-gränsen ska avvecklas så snart det, med hänsyn till förhållandena på marknaden, bedöms lämpligt och kan göras utan förlust för fonden. Fonden följer marknadsutvecklingen och återrapporterar löpande till styrelsen avseende utvecklingen i

andelen onoterat. Fonden har inte gjort några nya investeringsåtaganden i onoterade tillgångar sedan 2009.

Bild 34

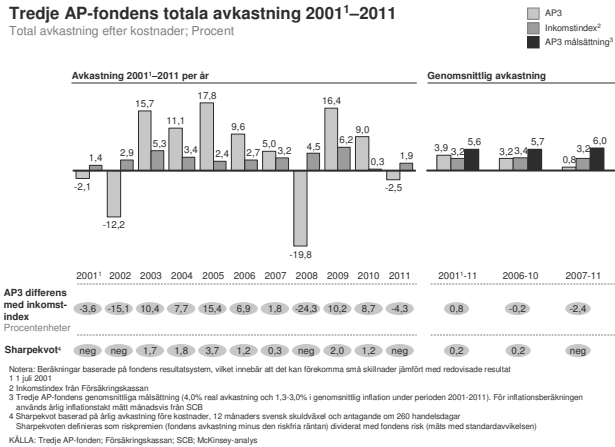
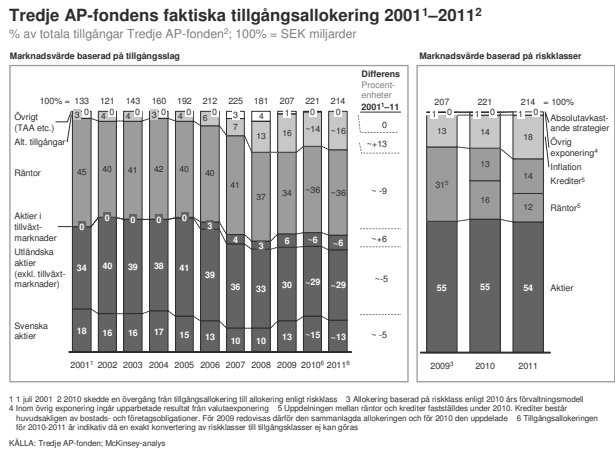


Bild 35



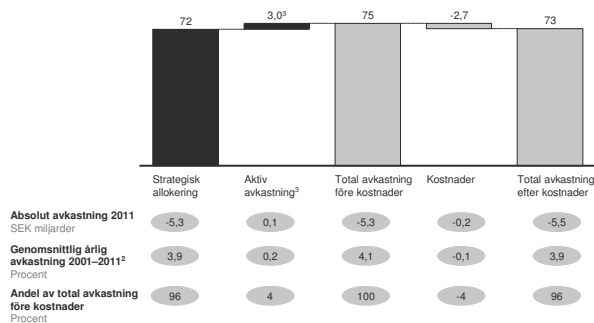
VÄRDET AV STRATEGISKA BESLUT OCH AKTIV AVKASTNING 2001-2011

En analys av de viktigaste källorna till Tredje AP-fondens avkastning visar att fonden 2001-2011 genererat SEK 72 miljarder från strategiska beslut och SEK 3,0 miljarder från aktiv avkastning. Den strategiska besluten har därmed bidragit med 96% av avkastningen och den aktiva förvaltningen med 4% (Bild 36). Givet fondens förvaltningsmodell med fokus på totalportföljens absoluta avkastning och risk så är det inte möjligt att använda en traditionell utvärderingsmodell baserad på relativa avvikelser.

Bild 36

Nedbrytning av avkastningen för Tredje AP-fonden 2001¹-2011

Absolut avkastning 2001¹-2011; SEK miljarder



¹ 1 juli 2001

² Årlig avkastning baserat på geometrisk medelvärde av daglig procentuell avkastning

³ Aktiv avkastning definieras 2011 som avkastningen från absolutavkastande strategier (SEK 107 miljarder 2011) tillsammans med avvikelser från index för betaportföljen (SEK -52 miljarder 2011), totalt SEK 55 miljarder

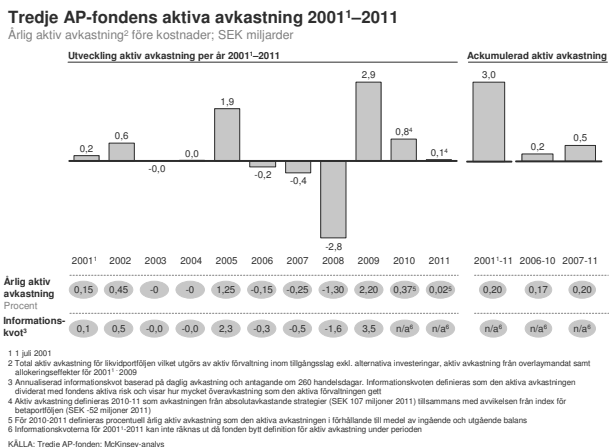
KÄLLA: Tredje AP-fonden; McKinsey-analys

Tredje AP-fondens aktiva avkastning 2001-2011 på SEK 3,0 miljarder motsvarar 0,20% per år, men uppvisar stora variationer mellan åren (Bild 37). För att skapa kontinuitet i rapporteringen av aktiv avkastning redovisas sedan 2010 fondens resultat från absolutavkastande strategier tillsammans med avvikelser från index för betaportföljen som aktiv avkastning (vilket närmast kan likställas med traditionell aktiv avkastning). Tredje AP-fondens aktiva avkastning 2001-2011 på SEK 3,0 miljarder motsvarar 0,20% per år, men uppvisar stora variationer mellan åren (Bild 37). 2011 genererade fonden en aktiv avkastning på SEK 0,1 miljarder. Absolutavkastande strategier avkastade under 2011 SEK 0,11 miljarder. Det innebär att fonden inte nådde sitt avkastningsmål om SEK 0,6 miljarder för absolutavkastande strategier under 2011. Dock utvärderas avkastningen över en längre period. Avvikelsen från index för betaportföljen avkastade under 2011

¹ Avser 1 juli 2009

SEK -0,05 miljarder. Fondens absolutavkastande strategier har under treårsperioden 2009-2011 i genomsnitt genererat en aktiv avkastning på 0,63 miljarder per år. Den genomsnittliga överavkastningen från förvaltningen av betaportföljen har under samma period uppgått till 0,52% eller 0,61 miljarder per år att jämföra med fondens mål om 0,05% per år. Såväl absolutavkastande strategier som betaförvaltningen har således överträffat fondens målsättning under den senaste treårsperioden. Det bör dock noteras att en stor del av den positiva aktiva avkastningen 2009 sannolikt drivs av en återhämtning från 2008. Under de två senaste femårsperioderna har den totala ackumulerade aktiva avkastningen varit SEK 0,2 miljarder respektive SEK 0,5 miljarder (0,17% respektive 0,20% per år).

Bild 37



7. Grundläggande utvärdering av Fjärde AP-fonden

I det här kapitlet presenteras resultaten från den grundläggande utvärderingen av Fjärde AP-fondens verksamhet 2011. Den grundläggande utvärderingen fokuserar på att beskriva fondens förvaltningsmodell, nyckelhändelser 2011 och den totala avkastningen samt värdet av strategiska beslut och aktiv förvaltning 2001¹-2011.

FJÄRDE AP-FONDENS FÖRVALTNINGSMODELL OCH NYCKELHÄNDELSER 2011

Fjärde AP-fonden är en av fem buffertfonder i det svenska inkomstpensionssystemet. Fondens styrelse har satt ett avkastningsmål att i genomsnitt uppnå en real total avkastning på minst 4,5% per år över en tioårsperiod. Fonden ska inom ramen för detta uppnå en genomsnittlig aktiv avkastning om 0,5% per år för den aktivt förvaldade likvida portföljen under en rullande treårsperiod.

Vid utgången av 2011 hade fondens organisation 52 anställda varav 21 inom förvaltningen. År 2010 hade fonden 51 anställda varav 23 inom förvaltningen. Förvaltningsorganisationen är uppdelad i enheterna Svenska Aktier, Globala Aktier, Alternativa Investeringar, Räntor/Valuta och Tillgångsallokering (Bild 38).

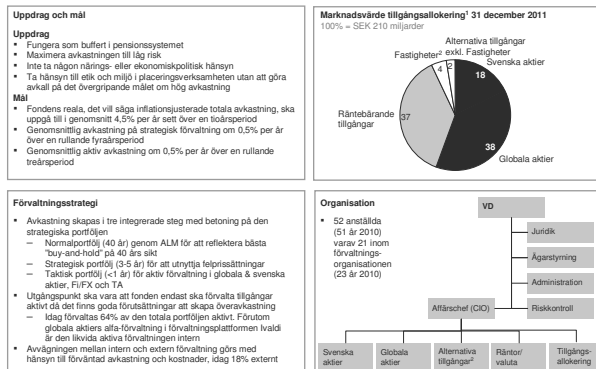
Fjärde AP-fondens investeringsfilosofi bygger på tre steg: fokus på allokering mellan tillgångslag, avvägning mellan aktiv och passiv förvaltning samt avvägning mellan extern och intern förvaltning som styrs av förväntad avkastning efter kostnader (Bild 39). Fondens strategi är att ha stort fokus på allokering mellan tillgångsklasser varifrån det största bidraget till den totala avkastningen förväntas komma. Fonden arbetar på lång sikt med normalportföljen (den långsiktiga portföljen) med en horisont på 40 år. Normalportföljen baseras på en ALM-analys² och beslutas av styrelsen en gång per år. Normalportföljen kompletteras med den strategiska portföljen (den medelfristiga portföljen) med en horisont på 3-5 års sikt. Den strategiska portföljen utgår från normalportföljen och anpassas till rådande konjunkturläge med hjälp av fondens medelfristiga avkastningsprognoser. Styrelsen har gett VD mandat att bestämma den medelfristiga strategiska portföljen inom ramen för en riskbudget om 2,6% tracking error och med ett mål att skapa 0,5% avkastning över normalportföljen per år i genomsnitt över en fyraårsperiod.

¹ 1 juli 2001

² Asset Liability Management – analys för att komma fram till den bästa tillgångsfördelningen för fonden på 40-års sikt, Normalportföljen, givet hur pensionssystemets skulder och tillgångar förväntas utvecklas under denna period

Bild 38

Beskrivning av Fjärde AP-fonden



1 Underliggande värden för derivat i den taktiska allokeringen fördelats på respektive tillgångsslag
2 Om Fastigheten Hemtosa, som inkluderas i 'alternativa tillgångar', flyttas till 'Fastigheter' är värdet för Fastigheter 5%

KÄLLA: Fjärde AP-fonden

43

Bild 39

Fjärde AP-fondens förvaltningsmodell 2011

<p>Investeringsfilosofi</p> <p>Förvaltningsbeslut i tre steg</p> <ul style="list-style-type: none"> Allokering – Fokus på allokering mellan olika tillgångsslag med betoning på den medelfristiga (3-5 års sikt) allokeringen Aktiv eller passiv förvaltning – Fonden ska bara förvalta tillgångar aktivt när det finns goda förutsättningar att nå en positiv aktiv avkastning Extern eller intern förvaltning – Valet mellan extern och intern förvaltning styrs av förväntad avkastning och kostnader 	<p>Förvaltningsmodellens byggpelare</p> <table border="1"> <tr> <td data-bbox="488 960 568 1066"> <p>Långfristiga beslut >5 års sikt</p> </td> <td data-bbox="572 960 947 1066"> <ul style="list-style-type: none"> Normalportfölj baserad på ALM-analys med 40 års sikt Sammansatt endast av index Bestämmer den långsiktiga tillgångs- och valutafördelningen Utgör jämförelseindex för den strategiska portföljen Bestäutas av styrelsen </td> </tr> <tr> <td data-bbox="488 1071 568 1117"> <p>Medelfristiga beslut 3-5 års sikt</p> </td> <td data-bbox="572 1071 947 1117"> <ul style="list-style-type: none"> Strategisk portfölj med 3-5 år sikt baserad på medelfristig marknadsanalys och portföljanslys Bestämmer den medelfristiga tillgångs- och valutafördelningen, valutaexponering samt regional fördelning Sammansatt av index (faktiska portföljens jämförelseindex) samt aktier, obligationer, derivat etc (strategiska positioner) Utgör jämförelseindex för den faktiska portföljen VD (eller den VD utser) besittar om investeringar (2,5% tracking error från strategiska portföljen rapporteras till styrelsen </td> </tr> <tr> <td data-bbox="488 1122 568 1168"> <p>Aktiv förvaltning <1 år</p> </td> <td data-bbox="572 1122 947 1168"> <ul style="list-style-type: none"> Förvaltning av den taktiska portföljen genom aktiva eller passiva positioner i aktier, räntebärande tillgångar, derivat etc. VD (eller den VD utser) besittar om investeringar (2,5% tracking error från strategiska portföljen) 64% av tillgångarna förvaltas aktivt (61% 2010) Första bidraget från den aktiva likvida förvaltningen 2011 från räntor Likvida aktiva förvaltningen internt förvaltas med undantag från globala aktiers alla-förvaltning i likvid </td> </tr> <tr> <td data-bbox="488 1173 568 1219"> <p>Extern vs. intern förvaltning</p> </td> <td data-bbox="572 1173 947 1219"> <ul style="list-style-type: none"> 19% av tillgångarna förvaltas extert (23% 2010), främst genom indexförvaltning av globala aktier </td> </tr> <tr> <td data-bbox="488 1224 568 1308"> <p>Utvärdering</p> </td> <td data-bbox="572 1224 947 1308"> <ul style="list-style-type: none"> Fonden utvärderas utifrån tre perspektiv Normalportföljen på 40 års sikt (utvärderas på rullande 10-årsperioder) Strategiska portföljen på 3-5 års sikt med normalportföljen som jämförelseindex Placeringstillgångar på <1 års sikt med strategiska portföljen som jämförelseindex </td> </tr> </table>	<p>Långfristiga beslut >5 års sikt</p>	<ul style="list-style-type: none"> Normalportfölj baserad på ALM-analys med 40 års sikt Sammansatt endast av index Bestämmer den långsiktiga tillgångs- och valutafördelningen Utgör jämförelseindex för den strategiska portföljen Bestäutas av styrelsen 	<p>Medelfristiga beslut 3-5 års sikt</p>	<ul style="list-style-type: none"> Strategisk portfölj med 3-5 år sikt baserad på medelfristig marknadsanalys och portföljanslys Bestämmer den medelfristiga tillgångs- och valutafördelningen, valutaexponering samt regional fördelning Sammansatt av index (faktiska portföljens jämförelseindex) samt aktier, obligationer, derivat etc (strategiska positioner) Utgör jämförelseindex för den faktiska portföljen VD (eller den VD utser) besittar om investeringar (2,5% tracking error från strategiska portföljen rapporteras till styrelsen 	<p>Aktiv förvaltning <1 år</p>	<ul style="list-style-type: none"> Förvaltning av den taktiska portföljen genom aktiva eller passiva positioner i aktier, räntebärande tillgångar, derivat etc. VD (eller den VD utser) besittar om investeringar (2,5% tracking error från strategiska portföljen) 64% av tillgångarna förvaltas aktivt (61% 2010) Första bidraget från den aktiva likvida förvaltningen 2011 från räntor Likvida aktiva förvaltningen internt förvaltas med undantag från globala aktiers alla-förvaltning i likvid 	<p>Extern vs. intern förvaltning</p>	<ul style="list-style-type: none"> 19% av tillgångarna förvaltas extert (23% 2010), främst genom indexförvaltning av globala aktier 	<p>Utvärdering</p>	<ul style="list-style-type: none"> Fonden utvärderas utifrån tre perspektiv Normalportföljen på 40 års sikt (utvärderas på rullande 10-årsperioder) Strategiska portföljen på 3-5 års sikt med normalportföljen som jämförelseindex Placeringstillgångar på <1 års sikt med strategiska portföljen som jämförelseindex
<p>Långfristiga beslut >5 års sikt</p>	<ul style="list-style-type: none"> Normalportfölj baserad på ALM-analys med 40 års sikt Sammansatt endast av index Bestämmer den långsiktiga tillgångs- och valutafördelningen Utgör jämförelseindex för den strategiska portföljen Bestäutas av styrelsen 										
<p>Medelfristiga beslut 3-5 års sikt</p>	<ul style="list-style-type: none"> Strategisk portfölj med 3-5 år sikt baserad på medelfristig marknadsanalys och portföljanslys Bestämmer den medelfristiga tillgångs- och valutafördelningen, valutaexponering samt regional fördelning Sammansatt av index (faktiska portföljens jämförelseindex) samt aktier, obligationer, derivat etc (strategiska positioner) Utgör jämförelseindex för den faktiska portföljen VD (eller den VD utser) besittar om investeringar (2,5% tracking error från strategiska portföljen rapporteras till styrelsen 										
<p>Aktiv förvaltning <1 år</p>	<ul style="list-style-type: none"> Förvaltning av den taktiska portföljen genom aktiva eller passiva positioner i aktier, räntebärande tillgångar, derivat etc. VD (eller den VD utser) besittar om investeringar (2,5% tracking error från strategiska portföljen) 64% av tillgångarna förvaltas aktivt (61% 2010) Första bidraget från den aktiva likvida förvaltningen 2011 från räntor Likvida aktiva förvaltningen internt förvaltas med undantag från globala aktiers alla-förvaltning i likvid 										
<p>Extern vs. intern förvaltning</p>	<ul style="list-style-type: none"> 19% av tillgångarna förvaltas extert (23% 2010), främst genom indexförvaltning av globala aktier 										
<p>Utvärdering</p>	<ul style="list-style-type: none"> Fonden utvärderas utifrån tre perspektiv Normalportföljen på 40 års sikt (utvärderas på rullande 10-årsperioder) Strategiska portföljen på 3-5 års sikt med normalportföljen som jämförelseindex Placeringstillgångar på <1 års sikt med strategiska portföljen som jämförelseindex 										

KÄLLA: Fjärde AP-fonden

44

Aktiv förvaltning är också en viktig komponent i fondens förvaltningsmodell och 64% av fondens tillgångar förvaltas idag aktivt (61% 2010). Huvuddelen av fondens aktiva förvaltning består av aktiva mandat där fonden investerar relativt ett jämförelseindex,

men fonden bedriver också absolutavkastande aktiv förvaltning genom förvaltningsplattformen Ivaldi¹ för globala aktier, taktisk allokeringen (TAA) och aktiv valutaförvaltning. Vidare förvaltas 18% av fondens kapital externt (23% 2010), främst i form av indexförvaltning av globala aktier. Målet för den aktiva förvaltningen är att skapa 0,5% avkastning över den strategiska portföljen per år i genomsnitt över en treårsperiod.

Fonden utvärderar sin verksamhet utifrån tre perspektiv. Normalportföljens avkastning utvärderas på rullande 10-årsperioder. I tillägg utvärderas den strategiska portföljen på 3-5 års sikt med normalportföljen som jämförelseindex. Slutligen utvärderas placeringstillgångarna på <1 års sikt med strategiska portföljen som jämförelseindex.

Följande viktiga förändringar genomfördes av Fjärde AP-fonden under 2011:

- Fondens styrelse beslutade 2011 att ge VD mandat att bestämma den medelfristiga strategiska portföljen inom ramen för en riskbudget på 2,6% och med ett mål att skapa 0,5% avkastning över normalportföljen per år i genomsnitt över en fyraårsperiod. Tidigare togs alla beslut av ändringar i den strategiska portföljen av styrelsen.
- Fjärde AP-fonden tillsatte en affärschef (CIO²) med operativt ansvar för affärsverksamheten. Inom förvaltningsorganisationen ser också fonden över strukturen för svenska aktier.
- Fonden avyttrade 50% av fastighetsinnehavet i Rikshem till AMF enligt tidigare överenskommelse. Fonden gjorde samtidigt under året flera fastighetsaffärer, vilket resulterade i att nettovärdet av fondens fastighetsportfölj växte från SEK 8 miljarder 2010 till SEK 10 miljarder 2011 (från 3,9% till 4,6% av totala fondportföljen).
- Fonden beslutade 2011 att som en av de stora investeringarna i Proventus Capital Partners II utfästa 550 miljoner kronor. I tillägg till detta gjordes investeringar i nya riskkapitalfonder på ytterligare 500 miljoner kronor.
- Fonden påbörjade en ny depåbanksupphandling 2011 för att öka effektiviteten i sin administration. Upphandlingen förväntas att avslutas under 2012.

Inför 2012 planerar fonden också att se över strukturen av strategiska positioner inom ramen för VDs mandat.

FJÄRDE AP-FONDENS RESULTAT 2001³-2011

Fondens totala kapital ökade 2001-2011 från SEK 132 miljarder till SEK 210 miljarder (Bild 40). Av ökningen på SEK 78 miljarder bidrog avkastning efter kostnader med SEK 68 miljarder. 2011 års avkastning var SEK -1,6 miljarder efter kostnader.

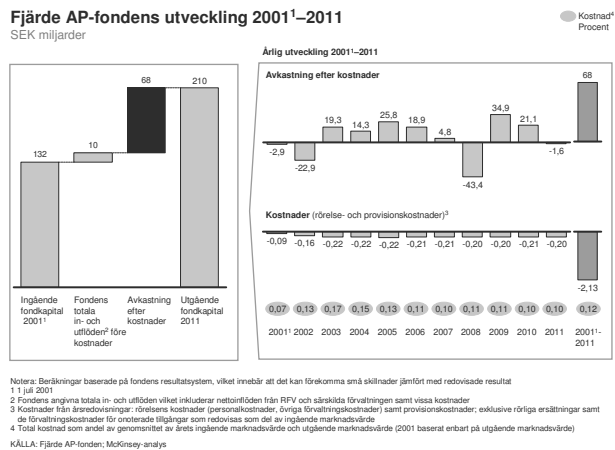
¹ Ivaldi är Fjärde AP-fondens plattform för externa förvaltningsmandat för handel med globala aktier

² Chief Investment Officer, dvs chef för investeringar

³ Avser 1 juli 2001

Fondens totala kostnader under perioden var SEK 2,1 miljarder eller i genomsnitt 0,12% av kapitalet per år. 2011 var kostnaderna SEK 0,20 miljarder eller 0,10% av kapitalet, vilket är i linje med fondens kostnadsnivå sedan 2006. Förvaltningskostnaderna bör dock inte enbart analyseras isolerat, utan sättas i relation till den avkastning som fonden skapar¹.

Bild 40



Fjärde AP-fondens utveckling motsvarar en årlig avkastning efter kostnader på 3,7% under perioden 2001-2011, 1,6% under femårsperioden 2007-2011 och 3,8% femårsperioden 2006-2010 (Bild 41). Detta innebär att fonden inte har nått upp till styrelsens mål om 4,5% real avkastning plus inflation (1,5-1,7%) under någon av dessa tidsperioder. Avkastningen under 2001-2011 har varit högre än inkomstindex, dock inte under den senaste femårsperioden i hög utsträckning drivet av 2008.

Till fondens totala avkastning 2011 på -0,7% bidrog fondens investeringar i de olika tillgångsslagen med följande avkastning: globala aktier -2,4%, svenska aktier -2,6%, räntebärande tillgångar 3,1%, alternativa investeringar 0,3% och fastigheter 0,6%. Normalportföljen avkastade -0,9%, den strategiska förvaltningen +0,0% och aktiv avkastning +0,2%.

¹ En högre kostnad för till exempel provisioner till externa förvaltare bör anses motiverad om det genererar en meravkastning som överstiger den ökade kostnaden.

Bild 41

Fjärde AP-fondens totala avkastning 2001¹-2011

Total avkastning efter kostnader; Procent

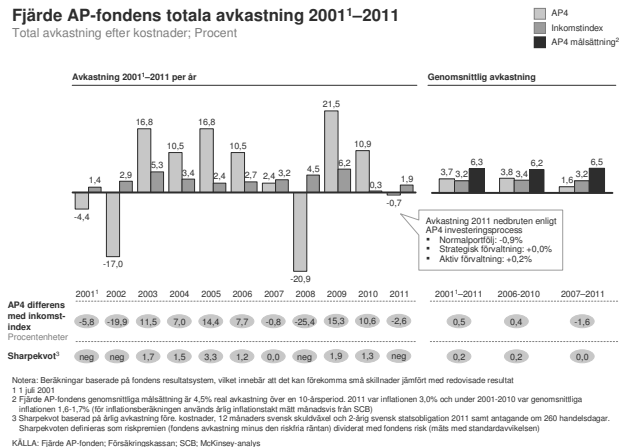
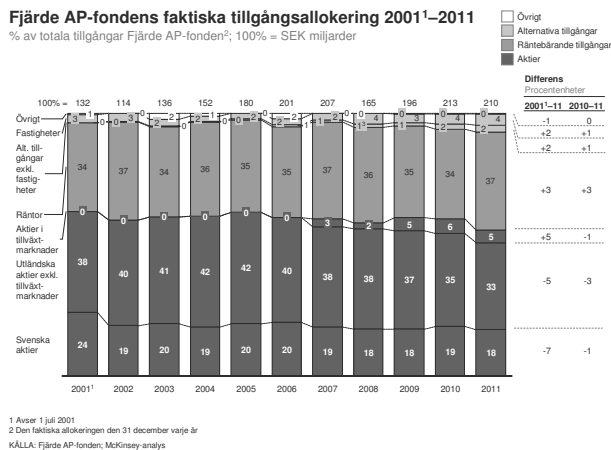


Bild 42

Fjärde AP-fondens faktiska tillgångsallokering 2001¹-2011

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



Fjärde AP-fonden hade vid utgången av 2011 56% av tillgångarna investerade i aktier, 37% i räntor och resterade 6% i alternativa tillgångar (Bild 42). De största förändringarna i fondens faktiska allokering 2001-2011 är att fonden mellan 2006 och 2011 ökade

allokeringen till aktier i tillväxtmarknader och till fastigheter och andra alternativa tillgångar, samtidigt som allokeringen minskade till svenska aktier och utländska aktier utanför tillväxtmarknader.

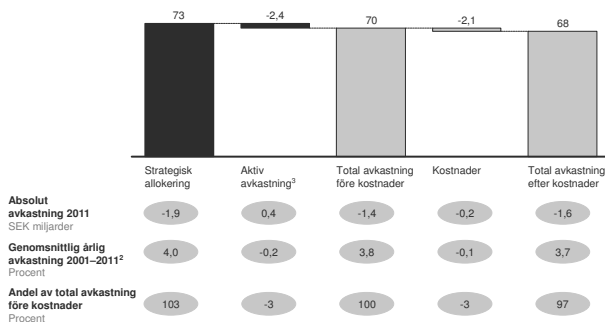
VÄRDET AV STRATEGISKA BESLUT OCH AKTIV FÖRVALTNING 2001-2011

En analys av de viktigaste källorna till Fjärde AP-fondens avkastning visar att fonden 2001-2011 genererat SEK 72,8 miljarder från strategiska beslut (från normalportföljen och den strategiska portföljen) och SEK -2,4 miljarder från aktiv avkastning före kostnader (Bild 43). Detta innebär att den aktiva avkastningen bidragit med -3% och de strategiska besluten har bidragit med 103% till avkastningen före kostnader.

Bild 43

Nedbrytning av avkastningen för Fjärde AP-fonden 2001–2011

Absolut avkastning 2001–2011; SEK miljarder



¹ 1 juli 2001

² Årlig avkastning baserat på geometrisk medelvärde av daglig procentuell avkastning

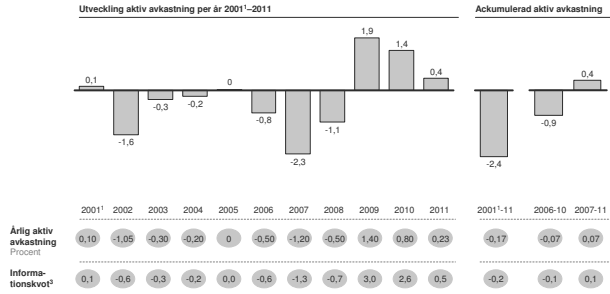
³ Total aktiv avkastning för lividportföljen vilket utgörs av aktiv förvaltning inom tillgångsdrag exkl. alternativa investeringar och aktiv avkastning från överförmåndat samt allokeringseffekter från strategisk till faktisk vild i lividportföljen; för 2008-2011 separerar fonden de aktiva mandaten på ett tydligare sätt och inkluderar inte avkastningsbidraget från implementeringen av den strategiska tillgången och valutaförändringen

KÄLLA: Fjärde AP-fonden; McKinsey-analys

Sedan 2001 har fondens aktiva förvaltning bidragit till totalavkastningen med SEK -2,4 miljarder eller -0,17% per år. Mellan 2001-2008 var fondens aktiva avkastning negativ eller omkring noll samtliga år. De tre senaste 2009-2011 har den aktiva avkastningen varit positiv varje år och överstigit fondens mål på i genomsnitt 0,5% per år över en treårsperiod. Det bör dock noteras att en stor del av den positiva aktiva avkastningen 2009 sannolikt drivs av en återhämtning från 2008. Under den senaste femårsperioden har fonden genererat en aktiv avkastning på totalt SEK 0,4 miljarder eller 0,07% per år (Bild 44). 2011 års aktiva avkastning uppgick till SEK 0,4 miljarder eller 0,23%.

¹ Avser 1 juli 2001

Bild 44

Fjärde AP-fondens aktiva avkastning 2001¹-2011Årlig aktiv avkastning²; SEK miljarder¹ 1 juli 2001² Total aktiv avkastning för likvidportföljen vilket utgörs av aktiv förvaltning inom tillgångslap exkl. alternativa investeringar och aktiv avkastning från överlymandat samt allokeringseffekter från strategisk tillfällig vikt i likvidportföljen; för 2008-2011 separerar fonden de aktiva mandaten på ett tydligare sätt och inkluderar inte avkastningsbidraget från implementeringen av den strategiska tillgångs- och valutföringen³ Annualiserad informationskvot baserad på daglig avkastning och antagande om 260 handelsdagar. Informationskvoten definieras som den aktiva avkastningen dividerat med fondens aktiva risk och visar hur mycket överavkastning som den aktiva förvaltningen gett

KÄLLA: Fjärde AP-fonden; McKinsey-analys

8. Grundläggande utvärdering av Sjätte AP-fonden

I det här kapitlet presenteras resultaten från den grundläggande utvärderingen av Sjätte AP-fondens verksamhet 2011. Den grundläggande utvärderingen fokuserar på att beskriva förändringar i fondens organisation och strategi som beslutats under 2011 och att redovisa avkastningen från fondens totala portfölj och de olika delarna i fondens investeringsverksamhet.

FÖRÄNDRINGAR I SJÄTTE AP-FONDENS ORGANISATION OCH STRATEGI 2011

Sjätte AP-fonden är en av fem buffertfonder i det svenska inkomstpensionssystemet, men skiljer sig från de andra fyra buffertfonderna i flera avseenden. Sjätte AP-fondens uppdrag är att uppnå långsiktigt hög avkastning med tillfredställande riskspridning genom att investera i riskkapital främst i små och medelstora bolag i Sverige. Sjätte AP-fonden är en stängd fond, vilket innebär att fonden inte har några in- eller utflöden. Detta gör att fonden behöver arbeta med likviditetsplanering för att kunna göra uppföljningsinvesteringar i portföljbolag, nyinvesteringar i fonder och direkt i samt täcka löpande kostnader.

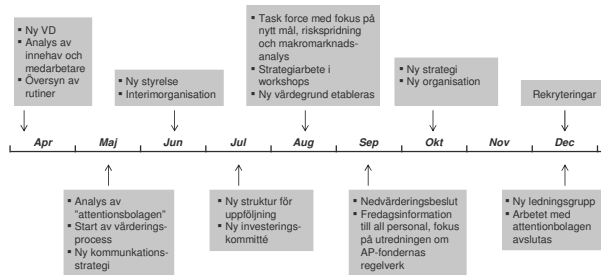
Sedan fonden startades 1996 har Sjätte AP-fonden genomgått viktiga förändringar. Under perioden fram till 2003 bestod verksamheten främst av en kapitalförvaltning som investerade i noterade aktier. Fonden har successivt gått mot att investera en allt större andel i riskkapital i onoterade aktier och 2003 avvecklades fondens kapitalförvaltning och fonden fick en gemensam målsättning. Två andra viktiga händelser i fondens historia inträffade 2006 och 2009. 2006 delades fondens verksamhet in i fyra affärsområden (Direktinvesteringar, Partnerinvesteringar, Life Science, Fondinvesteringar) som senare kompletterades med de tre affärsområdena Konvertibeln, Nätverksinvesteringar och Regionala Investeringar. 2009 beslutade fonden att efter svaga resultat under fem år utvärdera närvaron inom segmentet för expansionsbolag¹.

2011 markerar ett nytt kapitel i Sjätte AP-fondens historia med flera viktiga förändringar i fondens organisation och investeringsstrategi. I maj 2011 fick fonden en ny VD och i maj en ny styrelse i och med att ny ordförande, ny vice ordförande och en ny ledamot tillsattes (totalt tre av fem ledamöter). Tillsammans har den nya styrelsen och VD under året genomfört flera genomgripande förändringar (Bild 45):

¹ Sjätte AP-fondens definition på expansionsbolag är företag som vid investeringstidpunkten har en årlig omsättning på under SEK 200 miljoner och som har negativt kassaflöde alternativt behöver tillförsel av ägarkapital för fortsatt tillväxt

Bild 45

Viktiga händelser för Sjätte AP-fonden 2011 avseende organisation och strategi

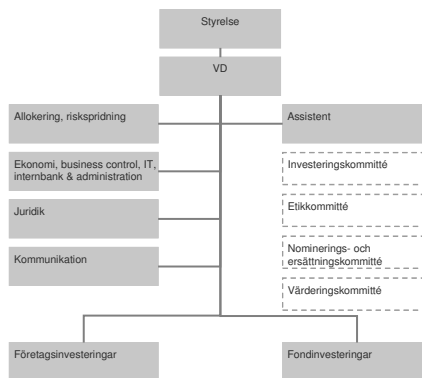


- Styrelsen gjorde ett förtydligande av ägarens uppdrag. I styrelsens nya formulering ska Sjötte AP-fonden skapa en "långsiktigt hög avkastning och hålla en tillfredsställande riskspridning genom placering på riskkapitalmarknaden". Därmed släppte fonden den gamla styrelsens skrivning att "främst investera i små och medelstora svenska tillväxtföretag för att därigenom bidra till utvecklingen i svenskt näringsliv".
- Den nya ledningen gjorde en genomlysning av alla portföljbolag. Detta gjorde att speciella åtgärder vidtogs för portföljbolag med identifierade utmanande förutsättningar för framtida avkastning (så kallade "attentionbolag"). Genomlysningen medförde att fonden under året skrev ner värdet på investeringsportföljen med SEK ~2 miljarder.
- Den nya ledningen introducerade en ny investeringsstrategi som bland annat innebär att fondens ska fokusera på långsiktiga investeringar i onoterade bolag, dels genom direkta investeringar i mer mogna och kassaflödespositiva bolag på den svenska marknaden, dels genom fondinvesteringar på den nordiska marknaden med inriktning på bolag i båda tidiga och mer mogna investeringsfaser. Över tid är målsättningen att fondinvesteringarna ska motsvara åtminstone ~50% av fondens totala investeringsportfölj. Målet är att kunna skapa ett affärsflöde och en kompetensöverföring mellan de två investeringstyperna genom att till exempel få möjlighet att göra saminvesteringar i enskilda bolag tillsammans med riskkapitalfonder som Sjötte AP-fonden investerar i.

- För att reflektera den nya strategin har ledningen utvecklat en ny organisation som införs under 2012. Fonden samlar investeringsverksamheten i de två affärsområdena Företagsinvesteringar och Fondinvesteringar (Bild 46). Affärsområdet Life Science kvarstår tills vidare som ett tredje affärsområde men kommer under 2012 att införlivas i Företagsinvesteringar och Fondinvesteringar. I den nya organisationen introduceras också fyra kommittéer. Syftet med kommittéerna är att säkerställa en god balans mellan investeringar och riskhantering i fondens verksamhet samt att utnyttja fondens samlade kompetenser.

Bild 46

Sjätte AP-fonden nya organisationsstruktur 2011



- Fonden genomförde också under året ett flertal nyrekryteringar och ett antal personer lämnade fonden. Antalet anställda inom Sjätte AP-fonden uppgick vid utgången av 2011 till 30 personer jämfört med 34 personer 2010. Fonden inrättade två nya nyckelpositioner: chef för affärsområdet Företagsinvesteringar och CIO¹ med ansvar för Allokering och Riskspridning samt ordförande i investeringskommittén. För de här tjänsterna gjordes nyrekryteringar.
- Styrelsen beslutade om ett nytt långsiktigt avkastningsmål för hela fonden. Det nya målet som gäller från och med 2012 definieras som SHB Nordix All-Share Portfolio Index plus 2,5%. Det kan jämföras med fondens gamla avkastningsmål som gällde fram till och med 2011 och som uppgick till reporäntan plus en riskpremie på 4,5%. För perioden 2003-2011 uppgick det gamla målet till 6,7% per år och det nya målet till 13,0% per år.

¹ Chief Investment Officer, dvs. chef för investeringar

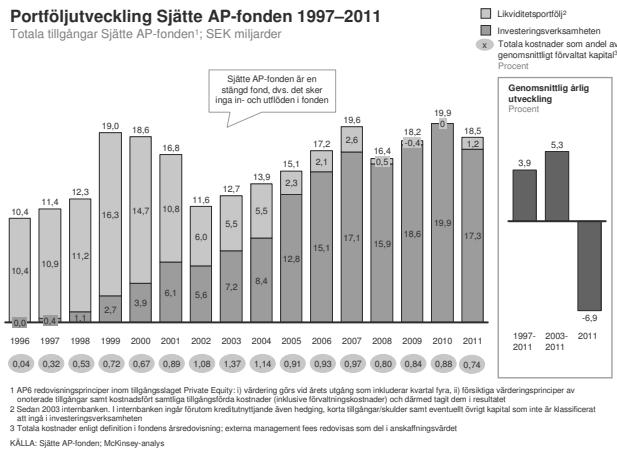
- Som en del i förändringsarbetet etablerade den nya fondledningen under året också nya kärnvärden som ska prägla fondens verksamhet framåt: professionalitet, affärsmässighet, engagemang och långsiktighet.

I och med dessa förändringar har fondens nya ledning satt riktlinjerna för fondens verksamhet framåt. Under 2012 planerar fonden att detaljera strategin och påbörja implementeringen.

RESULTAT FÖR SJÄTTE AP-FONDENS TOTALA PORTFÖLJ 1997-2011

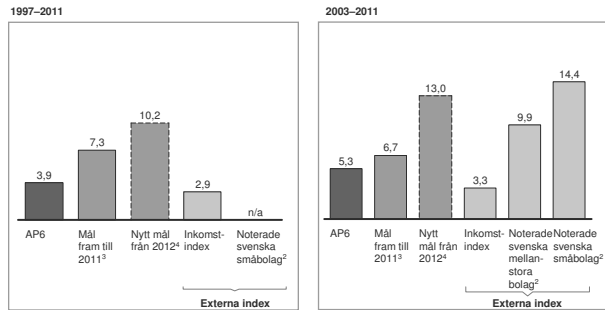
Sjätte AP-fondens kapital har vuxit från SEK 10,4 miljarder till SEK 18,5 miljarder sedan 1996 (Bild 47). Sedan starten har fonden successivt minskat andelen likvida medel förvaldade i interbanken och byggt upp en investeringsportfölj. Vid utgången av 2011 uppgick likviditetsportföljen till SEK 1,2 miljarder.

Bild 47



Fondens utveckling 1997-2011 motsvarar en avkastning på 3,9% per år och 2003-2011 5,3% per år efter kostnader. Avkastningen under 2011 var SEK -1,4 miljarder eller -6,9% i hög utsträckning drivet av fondens nedskrivningar av värdet på fondens portfölj med expansionsbolag samt minskade värden på de noterade tillgångarna. Det här innebär att fonden inte har nått upp till styrelsens gamla långsiktiga avkastningsmål om 6,7% som gällde under perioden 2003-2011. Sett till perioden 1997-2011 nådde fonden inte heller upp till fondens gamla målsättning (Bild 48).

Bild 48

Resultat Sjätte AP-fondens totala portfölj 1997–2011Genomsnittlig årlig avkastning¹ efter totala kostnader, Procent

1 Nettoavkastning delat på ingående kapital
 2 Total return MSCI Swedish Small Cap (för svenska småbolag) och MSCI Mid Cap (för svenska mellanstora bolag)
 3 Långsiktig avkastningsmål sedan 2003, 4,5% plus reporänta. Före 2003 var målet ett börsindex. Under 1997-2011 var reporäntan 2,85% per år, under 2003-2011 var reporäntan 2,20% per år
 4 Nytt avkastningsmål representerat på AP6 historik. Under 2011 har nya högre avkastningsmål satts upp för fonden som utgår från SHB Nordix All-Share + riskpremie om 250 bps baserat på fondens riskprofil och kassaallokering under perioden
 KÄLLA: Sjätte AP-fonden; Datastream; McKinsey-analys

Sjätte AP-fondens uppdrag och portföljsammansättning samt att fonden är stängd försvårar en direkt jämförelse av fondens avkastning med externa index. Som referens har dock fondens avkastning under 2003-2011 varit lägre än index för noterade svenska småbolag (MSCI Swedish Smallcap) och svenska mellanstora bolag (MSCI Swedish Mid Cap) men högre än inkomstindex. Fondens historiska avkastningen har också varit lägre än Sjätte AP-fondens nya avkastningsmål som gäller från 2012. För perioden 2003-2011 uppgick det nya avkastningsmålet till 13,0% per år och 1997-2011 till 10,2% per år.

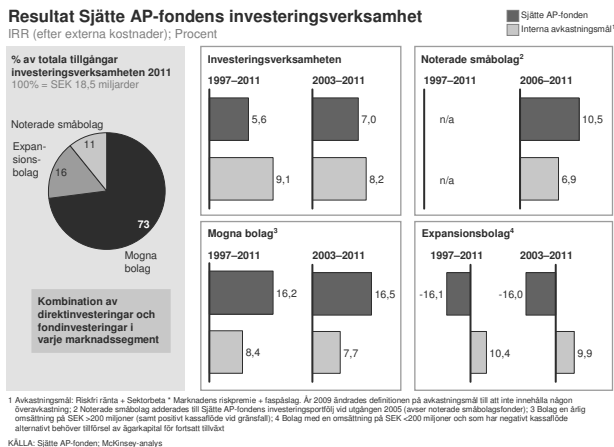
Fondens redovisade kostnader har under 2003-2011 varierat mellan SEK 130 och 180 miljoner per år. 2011 uppgick de redovisade kostnaderna till SEK 143 miljoner. Det här innebär att fondens kostnader har motsvarat 0,74-1,40% av det genomsnittliga kapitalet sedan 2003. I jämförelse med övriga AP-fonder är kostnaden högre som andel av totalt kapital, men jämförelsen har begränsad relevans givet fondernas olika verksamhetsinriktningar. Investeringar i onoterade aktier direkt eller via fonder är dyrare än investeringar i noterade värdepapper. Liksom för de andra AP-fonderna bör också kostnaderna sättas i relation till avkastningen.

RESULTAT FÖR SJÄTTE AP-FONDENS INVESTERINGSVERKSAMHET 1997-2011

Under perioden 2003-2011 genererade Sjätte AP-fondens investeringsverksamhet en avkastning på 7,0% per år, vilket är lägre än fondens interna avkastningsmål som gällde under 2011 (målet för investeringsverksamheten 2003-2011 enligt fondens

riskpremiemodell var 8,2%). Inom de olika marknadssegmenten har dock avkastningen varierat kraftigt (Bild 49).

Bild 49



Segmentet mogna bolag har genererat en årlig avkastning på 16,5% under 2003-2011, vilket var högre än avkastningsmålet på 7,7% per år. Noterade småbolag genererade en avkastning på 10,5% per år under tidsperioden 2006-2011 och överträffade därmed avkastningsmålet på 6,9%. Investeringarna i expansionsbolag har påverkat resultatet för investeringsportföljen negativt under 2003-2011 och uppgick till -16,0% per år under 2003-2011. Jämfört med fondens nya avkastningsmål som gäller från 2012 överträffade bara segmentet mogna bolag och noterade småbolag målen (13,0% per år för perioden 2003-2011 respektive 4,7% per år för perioden 2006-2011).

9. Grundläggande utvärdering av Sjunde AP-fonden

I det här kapitlet presenteras resultaten från den grundläggande utvärderingen av Sjunde AP-fondens verksamhet 2011. Utvärderingen fokuserar på att beskriva fondens förvaltningsmodell, nyckelhändelser 2011 samt att redovisa fondens NAV¹-avkastningen och aktiva avkastningen 2001-2011.

SJUNDE AP-FONDENS FÖRVALTNINGSMODELL OCH NYCKELHÄNDELSER 2011

Sjunde AP-fonden är det statliga alternativet i premiepensionssystemet (PPM). Pensionsmedlen kommer från sparare som avstått från att välja fonder eller sparare som aktivt önskar ett långsiktigt pensionssparande i statlig regi. Från maj 2010² har Sjunde AP-fonden på regeringens uppdrag förnyat det statliga erbjudandet i premiepensionssystemet med målsättningen att den sammanlagda statliga pensionen ska bli högre. I och med detta ersattes Premiesparfonden och Premievals-fonden av Sjunde AP-fondens så kallade byggstensfonder AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond. Sex nya produkter lanserades (alla kombinationer av de två byggstensfonderna), varav AP7 Såfa (Statens Årskullsförvaltningsalternativ) är förvalsalternativet för dem som inte aktivt väljer en förvaltare i premiepensionssystemet (Bild 50).

Grundfilosofin i Sjunde AP-fondens förvaltningsstrategi är passiv förvaltning men fonden förvaltar även en del av kapitalet aktivt (~25%). Två andra grundprinciper i Sjunde AP-fondens förvaltningsfilosofi är stordriftsfördelar och hänsyn till den totala statliga pensionen. Fondens målsättning är att uppnå stordriftsfördelar genom att Sjunde AP-fonden endast har två underliggande fonder (AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond), vilket bland annat syftar till att leda till lägre transaktionskostnader. Hänsyn till den totala allmänna pensionen, där premiepensionen endast utgör en liten del och resterande del (inkomstpensionen) följer pris- och löneutvecklingen i den svenska ekonomin, innebär att Sjunde AP-fonden vill skapa en hög aktierisk i AP7 Såfa upp till 55 års ålder genom att öka aktieexponeringen med hjälp av en hävstång med syfte att öka möjligheten till hög avkastning.

AP7 Aktiefond har en global inriktning med 97% globala aktier, en USD-denominerad hävstång som innebär en strategisk inriktning på 150% och aktiv förvaltning på utvalda marknader med fokus på kort till medellång sikt (Bild 51). Under 2011 har styrelsen beslutat att ge VD ett mandat att avvika från den strategiska inriktningen på hävstången med +/- 10% (jämfört med den tidigare bandbredden för dynamiska hävstången på 100-

¹ Net Asset Value

² Flytt av kapital skedde den 21 maj och 22-23 maj var ej handelsdagar

170%). Mandatet kommer att implementeras under 2012. Vidare är aktiefonden externt förvaltd till 93% och har som mål att överträffa jämförelseindex. AP7 Räntefond innehåller främst svenska ränterelaterade instrument med låg kreditrisk och har normalt en genomsnittlig räntebindningstid på 2 år. Fonden är internt förvaltd och har som mål att överträffa index (HMT74). AP7 Såfa är en typ av åldersförvaltning med en kombination av AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond som förändras med spararnas ålder. I unga år är risken högre, för att sparpengarna ska kunna öka mer i värde. När pensionsspararen blir äldre minskas risken för att ge större trygghet. Detta betyder praktiskt att alla pengar ligger i AP7 Aktiefond för pensionsspararen fram till 55 års ålder. Därefter omfördelas pengarna stegvis till AP7 Räntefond med drygt 3% per år fram till 75 års ålder. Fördelningen i AP7 Såfa från och med att spararen är 75 år är 67% AP7 Räntefond och 33% AP7 Aktiefond.

Bild 50

Beskrivning av Sjunde AP-fonden 2011

<p>Uppdrag och mål</p> <p>Uppdrag</p> <ul style="list-style-type: none"> AP7 förvaltar sedan 2001 förvaltsalternativet i PPM-systemet: <ul style="list-style-type: none"> – Premieparfonden från till den 21 maj 2010 – AP7 Såfa (som är en kombination av AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond) sedan den 24 maj 2010 AP7 tillhandahåller ytterligare 3 fondportföljer samt AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond Fondens mål, vid vald risknivå, placeras så att långsiktigt hög avkastning uppnås <p>Mål</p> <ul style="list-style-type: none"> Styrelsen i AP7 fastställer avkastningsmålen för respektive fond <ul style="list-style-type: none"> – AP7 Såfa: Avkastningen ska minst motsvara PPM-index – AP7 Aktiefond: Överträffa jämförelseindex (1,5 MSCI World)¹ – AP7 Räntefond: Överträffa jämförelseindex (HMT74) Mål för aktiv avkastning i 3 delar: aktieexponering, alfamandat, PE 	<p>Andel av PPM kapitalet (31 december 2011)</p> <p>100% = SEK 393 miljarder</p>
<p>Förvaltningsstrategi</p> <ul style="list-style-type: none"> Grundfilosofin för AP7 är passiv förvaltning Två av AP7:s ledstjärnor är <ul style="list-style-type: none"> – Störstörtsfördelar (AP7 har endast 2 underliggande fonder: AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond) – Hänsyn till den totala statliga pensionen (innebär att AP7 har en hög risk och använder en hävstång för ökad aktieexponering) AP7 Aktiefond: <ul style="list-style-type: none"> – Global inriktning (97% globala aktier) – Hävstång (värdutsävsad) som innebär en strategisk aktieexponering på 150% (150% MSCI World Index) – Aktiv förvaltning på utvalda marknader (fokus på kort till medellång sikt) AP7 Räntefond: <ul style="list-style-type: none"> – Främst svenska ränterelaterade instrument med låg kreditrisk – Genomsnittlig räntebindningstid normalt högst 3 år – Extern förvaltning: -93% (AP7 Aktiefond) 0% (AP7 Räntefond) – Aktiv förvaltning: -25% 	<p>Organisation</p> <ul style="list-style-type: none"> 17 anställda (17 år 2010) varav 5 inom förvaltningen
<p><small>¹ Det benchmark som används består av 1 x MSCI World (omräknat i SEK) + 0,5 x MSCI World (i USD)</small></p> <p><small>KÄLLA: Sjunde AP-fonden</small></p>	

Sjunde AP-fonden har vidare ett tredelat mål för medelfristig (5-10 år) och aktiv avkastning:

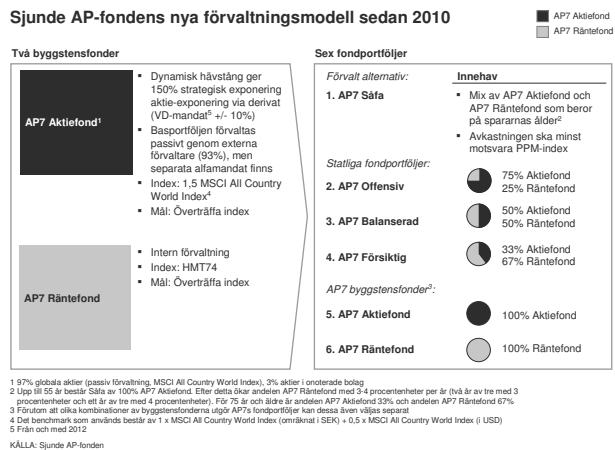
- Aktieexponering!: 500 miljoner (över 1,5 MSCI All Country World Index) per år över en rullande femårsperiod.
- Alfamandat: 300 miljoner (över 1,5 MSCI All Country World Index) för 2011

¹ Dynamisk hävstång (avsteg från den strategiska hävstången på 50%)

- Private Equity: 2% över 1,5 MSCI All Country World Index över en rullande 10-årsperiod.

Vid utgången av 2011 hade fondens organisation 17 anställda varav 5 inom förvaltningen. År 2010 hade fonden 17 anställda varav 5 inom förvaltningen. Förvaltningsorganisationen består av enheterna Valuta, Svenska räntor, Ågarpolicy samt ett flertal externa förvaltare. Svenska aktier rapporterar direkt till VD.

Bild 51



Utöver den nya förvaltningsmodellen har Sjunde AP-fonden också genomfört ett par andra viktiga förändringar under 2011:

- Under året rekryterades en senior risk manager för att öka Sjunde AP-fondens fokus på riskhantering. Vidare rekryterades också en chefsstrateg med ansvar för taktisk allokering inklusive den dynamiska hävstången. Två personer slutade samtidigt 2011.
- Fonden introducerade en ny kommunikationsstrategi med ökat fokus på information till spararna, framförallt om förvaltsalternativet. I och med detta beslutade fonden också att förstärka kompetensen och lyfta in ansvaret för kommunikationen i organisationen. Tidigare hanterades det med hjälp av en extern konsult.
- En utvärdering genomfördes av fondens aktiva förvaltning för att analysera övergången från traditionella aktiva ”long-only” mandat till kapitallösa alfa-mandat. Utvärderingen visade att den nya alfa-strategin varit fördelaktig. Under 2011 minskade fonden antalet externa alfa-mandat från 9 till 7 och planerar utöka mandaten 2012 genom en ny upphandling.

- Fonden har under 2011 inte gjort några nya åtaganden i Private Equity och vid utgången av 2011 var 3% av fondkapitalet investerat i Private Equity i enlighet med fondens mål. Vidare är 100% av kapitalet i private equity är placerat i fond-i-fonder med ambitionen att 30% ska vara placerat i miljöteknik.

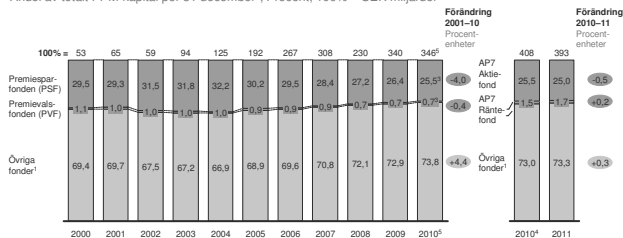
RESULTAT FÖR SJUNDE AP-FONDENS TOTALA PORTFÖLJ 2001-2011

Sjunde AP-fonden förvaltade vid slutet av 2011 26,7% av totala premiepensionssystemets kapital, varav 25,0% i AP7 Aktiefond och 1,7% i AP7 Räntefond (Bild 52). Sedan år 2000 har Sjunde AP-fondens andel av totala premiepensionssystemet minskat med totalt 3,9 procentenheter¹.

Bild 52

Utveckling av totala PPM-kapitalet 2000–2011

Andel av totalt PPM-kapital per 31 december²; Procent; 100% = SEK miljarder



Kostnader
Baspunkter

Premie- TKA ¹	n/a	40	33	27	29	28	27	37	32	30	n/a	AP7 Aktiefond	24	28
fonden FV ²	n/a	17	16	16	15	15	15	15	15	15	n/a	AP7 Räntefond	15	15
Premie TKA ¹	n/a	68	66	57	63	52	44	42	38	39	n/a	AP7 Räntefond	9	9
fonden FK ³	n/a	27	25	25	32	30	29	18	15	15	n/a	Övriga fonder ⁴	9	9

¹ 788 valbara fonder januari 2010
² TKA: totalkostnadsandel (fondens kostnader inkl. transaktionskostnader vid köp och försäljning av värdepapper som andel av den genomsnittliga fondförmögenheten). FK: förvaltningskostnader
³ FÖ 2010: 21 maj 2010
⁴ 31 december 2010
⁵ 31 maj 2010. Kapital tillförs huvudsakligen PPM i december
 KÄLLA: Sjunde AP-fonden; PPM, Försäkringskassan; McKinsey-analys

Kostnader (inklusive courtage)² som andel av genomsnittligt kapital uppgick 2011³ till 0,28% för AP7 Aktiefond (0,24% 2010) och 0,09% för AP7 Räntefond (0,09% 2010). Förvaltningsavgiften för AP7 Aktiefond respektive AP7 Räntefond uppgick 2011 till

¹ Sannolikt i första hand drivet av att fler sparare gör ett aktivt val. Det kan också finnas en effekt från t.ex. skillnader i lönenivåer och löneutvecklingstakt mellan aktiva väljare och de som inte väljer aktivt

² Inkluderar förvaltningskostnader och övriga transaktionsrelaterade avgifter (definierat som TKA, totalkostnadsandel)

³ Avser perioden 24 maj till 31 december 2010

0,15% respektive 0,09% av fondens förmögenhet. Genomsnittlig förvaltningsavgift hos de 778 fonder som ingick i PPM-systemet 31 december 2011 var 0,30%¹.

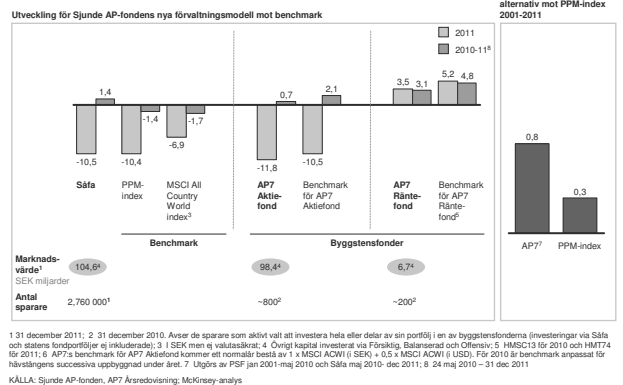
UTVÄRDERING AV TOTALA RESULTATET FÖR SJUNDE AP-FONDEN

Under perioden 24 maj 2010 till 31 december 2011 genererade förvaltsalternativet Såfa i genomsnitt en avkastning på 1,4% per år, medan PPM-index hade en genomsnittlig avkastning på -1,4% per år. Detta kan också jämföras med avkastningen på MSCI All Country World aktieindex som under perioden hade en genomsnittlig avkastning på 1,7% per år (Bild 53). 2011 var avkastningen på Såfa -10,5%, jämfört med -10,4% för PPM-index och -6,9% för MSCI All Country World aktieindex. Under hela perioden 2001-2011 har därmed Sjunde AP-fondens icke-valsalternativ² i genomsnitt avkastat 0,5 procentenheter mer än PPM-index per år.

Bild 53

Utveckling för Sjunde AP-fondens nya förvaltningsmodell 24 maj 2010 – 31 dec 2011 och ickevalsalternativet 2001-2011

Årlig avkastning; Procent



Sjunde AP-fondens Aktiefond avkastade -11,8% 2011 och i genomsnitt 0,7% per år under perioden 24 maj 2010 till 31 december 2011. Aktiefondens avkastning var därmed lägre än fondens jämförelseindex både under 2011 och för perioden 24 maj 2010 till 31 december 2011. Sjunde AP-fondens Räntefond avkastade 3,5% 2011 och i genomsnitt 5,2% per år under perioden 24 maj 2010 till 31 december 2011, vilket var lägre än

¹ Avser förvaltningsavgifter brutto (0,85%) samt rabatter (0,55%)

² Premiesparfonden jan 2001-maj 2010 och Såfa maj 2010- dec 2011

fondens jämförelseindex både under 2011 och för perioden 24 maj 2010 till 31 december 2011.

UTVÄRDERING AV AKTIV AVKASTNING FÖR SJUNDE AP-FONDEN

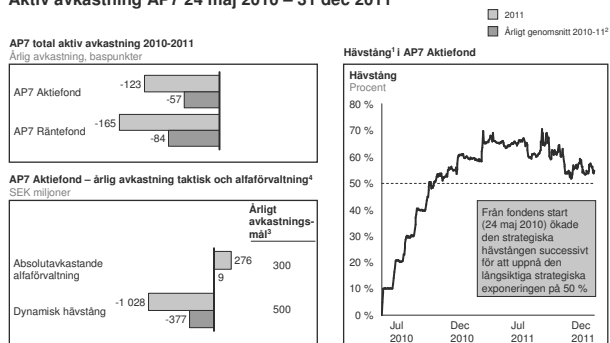
Den aktiva avkastningen 2011 för Sjunde AP-fondens Aktiefond respektive Räntefond var -123 och -165 baspunkter (Bild 54). För perioden 24 maj 2010 till 31 december 2011 var därmed den aktiva avkastningen för Aktiefonden respektive Räntefonden -57 och -84 baspunkter.

De två främsta källorna till den aktiva avkastningen i AP7 aktiefond under 2011 var den absolutavkastande alfaförvaltningen och den dynamiska hävstången. Sammantaget genererade de två alfa-komponenterna en avkastning under 2011 på SEK -752 miljoner, vilket betyder en årlig avkastning på SEK -269 miljoner för perioden 24 maj 2010 till 31 december 2011.

Den absolutavkastande alfaförvaltningen, som utvärderas på årsbasis, hade en positiv avkastning på SEK 276 miljoner 2011 jämfört med det årliga avkastningsmålet om SEK 300 miljoner. Den genomsnittliga avkastningen för perioden 24 maj 2010 till 31 december 2011 var SEK 9 miljoner. Den dynamiska hävstången har en femårig utvärderingshorisont med ett mål om SEK 500 miljoner i genomsnitt per år. Under perioden 24 maj 2010 till 31 december 2011 var den årliga genomsnittsavkastningen SEK -377 miljoner och under 2011 var avkastningen SEK -1 028 miljoner. Under 2011 har den dynamiska hävstången pendlat mellan 0-15 procentenheter.

Bild 54

Aktiv avkastning AP7 24 maj 2010 – 31 dec 2011



¹ Inkluderar strategisk hävstång samt dynamisk hävstång. 31 december 2011 var den strategiska hävstången 54,8 % (exponering SEK 54 miljoner) och den dynamiska hävstången 4,8 % (exponering SEK 5 miljoner)
² Aktiemåskil snitt
³ Absolutavkastande alfaförvaltning har ett årligt avkastningsmål medan den dynamiska hävstången utvärderas i genomsnitt över en 5-årsperiod
⁴ Aktiefondens alfa-avkastning i form av avvikelser från den strategiska inriktningen i betavolymen genom exempelvis rebalanseringseffekter inte inkluderat (-36 baspunkter 2011)

KÄLLA: Sjunde AP-fonden; McKinsey-analys



Granskning av AP-fondernas redovisade avkastning och risk samt använda jämförelseindex

Slutrapport

16 april 2012



Innehåll

Rapportöversikt	4
1. Sammanfattning av resultat och slutsatser	5
2. Inledning	7
2.1. Bakgrund	7
2.1.1. Översiktlig information om AP-fonderna	7
2.2. Uppdragsbeskrivning	7
2.3. Genomförandebeskrivning	8
2.3.1. Beskrivning av struktur och genomförda analyser	8
2.3.2. Insamling av data	8
2.3.3. Avgränsningar	8
3. Generella kommentarer och förslag på åtgärder	10
3.1. Generella riktlinjer och transparens mellan fonder	10
3.1.1. Gemensamma risk- och avkastningsmått	10
3.1.2. Gemensamma riktlinjer för jämförelseindex	12
4. Första AP-fonden	13
4.1. Målsättning och styrvariabler	13
4.2. Analys av redovisad avkastning och risk	14
4.3. Analys av använda jämförelseindex	14
4.4. Resultat och slutsatser	14
5. Andra AP-fonden	16
5.1. Målsättning och styrvariabler	16
5.2. Analys av redovisad avkastning och risk	16
5.3. Analys av använda jämförelseindex	17
5.4. Resultat och slutsatser	17
6. Tredje AP-fonden	18
6.1. Målsättning och styrvariabler	18
6.2. Analys av redovisad avkastning och risk	19
6.3. Analys av använda jämförelseindex	19
6.4. Resultat och slutsatser	19
7. Fjärde AP-fonden	21
7.1. Målsättning och styrvariabler	21
7.2. Analys av redovisad avkastning och risk	21



7.3.	Analys av använda jämförelseindex.....	22
7.4.	Resultat och slutsatser.....	23
8.	Sjätte AP-fonden.....	24
8.1.	Målsättning och styrvariabler	24
8.2.	Analys av redovisad avkastning och risk	25
8.3.	Analys av använda jämförelseindex.....	25
8.4.	Resultat och slutsatser.....	25
9.	Sjunde AP-fonden.....	27
9.1.	Målsättning och styrvariabler	27
9.2.	Analys av redovisad avkastning och risk	28
9.3.	Analys av använda jämförelseindex.....	28
9.4.	Resultat och slutsatser.....	28



Rapportöversikt

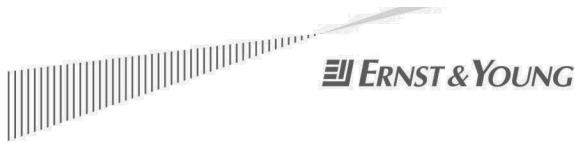
Avsnitt 1 ger en sammanfattning av de resultat och slutsatser Ernst & Young kommit fram till i sin granskning av AP-fondernas redovisade avkastning och risk samt använda jämförelseindex.

Avsnitt 2 beskriver bakgrunden till projektet, uppdragets struktur, syfte och mål samt ger en översiktlig bild av AP-fonderna och deras uppdrag.

Avsnitt 3 redogör för övergripande förslag på åtgärder och förbättringspotential för AP-fonderna.

Avsnitt 4-9 innehåller för respektive AP-fond:

- En kort beskrivning av fondens målsättning och styrvariabler
- Analys av fondens redovisade avkastning och risk
- Analys av använda jämförelseindex
- Resultat och slutsatser



1. Sammanfattning av resultat och slutsatser

Enligt lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder skall regeringen årligen göra en sammanställning av de allmänna pensionsfondernas (AP-fondernas) årsredovisningar samt utvärdera fondmedlens förvaltning. Ernst & Young har av Regeringskansliet tilldelats uppdraget att granska redovisad avkastning och risk samt att valda jämförelseindex utgör en rättvis och rimlig jämförelsemängd.

Samtliga AP-fonder är oberoende av varandra i syfte att främja positiv konkurrens, motverka för stor ägarkoncentration och att stimulera diversifieringseffekter. Därav kan AP-fonderna i stor utsträckning forma sin egen förvaltningsmodell. Anpassning av modell sker i linje med lagen om allmänna pensionsfonder (2000:192). För sjunde AP-fonden gäller bestämmelser i lagen om investeringsfonder (2004:46) som särskilt anges i lagen om allmänna pensionsfonder och Finansinspektionens föreskrifter och allmänna råd. Utöver ovanstående har Första till Fjärde AP-fonderna ett gemensamt styrdokument "AP-fondernas Redovisnings- och Värderingsprinciper" som beskriver hur risk- och avkastningsmått bör beräknas samt redovisas. Då Sjätte AP-fonden framförallt placerar i alternativa tillgångslag som private equity så ger inte samma typ av risk och avkastningsmått som Första till Fjärde AP-fonderna använder en rättvisande bild. Sjätte AP-fonden tillämpar därför andra avkastningsmått som är förenligt med dess förvaltning.

Baserat på den granskning som Ernst & Young utfört har inte avvikelser identifierats som skulle kunna tyda på att AP-fonderna inte redovisar avkastning och risk enligt en rättvisande bild eller tillämpar ett rättvist jämförelseindex givet respektive fonds förvaltningsmodell. Till följd av AP-fondernas olika mandat och inriktning finns det skillnader i hur man redovisar avkastning respektive riskmått samt hur man tillämpar, justerar och jämför sin avkastning mot jämförelseindex. Vissa skillnader är helt naturliga till följd av förvaltningsmodellernas karaktär medan andra skillnader inte direkt kan förklaras av förvaltningsmodellen och därför utgör iakttagelser som specifikt granskats.

Övergripande iakttagelser och slutsatser

För Regeringen som utvärderar AP-fonderna, kan det finnas ett intresse i att kunna jämföra fonder med ett antal risk- och avkastningsmått. För att skapa jämförbarhet krävs både en detaljerad specifikation för hur mätten skall beräknas samt en tydlig struktur för jämförelse mellan AP-fonderna. Generellt skiljer sig upplägg och nomenklatur i årsredovisningen samt redovisningen inom området för avkastning och risk. Dessutom finns en skillnad i vilka risk- och avkastningsmått som används och hur de beräknas, dvs. vilken metodik som används eller över vilka intervall mätten beräknas. För att öka jämförbarheten skulle en harmoniserad mer detaljerad specifikation av styrdokumentet kunna skapas, där (i) val av metod för beräkning av risk- och avkastningsmått, (ii) tidsintervall för beräkning av mätten samt (iii) eventuell konfidensgrad skulle kunna specificeras.

Vidare skiljer sig redogörelsen av historisk avkastning mellan fonderna beträffande val av tidsperiod. För att öka jämförbarheten skulle en harmonisering av tidsintervall för historisk avkastning utgöra en grund för vidare utvärdering av fondernas förvaltningsmodeller.

Ingen av AP-fonderna som tillämpar en förvaltningsmetodik med jämförelseindex beskriver i 2010 års årsredovisning vilka justeringar av jämförelseindex som gjorts. Där jämförelseindex finns angivet saknas noteringar om eventuella viktningar av index eller justeringar för exempelvis källskatt eller etiska ställningstaganden. Dock har ett flertal av fonderna beskrivit detta i 2011 års årsredovisning.

Fondspecifika iakttagelser och slutsatser

Ernst & Young har gjort iakttagelser och lämnat rekommendationer kring förtydliganden av hur risk och avkastning samt jämförelseindex kan redogöras i årsredovisningen. Flertalet av Ernst & Youngs iakttagelser har åtgärdats i samband med granskningsarbetet. Dessa korrigeringar är därför inte beskrivna i rapporten. Nedan



följer en kort summering av de iakttagelser per AP-fond som inte åtgärdats under granskningen. Mer utförliga beskrivningar av iakttagelser finns skildrade i respektive fonds kapitel.

- Första AP-fonden redovisar inte någon jämförelse av totalportföljen mot marknadsindex. Att redovisa fondens totala avkastning mot ett kluster av marknadsindex som exempelvis inkomstindex, breda aktie- och ränteindex skulle kunna öka möjligheten att utvärdera fondens faktiska prestation.
- Andra AP-fonden redovisar inte vilka typer av justeringar av fondens jämförelseindex som gjorts. Ett förtydligande av dessa justeringar skulle kunna ge en tydligare bild av vad portföljen jämförs mot.
- Tredje AP-fonden redovisar den totala öppna valutaexponeringen under riskklass Valuta genom att flytta valutaexponering från riskklass Aktier till riskklass Valuta. Detta innebär att risk och avkastning för alla övriga riskklasser, förutom Valuta, redovisas valutasäkrad till svenska kronor. Detta förfarande framgår av årsredovisningen men skulle kunna förtydligas i tabellen om valutaexponerade tillgångar per valuta att denna uppdelning inte motsvarar riskklasstrukturen.
- Fjärde AP-fonden klustrar exponering i mindre valutor mot större valutor, såsom USD och EUR, vilket är ett medvetet val. Effekten av den valutarisk som exponeringen skapar skulle kunna beskrivas i årsredovisningen.
- Sjätte AP-fonden använder sig av avkastningsmättet Internal-Rate-of-Return¹ (IRR) vid beräkning av avkastning för fondens underportföljer. För säkerställande av fondens likviditet finns en kredit som kan användas för att finansiera fondens bolag. Sjätte AP-fonden inkluderar inte kostnaden för denna kredit vid beräkning av IRR vilket skulle kunna övervägas av fonden.
- Sjunde AP-fonden visar två typer av avkastningar i sin årsberättelse för 2011, NAV-kursberäknade och stängningskursberäknade. Dock framgår inte i den löpande texten för 2011 års årsberättelse vilket mått som avses. Ett förtydligande av vilket mått som används skulle kunna övervägas.

¹ IRR är ett mått på tillväxten i en portfölj som tar hänsyn till kassaflöden som investeras över tid.



2. Inledning

2.1. Bakgrund

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

Ernst & Young har av Regeringskansliet tilldelats uppdraget att utföra revision av AP-fondernas verksamhet. Uppdraget omfattar även att granska redovisad avkastning och risk samt att valda jämförelseindex utgör en rättvis och rimlig jämförelsemängd. Tidigare har detta varit ett särskilt uppdrag inom ramen för regeringens utvärdering av AP-fondernas verksamhet. Eftersom uppdraget får anses ligga inom fondernas kärnverksamhet inkluderas det från och med 2011 i revisionsuppdraget. Arbetet med granskning av risk- och avkastningsberäkningar skall redovisas separat i revisionsplanen. I denna rapport redogörs för redovisad avkastning och risk samt att valda jämförelseindex utgör en rättvis och rimlig jämförelsemängd.

2.1.1. Översiktlig information om AP-fonderna

Det allmänna pensionssystemet består av inkomstpension, premiepension och/eller garantipension. Inkomstpensionsavgifterna överförs till systemets buffertfonder: Första, Andra, Tredje och Fjärde AP-fonden. Varje AP-fond tillförs en fjärdedel av avgifterna och finansierar en fjärdedel av pensionsutbetalningarna. AP-fondernas kapital utgör en buffert i pensionssystemet som skall jämna ut de underskott mellan inbetalningar av pensionsutgifter och utbetalningar av pensioner som uppstår till följd av förändringar i demografin och konjunkturen. AP-fonderna har i uppdrag av staten att förvalta pensionsmedlen på ett effektivt sätt vilket innebär en långsiktig förvaltning med en så hög avkastning och så låg risk som möjligt.

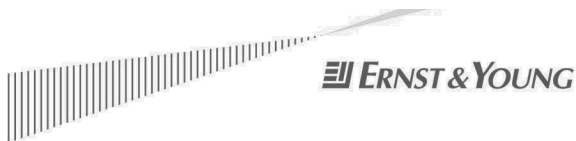
Även Sjätte AP-fonden räknas som en buffertfond, men särskiljer sig från de övriga, bland annat på grund av annorlunda placeringsregler och att de nästan uteslutande förvaltar private equity. Förvaltning av onoterade tillgångar kräver en annan förvaltningsmodell eftersom onoterade tillgångar inte omsätts med samma frekvens som noterade. Därför tillämpas andra metoder för uppföljning av risk, avkastning och jämförelseindex. Private equity värderas kvartalsvis och avkastningen beräknas utifrån det nya estimerade värdet av tillgångarna. Denna avkastning är alltså inte realiserad utan ett uppskattat värde. Dessutom sker värderingen av tillgångarna med låg frekvens vilket innebär att endast ett fåtal datapunkter finns att utgå ifrån när risk- och avkastningsmått skall beräknas.

Sjunde AP-fondens mandat skiljer sig från buffertfonderna då dess mandat är att förvalta premiepensionsmedel för svenska folket, där målet är att erbjuda en lösning som ger minst lika bra pension som genomsnittet av de andra valbara investeringsfonderna.

2.2. Uppdragsbeskrivning

I den årliga granskningen av AP-fondernas verksamhet har Ernst & Young som ett deluppdrag i revisionen att granska redovisad avkastning och risk samt att valda jämförelseindex utgör en rättvis och rimlig jämförelsemängd. Det innebär att två frågeställningar har granskats.

- Ger de redovisade risk- och avkastningsmåten en rättvis bild av risk och avkastning?
- Ger de använda jämförelseindexen en rättvis bild av portföljen och dess relativa avkastning?



2.3. Genomförandebeskrivning

Analys och slutsatser i denna rapport är ett resultat av en granskning som Ernst & Young utfört i samband med revisionen. Eftersom uppdraget skett i samband med revisionen så har granskningen uppdaterats löpande under arbets gång i takt med att ny information tillkommit i 2011 års årsredovisningar. Därmed har AP-fonderna haft möjlighet att komplettera 2011 års årsredovisningar baserat på de iakttagelser som Ernst & Young redogjort för i samband med granskningen.

De iakttagelser som Ernst & Young gjort baseras på genomförda intervjuer med varje AP-fond, granskning av insamlad kvantitativ och kvalitativ data, AP-fonderas interna dokumentationer samt information från externa källor.

2.3.1. Beskrivning av struktur och genomförda analyser

Strukturen på rapporten och de genomförda analyserna är upplagd enligt de två huvudfrågeställningarna angivna i 2.2. Granskningen baseras dels på intervjuer med nyckelpersoner på AP-fonderna samt analys av relevant intern dokumentation kring avkastning och risk, dels på genomförda stickprov på 2011 års data.

Inom det granskade området har Första till Fjärde AP-fonderna tillsammans skapat ett gemensamt dokument, "AP-fondernas Redovisnings- och Värderingsprinciper", vilka anger principer för värdering och redovisning av finansiella instrument samt principer för beräkning av avkastning och risk. En naturlig del i granskningen har därför varit att bedöma om Första till Fjärde AP-fondernas principer för redovisning och beräkning av avkastning och risk är i linje med det gemensamma styrdokumentet. För att få en uppfattning om AP-fondernas kvalitet i redovisad avkastning och risk relativt marknadspraxis har även extern relevant dokumentation granskats. För Sjunde AP-fonden, som har likheter med en investeringsfond och därmed skiljer sig från de övriga AP-fonderna har ett annat angreppssätt tillämpats vid analysen för att ta hänsyn till skillnaden mellan Sjunde AP-fonden och de övriga AP-fonderna.

Sammanställningen av analyserna från samtliga AP-fonder har resulterat i en jämförelse av fondernas mått på avkastning och risk samt hur jämförelseindex används av respektive fond.

2.3.2. Insamling av data

Insamling av kvantitativ data har i huvudsak skett vid två tillfällen. Eftersom uppdraget är en del av revisionsuppdraget, har datainsamlingen samordnats med revisionen för att minimera support och arbetsbelastning från AP-fonderna. Före årsskiftet har helårsdata för 2010 samt styrdokument såsom riskpolicy och riskhanteringsplan erhållits för samtliga fonder. Det andra tillfället för insamling av data har skett efter årsskiftet 2011/2012, då data från 2011 erhållits och kompletterande intervjuer genomförts. Ernst & Young har inte via egna kontroller i källsystem kvalitetssäkrat datamängderna som erhållits från AP-fonderna.

2.3.3. Avgränsningar

Analysen är skriven i avvikelseform vilket innebär att de resultat som redovisas varit föremål för djupare analys.

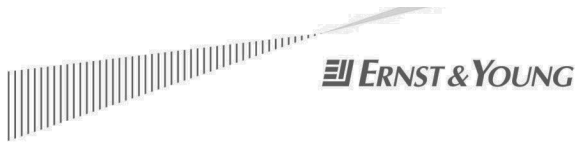
Ernst & Young har valt att granska årsredovisningen från 2010, underlag till årsredovisningen 2011 och helårsdata från 2011. Inom de områden där vi gjort iakttagelser i redovisad avkastning och risk har vi utgått från den senast uppdaterade informationen till årsredovisningen och 2011 års data.

Under granskningsarbetet har Ernst & Young enbart genomfört en rimlighetsbedömning att jämförelseindex motsvarar portföljens investeringsuniversum. Ernst & Young har således inte analyserat huruvida annat val av



index inom samma investeringsuniversum anses mer lämpligt. Däremot har anpassning av jämförelseindex, för att motsvara AP-fondernas lagar och ställningstaganden, analyserats.

Ernst & Young har under granskningsarbetet utfört stickprov på risk- och avkastningsmått samt jämförelseindex i syfte att säkerställa att AP-fondernas beräkningar är korrekta samt att metodiken som fonderna valt efterlevs. Urvalet av stickprov har skett av Ernst & Young vilket innebär att alla risk- och avkastningsmått samt jämförelseindex som redovisas inte är verifierade.



3. Generella kommentarer och förslag på åtgärder

Den genomförda analysen är utförd utifrån respektive AP-fonds valda sätt att redovisa avkastning, riskmått och jämförelseindex. Varje AP-fond har en hög grad av självständighet och kan i stor utsträckning etablera den förvaltningsmodell som fonden själv önskar. Ernst & Young har noterat skillnader i hur AP-fonderna redovisar sin avkastning och risk samt i tillämpning av jämförelseindex. Skillnaderna AP-fonderna emellan behöver i sig inte betyda avvikelser från marknadspraxis men påverkar transparensen fonderna emellan.

Första till Fjärde AP-fondernas redovisning är i linje med de risk- och avkastningsmått som beskrivs i "AP-fondernas Redovisnings- och Värderingsprinciper". Fonderna har även interna dokument med tydliga förklaringar av förvaltningsstrategier samt valda jämförelseindex som används för redovisning av avkastning och risk.

3.1. Generella riktlinjer och transparens mellan fonder

Till följd av olikheter i uppdelning av tillgångsslag och skillnader i uppdrag och avkastningsmål skapas en skillnad mellan AP-fonderna. Dock har Första till Fjärde AP-fonderna gemensamma riktlinjer i form av "AP-fondernas Redovisnings- och Värderingsprinciper" samt rekommendationer från Etikrådet². Även om Första till Fjärde AP-fonderna tillämpar gemensamma riktlinjer så råder skillnader mellan fonderna. Således finns i andra fall potential för ökad samordning, acceptans av gemensamma principer och transparens mellan fonderna som skulle kunna leda till ökad jämförbarhet inom området redovisning av avkastning och risk.

3.1.1. Gemensamma risk- och avkastningsmått

För Regeringen, som utvärderar AP-fonderna, kan det finnas ett intresse i att kunna jämföra AP-fonderna med ett antal risk- och avkastningsmått. För att skapa en jämförbarhet krävs både en detaljerad specifikation för hur mätten skall beräknas samt en tydlig struktur för jämförelse mellan AP-fonderna. Buffertfonderna arbetar idag till viss del gemensamt med risk- och avkastningsfrågor bland annat genom att gemensamt diskutera aktuella frågor inom ämnet.

Harmonisering av presentationen i årsredovisning

AP-fonderna skiljer sig beträffande vad som visas i årsredovisningen avseende risk och avkastning. Speciellt skiljer sig upplägget och strukturen av rapporterna. Skillnaden i struktur komplicerar möjligheten att jämföra och utvärdera. För att öka jämförbarheten skulle en visuell harmonisering av fondernas årsredovisning vara önskvärd, exempelvis genom att vidareutveckla gemensamma riktlinjerna för struktur och sammansättning av den externa rapporteringen. Ett första steg skulle kunna vara en generisk del och harmonisering av rubriksättning. Utöver ökad transparens mellan fonderna skulle gemensamma riktlinjer för struktur och sammansättning av fondernas redovisning minska utrymmet för misstolkningar av information.

Detaljerade riktlinjer för risk- och avkastningsmått

För Första till Fjärde AP-fonderna finns det gemensamma styrdokumentet "AP-fondernas Redovisnings- och Värderingsprinciper". I dokumentet "Bilaga 2: AP-fondernas redovisning av avkastning och risk" följer en beskrivning av de vanligast förekommande riskmåten för en global kapitalförvaltare. Redovisning av dessa mått är i vissa fall en frivillig uppgift i den externa rapporteringen (när så anges), i övriga fall bör Första till Fjärde AP-fonderna redovisa mätten. Generellt sätt redovisar AP-fonderna relevanta riskmått i sin årsredovisning.

Riskmått per fond som redovisas i årsredovisningen

² Etikrådet är en koalition mellan Första till fjärde AP-fonderna som ger rekommendationer till etiska och miljömässiga ställningstaganden.



	AP1	AP2	AP3	AP4	AP6	AP7
Sharpekvot	Ja	Ja	Ja	Ja	Nej	Ja
Volatilitet	Ja	Ja	Ja	Ja	Nej	Ja
Aktiv risk	Nej	Ja	Nej	Ja	Nej	Ja
Duration/löptidsuppdelning	Ja	Ja	Ja	Ja	Nej	Ja
Value-at-Risk (VaR)	Ja	Ja	Ja	Ja	Nej	Nej

Tabell 1 - Riskmått per fond

Styrdokumentet rekommenderar att marknadsrisk redovisas med ett VaR-mått i årsredovisningen. I marknadsrisk ingår bland annat aktiekursrisk, ränterisk, valutakursrisk och likviditetsrisk. De underliggande riskerna ränterisk och valutarisk kan antingen redovisas som VaR eller duration. Likviditetsrisk och hur den kan påverka avkastningen i verksamheten bör också framgå i årsredovisningen men inget direktiv eller rekommendation ges i det gemensamma styrdokumentet. AP-fonderna skulle kunna gynnas av ett tydligt direktiv med rekommendationer kring hur informationsinnehållet bör struktureras. Om upplysningar om marknadsrisk redovisas som VaR bör även underliggande risker redovisas med samma mått. Val av riskmått för respektive riskklass bör harmoniseras mellan fonderna i årsredovisningen i syfte att bättre åskadliggöra hur risk skiljer sig mellan fonderna. För att öka jämförbarheten skulle en harmoniserad mer detaljerad specifikation kunna skapas, där (i) val av metod för beräkning av risk- och avkastningsmått, (ii) tidsintervall för beräkning av måtten samt (iii) eventuell konfidensgrad skulle kunna specificeras.

Jämförelse av historisk avkastning

Ett syfte med att ha flera buffertfonder är riskspridning och därför ser förvaltningsmodellerna olika ut, även om exempelvis Första till Fjärde AP-fonderna i grunden har samma uppdrag. Därmed finns ett intresse att jämföra fondernas avkastning och risk. Hur fonderna presterar ett enskilt år anses ofta som mindre intressant, istället bör AP-fondernas avkastning sättas i ett längre tidsperspektiv för att ge en rättvis bild. I en mer transparent jämförelse skulle fondernas årsredovisning kunna innehålla en generisk del där samtliga AP-fonders årliga avkastning visas över en längre tidshorisont. Denna jämförelse skulle även kunna kompletteras med ett världsmarknadsindex, vilket skulle ge en bra överblick över fondernas avkastning relativt marknaden. För att en sådan jämförelse skulle vara relevant erfordras tydliga och detaljerade riktlinjer för risk- och avkastningsmåtsberäkningar.

Redovisning av internt och externt förvaltad kapital

Enligt lagen om allmänna pensionsfonder skall AP-fonderna förvalta minst 10 % av respektive fonds kapital hos externa förvaltare. Hur AP-fonderna redovisar det internt och externt förvaltade kapitalet skiljer sig åt, från redovisning av mandatet i bidragsanalysen till att inte redovisa uppdelningen av mandatet. För att ge en tydlig bild av hur förvaltningen är fördelad bör det framgå vilka typer av mandat som förvaltas externt, hur stor andel de utgör och hur de bidrar till fondens totala avkastning. Att en fond väljer att förvalta en tillgång externt bör också betraktas som ett aktivt val då en specifik förvaltare valts. En jämförelse skulle syfta till att ge ett mått på AP-fondernas avkastning relativt de externa förvaltarnas. En invändning mot jämförelsen kan vara om de internt och externt förvaltade portföljerna skiljer sig stort i deras investeringsmandat/förvaltningsmodell. För att sätta mandatet i relation till risk och förväntad avkastning kan bilden kompletteras med ett riskmått, exempelvis standardavvikelse. Ett annat sätt är att redovisa ett riskjusterat avkastningsmått.

Harmonisering vid val av riskfri ränta

Vid beräkning av Sharpekvot krävs en definition av riskfri ränta. Första till Fjärde AP-fonderna har gemensamt valt att använda sig av en svensk statsobligation, SGB1046 från 2010-12-31. Obligationen anses ligga närmast rekommendationen att välja en tolv månaders Svensk Statsskuldsväxel (SSVX 12M) och måttet har koordinerats mellan fonderna. Anledningen till valet är att SSVX 12M inte ställts ut under 2011. Sjunde AP-fonden tillämpar en



approximation av en SSVX 3M och 6M. Sjätte AP-fonden beräknar riskfri ränta baserat på reporäntan med ett påslag på 0,5 procentenheter, vilken är tänkt att spegla en femårig statsobligation. Konsekvensen är att definitionen av den riskfria räntan skiljer sig mellan fonderna, vilket i sin tur påverkar risk- och avkastningsmåten.

3.1.2. Gemensamma riktlinjer för jämförelseindex

Vid analysen framgår att AP-fonderna använder sig av en mängd olika jämförelseindex för olika underportföljer. Vanligtvis är ett jämförelseindex beräknat utifrån en uppsättning av publika och/eller anpassade marknadsindex, eller någon form av avkastningsmål. Ernst & Young anser att de jämförelseindex som används kan anses utgöra en rimlig jämförelsemängd. Däremot saknas gemensamma riktlinjer för jämförelseindex vilket potentiellt bidrar till försämrad transparens och jämförbarhet fonderna emellan.

En nackdel om fonderna använder sig av samma jämförelseindex är att diversifieringseffekterna mellan fonderna uteblir till följd av att de limiter som finns för aktiv risk binder fonderna till att följa sina jämförelseindex. Vissa av AP-fonderna har därför valt en helt annan förvaltningsstrategi där man inte i lika stor utsträckning använder sig av jämförelseindex som verktyg i förvaltningen.

Eftersom AP-fonderna är statliga myndigheter medför detta skattelättnader i vissa länder för exempelvis utdelningar på aktier och kuponger på kredit- och statsobligationer. Därav har Ernst & Young granskat hur AP-fonderna väljer att justera jämförelseindex i syfte att ge en mer rättvis bild av sin förvaltning.

Justering av jämförelseindex

Jämförelseindex kan beställas justerade för exempelvis källskatt eller etiska och miljömässiga ställningstaganden från indexleverantör. En del AP-fonder köper färdigjusterade jämförelseindex medan andra beställer delvis justerade eller ojusterade jämförelseindex. Eventuella avsteg från jämförelseindex bör tydliggöras i årsredovisningen för de fonder som använder jämförelseindex i sin förvaltningsmodell. Dessutom saknas gemensamma riktlinjer eller bestämmelser för vilka justeringar som är tillåtna och vad som gäller för sammansättning och rebalansering av jämförelseindex. Förslagsvis kan riktlinjer för justering av jämförelseindex utformas för att öka jämförbarheten av de använda risk- och avkastningsmåten mellan fonderna.



4. Första AP-fonden

4.1. Målsättning och styrvariabler

Första AP-fonden förvaltar aktier, räntebärande tillgångar och alternativa investeringar i form av fastigheter och private equity. Förvaltningens mål är en årlig avkastning på 5.5%, rullande över en femårsperiod, Inflationjusterat och aktivt avkastningsmål saknas. Med utgångspunkt från medelfristiga avkastningsförväntningar fastställs en Planeringsportfölj. VD redovisar Planeringsportföljen för styrelsen och styrelsen ger VD ett riskmandat så att Planeringsportföljen kan uppnås. Förvaltning av portföljen sker med tre tillhörande beslutsnivåer: strategisk allokering, strategisk förvaltning och operativ förvaltning.

Den strategiska allokeringen beslutar om tillgångsfördelningen mellan aktier, räntebärande tillgångar och alternativa tillgångar samt storleken på valutaexponeringen och portföljens duration. Tillgångsfördelningen i denna portfölj tillåts variera inom specificerade gränsvärden, så kallade bandbredder.

Strategiska förvaltningen beslutar om allokeringen, strategier och förvaltningsformer inom respektive tillgångsslag, exempelvis intern eller extern förvaltning, allokeringen mellan olika valutor eller mellan olika regioner för aktier.

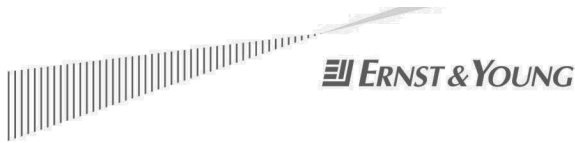
Den operativa förvaltningen beslutar i sin tur om den faktiska förvaltningen i förhållande till de strategier som valts. Den absoluta risken mäts för den förvaltade portföljen och den relativa risken mäts mellan tillgångsslagen i den förvaltade portföljen och Planeringsportföljen.

Styrelsen begränsar risk inom respektive tillgångsslag genom att ange en maximal avvikelse från stora väletablerade index. Begränsning av den relativa risken mot Planeringsportföljens sammansättning inom varje tillgångsslag sker med statistiska riskmått för noterade tillgångar och med strategier för onoterade tillgångar. De huvudsakliga riskmåten för värdepapper med daglig omsättning är prognostiserad aktiv risk samt VaR.

Riskmandatet reglerar således såväl absolut risk uttryckt som bandbreddar, som aktiva risker i förhållande till angivna index i Planeringsportföljen. Dock gäller en övergripande styrprincip att totalportföljen skall ha en god diversifiering.

För att ge en indikation på hur den förvaltade portföljen förhåller sig till de uppsatta gränsvärdena används begreppen grön, gul och röd zon. Grön zon innebär en förväntad position, gul zon större avvikande position och röd zon kraftigt avvikande position. Hamnar ett mandat inom gul zon finns ett rapporteringskrav till styrelse samt motiveringskrav och plan för minskad risk. Röd zon innebär att fonden måste agera omedelbart för att minska risken i mandatet.

Första AP-fonden har valt att förvalta valuta som ett eget tillgångsslag. Valutaexponeringen som uppstår genom placeringarna från samtliga tillgångar aggregeras upp till en total valutaexponering för hela fonden, sorterat per valuta. Därefter beslutas vilka och hur mycket av de olika valutorna som skall valutasäkras. Beslutet sker i två steg. Först beslutar fondens valutastrateg hur mycket valutaexponering fonden skall ha och sedan görs en allokering mellan valutorna, med begränsningen att ingen valuta från utvecklingsländer valutasäkras. Exponering från derivat i enskild utvecklingslands valuta får utgöra maximalt 0,5 procentenheter av fondens totala fondförmögenhet. Därutöver begränsas summan av valutaexponeringen från derivat i valutor i utvecklingsländer,



till 2,5 procent av fondens totala värde. V Valutasäkringen av fondens tillgångar görs i ett overlay-mandat³, dvs. alla valutaexponeringar, oberoende av tillgångsslag, säkras gemensamt för hela fonden.

4.2. Analys av redovisad avkastning och risk

Första AP-fonden använder sig av standardavvikelse och VaR i beräkning av marknadsrisk. Den absoluta risken beräknas för totalportföljen och dess delar med VaR och Expected Shortfall (ES). ES visar den förväntade förlusten givet att förlustnivån överstiger den som finns redovisad i VaR-måttet. ES är ett mått på "svansrisken" som uppstår på grund av att marknadens verkliga fördelning skiljer sig från antagandet om normalfördelning. Både VaR och ES beräknas med Monte Carlo-simuleringar utifrån daglig avkastningsdata.

I totalportföljens avkastning ingår alla poster. Den totala avkastningen bryts ner per tillgångsslag där det även redovisas hur underportföljerna bidrar till den totala avkastningen. Fonden anger inte den aktiva avkastningen eftersom investeringsprocess inte delar upp besluten mellan absoluta och relativa positioner utan i strategi allokering, strategi förvaltning och operativ förvaltning.

4.3. Analys av använda jämförelseindex

Den totala portföljen jämförs mot ett, av styrelsen uppsatt avkastningsmål. Tillgångsslagen räntor, aktier och valuta jämförs var för sig mot tre olika jämförelseindex, även detta beslutat av styrelsen. Ingen sammanvikning av jämförelseindexen sker för att skapa ett jämförelseindex på totalnivå. Däremot görs internt riskmätningar på den totalt förvaltade portföljen med noterade tillgångar mot Planeringsportföljen. Jämförelseindex för de underliggande tillgångsslagen finns för alla tillgångar utom alternativa investeringar. Det index som Första AP-fonden använder sig av för aktier är baserade på indexserier levererade av externa motparter. Detta gäller även de index som är valutasäkrade. För tillgångsslagen räntor och valuta används internt skapade index. Inga anpassningar i jämförelseindex sker till etiska och miljömässiga ställningstaganden eller källskatt. I förvaltningen behandlas ESG frågor i enlighet med policy.

Förvaltarna föreslår själva de jämförelseindex som de anser ha högst potential av att uppnå hög avkastning till låg risk för respektive mandats investeringsuniversum. Därefter beslutar VD om föreslaget jämförelseindex anses rimligt. För valda jämförelseindex finns gränsvärden för hur mycket portföljerna får avvika. Vidare har VD angett mål för respektive förvaltare. Förvaltarna utvärderas på vilket jämförelseindex som valts, aktiv avkastning samt hur portföljen avkastat i förhållande till ett kluster av index inom mandatets investeringsuniversum. Den aktiva risken mellan den förvaltade portföljen och jämförelseindex delas in i grön, gul och röd zon. Inom gul zon får t.ex. den aktiva risken uppgå till 4 % för aktiemandaten vilket i praktiken innebär att vissa sektorer eller regioner inom jämförelseindexets investeringsuniversum skulle kunna helt exkluderas i portföljen.

4.4. Resultat och slutsatser

Baserat på den granskning som Ernst & Young utfört har inte avvikelser identifierats som skulle tyda på att Första AP-fonden inte redovisar avkastning och risk enligt en rättvisande bild eller tillämpar ett rättvist jämförelseindex givet fondens förvaltningsmodell. Ernst & Young har dock gjort följande iakttagelse.

Förtydligande av avkastningen i relation till marknaden

³ När flera portföljer förvaltas parallellt kan ineffektivitet i förvaltningen uppstå. Overlay-mandaten syftar till att öka transparensen via central hantering vilket möjliggör effektivare transaktioner.



Första AP-fonden redovisar idag endast absolut avkastning för den totala portföljen. Enligt Första AP-fondens investeringsmodell så beräknas inte aktiv avkastning. Den totala portföljens avkastning utvärderas istället mot det fasta avkastningsmålet om 5,5 %. Inflationjusterat och aktivt avkastningsmål saknas. Ernst & Young lägger ingen värdering i om det fasta avkastningsmålet är rimligt men anser att portföljens avkastning över medellång sikt (tre till fem år) bör presenteras mot ett kluster av breda marknadsindex i syfte att visa om avkastning är rättvis relativt sin marknad.



5. Andra AP-fonden

5.1. Målsättning och styrvariabler

Andra AP-fonden förvaltar aktier, räntebärande tillgångar, private equity, konvertibla obligationer och fastigheter. Med utgångspunkt ur en Asset Liability Management-analys (ALM-analys) fastställer Andra AP-fonden årligen allokeringen av tillgångar enligt en strategisk portfölj. Denna portfölj utgör även referensportfölj för den faktiska förvaltningen. Syftet med Strategiska portföljen är att nå fondens mål utifrån ett långsiktigt perspektiv om 10-30 år.

Den Strategiska portföljen fastställs av styrelsen åtminstone en gång om året och tjänar två syften. Att fastställa fondens val av strategisk tillgångsallokering samt utgöra referensportfölj för den löpande förvaltningen. Implementering av den Strategiska portföljen sker i den löpande interna förvaltningen eller via externa, exempelvis skräddarsydda diskretionära förvaltningsmandat. Syftet med den externa förvaltning är att skaffa lokal- och specialistkompetens på utvalda segment som komplement till den interna förvaltningen.

Avkastningsmålet i reala termer har fastställts till 5 % årligen, rullande över en femårsperiod. Avkastningsmålet skall genereras från den Strategiska portföljen och fondens aktiva förvaltning. Styrelsen för Andra AP-fonden har även slagit fast att målsättningen för den totala portföljens aktiva avkastning skall vara minst 0,5 % per år över rullande femårsperioder. Överavkastningen skall skapas genom en aktiv risk som för den totala portföljen maximalt får uppgå till 3 %.

I Andra AP-fondens förvaltningsmodell finns ett antal specifika regler och limiter. Det finns bland annat limiter för avvikelser i duration (genomsnittligt och per löptid), andel i specifika värdepapper eller fonder samt limiter för andel värdepapper med rating på gränsen till och under investment grade⁴.

5.2. Analys av redovisad avkastning och risk

Andra AP-fonden redovisar den absoluta avkastningen för samtliga tillgångslag i den totala portfölj avkastningen. Aktiv avkastning räknas enbart för marknadsnoterade tillgångar. De marknadsnoterade tillgångarnas kassa ingår i den aktiva avkastningen genom att använda så kallade cash buckets⁵. Illikvida tillgångar och alternativa investeringar såsom private equity eller fastigheter ingår inte i beräkningen av den aktiva avkastningen.

Måttet för aktiv risk kan fonderna själva välja om man räknar på daglig eller veckovis avkastningsdata. Andra AP-fonden har valt att beräkna aktiv risk, informationskvot samt VaR med dagliga avkastningsdata och en datalängd på ett år, där endast affärsdagar (fem dagar per vecka) tas med i beräkningarna.

Andra AP-fonden har de senaste åren fokuserat ytterligare på kreditrisk. Inom området för kreditrisk har bland annat koncentrationsrisk analyserats för sektorer och geografiska regioner. Syftet är att uppnå förbättrad transparens för portföljen för att lättare identifiera eventuella över- eller undervikter. Analyserna visar att en stor del av fondens tillgångar haft övervikt mot Sverige samt stor koncentration mot finanssektorn, vilket åtgärdats senare år.

⁴ Investment grade är ett mått på kreditvärdighet och definieras som de tillgångar som har kreditbetyg BBB- eller högre.

⁵ Cash bucket är en kassa kopplad till respektive underportfölj som ingår i beräkning för avkastning.



5.3. Analys av använda jämförelseindex

Andra AP-fondens utgångspunkt är att alla mandat skall vara fullinvesterade enligt sina jämförelseindex. Investeringar i tillgångar som inte ingår i jämförelseindex följs upp genom limiter. Genom riskattributionen följs investeringens påverkan på mandatets totala risknivåer upp.

Andra AP-fondens jämförelseindex har sin utgångspunkt i den Strategiska portföljens fördelning. Sedan mars 2008 tilläts vikterna på de tillgångar som ingår i jämförelseindex driva med marknadsutvecklingen. När vikterna bryter vissa nivåer rebalanseras jämförelseindex utifrån en given modell, och motsvarande rebalansering av tillgångarna sker. Samtliga noterade tillgångar som svenska och utländska aktier och räntor tilläts flyta fritt inom fördefinierade viktningsband så kallade korridorer. För alternativa investeringar som fastigheter och private equity är däremot vikterna fasta per tillgångsslag.

De globala jämförelseindex som används av Andra AP-fonden är justerade för etiskt ställningstagande och motsvarande men dessa justeringar framgår inte i årsredovisningen. Detsamma gäller justeringar av globala jämförelseindex för källskatt som utfärdas men inte beskrivs i årsredovisningen.

5.4. Resultat och slutsatser

Baserat på den granskning som Ernst & Young utfört har inte avvikelser identifierats som skulle tyda på att Andra AP-fonden inte redovisar avkastning och risk enligt en rättvisande bild eller tillämpar ett rättvist jämförelseindex givet fondens förvaltningsmodell. Ernst & Young har dock gjort följande iakttagelser.

Förtydliganden av justeringar för portföljens jämförelseindex

Globala aktiebaserade jämförelseindex justeras för etiska och miljömässiga ställningstaganden. En hänvisning finns till etikrådet där bolag som fonderna inte stödjer finns listade. Dock tar Andra AP-fonden ett aktivt ställningstagande kring fler bolag än vad etikrådet föreslår. En förteckning över dessa bolag eller att jämförelseindex är justerat för detta framkommer inte årsredovisningen. Sådan information skulle förtydliga vad portföljen jämförs mot. Vidare görs justeringar för källskatt där Andra AP-fonden har en skattelättnad jämfört med jämförelseindex. Skatt på utdelningar och kuponger redovisas i resultaträkningen under respektive intäktslag. Tidigare redovisade inte Andra AP-fonden justeringar för index vilket har korrigerats i 2011 års årsredovisning. Däremot specificeras inte vilka justeringar som görs.



6. Tredje AP-fonden

6.1. Målsättning och styrvariabler

Tredje AP-fonden förvaltar aktier, räntebärande tillgångar, private equity och fastigheter. Förvaltningsmodellen bygger på allokering mellan sju olika riskklasser där risk vägs mot förväntad avkastning.

Strategin för investeringsprocessen är en tidsdiversifierad placeringshorisont på lång sikt (30-40 år), medellång sikt (ett till tre år, strategisk) och kort sikt (alfa). Värde skapas genom att avkastning från de tre investeringsprocesserna med olika tidshorisont läggs samman. De tre processerna är inte oberoende utan interagerar med varandra. Samtliga utgår från risk, riskspridning och analysförmåga.

Fonden använder dynamisk tillgångsallokering för att fatta medelfristiga allokeringsbeslut. Vidare görs kortsiktigt positionstagande i form av alfaförvaltning i syfte att skapa avkastning som har låg samvariation med övrig avkastning.

Syftet med den dynamiska allokeringsprocessen är att målet om 4 % real avkastning skall kunna nås med större sannolikhet och att den riskjusterade avkastningen för fonden skall stiga. För att uppnå avkastningsmålet anpassar fonden risknivåer efter marknadsförutsättningarna på medellång sikt. Allokeringsbeslut görs utifrån sju riskklasser (aktier, räntor, krediter, inflation, valutor, övrig exponering och absolutavkastande strategier) och fyra diversifieringskällor (diversifiering mellan riskklasser, inom en riskklass, olika investeringshorisonter och olika investeringsstrategier).

Inom den dynamiska allokeringsprocessen skall styrelsen besluta om fondens övergripande allokering utifrån en riskklassindelning av fondens totalportfölj. Styrelsen beslutar även vilka jämförelseindex som skall gälla för de olika underportföljerna och om principer för valutahantering och rebalansering av tillgångar och valutaexponering.

För att utvärdera den dynamiska allokeringsprocessen analyseras resultatet för fonden i två dimensioner. Fondens totalresultat jämförs med fondens övergripande mål om 4 % real avkastning. I samband med detta mäts riskjusterad avkastning för fonden, uttryckt som Sharpekvot. Målsättningen är att den riskjusterade avkastningen, skall vara minst 0,3. Målet om ett Sharpekvotstal på minst 0,3 baseras på studier av historiska avkastningsserier för de olika riskklasserna.

Vidare utvärderas den dynamiska allokeringsprocessen mot en fördefinierad jämförelseportfölj. Den portföljen representerar den statiska allokering som fonden väljer för att över tid avkasta minst 4 % realt, till lägsta möjliga risk. Utvärdering används endast för internt bruk i syfte att ge ledning och styrelse en möjlighet att bedöma hur den dynamiska processen förhåller sig i relation till en statisk hantering.

Tredje AP-fonden har både interna och externa mandat. De tillgångar som idag förvaltas internt är aktier med fokusområde Sverige, Europa stora och mellanstora bolag, Nordamerika stora bolag, fondens räntebärande tillgångar och 70 % av den absolutavkastande portföljen. Övriga mandat förvaltas externt.

Fonden förvaltar värdepapper i både SEK och utländska valutor, varav en del av värdepapperna valutasäkras. Dessutom tas direkta positioner i valutor. Tredje AP-fonden valutasäkrar räntor fullt ut medan aktier i utländsk valuta inte valutasäkras. Därmed finns en valutarisk i aktieportföljen.



6.2. Analys av redovisad avkastning och risk

Tredje AP-fonden redovisar absolut avkastning för respektive riskklass. Fonden har från och med 2010 en förvaltningsstrategi som bygger på dynamisk kapitalallokering utefter riskklass. Denna strategi går inte att dela in i aktiv och passiv förvaltning, vilket innebär att fonden i traditionell mening inte bedriver någon aktiv förvaltning. Därmed redovisas inte aktiv avkastning i årsredovisningen annat än för marknadsnoterade tillgångar.

Eftersom aktiv avkastning inte används så beräknas varken aktiv risk eller informationskvot till årsredovisningen. Aktiv avkastning, aktiv risk och informationskvot används dock internt som uppföljningsmått. De riskmått som används externt är volatilitet, Sharpekvot, VaR och modifierad duration.

Tredje AP-fonden redovisar VaR utefter de riskklasser som fonden allokerar sina tillgångar till och hur stor andel av den totala risken som varje riskklass utgör. VaR för riskklassen Valuta baseras på investeringar i utländska värdepapper samt direkta valutapositioner som inte är valutasäkrade på valutamarknaden. För riskklassen Aktier baseras VaR på noterade och onoterade aktier, varav en del av aktieportföljen förvaltas i utländsk valuta. Valutarisken flyttas till riskklassen Valuta för en komplett bild av fondens öppna valutaexponering och Aktier redovisas därmed som fullt valutasäkrade till SEK.

6.3. Analys av använda jämförelseindex

På totalnivå för portföljen saknas jämförelseindex för Tredje AP-fondens förvaltning. Någon intern jämförelse i form av en sammansättning av underliggande portföljers respektive jämförelseindex finns inte. Istället sker utvärdering i jämförelse med fondens mål att skapa 4 % real avkastning i snitt per år.

Avkastningen som genereras från alfaförvaltningen skall ha låg samvariation med fondens totalavkastning. Det innebär att alfaförvaltningen ökar fondens diversifiering och höjer därmed den riskjusterade avkastningen. Tredje AP-fonden saknar jämförelseindex för portföljen med alfaförvaltning.

De jämförelseindex som Tredje AP-fonden använder sig av är baserade på indexserier levererade av externa motparter. Jämförelseindex justeras för tillgångar som inte är i linje med Tredje AP-fondens etiska och miljömässiga ställningstagande. Tredje AP-fonden bevakar även det gemensamma etikrådets rekommendationer. Vidare är aktieindex justerade för källskatt. Justeringar beställs av externa indexleverantörerna och utförs således inte internt av Tredje AP-fonden.

Under 2011 har Tredje AP-fonden bytt ett antal jämförelseindex inom främst riskklasserna aktier och räntor. På aktiesidan har FSTEs ersatts av MSCIs index. På räntesidan har också ett antal index byts ut, bland annat för underportföljen Index-linked Sverige där obligationen SGB3107 ersatts av Handelsbankens HMSL. Beslut om indexbyten fattas av styrelsen.

6.4. Resultat och slutsatser

Baserat på den granskning som Ernst & Young utfört har inte avvikelser identifierats som skulle tyda på att Tredje AP-fonden inte redovisar avkastning och risk enligt en rättvisande bild eller tillämpar ett rättvist jämförelseindex givet fondens förvaltningsmodell. Ernst & Young har dock gjort följande iakttagelser.

Målsättning utifrån förvaltningsmodellen

Tredje AP-fondens redovisar idag endast absolut avkastning för den totala portföljen till följd av vald förvaltningsstrategi. Jämförelsen sker mot ett fast avkastningsmål på 4 % realt, där även Sharpekvot beräknas



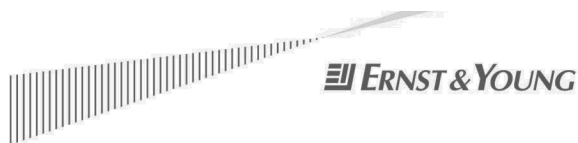
och följs upp mot målet om 0,3. Ernst & Young lägger ingen värdering i om det fasta avkastningsmålet eller Sharpekvotmålet är rimligt men anser att portföljens avkastning över medellång sikt (exempelvis tre till fem år) kan presenteras mot ett brett världsmarknadsindex med liknande tillgångsfördelning i syfte att utvärdera fondens avkastning relativt marknaden. Jämförelser mot breda index sker idag grafiskt för aktier och räntor över ett år.

Risk och avkastningsmått

I de interna riktlinjerna "AP-fondernas Redovisnings- och Värderingsprinciper" är aktiv avkastning en obligatorisk uppgift i årsredovisningen så länge som måttet är tillämpligt utifrån förvaltningsmodellen. Tredje AP-fonden anser dock att deras förvaltningsmodell inte är förenlig med redovisning av aktiv avkastning.

Valuta och valutasäkring

Tredje AP-fonden redovisar VaR för varje riskklass, både som värde och hur stor andel av den totala risken som varje riskklass utgör. Fonden redovisar den totala öppna valutaexponeringen under riskklass Valuta genom att flytta valutaexponering från riskklass Aktier till riskklass Valuta. Detta innebär att risk och avkastning för alla övriga riskklasser, förutom Valuta, redovisas valutasäkrad till svenska kronor. Detta förfarande framgår av årsredovisningen men det kan förtydligas i tabellen om valutaexponerade tillgångar per valuta att denna uppdelning inte motsvarar riskklasstrukturen.



7. Fjärde AP-fonden

7.1. Målsättning och styrvariabler

Fjärde AP-fonden förvaltar noterade tillgångar som aktier och räntebärande samt onoterade tillgångar som private equity och fastigheter. Fonden har delat upp sin investeringsstrategi i tre steg som motsvaras av en viss längd på placeringshorisonten: Normalportföljen, Strategiska portföljen och faktiska portföljen som motsvarar en placeringshorisont på 40 år (lång), 3-5 år (medellång) och upp till 1 års sikt (kort). Styrelsen beslutar om allokeringen för Normalportföljen och de riskmandat som styr tillgångsallokeringen i den Strategiska och Faktiska portföljen. Tillgångssammansättning i Normalportföljen beslutas av styrelsen årligen men kan under löpande år justeras.

Den strategiska portföljen utgörs av två delar: Portföljen för strategiska positioner samt den strategiska indexportföljen. Normalportföljens tillgångars vikter driver utefter den rebalanseringsstrategi som sätts i Strategiska portföljen. Aktier och räntor rebalanseras inom så kallade korridorer dvs. tillgångarna rebalanseras när de når en på förhand bestämd nivå. Valutor rebalanseras med jämna intervall.

Fjärde AP-fonden gör bedömningar av på vilka marknader fonden kan skapa positiv aktiv avkastning. Inom de marknader Fjärde AP-fonden bedömer att aktiv förvaltning inte ger positivt bidrag, sker en passiv förvaltning. Bland annat baserat på dessa bedömningar fattar styrelsen beslut om mandat och index. Jämförelseindex för den Strategiska portföljen är konstruerat för att ta hänsyn till Fjärde AP-fondens bedömning om på vilka marknader fonden önskar bedriva aktiv förvaltning på. Beslut om taktisk allokering och andra kortsiktiga placeringar i den faktiska portföljen fattas av VD eller affärsområdeschef.

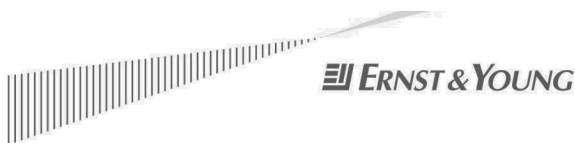
Enligt lag sker förvaltningen i Fjärde AP-fonden både internt och externt. Vid beslut om intern eller extern förvaltning görs förutom en bedömning av hur väl man känner marknaden även en uppskattning av eventuella kostnads- och effektiviseringsfördelar vid exempelvis rebalansering.

Valutaförvaltningen är uppdelad i en aktiv och en passiv förvaltning. Resultatet från den passiva förvaltningen kommer från valutaklustringseffekter och valutaexponeringar som inte säkrats. Exponeringar i mindre valutor är klustrade mot större valutor, såsom USD och EUR.

7.2. Analys av redovisad avkastning och risk

Fjärde AP-fonden redovisar den absoluta avkastningen för samtliga tillgångslag i den totala portföljvinsten. För den aktiva avkastningen har vissa tillgångar exkluderats. De tillgångar som inte ingår i beräkning av aktiv avkastning är den centrala kassan för fonden, illikvida tillgångar, resultat från strategisk valutaförvaltning och avvikelser från passiv allokering.

Den taktiska förvaltningen som är delegerad till VD har som utgångspunkt att skapa meravkastning i förhållande till jämförelseindex. Risk definieras som aktiv risk och prognostiseras som standardavvikelsen mellan portföljen och jämförelseindex och uttrycks på årsbasis. Riskmandatet, uttryckt som aktiv risk mellan Normalportföljen och Strategiska portföljen, är 2,6 % och 2,5 % mellan Strategiska och faktiska portföljen. Fjärde AP-fonden skall i den aktiva förvaltningen av likvida tillgångar nå en totalavkastning som överstiger valt jämförelseindex med 0,5 procentenheter per år i genomsnitt över en rullande treårsperiod med start 2009. Den aktiva avkastningen mäts på de aktivt förvaldade likvida placeringarna dvs. globala aktier, svenska aktier och räntebärande med portföljvikt i både portfölj och jämförelseindex samt två aktiva overlay-mandat för valuta och allokering.



Bidraget till det aktiva avkastningsmålet på 0,5 procentenheter genereras från de olika underliggande mandaten. Det aktiva avkastningsmålet för respektive underliggande mandat skiljer sig åt beroende på fondens förväntningar givet skillnader i marknadsklimat för olika sektorer, regioner och tillgångslag. Exempelvis kan de aktiva avkastningsmålen för den svenska och den globala aktieportföljen skilja sig åt. Målet för den aktiva avkastningen för Svenska aktier har sänkts med 0,1 procentenheter för 2012 eftersom mandatet för Small cap ändrats. För Fastighetsportföljen och Alternativa investeringar samt onoterade aktier mäts inte aktiv avkastning och därmed ger de inte heller något bidrag till det aktiva avkastningsmålet. Dessa tre tillgångsklasser utvärderas endast över femårsperioder.

7.3. Analys av använda jämförelseindex

Fjärde AP-fondens jämförelseindex har sin utgångspunkt i den Strategiska portföljens fördelning. Beslut om justeringar för respektive underportföljs jämförelseindex fattas i den interna finanskommittén. För aktierelaterade underportföljer skapas interna jämförelseindex utifrån externa index genom att vikta ihop de underliggande tillgångarna. Därmed väljer fonden själva om de vill göra eventuella justeringar, exempelvis för källskatt eller etiska och miljömässiga ställningstaganden. För ränteförvaltningen beställs valda jämförelseindex från externa indexleverantörer. Dessa jämförelseindex beställs färdigjusterade direkt från leverantören. För de räntebärande tillgångarna finns dessutom fasta durationsindex med tillhörande durationslimiter som beskriver hur mycket durationen för den faktiska portföljen får avvika från det fasta durationsindexet. Internt mäts även avvikelser mellan portfölj och jämförelseindex som aktiv risk.

Eftersom Fjärde AP-fonden är en statlig myndighet medför detta skattelättnader i vissa länder för exempelvis utdelningar av aktier och kuponger på företags- och statsobligationer. Detta kan ge upphov till en felaktig bild av Fjärde AP-fondens aktiva avkastning om de jämförelseindex som används inte är justerade för detta. Då fonden använder ett jämförelseindex för hela regioner kan detta dock vara svårt att beakta eftersom länderna ofta har olika skattesatser. Fjärde AP-fonden använder sig då av det jämförelseindex som speglar deras skattemässiga situation bäst. De skattemässiga gäller främst för aktieutdelningar men även källskatt för utländska räntepapper som stats- och företagsobligationer.

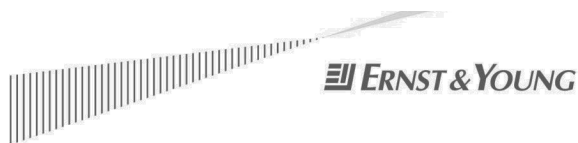
Fjärde AP-fonden använder sig av antingen Gross return-⁶eller Net return-index⁷ för de marknader man investerar i. Valet av Gross eller Net baseras på vilka skattefördelar Fjärde AP-fonden som del av statlig myndighet har kontra sitt jämförelseindex. För aktieplaceringar i USA skattar AP-fonderna 0 % på utdelning vilket gör att man valt ett Gross return-index i syfte att tillgodose skatteeffekter och ge en så rättvisande bild som möjligt. Ett Gross return-index används även för den svenska portföljen. För övriga marknader används Net return-index, dvs. index med utdelning och avdragen skatt. Därav kan en diskrepans uppstå om jämförelseindex inte är justerat för källskatt, d.v.s. om jämförelseindex och Fjärde AP-fondens skattesatser skiljer sig.

På räntesidan är samtliga index ojusterade för källskatt. Då de flesta finansiella marknader inte beskattar svenska statliga myndigheter för källskatt på stats- och företagsobligationer så är en sådan justering troligen enbart applicerbar i undantagsfall för köp av papper på mindre marknader.

Förvaltningen av statsobligationer och kreditobligationer sker i en gemensam portfölj där jämförelseindex består av en lika viktning mellan de båda typerna medan Fjärde AP-fonden kan välja själva hur de vill fördela tillgångarna. Detta ger upphov till en aktiv avkastning då tillgångarna i den faktiska portföljen inte är lika fördelade.

⁶ Gross return-index: Utvecklingen av index där bruttoaktieutdelning återinvesteras.

⁷ Net return-index: Utvecklingen av index där nettoaktieutdelning (anpassad efter varje lands lokala skattenivå för aktieutdelning) återinvesteras.



Svenska aktieportföljen innehåller nordiska tillgångar medan jämförelseindex för portföljen är en viktning av SIX 60 och OMX Small cap. Detta sker inom portföljens aktiva riskmandat.

För fastigheter använder Fjärde AP-fonden den faktiska fastighetsportföljen som jämförelseindex på årlig basis. Däremot sker en utvärdering över femårsintervall där fastighetsportföljen jämförs mot Svenskt fastighetsindex (SFIX). Vidare noterar Ernst & Young att vissa delar som skulle kunna anses tillhöra fastighetsportföljen kategoriseras som Alternativa investeringar utan tydlig förklaring. Detta påverkar dock varken risk- eller avkastningsmått.

7.4. Resultat och slutsatser

Baserat på den granskning som Ernst & Young utfört har inte avvikelser identifierats som skulle tyda på att Fjärde AP-fonden inte redovisar avkastning och risk enligt en rättvisande bild eller tillämpar ett rättvist jämförelseindex givet fondens förvaltningsmodell. Ernst & Young har dock gjort följande iakttagelser.

Valutaklustring

Klustring av mindre valutor mot USD och EUR är ett medvetet val. Effekten av den valutarisk som exponeringen skapar beskrivs inte i årsredovisningen.

Analys av jämförelseindex

Svenska aktieportföljen innehåller även nordiska tillgångar. Detta avviker inte från interna riktlinjer inom fonden, där det beslutats att portföljen får investera i nordiska tillgångar. Portföljen måste dock hålla sig inom ramarna för den aktiva risklimit som beslutats vilket i sin tur bygger på att portföljen inte avviker för mycket från det valda jämförelseindexet, i dagsläget en viktning av SIX 60 och OMX Small Cap. Så länge som jämförelseindex inte ändras kommer endast en marginell del av portföljen kunna innehålla tillgångar utanför Sverige.



8. Sjätte AP-fonden

8.1. Målsättning och styrvariabler

Sjätte AP-fonden förvaltar delar av de allmänna pensionsmedlen på private equity-marknaden. Fonden placerar huvudsakligen i nordiska små och medelstora tillväxtbolag, antingen direkt eller indirekt genom fonder och investmentbolag. Största delen av fondens kapital är placerat i svenska bolag och fonder. Högst 10 % av investerat kapital får vara utsatt för valutarisk. Valutarisken beräknas som utestående risk minus valutasäkring. Detta gör att fonden kan investera i utländska bolag så länge som valutaexponeringen understiger 10 % totalt. Fonden har även utrymme att låna upp till 3000 MSEK för att kunna upprätthålla likviditeten.

Sjätte AP-fonden får investera i:

- Aktier i svenska och utländska aktiebolag
- Andelar i svenska och utländska kommanditbolag
- Konvertibler eller teckningsoptioner som utfärdats av svenska och utländska aktiebolag
- Svenska eller utländska ekonomiska föreningar

Fondens investeringsverksamhet var under 2011 till skillnad från 2010 uppbyggd utifrån tre affärsområden: Företagsinvesteringar, Fondinvesteringar och Life Science. Varje underportfölj i investeringsverksamheten har ett specifikt avkastningskrav som representeras av reporäntan och en fast procentsats vilken varierar mellan portföljerna.

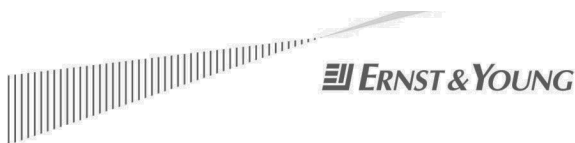
Sjätte AP-fondens målsättning och uppföljning sker både på kort och lång sikt. Det årliga avkastningskravet sätts för ett år i taget i samband med verksamhetsplaneringen. Varje underportfölj i investeringsverksamheten har ett specifikt avkastningskrav som representeras av reporäntan och en fast procentsats vilken varierar mellan portföljerna. Denna procentsats sätts utefter en intern riskpremiemodell som baseras på Capital Asset Pricing Model (CAPM). Det kortsiktiga avkastningskravet och avkastningsmålet utvärderas årligen för fonden som helhet samt för varje del av investeringsverksamheten.

Eftersom Sjätte AP-fonden har en lång investeringshorisont bedöms en utvärdering över en längre period relevant. Det långsiktiga målet för investeringsverksamheten uppgår till reporäntan plus en riskpremie på minst 4,5 %. Internbanken, som bland annat innehåller Sjätte AP-fondens kassa, har inget absolut avkastningskrav men målet är att årligen avkasta mer än jämförelseindex för underportföljerna. Fonden som helhet samt underportföljerna utvärderas årligen över rullande tioårsperioder. Att utföra denna utvärdering över en kortare tidsperiod anses missvisande på grund av fondens låga likviditet och långa investeringshorisont.

Sjätte AP-fonden har för avseende att ta en roll som aktiv ägare och investerare på den svenska private equity-marknaden. Allokering av investeringsportföljen sker med hänsyn till potentiell avkastning, risk, segment och fas som portföljbolagen befinner sig i. Den likviditetsreserv som hålls för att genomföra ny- och tilläggsinvesteringar, samt för att täcka andra kapitalbehov i befintliga företag, hanteras av Sjätte AP-fondens Internbank. Varje år görs en likviditetsplanering som syftar till att prognostisera det framtida behovet av likviditet. I samband med denna planering utförs även stresstester och scenarionalyser av potentiella likviditetsbehov.

Sjätte AP-fondens riskpremiemodell

Sjätte AP-fondens riskpremiemodell utgår från CAPM. Vid fastställande av riskfri ränta har fonden utgått från en femårig statsobligation. Historiska data har visat att denna kan approximeras med reporäntan plus ett påslag på 0,5 procentenheter. Vidare har marknadens genomsnittliga riskpremie skattats med interna och externa analyser. Riskpremien för respektive tillgång och portfölj beräknas sedan genom att multiplicera marknadens



genomsnittliga riskpremie med sektorbaserade beta, som mäter känsligheten hos tillgångens avkastning gentemot avkastningen för den totala marknadsportföljen. För att slutligen bestämma avkastningskrav och avkastningsmål för de olika portföljerna kategoriseras tillgångarna med avseende på bransch, vilken mognadsfas företagen befinner sig i samt bolagens kapitalstruktur och får baserat på dessa ett ytterligare påslag. Från och med 2012 har Sjätte AP-fonden målsättningsmodell, som inte bygger på CAPM.

8.2. Analys av redovisad avkastning och risk

Sjätte AP-fonden redovisar absolut avkastning för totala portföljen och per investeringsverksamhet. Dessutom beskrivs vilka metoder som används för värdering av bolagen. Inga andra avkastnings- eller riskmått används i dagsläget, varken för onoterade eller noterade innehav.

Fonden redovisar sin absoluta avkastning med två mått. För underportföljerna redovisas en IRR utifrån värderingar av innehaven samt kassafflöden in och ut från portföljerna. Detta mått tar inte hänsyn till kassa eller kostnader. På totalnivå används måttet Time-Weighted-Return⁹ (TWR) som beskriver den årliga värdeutvecklingen i portföljen efter kostnader. Till följd av att måtten skiljer sig åt beräkningsmässigt är de inte fullt jämförbara, vilket även noterades av KPMG 2010. Detta anses dock inte avvika från marknadspraxis.

8.3. Analys av använda jämförelseindex

Före 2002 hade Sjätte AP-fonden ett övergripande avkastningsmål kopplat till ett jämförelseindex. 2003-2011 har fonden utgått från sin interna riskpremiemodell vid fastställande av avkastningsmål och därmed har fondens totala avkastning samt underportföljer jämförts mot fasta jämförelsetal. Utvärderingen har skett årligen över två olika placeringshorisonter, på kort och lång sikt. Under hösten 2011 beslutade Sjätte AP-fonden att förnya målsättningsmodellen och lämna CAPM. Eftersom fonden bytt målsättningsmodell har inte riskpremiemodellen analyserats djupare.

Internt räknar Sjätte AP-fonden IRR på den totala portföljen före kostnader. Detta jämförs mot om motsvarande kassafflöden istället placerats i det breda nordiska aktieindexet SHB Nordix. Därmed sker en jämförelse mot ett index på totalnivå som utvärderas över rullande tioårsperioder. Jämförelsen mellan serierna kan även uttryckas som ett relativt mått, Public Market Equivalent (PME), vilket visar hur mycket placeringar i fondens investeringsverksamhet genererat relativt ett index med marknadsnoterade tillgångar. I Sjätte AP-fondens utvärdering som offentliggörs i samband med årsredovisningen redovisas fondens PME.

Varje del av Sjätte AP-fondens investeringsverksamhet tilldelas enligt en intern riskpremiemodell ett riskpåslag som adderas till reporäntan, vilken används som jämförelseindex mot den specifika portföljen. På totalnivå viktas sedan dessa portföljer ihop till ett övergripande jämförelseindex. Detta jämförs med fondens totala avkastning.

8.4. Resultat och slutsatser

Baserat på den granskning som Ernst & Young utfört har inte avvikelser identifierats som skulle tyda på att Sjätte AP-fonden inte redovisar avkastning och risk enligt en rättvisande bild eller tillämpar ett rättvist jämförelseindex givet fondens förvaltningsmodell. Ernst & Young har dock gjort följande iakttagelser.

Investerbar riskfri ränta

Jämförelseindex för de olika investeringsverksamheterna i Sjätte AP-fonden består av reporäntan med påslag och en riskpremie som sätts utifrån CAPM, där högre risk innebär högre avkastningskrav. Reporäntan med 0,5

⁹ TWR är ett mått på tillväxten i en portfölj. Måttet beräknas som ett geometriskt medelvärde över tid.



procentenheters påslag är en approximation av riskfri ränta som tagits fram genom interna analyser, i syfte att efterlikna en femårig statsobligation. Sjätte AP-fonden har beslutat att etablera en ny målsättningsmodell och kommer därmed inte vidare tillämpa sin riskpremiemodell. I den framtida modellen kan Sjätte AP-fonden överväga att använda en investerbar approximation av riskfri ränta.

Kreditkostnader vid beräkning av IRR

Eftersom AP-fonden använder TWR på totalnivå efter kostnader blir måttet jämförbart med övriga fonder. Dock skiljer sig TWR från IRR som används på portföljnivå. För att öka transparensen skulle detta kunna tydliggöras i redovisningen. För att säkerställa likviditet har Sjätte AP-fonden en kredit som kan utnyttjas tillfälligt för att tillföra nytt kapital till sina portföljer. Kostnaden för krediten tas dock inte med i IRR beräkningarna, vilket inte ger en fullt rättvisande bild av avkastningen. Så länge räntan och kreditbehovet är låg har kreditkostnaden marginell påverkan. Detta kan dock ändrats givet förändring i marknadsklimatet. Fonden bör överväga att inkludera kreditkostnaden vid beräkning av IRR då detta skulle ge en mer rättvisande bild av avkastningen.

Kassahantering på portföljnivå

Sjätte AP-fonden har en gemensam kassahantering för alla fondens portföljer i Internbanken. Detta innebär att när Sjätte AP-fonden beräknar avkastning för affärsområdena räknas inte kassan med på portföljnivå. Att använda cash buckets kan därför vara ett alternativ till att på portföljnivå ta hänsyn till kassan vid avkastningsberäkningar.

Kompletterande riskmått

Förutom IRR och TWR kan Sjätte AP-fonden utöka sitt användande av risk- och avkastningsmått externt. Genom att använda CAPM för som målsättningsmodell finns ett antal approximerade risk- och avkastningsmått som skulle kunna redovisas externt, såsom beta och standardavvikelse. Utöver dessa skulle risken kunna tydliggöras genom att redovisa PME i årsredovisningens riskavsnitt.

Fonden placerar även i noterade tillgångar som idag uppgår till ca 15 % av fondens totala kapital. För dessa tillgångar finns ett antal risk- och avkastningsmått tillgängliga. I syfte att göra redovisad avkastning och risk mellan AP-fonderna mer transparent kan Sjätte AP-fonden överväga att redovisa risk- och avkastningsmått för de marknadsnoterade tillgångarna, givet att de noterade tillgångarna utgör en betydande del av fonden.

Risker som påverkar verksamheten

Sjätte AP-fonden beskriver i årsredovisningen några av de mest väsentliga riskerna i verksamheten. En väsentlig risk inom private equity är likviditetsrisk, vilken finns beskriven i riskavsnittet i Sjätte AP-fondens årsredovisning. Fonden gör idag en likviditetsplanering två gånger per år. I samband med denna utförs stresstester i form av scenarioanalyser. För att förtydliga vikten av likviditetsrisken och hur den hanteras skulle exempelvis resultaten från scenarioanalyserna kunna åskådliggöras i graf eller kortare text i årsredovisningen. Som komplement till scenarioanalyserna kan även ett likviditetsjusterat VaR-mått beräknas på intern data för att på möjligt sätt kvantifiera risken.



9. Sjunde AP-fonden

9.1. Målsättning och styrvariabler

Fram till den senaste granskningen så utgjorde Premiesparfonden det statliga erbjudandet för de sparare som avstod från att välja någon annan fond i premiepensionssystemet. Utöver det erbjöd staten det valbara alternativet Premievals-fonden. Den 21 maj 2010 avvecklades både Premiesparfonden och Premievals-fonden och ersattes av AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond, de så kallade byggstensfonderna. De två fonderna erbjuder premiepensionssparare ett val av totalt sex olika produkter, där förvalsalternativet AP7 Såfa och de tre statliga fondportföljerna skapas med hjälp av de två byggstensfonderna. Inom de två fonderna förvaltas aktier, private equity (innefattar indirekta placeringar i onoterade företag genom olika fondkonstruktioner), valuta samt ränteinstrument. Sjunde AP-fondens övergripande mål är att avkasta bättre än genomsnittet av de privata premiepensionsfonderna. Förvaltningskostnaden för AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond uppgår till 0,15 % respektive 0,09 %. Transaktionskostnaden ingår inte i förvaltningsavgiften, utan belastar fonden direkt.

AP7 Aktiefond

AP7 Aktiefonds basportfölj består av 97 % globala aktier och 3 % private equity. Fonden har valt att inte valutasäkra aktieportföljen vilket innebär att det finns en valutaexponering. De globala aktierna är ett externt mandat som förvaltas passivt genom så kallad indexförvaltning. För dessa externa mandat finns limiter för aktiv risk på 1,5 %. Utöver indexförvaltningen så skapas en hävstång på 50 % av den globala portföljen genom placeringar i derivat, så kallade Total Return Swaps. Hävstången kan sedan varieras inom intervallet 0-70% av fondkapitalet. Genom dessa instrument får fonden även en indirekt valutaexponering. För risken som tas genom hävstången skall fonden överavkasta 500 MSEK årligen över en rullande femårsperiod med riskbegränsningen att den totala förlusten maximalt får uppgå till 1500 MSEK per år.

AP7 Aktiefond har även en alfaförvaltning som under 2011 förvaltats både internt och externt på den svenska marknaden. Vidare har alfaförvaltning med lång/kortmandat skett genom externa förvaltare i Europa, Japan och Sydostasien. Fonden har även extern alfaförvaltning inom valuta och aktieplaceringar i sektorn healthcare. Dessutom finns möjlighet till taktiska placeringar vilket inte tillämpas idag. Målsättningen med alfa-källorna och taktiska placeringarna i AP7 Aktiefond är att under 2011 uppnå en överavkastning på 300 MSEK med riskbegränsningen att den totala förlusten maximalt får uppgå till 900 MSEK.

För basportföljens placeringar i private equity är målet att årligen generera en överavkastning med 2 % gentemot MSCI All Country World Index, utvärderat över en 10-årsperiod.

AP7 Räntefond

AP7 Räntefond består till största delen av svenska räntepapper med en genomsnittlig duration på ungefär 2 år. Målet är att uppnå en avkastning som är minst lika hög som det jämförelseindex som används med begränsningen att durationen skall ligga mellan 1 och 3 år. Högst 30 % av de räntebärande tillgångarna får vara placerade på räntekonton (deposit). Upp till 100 % av AP7 räntefond får placeras aktivt dock får fonden som högst ha en aktiv risk på 3 %, mätt som 12 månaders rullande standardavvikelse från jämförelseindex.

Under 2011 har räntefonden till största delen varit passivt förvaltat även om aktiv förvaltning förekommit. AP7 räntefond har även möjlighet att investera i utländska räntebärande tillgångar vilka i så fall skall valutasäkras till minst 75 %.

Såfa är en kombination av de två fonderna, där proportioner ändras över tiden beroende på hur gammal spararen är. De tre statliga fondportföljerna utgörs av AP7 Offensiv som består av 75 % AP7 aktiefond och 25 % AP7



räntefond, AP7 Balanserad som består av 50 % AP7 aktiefond och 50 % AP7 räntefond samt AP7 Försiktig som består av 33 % AP7 aktiefond och 67 % AP7 räntefond.

9.2. Analys av redovisad avkastning och risk

Sjunde AP-fonden redovisar mätten absolut avkastning, aktiv risk, informationskvot, Sharpekvot och duration i årsberättelsen. AP7 Aktiefonds avkastning och risk beräknas på två sätt. Den första metoden används för beräkning av den absoluta avkastningen från pensionsspararens perspektiv medan den andra metoden används för att beräkna fondens absoluta avkastning, aktiva avkastning, aktiva risk, informationskvot samt Sharpekvot.

Den första metoden baseras på fondens NAV-kurs (Net Asset Value). Detta innebär att avkastningen redovisas efter avdrag av den förvaltningsavgift som AP7 Aktiefond betalar till Sjunde AP-fonden. I den andra metoden beräknas risk och avkastningsmått utifrån fondens perspektiv. Därmed justeras inte avkastningen för förvaltningsavgiften som betalas till Sjunde AP-fonden. Denna metod beräknas enligt samma principer som ligger till grund för fondens jämförelseindex. Metoden används därför för att beräkna absolut och aktiv avkastning samt aktiv risk, informationskvot och Sharpekvot till årsberättelsen.

Vid beräkning av Sharpekvoten använder sig Sjunde AP-fonden av en riskfri ränta som är baserad på det viktade genomsnittet av utgivna 3- och 6-månaders statsskuldsväxlar under året. Vikterna är baserade på totalsumman från respektive emission.

9.3. Analys av använda jämförelseindex

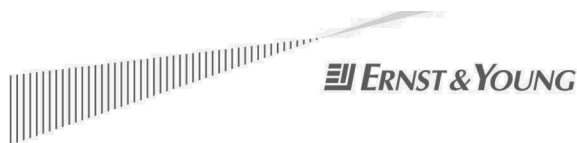
Sedan senaste granskningen har Sjunde AP-fonden bytt förvaltningsmodell och har därför bytt ut ett antal jämförelseindex. För Aktiefonden (basportföljen) används MSCI All Country World Index (Gross return-index för globala aktier och Net return-index för aktier i tillväxtmarknader) som jämförelseindex för globala aktier (97 % av basportföljen). Under 2011 har enbart ett index ändrats, MCSI All Country från ett Gross return-index till Net return-jämförelseindex. Private equity (3 % av basportföljen) utvärderas under rullande tioårsperioder mot MSCI All Country World Index med ett i genomsnitt 2 procentenheters påslag per år efter kostnader. För Räntefonden ställs avkastning och risk i relation till ett jämförelseindex som baseras på Handelsbankens ränteindex HMSC13 och som är anpassat till de begränsningar som följer av lagen om Investeringsfonder.

Sjunde AP-fonden justerar de jämförelseindex som fonden använder för etiska och miljömässiga ställningstaganden och följer kontinuerligt SRI (Social Responsibility Investment) index i syfte att undvika oetiska placeringar och justera jämförelseindex för att kunna ge en så rättvis bild som möjligt av aktieportföljens relativa avkastning. De jämförelseindex som fonden använder justeras av de externa indexleverantörerna och sker således inte internt. Däremot framkommer inte information om genomförda justeringar i årsberättelsen.

Jämförelseindex justeras inte för källskatt men Sjunde AP-fonden har anpassat sitt val av index baserat på fondens skattemässiga fördel jämt sin marknad. Som exempel används ett Gross return-jämförelseindex i underportföljer som placerar i Nordamerika, Sverige och Japan medan ett Net return-jämförelseindex används för Europa och tillväxtmarknader. Sjunde AP-fonden har en skattemässig nackdel i jämförelse med japanska aktier medan de har en fördel mot ett flertal europeiska.

9.4. Resultat och slutsatser

Baserat på den granskning som Ernst & Young utfört har inte avvikelser identifierats som skulle tyda på att Sjunde AP-fonden inte redovisar avkastning och risk enligt en rättvisande bild eller tillämpar ett rättvist jämförelseindex givet fondens förvaltningsmodell. Redovisningen av avkastning och risk upprättas i enlighet med



lagen om investeringsfonder samt Finansinspektionens föreskrifter och allmänna råd. Hänsyn tas även till rekommendationer framtagna av fondbolagens förening. Detta skiljer sig från buffertfonderna vilket Ernst & Young tagit hänsyn till i analysen av fondens avkastning och risk. Analysen har utmynnat i följande iakttagelser.

Förtydligande av risker

Texten som finns publicerad i 2011 års årsberättelse visar på en verbal förklaring till hur totalsumman av premiepensionen och inkomstpensionen påverkas i det negativa klimatet som marknaden befunnit sig i senaste året. Dock är detta scenario statiskt, exempelvis redovisas inte hur den totala pensionen skulle beskrivas i ett mer positivt klimat, vilket skulle komplettera bilden och göra det verbala "stresstestet" mer dynamiskt. Ett riskmått skulle inte göra scenariot mer dynamiskt, dock skulle ett mått bli mer jämförbart än ett verbalt uttryck.

Förtydligande av avkastningsmått

Sjunde AP-fonden visar två typer av avkastningar i sin årsberättelse för 2011, NAV-kursberäknade och stängningskursberäknade. Vid beskrivning av nyckeltalen för både AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond framgår tydligt hur respektive avkastning beräknas samt resultatet av beräkningarna. Dock framgår inte i den löpande texten för 2011 års årsberättelse vilket mått som avses, vilket skulle underlätta för läsaren. Speciellt gäller detta produkterna AP7 Säfa, AP7 Offensiv, AP7 Balanserad samt AP7 Försiktig.

Förtydligande av valutaexponering

Eftersom AP7 Aktiefond förvaltas passivt och följer MSCI All Country World Index är fonden exponerad för valutarisk vilket bidrar till fondens avkastning eftersom aktieportföljen inte valutäsäkras. Hur stor den totala valutaexponeringen är eller att detta är konsekvens av globala placeringar framkommer inte i årsberättelsen. För att ge en rättvis bild av vad som skapar avkastning i portföljen bör det framgå tydligare att valutarisken bidrar till den totala avkastningen. Det framgår i löpande text i årsberättelsen att valutaexponeringen kan bidra till avkastningen men för att på ett tydligt sätt visa risken i portföljen kan även en graf visas med valutarisk respektive aktierisk.

Risikfri ränta

Risikfri ränta är den högsta ränta, angiven på årsbasis, som kan erhållas genom att investera i riskfria tillgångar. Approximationen för den riskfria räntan beräknas på Sjunde AP-fonden efter genomsnittliga tre- och sexmånaders SSVX under året, medan Första till Fjärde AP-fonderna förespråkar en tolv månaders SSVX vid årets början. Eftersom inga tolv månaders SSVX har emitterats av riksbanken under året finns alternativet att använda en tolv månaders statsobligation. Vid beräkning av Sharpekvoten skall en ränta, angiven på årsbasis, som varit investerbar under året tillämpas. För att motsvara ett verkligt investeringsalternativ till de tillgångar som Sharpekvoten mäts mot bör räntan inte ha en löptid på mer än ett år. Det finns idag tydliga riktlinjer för hur riskfria räntan skall beräknas eller vilken ränta som skall ses som en approximation. Det noteras dock att Sjunde AP-fonden skiljer sig från Första till Fjärde AP-fonderna och Sjätte AP-fonden vid beräkning av den riskfria räntan.

Private equity och onoterade tillgångar

Värdering av de onoterade tillgångarna antas mellan de kvartalsvisa värderingstidpunkterna att driva enligt Eurostoxx 50 index. Därmed erhålls dagliga värden även för de onoterade tillgångarna. Vid värderingstillfällena kan detta ge upphov till förskjutningar i avkastningskurvan.

Förtydligande av källskatts inverkan på aktiv risk

Sjunde AP-fondens källskatt för utdelningar och räntebärande tillgångar skiljer sig från de jämförelseindex som används av fonden. Bland annat används ett Net return-index för utdelningar i Europa där AP7 Aktiefond har skattefördelar i en del länder medan de i Asien använder ett Gross return-index där de inte har skattefördelar i



alla länder. Därmed ingår källskatt (positivt eller negativt) i den aktiva avkastningen, vilket har en inverkan på måtten aktiv risk och informationskvot. Källskatt är inte relaterat till förvaltningen och därmed inte till den faktiska aktiva avkastning.

Årsberättelsen innehåller information om fondens skatteskyldighet i olika länder samt om användandet av Net och Gross index i syfte att ta hänsyn till skatt. Däremot framgår inte att källskatten inverkar på måtten aktiv risk och informationskvot.

Förtydligande av justeringar för etiska och miljömässiga ställningstaganden

AP7 Aktiefond har i sin basportfölj en passiv förvaltning av MSCI All Country World Index, justerat för etiska och miljömässiga ställningstaganden. Hävstängen på denna portfölj skapas genom Total Return Swaps. För hävstängen så erhålls avkastningen från MSCI All Country World Index mot en ränta som AP7 Aktiefond betalar till motparterna, vilka främst är banker. Denna avkastning är av kostnadsskäl inte justerad för Sjunde AP-fondens etiska och miljömässiga ställningstaganden. Detta innebär å andra sidan inte att fonden indirekt investerar i dessa bolag eftersom motparterna själva kan säkra swapparna på olika sätt. Risken att de indirekta investeringar som uppkommer genom hävstängen inte är i linje med fondens etiska och miljömässiga ställningstagande framgår inte av årsberättelsen. Det framgår heller inte att basportföljen är justerad för dessa ställningstaganden.

Finansdepartementet

Utdrag ur protokoll vid regeringssammanträde den 16 maj 2012

Närvarande: Statsråden Ask, ordförande, Larsson, Erlandsson, Hägglund, Sabuni, Billström, Adelsohn Liljeroth, Ohlsson, Norman, Attefall, Kristersson, Ullenhag, Ek, Lööf, Enström

Föredragande: statsrådet Norman

Regeringen beslutar skrivelse 2011/12:130 Redovisning av AP-fondernas verksamhet t.o.m. 2011.