

Regeringens skrivelse

2004/05:130

Redovisning av AP-fondernas verksamhet 2004

Skr.
2004/05:130

Regeringen överlämnar denna skrivelse till riksdagen.

Stockholm den 19 maj 2005

Göran Persson

Sven-Erik Österberg
(Finansdepartementet)

Skrivelsens huvudsakliga innehåll

I skrivelsen lämnar regeringen en redovisning av de allmänna pensionsfondernas (AP-fondernas) verksamhet under 2004. I redovisningen ingår bl.a. en sammanställning av AP-fondernas årsredovisningar och en utvärdering av fondernas förvaltning.

Sammanställningen av AP-fondernas årsredovisningar visar att resultatet för buffertfonderna sammantagna, dvs. Första–Fjärde samt Sjätte AP-fonderna, uppgick till 63,7 miljarder kr 2004. Förutom resultatet påverkades buffertkapitalet positivt av ett positivt nettoinflöde av pensionsavgifter utöver pensionsbetalningar. Det summerade buffertkapitalet uppgick vid årets utgång till 646,2 miljarder kr, vilket var 69,3 miljarder kr mer än året innan.

Buffertfondernas samlade resultat uttryckt som avkastning var 10,9 procent 2004. Den genomsnittliga avkastningen under femårsperioden 2000–2004 uppgick till 1,7 procent per år, vilket precis motsvarar den genomsnittliga inflationen under samma period.

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

	2004	2003	2002	2001	2000	2000-2004
Första AP-fonden	11,4	16,5	-13,8	-5,6		
Andra AP-fonden	11,6	17,8	-15,3	-3,2		
Tredje AP-fonden	11,4	16,4	-12,4	-4,1		
Fjärde AP-fonden	10,6	17,0	-16,8	-5,0		
Sjätte AP-fonden	8,6	10,7	-30,9	-8,0	-1,3	-5,5
Totalt	10,9	16,4	-15,0	-4,4	3,8	1,7

Anm. För Sjätte AP-fonden och summan av fonder är avkastningen beräknad inklusive förvaltningskostnader, i övriga fall är avkastningen beräknad exklusive kostnader.

Det är alltså något för tidigt att dra definitiva slutsatser beträffande fondernas resultat. Fyra år har passerat sedan Första–Fjärde AP-

fondernas nya placeringsregler trädde i kraft. Denna period kännetecknas av först fallande och därpå stigande kurser på världens aktiemarknader, vilket starkt påverkat fondernas resultat. Tidigare förluster har kunnat återhämtas och den ackumulerade avkastningen under perioden är svagt positiv.

Sjätte AP-fonden har, jämfört med övriga buffertfonder, ett specialiserat uppdrag att investera i små och medelstora onoterade bolag. Detta uppdrag är oförändrat sedan 1996, varför fonden kan utvärderas över en längre period. Fonden har uppnått styrelsens mål genom en långsiktigt positiv avkastning på fondens innehav av onoterade aktier. Den onoterade portföljen i sig har dock inte uppnått styrelsens mål under den längre perioden sedan verksamheten inleddes 1997.

Sjunde AP-fonden, som ingår i premiepensionssystemet, har återhämtat en del av tidigare års förluster. Genom den högre aktieandelen i Premiesparfonden och Premievals-fonden var den genomsnittliga avkastningen alltså negativ vid utgången av 2004. Sjunde AP-fonden har hittills uppnått styrelsens långsiktiga mål att Premiesparfonden skall överträffa genomsnittet av premiepensionsfonder med lägre risk.

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

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

Regeringen har två år i följd kommenterat relationen mellan AP-fondernas förvaltningsaktivitet och förvaltningskostnader utan att definitiva slutsatser kunnat dras. Denna gång sker en grundligare utvärdering än tidigare år av AP-fondernas förvaltningskostnader genom en granskning som utförts av KPMG på Regeringskansliets uppdrag. Utvärderingen bekräftar att Första–Fjärde AP-fondernas förvaltningsaktivitet inte har stått i proportion till verksamhetens kostnader. KPMG drar även slutsatserna att Första–Fjärde AP-fondernas förvaltningskostnader överstiger en jämförelsenorm (benchmark) bestående av svenska, brittiska och nederländska livförsäkringsbolag och pensionsfonder samt att det finns outnyttjade besparingsmöjligheter.

Sjätte AP-fondens förvaltning av onoterade aktier är dyr i absolut mening men inte dyrare än jämförbar verksamhet på andra håll. Även Sjunde AP-fondens förvaltningskostnader bedöms vara i nivå med jämförelsenormen, givet fondens placeringsinriktning och storlek.

Regeringen förutser i skrivelsen en dialog med AP-fondernas styrelser om vilka åtgärder som kan vidtas för att förbättra fondernas kostnadseffektivitet. Åtgärder som förutsätter förändringar av AP-fondernas regelverk övervägs i samråd med partierna bakom pensionsöverenskommelsen. Det av KPMG framförda förslaget att i besparingssyfte minska antalet AP-fonder genom sammanslagningar saknar dock aktualitet.

Mot bakgrund av de kraftigt ökade administrationskostnaderna för ålderspensionssystemet har regeringen inlett ett arbete med att se över samtliga kostnader som belastar pensionssystemet och därmed pensionerna. Inom ramen för detta arbete utreds de faktorer som styr kostnadsutvecklingen. Eftersom arbetet även innefattar buffertfondernas

förvaltning kommer regeringen vid behov att föreslå ytterligare åtgärder Skr. 2004/05:130
för att förbättra AP-fondernas kostnadseffektivitet.

1	Inledning.....	6
2	AP-fonderna och ålderspensionssystemet	8
2.1	Det allmänna ålderspensionssystemet.....	8
2.1.1	Närmare om inkomstpensionssystemet	9
2.2	AP-fondernas uppbyggnad.....	11
2.2.1	Historik	11
2.2.2	Buffertfondernas roll i inkomstpensionssystemet	11
2.2.3	Sjunde AP-fondens roll i premiepensionssystemet	16
3	Finansiell bakgrund och buffertfondernas samlade resultat.....	17
3.1	Bakgrund och grundläggande begrepp	17
3.1.1	Grundläggande begrepp.....	17
3.2	Utvecklingen på de finansiella marknaderna åren 2001– 2004.....	19
3.3	Buffertfondernas samlade resultat	25
3.4	Pensionssystemets utveckling 2004.....	27
4	Sammanställning av AP-fondernas resultat 2004.....	28
4.1	Första–Fjärde AP-fonderna.....	28
4.1.1	Första AP-fondens resultat	28
4.1.2	Andra AP-fondens resultat	29
4.1.3	Tredje AP-fondens resultat	31
4.1.4	Fjärde AP-fondens resultat	32
4.2	Sjätte AP-fonden.....	33
4.3	Sjunde AP-fonden.....	36
4.4	Avvecklingsfonderna	38
5	Regeringens utvärdering av AP-fondernas verksamhet	40
5.1	Utvärdering av Första–Fjärde AP-fondernas förvaltning.....	41
5.1.1	Första AP-fondens förvaltning	47
5.1.2	Andra AP-fondens förvaltning	50
5.1.3	Tredje AP-fondens förvaltning.....	53
5.1.4	Fjärde AP-fondens förvaltning	56
5.2	Utvärdering av Sjätte AP-fondens förvaltning	58
5.2.1	Strategiska beslut.....	58
5.2.2	Operativ förvaltning.....	60
5.3	Utvärdering av Sjunde AP-fondens förvaltning	63
5.3.1	Strategiska beslut.....	63
5.3.2	Operativ förvaltning.....	65
5.4	AP-fondernas kostnader.....	67
5.4.1	Kartläggning av AP-fondernas kostnader.....	72
5.4.2	Utvärdering av AP-fondernas kostnader	78
5.4.3	Besparingsförslag.....	82
Bilaga 1	Årsredovisning Första AP-fonden	
Bilaga 2	Årsredovisning Andra AP-fonden	
Bilaga 3	Årsredovisning Tredje AP-fonden	
Bilaga 4	Årsredovisning Fjärde AP-fonden	

Bilaga 5 Årsredovisning Sjätte AP-fonden
Bilaga 6 Årsredovisning Sjunde AP-fonden
Bilaga 7 Underlag från Wassum
Bilaga 8 Underlag från KPMG

Skr. 2004/05:130

Utdrag ur protokoll vid regeringssammanträde den 19 maj 2005.

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

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

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

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

AP-fondernas verksamhet under de första åren efter ovan nämnda reformer har präglats av en omväxlande utveckling på världens aktiemarknader. Den anpassning till nya mål som genomfördes av Första–Fjärde AP-fonderna kom att genomföras i ett skede av markant fallande aktiekurser. Premiepensionssystemet sjösattes under samma förhållanden, vilket hade stark påverkan på Sjunde AP-fondens resultat. Sjätte AP-fonden förlorade en stor del av den värdeökning som kom fonden till del i samband med den stigande börstrenden i slutet av 1990-talet. Genom stigande aktiekurser under 2003 och 2004 har dock pensionssystemets samlade förluster återhämtats.

Regeringens utvärdering av AP-fondernas verksamhet handlar denna gång om AP-fondernas verksamhet under de första åren efter reformen, med tonvikt på fondernas förvaltningskostnader. Två år i följd har fondernas kostnader kommenterats i regeringens utvärdering utan att mer bestämda slutsatser kunnat dras. Detta år görs, på basis av ett underlag från oberoende experter, en mer djupgående utvärdering av AP-fondernas kostnader.

Utöver fondernas kostnader granskas styrelsernas förvaltning och fondernas avkastning. I den förstnämnda delen eftersträvas ett brett perspektiv genom att inte enbart bedöma styrelsernas beslut rörande

placeringsstrategier utan även beröra andra frågor som har strategisk betydelse, såsom valet mellan intern och extern, respektive aktiv och passiv förvaltning. Utvärderingen av Första–Fjärde samt Sjunde AP-fondernas avkastning kan alltså anses vara preliminär eftersom tillräcklig tid inte förflutit sedan fonderna inledde verksamheten enligt nya placeringsregler. Sjätte AP-fonden kan däremot utvärderas över en längre period.

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

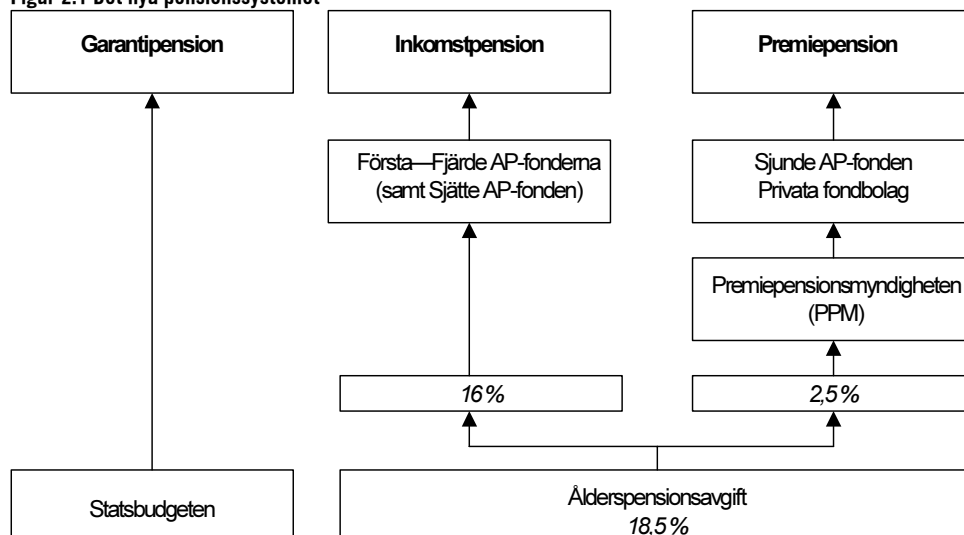
I skrivelsen lämnar regeringen, mot bakgrund av de omfattande reformer som ägt rum, i avsnitt 2 en redogörelse för AP-fondernas verksamhet och organisation. I avsnitt 3 sammanfattas utvecklingen på de finansiella marknaderna och buffertfondernas samlade resultat. I avsnitt 4 sammanfattas resultaten för varje fond på grundval av fondernas årsredovisningar. Därefter följer i avsnitt 5 regeringens utvärdering av verksamheten som i år lägger tyngdpunkten vid fondernas förvaltningskostnader. Även i år har regeringen anlitat extern expertis för att bistå vid utvärderingen. Konsulternas underlag återfinns i bilagorna 7 och 8.

2.1 Det allmänna ålderspensionssystemet

Det reformerade allmänna ålderspensionssystemet trädde i kraft med början den 1 januari 1999.¹ För att stärka pensionssystemets motståndskraft i samband med den förväntade demografiska utvecklingen har en reform av det tidigare förmånsbestämda systemet, som omfattade ATP och folkpension, varit nödvändig.² Det äldre pensionssystemet kommer att fasas ut fram till 2018 och successivt ersättas av det nya avgiftsbestämda systemet.³

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

Figur 2.1 Det nya pensionssystemet



Ålderspensionsavgiften till det nya ålderspensionssystemet är fast och uppgår till motsvarande 18,5 procent av pensionsgrundande inkomster (jämför vissa tillkommande ersättningar och belopp). Den förmån som så småningom betalas ut från det avgiftsbestämda systemet beror dels på hur stora avgiftsbelopp som betalats in under den förvärvsaktiva tiden, dels på den årliga uppräknningen av dessa belopp, som baseras på olika principer i inkomstpensionssystemet respektive premiepensionssystemet.

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

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

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

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

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

Huvuddelen av pensionsavgiften, ett belopp motsvarande 16,0 procent av pensionsunderlaget, ger rätt till *inkomstpension*, vilken, tillsammans med tilläggs-pensionen som samordnats med denna, kan betraktas som ett fördelningssystem eftersom utgående pensioner i allt väsentligt kommer att finansieras löpande av pensionsavgifter.

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

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

2.1.1 Närmare om inkomstpensionssystemet

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

Inkomstpensionssystemets tillgångar består av den s.k. avgiftstillgången och buffertfondernas förmögenhet. Avgiftstillgången kan under vissa förutsättningar beskrivas som nuvärdet av de framtida avgiftsinbetalningar som kan förväntas givet de förhållanden som råder vid värderingstidpunkten. Närmare bestämt beräknas avgiftstillgången som den årliga avgiftsinbetalningen multiplicerat med systemets s.k. omsättningstid, som anger den genomsnittliga tidrymden från intjänandet av pensionsrätter till dess att de utbetalas. Denna omsättningstid är cirka 32 år, varav 22 år avser intjänandetid och 10 år avser utbetalningstid. Med kännedom om omsättningstiden kan det årliga avgiftsflödet enkelt omvandlas till ett kapitalbelopp som benämns avgiftstillgången.⁶

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

Det fonderade kapitalet utgör en mindre del av pensionssystemets tillgångar och fungerar främst som ett buffertkapital. Med början cirka

⁵ I budgetsammanhang används termen Ålderspensionssystemet vid sidan av statsbudgeten.

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

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

2010 förväntas det fonderade kapitalet behöva tas i anspråk för att täcka ett varaktigt underskott av pensionsavgifter i förhållande till pensionsutbetalningar.

För att tillgodose grundläggande krav på neutralitet mellan generationer har det varit ett mål för reformarbetet att inkomstpensionen – gällande pensionsrätter såväl som utgående pensioner – skall räknas upp med genomsnittsinkomstens utveckling. En sådan uppräkningsmetod kan på längre sikt hota systemets finansiella stabilitet eftersom det kan medföra avvikelser mellan pensionssystemets löpande inkomster och utgifter. Om antalet förvärvsarbetande sjunker finns det en risk att systemets utgifter växer i snabbare än inkomsterna eftersom genomsnittsinkomsten, som påverkar pensionssystemets utgifter, i ett sådant fall växer snabbare än inkomstsumman (produkten av antal förvärvsarbetande och genomsnittsinkomsten) som påverkar pensionsavgifterna och därmed pensionssystemets inkomster.

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

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

Vad som gäller om det uppstår betydande överskott, som skulle möjliggöra utdelning till de försäkrade, är oklart. Med anledning av det tillsatte regeringen en utredning om översyn av möjligheterna att fastställa och fördela utdelningsbara överskott i den inkomstgrundade ålderspensionens fördelningssystem (dir. 2002:5). Utredningen, som tog namnet UTÖ-utredningen, lämnade hösten 2004 slutbetänkandet Utbetalning av överskott i inkomstpensionssystemet (SOU 2004:105). Utredningen föreslog att utdelning skall ske om systemets tillgångar överstiger skulderna med minst 10 procent, dvs. om balanstalet uppgår till minst 1,1000. Betänkandet har remissbehandlats och ärendet bereds nu vidare inom Regeringskansliet.

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

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

⁹ Balanstal = (avgiftstillgång + buffertfond)/pensionsskuld

2.2.1 Historik

Den ursprungliga AP-fonden inrättades i samband med 1960 års pensionsreform och införandet av Allmän tilläggspension (ATP). Motivet bakom fondbildningen var ett samhällsekonomiskt intresse av att hålla uppe sparandet i ekonomin och upprätthålla goda förutsättningar för att finansiera pensionsutgifterna långsiktigt, samt att bygga upp en buffert för att jämna ut kortsiktiga avvikelser mellan avgiftsinkomster och pensionsutbetalningar.

Den genomgripande reformen av ålderspensionssystemet, som beskrivs ovan, utgör bakgrunden till de förändringar av AP-fondernas regelverk som inleddes 2000 och som fullföljdes året därpå. Som en konsekvens av reformen har AP-fondernas roll som buffert och långsiktig finansiär av det reformerade pensionssystemet tydliggjorts.¹⁰

I samband med reformen den 1 maj 2000 namnändrades första, andra, fjärde, sjätte och sjunde fondstyrelserna till Första, Andra, Fjärde, Sjätte och Sjunde AP-fonderna. Den dåvarande tredje fondstyrelsen avvecklades medan femte fondstyrelsen bytte namn till Tredje AP-fonden. Av den anledningen finns det i dag inte någon femte AP-fond. De nybildade Första–Fjärde AP-fondernas placeringsbestämmelser började gälla den 1 januari 2001.

Pensionsreformen innebar en belastning på statsbudgeten genom åtagandet för garantipension samtidigt som staten enligt nya regler åläggs att betala avgifter för pensionsgrundande ersättningar från social- och arbetslöshetsförsäkringarna samt för pensionsgrundande belopp i form av förtidspension, barnår, studier eller pliktjänst. Det har därför ansetts motiverat att kompensera statsbudgeten genom att överföra kapital från buffertfonderna till Riksgäldskontoret. Riksdagen har hittills beslutat om överföring av 245 miljarder kr från AP-fonderna till Riksgäldskontoret i tre steg.¹¹ Enligt pensionsöverenskommelsen skulle överföringarnas slutliga storlek bestämmas vid en kontrollstation 2004. Eftersom frågan bordlades vid detta tillfälle har riksdagen uppmanat regeringen att återkomma med en tidplan för frågans fortsatta hantering. Regeringen avser, vilket även uttalades i 2005 års ekonomiska vårproposition, att återkomma i frågan i budgetpropositionen för 2006.

2.2.2 Buffertfondernas roll i inkomstpensionssystemet

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

Som framgått av figur 2.1 fullgör Första–Fjärde AP-fonderna uppgiften som buffertfonder inom ramen för inkomstpension, övergångsvis inklusive tilläggspension (det s.k. fördelningssystemet). Dessa fonder mottar pensionsavgifter och finansierar pensionsbetalningar månatligen.

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

¹¹ Under 1999 och 2000 överfördes 45 miljarder kr respektive år och 2001 överfördes 155 miljarder kr.

Sedan riksdagen beslutat om den automatiska balanseringen av ålderspensionssystemet definieras även Sjätte AP-fonden som buffertfond inom fördelningssystemet genom att inkluderas bland pensionssystemets tillgångar.¹² Sjätte AP-fonden ingick däremot inte i pensionsöverenskommelsen och har ett specialiserat uppdrag jämfört med andra buffertfonder.

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

Första–Fjärde AP-fonderna

Genom att det reformerade pensionssystemet skall vara autonomt från statsbudgeten har buffertfondernas roll klarlagts ytterligare, vilket tydliggjort fondernas åtaganden i det reformerade pensionssystemet.

På ett övergripande plan skall fondmedlen förvaltas så att de blir till största möjliga nytta för pensionssystemets inkomstpension. För Första–Fjärde AP-fondernas del innebär det att förvaltningen skall ta sin utgångspunkt i pensionssystemets åtagande. Fonderna skall inte ha näringspolitiska eller ekonomisk-politiska mål. Målet är att långsiktigt maximera avkastningen i förhållande till risken i placeringarna. Den totala risknivån i förvaltningen skall vara låg, vilket inte skall tolkas som ett riskminimeringsmål. Av det följer däremot ett krav på god riskspridning. Det sägs också att risk och avkastning skall tolkas i termer av utgående pensioner.¹³ Rollen som förvaltare av allmänna pensionsmedel ställer krav på att fonderna uppbär allmänhetens förtroende, varför hänsyn skall tas i placeringsverksamheten till miljö och etik utan att avkall görs på det övergripande målet om hög avkastning.

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

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

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

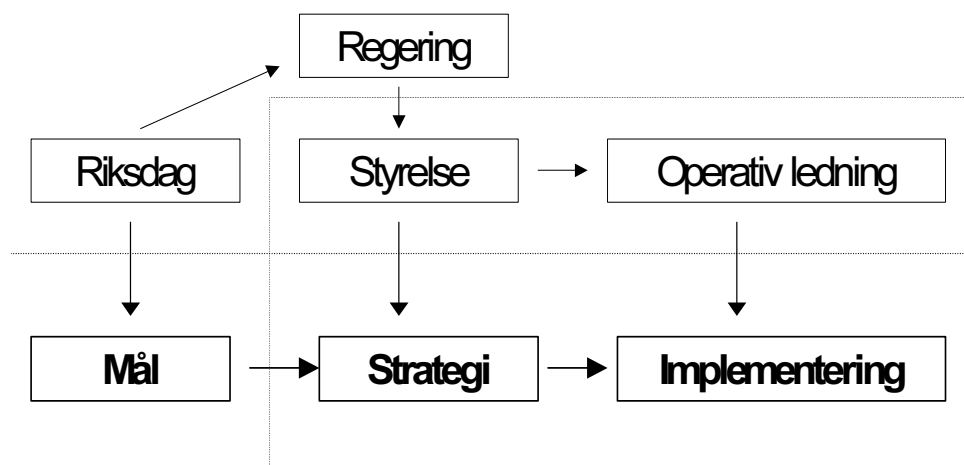
¹² Se prop. 2000/01:70, bet. 2000/01:SfU13, rskr. 2000/01:210.

¹³ Prop. 1999/2000:46 s. 76 ff.

olika tillgångsallokeringar studeras. Syftet är att belysa hur olika placeringsstrategier kan förväntas påverka pensionssystemets motståndskraft under olika scenarier. Slutsatserna av analysen kommer att vara beroende av de antaganden som väljs, liksom av de bedömningar och avvägningar som måste ske. En annan särskilt viktig orsak till att ALM-studier bör eftersträva en allsidig belysning av alternativa förlopp är att metoden tidigare konstaterats ha ett i grunden tillbakablickande förhållningssätt, genom att utgå från historiska genomsnitt snarare än framåtsyftande bedömningar, vilket innebär att analysens förutsättningar riskerar att vara kortsiktigt felaktiga.

En annan del av den strategi som styrelsen skall besluta om är vilka riktlinjer som skall gälla när strategin genomförs (implementeras). Enligt lag skall var och en av Första–Fjärde AP-fonderna årligen fastställa en verksamhetsplan, som innehåller riktlinjer för placeringsverksamheten och för utövande av rösträtt i enskilda företag, samt en riskhanteringsplan. Riskhanteringsplanen skall beskriva de huvudsakliga risker som är förenade med placeringsverksamheten och hur dessa risker skall hanteras. Det skall vidare finnas interna instruktioner för hantering av dessa risker. Riskhanteringsplanen och instruktionerna skall också enligt lag följas upp löpande.

Styrelsen måste också besluta om en förvaltningsstruktur för strategins genomförande. I styrelsens uppdrag ingår att fastställa mål och mandat till den operativa ledningen vad gäller tillgångsfördelningen mellan olika tillgångsslag och marknader, andelen som skall förvaltas externt respektive internt, samt i vilken utsträckning tillgångarna skall förvaltas aktivt respektive passivt. Själva implementeringen delegerar styrelsen i stor utsträckning till den operativa ledningen. Det yttersta ansvaret bär dock alltid styrelsen. Utifrån styrelsens riktlinjer beslutar den operativa ledningen närmare om hur genomförandet skall ske. En del av det arbetet utgörs av s.k. riskbudgetering, som syftar till att fastställa målsättning och mandat för den aktiva förvaltningen. Till skillnad från beslut om förvaltningsstruktur, som ofta är långsiktiga och strategiska, kräver riskbudgeteringen löpande revideringar. Beslut kring riskbudgeteringen blir därför i första hand ett verktyg för den operativa ledningen.



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

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

Enligt det nu gällande uppdraget skall Första–Fjärde AP-fonderna förvalta diversifierade portföljer bestående av marknadsnoterade och omsättningsbara värdepapper samt aktier eller andra andelar som inom ett år avses bli noterade vid en börs eller annan reglerad marknad (se tabell 2.1). Minst 30 procent av det marknadsvärderade kapitalet skall placeras i räntebärande instrument med låg kredit- och likviditetsrisk.

Var och en av Första–Fjärde AP-fonderna får inneha noterade svenska aktier till ett belopp som uppgår till högst två procent av det samlade börsvärdet. Det kvarstår sedan tidigare lagstiftning en begränsning vid maximalt tio procent av röstetalet i börsnoterade företag. Maximalt fem procent av det marknadsvärderade fondkapitalet får placeras i aktier eller

andra andelar i onoterade riskkapitalbolag, i onoterade fordringsrätter eller i fonder som huvudsakligen placerar i onoterade instrument.

Beträffande onoterade riskkapitalbolag gäller begränsningen maximalt 30 procent av röstetalet. Första–Fjärde AP-fondernas aktieplaceringar i onoterade fastighetsbolag är undantagna från begränsningarna avseende marknadsvärde eller röstetal. Dessa placeringar begränsas i stället av en generell princip om riskspridning. Under 2004 fick högst 30 procent av Första–Fjärde AP-fondernas marknadsvärderade tillgångar vara utsatta för valutarisk. Denna tillåtna högsta andel ökar med 5 procentenheter per år upp till maximalt 40 procent. Minst 10 procent av fondkapitalet skall förvaltas externt.

Tabell 2.1 Första–Fjärde AP-fondernas placeringsregler i sammandrag

Typ av instrument	Tillåtna placeringar
Generellt	Alla förekommande instrument på kapitalmarknaden. Aktier och fordringsrätter skall vara marknadsnoterade och omsättningsbara (fastighetsaktier undantagna).
Onoterade värdepapper	Högst 5 procent av en fonds tillgångar får vara placerade i onoterade men omsättningsbara värdepapper. Onoterade aktier får endast ägas indirekt via fond eller riskkapitalbolag (fastighetsaktier undantagna).
Räntebärande instrument	Minst 30 procent av en fonds tillgångar skall vara placerade i räntebärande värdepapper med låg kredit- och likviditetsrisk.
Derivat	Främst i syfte att effektivisera förvaltningen eller minska risker. Ej derivat med råvaror som underliggande tillgång.
Krediter	Bankinlåning och utlåning på dagslånemarknaden. Direktlån till egna fastighetsbolag. Repor och värdepapperslån, främst i syfte att effektivisera förvaltningen.
Utländsk valuta	Högst 40 procent av tillgångarna får vara exponerade för valutarisk. Upptrappning med 5 procentenheter per år från den gräns på 30 procent som gällde vid utgången av 2004.
Upplåning	Kortfristig upplåning vid tillfälliga behov. Möjlighet till lån i Riksgäldskontoret vid fondtömning.
Stora exponeringar	Högst 10 procent av en fonds tillgångar får exponeras mot en enskild emittent eller grupp av emittenter med inbördes anknytning.
Svenska aktier	Marknadsvärdet av varje fonds innehav av noterade aktier i svenska bolag får uppgå till högst 2 procent av värdet av de svenska aktier som är noterade vid svensk börs eller auktoriserad marknadsplats.
Röstetal	Högst 10 procent i ett börsnoterat enskilt företag (egna fastighetsbolag undantagna). Högst 30 procent i onoterade företag (riskkapitalbolag).
Externa förvaltningsuppdrag	Minst 10 procent av kapitalet i varje fond skall skötas av utomstående förvaltare genom köp av fondandelar eller uppdrag om diskretionär förvaltning.

Sjätte AP-fonden

Den 1 juli 1996 inrättades en sjätte fondstyrelse med uppgift att placera fondkapitalet på den inhemska riskkapitalmarknaden med inriktning mot små och medelstora företag. I samband med reformen 2000 bytte sjätte fondstyrelsen namn till Sjätte AP-fonden. Fonden motiveras på samma

sätt som Första–Fjärde AP-fonderna av uppgiften att förvalta inkomstpensions buffertkapital. Sjätte AP-fonden ingick däremot inte i pensionsöverenskommelsen och har därför arbetat med oförändrade förutsättningar sedan starten 1996. De tidigare gällande reglerna avseende Sjätte AP-fonden har överförts oförändrade till lagen (2000:193) om Sjätte AP-fonden. Dessa regler innebär bl.a. obegränsade möjligheter att investera i onoterade företag och börsnoterade riskkapitalbolag. Sjätte AP-fonden får äga maximalt 30 procent av röstetalet i svenska noterade aktiebolag. Däremot finns ingen begränsning av Sjätte AP-fondens innehav när det gäller onoterade bolag eller börsnoterade riskkapitalbolag som i sin tur investerar i onoterade aktier.

2.2.3 Sjunde AP-fondens roll i premiepensionssystemet

Medan övriga fonder fullgör en buffertfunktion inom fördelnings-systemet, och därtill förväntas bidra till inkomstpensionens långsiktiga finansiering, är Sjunde AP-fonden en del av det fullt fonderade premiepensionssystemet. Sjunde AP-fonden, den tidigare sjunde fondstyrelsen, inrättades ursprungligen 1998 och inledde verksamhet hösten 2000 när valen av fonder för första gången ägde rum inom premiepensionssystemet. Sjunde AP-fonden är en av systemets 84 fondförvaltare.¹⁴

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

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

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

¹⁴ Vid utgången av 2004 ingick det i premiepensionssystemet 84 fondförvaltare som tillsammans förvaltade 697 fonder.

3 Finansiell bakgrund och buffertfondernas samlade resultat

Skr. 2004/05:130

3.1 Bakgrund och grundläggande begrepp

Regeringens utvärdering av AP-fondernas verksamhet sker i två steg. Först utvärderas styrelsernas strategiska beslut, som ofta har störst betydelse för fondkapitalets långsiktiga utveckling. Därefter utvärderas fondernas operativa resultat, givet de mål och riktlinjer som fastställts av styrelserna. Vid utvärderingen av AP-fondernas operativa förvaltningsresultat jämförs portföljernas avkastning med avkastningen på de marknader där fonderna placerat medel. En marknadsvärdering av tillgångarna medför att resultatet kan variera kraftigt från år till år, som ett resultat av temporära svängningar i marknadspriserna. Sett över en längre period tenderar sådana tillfälliga fluktuationer i resultatet att utjämnas. Utvärderingsperioden bör därför sträcka sig över flera år. En alltför lång utvärderingsperiod kan dock medföra incitamentsproblem i förvaltningen, varför regeringen funnit att femåriga perioder är en lämplig avvägning. Endast Sjätte AP-fonden har i föreliggande utvärdering en tillräckligt lång historik. Första–Fjärde samt Sjunde AP-fonderna har verkat under fyra, respektive drygt fyra år. För Första–Fjärde AP-fondernas del har det dessutom befunnits lämpligt att låta regeringens utvärdering omfatta perioden efter halvårsskiftet 2001. Mot bakgrund av den allttjämt otillräckliga tidrymden bör resultaten i dessa fall fortfarande tolkas med viss försiktighet.

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

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

3.1.1 Grundläggande begrepp

I skrivelsen används en rad riskbegrepp. Risk definieras ofta med utgångspunkt i statistiska spridningsmått som beskriver hur tillgångs-

priser eller räntor varierar omkring ett medelvärde. Ett sådant ofta använt spridningsmått är *standardavvikelse*, som mäts i procent. För portföljer av värdepapper kan man beräkna *portföljbeta* som anger portföljens känslighet för variationer i marknadspriser som de kommer till uttryck i jämförelseindex. Ett portföljbeta som överstiger ett indikerar att portföljen tenderar att röra sig mer än jämförelseindex. Motsatsen, dvs. en defensiv portfölj som rör sig mindre än marknaden, har ett portföljbeta understigande ett.

Ofta redovisas den *riskjusterade avkastningen*. Ett vanligt mått på riskjusterad avkastning är *Sharpekvoten* som är avkastning utöver den s.k. riskfria räntan dividerad med avkastningens standardavvikelse.¹⁵ Man kan alternativt uttrycka det som att Sharpekvoten mäter erhållen riskpremie per enhet standardavvikelse. Ett alternativt mått på riskjusterad avkastning är *alfa* (ibland *Jensen's alfa*). Detta mått uppskattas med hjälp av statistiska metoder, i likhet med beta, och beskriver den andel av portföljens avkastning som uppkommit oberoende av förändringarna i jämförelseindex under den studerade perioden.

Ett riskmått som är viktigt för förvaltare är *aktiv risk*. Den aktiva risken visar i hur hög grad en förvaltare avviker från jämförelseindex. Den aktiva risken mäts t.ex. med *tracking error* som i princip är standardavvikelsen avseende förvaltarens överavkastning i förhållande till jämförelseindex. Ett mått på riskjusterad avkastning som utgår från graden av avvikelse från jämförelseindex är *informationskvoten* som jämför överavkastning i förhållande till jämförelseindex med aktiv risk mått med tracking error.¹⁶ 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*.¹⁷ Därmed beaktas inte bara ingående och utgående fondkapital utan också effekterna av alla flöden till och från den aggregerade buffertfonden. Dessa flöden, som i normalfallet består av inbetalning av pensionsavgifter, utbetalning av pensioner samt administrationskostnader, administreras av Försäkringskassan. Den kapitalvägda avkastningen ger ett korrekt uttryck för den procentuella avkastning som kommit pensionssystemet till del, justerad för flödeseffekter, och kan därför jämföras med inflationen eller med andra förvaltares resultat. Alternativet är att beräkna en *tidsvägd avkastning*, som bortser från konsekvenserna av flöden. Den tidsvägda avkastningen mäter den hypotetiska avkastning som skulle ha blivit resultatet om det inte förekommit några flöden alls. Detta senare mått anses vara relevant vid utvärdering av fondförvaltare eftersom dessa inte rör över andelsägarnas beslut att köpa och sälja fondandelar. AP-fonderna rapporterar en tidsvägd avkastning, eftersom de inte har inflytande över flödet av pensionsavgifter och pensionsbetalningar.

¹⁵ Sharpekvot = (avkastning – riskfri ränta)/standardavvikelse

¹⁶ Informationskvot = överavkastning/aktiv risk

¹⁷ Internräntan är den diskonteringsränta som jämställer nuvärdet av en portföljs alla kassaflöden, inklusive slutvärdet, med portföljens startvärde.

Vid regeringens utvärdering av Sjätte AP-fondens onoterade portfölj tillämpas EVCA:s riktlinjer (European Private Equity & Venture Capital Association), som är ett undantag från denna princip.

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

3.2 Utvecklingen på de finansiella marknaderna åren 2001–2004

Utvecklingen på de finansiella marknaderna under perioden 2001–2004 kännetecknas av ytterligheter. Två år med svag utveckling har följts av två år med stark utveckling. Under perioden har de finansiella förhållandena varit expansiva och gynnat återhämtningen i den reala ekonomin. De senaste två åren har företagets vinstutveckling varit stark, vilket bidragit till betydande börsuppgångar. Samtidigt har inflationen och den reala räntan varit låg, bland annat som en följd av den fördjupade globaliseringen och ökade konkurrensen i världsekonomin. Perioden har också kännetecknats av betydande skillnader i tillväxt mellan olika länder. Förenta staterna och många tillväxtländer har uppvisat en stark tillväxt medan Europa och Japan har utvecklats svagt. Dollarn har försvagats mot euron, från en historiskt stark kurs 2001 till en förhållandevis svag kurs 2004. På obligationsmarknaden föll under perioden räntorna till historiskt låga nivåer. Kreditspreaden, ränteskillnaden mellan stats- och företagsobligationer, har fallit från mycket höga till historiskt låga nivåer. Samma gäller den så kallade emerging market spreaden, ränteskillnaden mellan tillväxtländer och Förenta staterna.

Börsutvecklingen

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

Flera faktorer kan förklara de kraftigt stigande börskurserna under perioden fram till våren 2000. En balanserad ekonomisk utveckling i kombination med låga räntor och låg inflation är en förklaring till

investerarnas reducerade krav på riskpremie för att investera i aktier istället för i riskfria tillgångar. Höga aktiepriser motiverades med höga förväntningar på företagens framtida vinstutveckling. Efter toppnoteringarna på börserna i mars 2000 inleddes en nedgång som kom att bli långvarig. Under 2001 och 2002 samverkade den reala ekonomin och världens aktiemarknader eftersom en fortgående konjunkturavmattning bidrog till fortsatt börsnedgång. Till detta kom Enronskandalen i oktober 2001, som inledningsvis fick relativt liten effekt på börsutvecklingen, men under inledningen av 2002 påverkades investerarnas förtroende mycket negativt. Vinstvarningar från flera stora teknologiföretag bidrog också till nedgången liksom ytterligare en besvärande redovisnings-skandal; konkursen i det amerikanska telekomföretaget WorldCom. Hösten 2002 började Irakkonflikten i större utsträckning påverka marknaderna. Världens aktiemarknader steg kraftigt under 2003. Efter tre år av fallande börsutveckling steg MSCI:s världsindex med 25,8 procent under 2003. Företagens ansträngningar att skära ned kostnader, skjuta upp investeringar och sanera sina balansräkningar bidrog tillsammans med den ekonomiska tillväxten till att företagens vinster ökade. Den cykliska återhämtningen av aktiepriserna förstärktes av det låga ränteläget och den allt lägre riskaversionen, dvs. den allt högre benägenheten att acceptera riskfyllda placeringar.

Tabell 3.1 Aktiemarknadernas avkastning 2001–2004 (%).

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

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

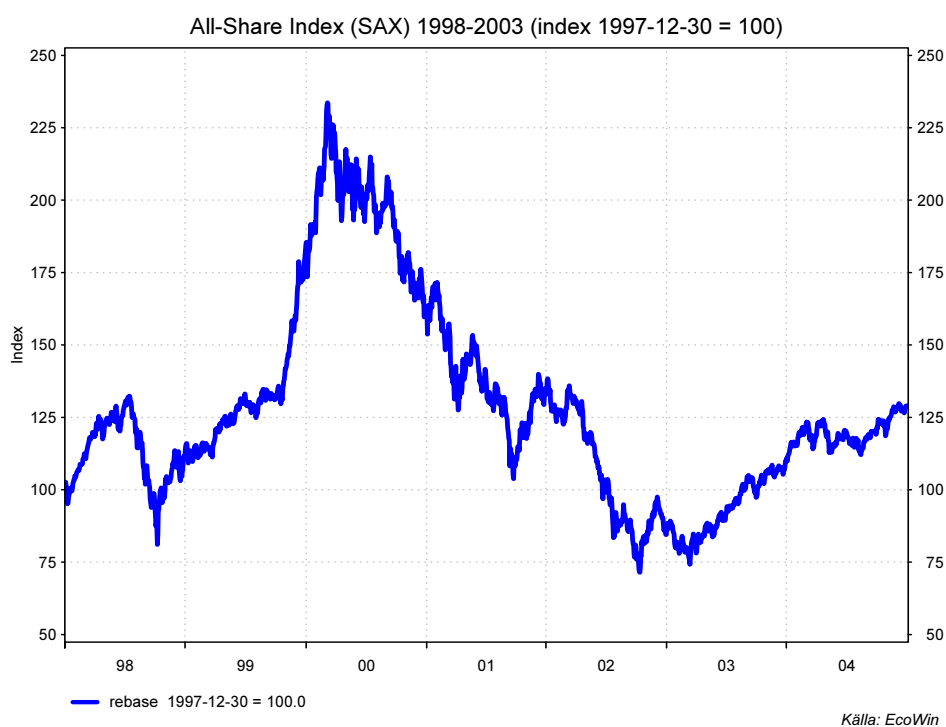
Världens börser steg kraftigt under inledningen av 2004 och fortsatte därmed den starka utvecklingen från 2003. Förbättrade utsikter för världsmarknadstillväxten och för företagens balansräkningar i kombination med en betydande riskaptit bidrog till börsuppgången. Under 2004 steg MSCI:s världsindex med 11,8 procent. Företagens vinsttillväxt utvecklades starkt under 2004. Under 2003 steg börskurserna mer än vinsterna med påföljd att P/E-talen översteg det historiska genomsnittet på flera marknader. Under 2004 har vinsterna kommit i kapp och börsvärderingarna fallit tillbaka.

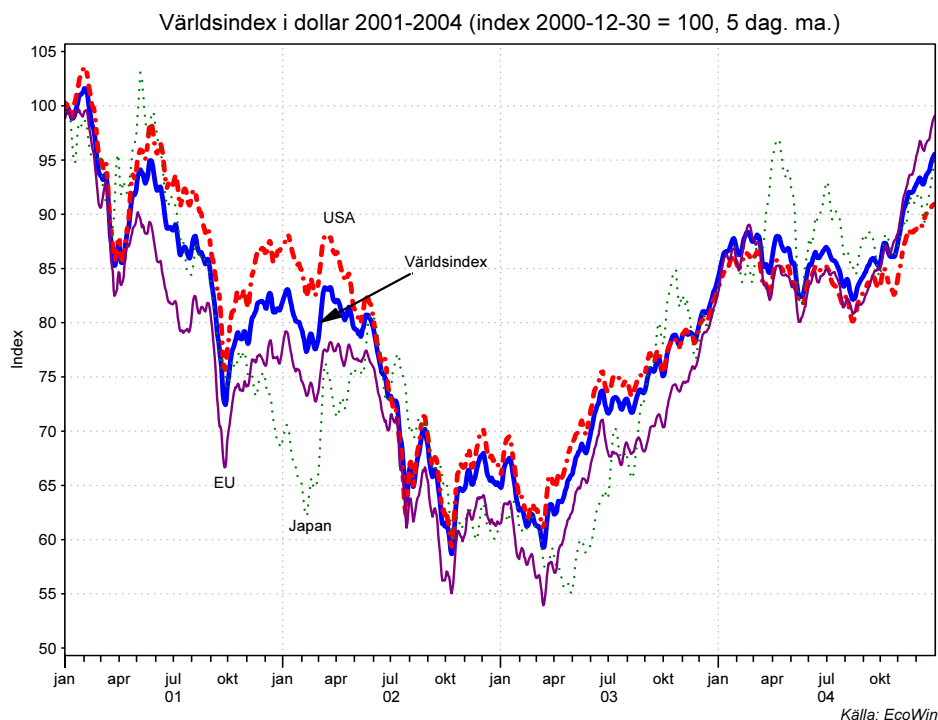
Under första halvan av 2004 utvecklades börserna sammantaget negativt under en period med betydande variationer i kurserna. Den främsta förklaringen till den utvecklingen var osäkerhet inför en väntad åtstramning av penningpolitiken i Förenta staterna men även oro för tillväxten i flera länder, dessutom bidrog stigande oljepriser. När det väntade beskedet kom den 30 juni, att Federal Reserve inleder en åtstramning av penningpolitiken, blev det starten på en ny period med fallande börskurser. Bidragande till sommarens börsnedgång var även en svag utveckling på den amerikanska arbetsmarknaden, vinstvarningar från IT-sektorn samt det stigande oljepriset. I mitten av augusti började börskurserna stiga i en uppgång som kom att förstärkas under november

och december. MSCI:s världsindex föll med 3,0 procent från årsskiftet 2003/2004 till mitten av augusti (i lokal valuta, exklusive utdelningar), medan det steg med 12,9 procent under resten av året. Det som framför allt bidrog till börsuppgången under hösten var positiv information om den ekonomiska utvecklingen. Fortsatt god riskaptit under hösten bidrog till stigande priser, inte bara på börserna.

Stockholmbörsen hade en likartad utveckling som de internationella börserna och utvecklades svagt till och med augusti för att under resten av 2004 stiga kraftigt. Under hela 2004 steg Stockholmsbörsen, mätt med SAX-index, med 16,4 procent.

Figur 3.1 Stockholmsbörsens utveckling 1998–2004





Ränteutvecklingen

Sedan 2000 har den övergripande trenden på räntemarknaden varit fallande. Fallande räntor betyder stigande priser på obligationer, varför avkastningen på obligationsstocken har varit hög under perioden 2001–2004.

Tabell 3.2 Statsobligationsmarknadernas avkastning 2001–2004 (%)

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

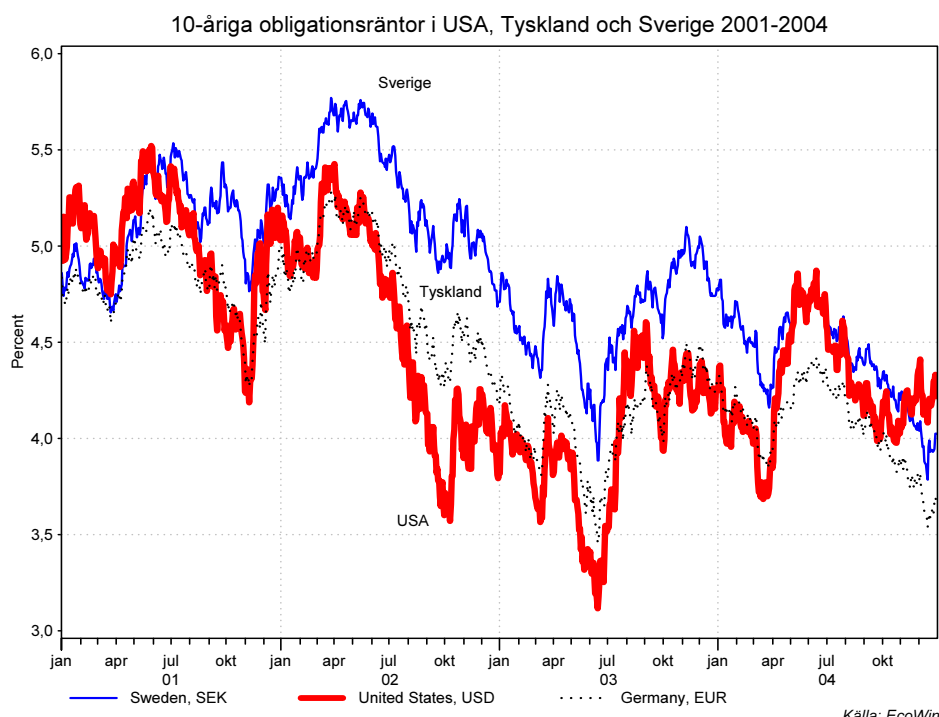
I lokal valuta. JP Morgan Government Bond index, EMBI Global. Källa: EcoWin.

Under 2001 föll räntorna kraftigt till följd av bl.a. den svaga konjunkturutvecklingen och terrorattackerna i september. Under 2002 var ränteutvecklingen relativt volatil. Marknadsräntorna började stiga under hösten 2001 och uppgången varade till april 2002 för att sedan falla kraftigt när investerarnas förväntningar om den ekonomiska utvecklingen försämrades. Under 2003 fick osäkerheten om Irakkonfliktens betydelse för konjunkturen störst påverkan på ränteutvecklingen. När marknadsräntorna bottnade var det på en rekordlåg nivå i Förenta staterna. Sett över hela 2003 var ränteutvecklingen oförändrad i Sverige och Europa och stigande i Förenta staterna.

Även under 2004 skiljde sig utvecklingen på obligationsmarknaden åt mellan Förenta staterna och Europa. I Förenta staterna var långa räntor oförändrade sett över 2004 medan långa räntor föll i Europa. Efter en period med fallande räntor under inledningen av året steg räntorna kraftigt under våren när förväntningarna ändrades avseende tidpunkten för när den amerikanska centralbanken, Federal Reserve, skulle inleda en åtstramning av penningpolitiken. Ränteuppgången var särskilt stor i

Förenta staterna, från slutet av mars till mitten av maj steg 10-årsräntan med över en procentenhet till omkring 4,8 procent. De ändrade förväntningarna påverkades i hög grad av statistik som visade en stark utveckling i den amerikanska sysselsättningen. I Europa steg också obligationsräntorna, men i betydligt mindre grad än i Förenta staterna. Bidragande till tudelningen var att marknaden började inse att det fanns tydliga skillnader i tillväxten mellan Europa och Förenta staterna, något som kom att påverka marknaderna i än högre grad under hösten. När Federal Reserve höjde styrräntan i juni var beslutet väntat och påverkade därför inte utvecklingen på obligationsmarknaden. Under sommaren och hösten påverkades obligationsmarknaden av statistik som visade att den ekonomiska tillväxten inte var så robust som tidigare indikerats. I Förenta staterna var arbetsmarknadsstatistiken sämre än väntat och i det exportberoende Europa bidrog den allt starkare euron till en mer negativ syn på den ekonomiska utvecklingen. Avkastningskurvan i framförallt Förenta staterna blev betydligt flackare under året som en följd av stigande korta räntor i takt med Federal reserves styrräntehöjningar och fallande långa räntor mot slutet av året. Tudelningen mellan Europa och Förenta staterna blev än tydligare under hösten. När oron för inflation ökade mot slutet av året skedde det samtidigt som riskaptiten ökade. Ökad riskaptit bidrog till att ränteskillnaderna mellan olika typer av obligationer och amerikanska statsobligationer föll till historiskt låga nivåer. Detta gällde alla obligationer oavsett kreditbetyg, både företagsobligationer och obligationer i tillväxtekonomier. Att ränteutvecklingen skiljde sig åt mellan Europa och Förenta staterna var dels en effekt av tillväxtskillnader, betydligt svagare tillväxt väntades i Europa, dels av förväntningarna på att ECB inte skulle höja styrräntan.

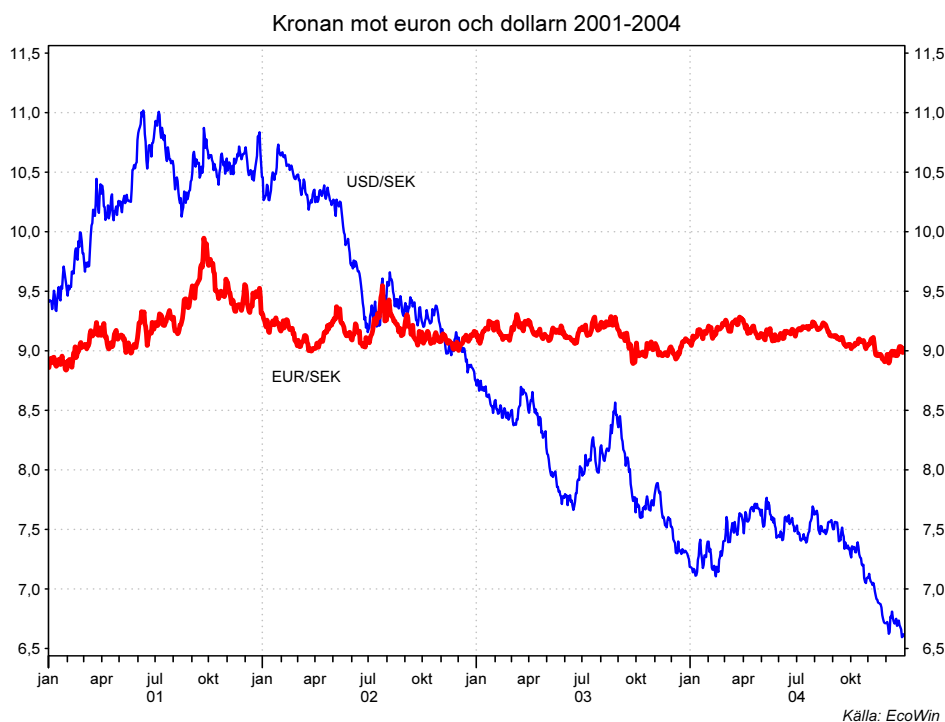
Figur 3.3 Tioåriga obligationsräntor i Sverige, Tyskland och USA 2001–2004



Med undantag för 2001 har kronan haft en relativt stabil växelkurs mot euron och en tydligt stigande trend mot dollarn under åren 2001–2004. Sedan hösten 2001 har kronan stärkts och stabiliserats. Kronan försvagades tillfälligt under våren och sommaren 2002 i samband med den svaga börsutvecklingen och oron på de finansiella marknaderna. Dollarns apprecierande trend bröts abrupt under 2002. Den starka dollarn var en effekt dels av s.k. flykt till kvalitet under Asien- och Rysslandskrisen 1997/98 och dels av det stora inflöde av pengar till investeringar i amerikanska företag, aktier och räntebärande tillgångar. Företagsskandalerna under 2002 minskade förtroendet för den amerikanska kapitalmarknaden och gav återverkningar på dollarn genom minskade finansiella flöden. Under 2003 och 2004 fortsatte dollarn att försvagas trots Förenta staternas höga tillväxttakt. Detta berodde bl.a. på en ökad uppmärksamhet på de stora bytesbalans- och budgetunderskotten.

Den stabila utvecklingen för kronan under senare tid beror sannolikt på marknadens långsiktiga bedömning av styrkan i den svenska ekonomin relativt euroområdet, men också på försvagningen av dollarn. Kronans positiva utveckling kan förklaras av bland annat överskottet i bytesbalansen, som fortsatt att växa, minskad osäkerhet på de finansiella marknaderna och en jämförelsevis stark ekonomisk utveckling. Under 2004 fanns förväntningar på en åtstramning av penningpolitiken, som framförallt mot slutet av året bidrog till en förstärkning av kronan.

Figur 3.4 Kronan mot euron och US-dollarn 2001–2004



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

Den sammanlagda buffertfonden omfattar, förutom Första–Fjärde AP-fonderna, även Sjätte AP-fonden samt de två s.k. avvecklingsfonderna som förvaltar onoterade instrument som inte fördelats mellan Första–Fjärde AP-fonderna.¹⁸ Under loppet av 2004 inträffade endast mindre förändringar av den sammanlagda buffertfondens sammansättning. Andelen svenska aktier och obligationer minskade i någon mån samtidigt som inslaget av realränteobligationer och övriga placeringar ökade (tabell 3.3). Andelen utlandsplaceringar ökade med drygt en procentenhet medan den andel av fondkapitalet som exponerades för valutarisk ökade med 4,2 procentenheter till 16,3 procent i genomsnitt. Fonderna fortsätter att ta mindre valutarisk än regelverket tillåter.¹⁹

Tabell 3.3 Den sammanlagda buffertfondens sammansättning 2002–2004 (miljarder kr).

	2004-12-31	%	2003-12-31	%	2002-12-31	%
Svenska aktier	120,3	18,6	108,2	18,8	86,6	17,8
Utländska aktier	261,8	40,5	233,5	40,5	191,6	39,3
Svenska obligationer*	92,5	14,3	88,3	15,3	75,1	15,4
Utländska obligationer*	111,5	17,3	100,1	17,3	87,4	17,9
Realränteobligationer*	39,0	6,0	31,9	5,5	29,7	6,1
Övrigt (inkl. fastigheter)	21,1	3,3	15,0	2,6	17,1	3,5
Summa	646,2	100	577	100	487,5	100
Varav utomlands*	381,1	59,0	233,6	57,8	279,0	57,2
Varav valutaexponering	105,6	16,3	69,9	12,1	55,0	11,3

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

Det samlade fondkapitalet i buffertfonderna ökade med 69,3 miljarder kr under loppet av 2004 till följd av ett positivt marknadsvärderat resultat på 63,7 miljarder kr och ett fortsatt positivt nettoflöde av pensionsavgifter som uppgick till 5,6 miljarder kr (tabell 3.4).²⁰ Överskottet av pensionsavgifter utöver pensionsbetalningar var 6,8 miljarder kr medan kostnaderna för ålderspensionssystemets administration uppgick till 1,2 miljarder kr.

¹⁸ Första AP-fondens avvecklingsfond samt Fjärde AP-fondens särskilda förvaltning.

¹⁹ Uttryckt som andel av Första–Fjärde AP-fondernas sammanlagda fondkapital motsvarade fondernas valutaexponering 16,9 procent vid utgången av 2004. Denna andel var enligt lag begränsad till 30 procent detta år.

²⁰ AP-fonderna belastades under 2004 med en engångsjustering av pensionsmedel med 1,6 miljarder kr som avsåg perioden 1999–2002.

Tabell 3.4 Det summerade fondkapitalets utveckling 1960–2004 (miljarder kr).

	2004	2003	2000	1990	1980	1970	1960
Resultat	63,7	80,8	28,1	54,1	10,4	2,0	0,0
Pensionsavgifter	171,6	165,1	144,3	77,7	22,2	6,1	0,5
Pensioner	-164,8	-155,4	-138,8	-77,4	-19,0	-1,2	
Överfört till statsbudgeten			-45,0				
Administration	-1,2	-1,1	-1,1	-0,5	-0,2	-0,1	
Tillfört kapital, netto	5,6	8,6	-40,6	0,9	3,0	4,8	0,5
Summa fondkapital	646,2	576,9	733,9	407,6	146,7	35,9	0,5

Med ledning av detaljerade uppgifter om pensionsavgifter och pensionsbetalningar, inklusive tidpunkterna för dessa betalningsflöden, är det möjligt att beräkna AP-fondernas samlade kapitalavkastning i form av en kapitalvägd avkastning (internränta). Mätt på detta sätt uppgick totalavkastningen 2004 till 10,9 procent (se tabell 3.5). Samtidigt uppgick inflationen under loppet av året till 0,4 procent, mätt med konsumentprisindex, varför buffertfondernas samlade reala avkastning blev 10,5 procent. Den reala avkastningen har därmed varit mycket hög två år i följd, vilket återhämtat huvuddelen av förlusterna under 2001 och 2002. Under den senaste femårsperioden uppgick den genomsnittliga avkastningen till 1,7 procent per år, vilket precis motsvarar den genomsnittliga inflationen under samma tid. Under de senaste fyra åren, dvs. perioden efter reformen, är avkastningen alltså svagt negativ i reala termer (-0,5 procent per år). Medan den genomsnittliga avkastningen under denna tid uppgick till 1,2 procent per år var den genomsnittliga inflationen något högre (1,7 procent per år).

Tabell 3.5 Resultatsammanställning för summan av buffertfonder

	2004	2003	2002	2001	2000	2000-2004
Nettoflöde (mdkr)	5,6	8,6	7,9	-142,8	-40,5	
Utgående fondkapital (mdkr)	646,2	577,0	487,5	565,2	733,9	
Avkastning (procent p.a.)*	10,9	16,4	-15,0	-4,4	3,8	1,7
Real avkastning (procent p.a.)	10,5	14,8	-16,9	-7,1	2,4	0,0

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

Buffertfondernas kostnader

Kostnaderna för buffertfondernas förvaltning har stigit under de första åren efter reformen, vilket inte minst har samband med ökade kostnader för extern förvaltning. I det reformerade pensionssystemet reducerar administrationskostnaderna utestående pensionsbehållningar, dock inte pensioner som har börjat utbetalas. AP-fondernas förvaltningskostnader analyseras närmare i avsnitt 5.4.

Tabell 3.6 Buffertfondernas förvaltningskostnader 2001–2004 (mnkr).

Skr. 2004/05:130

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

*) Genomsnitt av ingående och utgående fondkapital respektive år.

3.4 Pensionssystemets utveckling 2004

Första–Fjärde och Sjätte AP-fonden utgör ungefär tio procent av systemets tillgångar. Som framgått ovan ökade fondkapitalet med sammanlagt ungefär 69,3 miljarder kr, eller 12,0 procent, varav fondernas avkastning svarade för ungefär 63,7 miljarder kronor. Pensionsavgifterna översteg pensionsutbetalningarna, vilket efter avdrag för administrationskostnader bidrog till att fondernas behållning ökade med ungefär 5,6 miljarder kr.

Hela pensionssystemets resultat redovisas i pensionssystemets årsredovisning som upprättas av Försäkringskassan. Följande beskrivning är hämtat från Pensionssystemets årsredovisning 2004.

Inkomstpensionssystemets tillgångar består av avgiftstillgången som är värdet av systemets anspråk på 16 procent av alla framtida arbetsinkomster och pensionsgrundande transfereringar samt buffertfondernas kapital. Förändringen av avgiftstillgångens värde bestäms huvudsakligen av utvecklingen av antalet förvärvsarbetande, inkomsttillväxten per person och systemets omsättningstid. År 2004 ökade avgiftstillgången med ungefär 142 miljarder kr, eller 2,6 procent. Det berodde enbart på en ökning i avgiftsflödet, omsättningstiden hade inte förändrats.

Sammantaget ökade systemets tillgångar med 211 miljarder kr, eller 3,5 procent. Ökningen av pensionsskulden var 260 miljarder kr, eller 4,3 procent, varav indexeringen svarade för 162 miljarder kr, eller 2,7 procent. Storleken av tilläggs-pensionsskulden till förvärvsaktiva beräknas utifrån vissa antaganden. Jämfört med 2003 har de kortsiktiga antagandena för beräkningen förändrats, vilket har medfört en ökning av pensionsskulden med 63 miljarder kr som belastar 2004 års resultat.

Årets resultat på -49 miljarder kr innebär att systemets överskott har minskat till 9 miljarder kr. I förhållande till pensionsskulden är överskottet 0,14 procent. Systemets balanstal för år 2006, som avser ställningen den 31 december 2004, har således beräknats till 1,0014.

Tabell 3.7 Inkomstpensionssystemets utveckling 2001–2004 (miljarder kr)

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

Källa: Försäkringskassan

4 Sammanställning av AP-fondernas resultat 2004

Skr. 2004/05:130

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

4.1 Första–Fjärde AP-fonderna

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

4.1.1 Första AP-fondens resultat

Första AP-fondens resultat 2004 blev 15 861 miljoner kr (19 575 miljoner kr föregående år), vilket motsvarar en avkastning före förvaltningskostnader på 11,4 procent (16,5 procent). Fondkapitalet ökade i värde under 2004 från 139,3 miljarder till 156,8 miljarder kr. Förändringen förklaras av fondens resultat 15,9 miljarder kr, kapitalflöden inom pensionssystemet, netto 1,4 miljarder kr, samt överföring av kapital från Första AP-fondens Avvecklingsfond och Fjärde AP-fondens särskilda förvaltning om 254 miljoner kr.

Första AP-fonden har som mål att överträffa referensportföljens avkastning med 0,5 procentenheter på årsbasis. Under 2004 uppnåddes inte målet. Fondens avkastning exklusive avkastningen på fastigheter och andra illikvida tillgångar, som inte är föremål för en aktiv fortlöpande förvaltning, var 11,4 procent. Den aktiva avkastningen i förhållande till jämförelseindex var 0,0 procent (-0,2 procent föregående år).

Verksamhetens kostnader uppgick till 244 miljoner kr (190 miljoner kr), vilket motsvarar 0,16 procent (0,15 procent) av ett schablonmässigt beräknat genomsnittligt fondkapital. Av kostnaderna avser 99 miljoner kr avgifter för extern förvaltning. Bidraget från de externa mandaten till fondernas aktiva avkastning uppgick under året till 137 miljoner kronor efter förvaltningskostnader.

Tabell 4.1 Första AP-fondens redovisade avkastning 2004 (procent)

	Fonden	Index	Aktiv avkastning
Svenska aktier	26,6	26,8	-0,2
Utländska aktier	12,1	11,6	0,4
Aktier tillväxtmarknader	15,8	16,0	-0,2
Svenska räntebärande	7,9	7,8	0,1
Utländska räntebärande	4,9	5,3	-0,5
Realränteobligationer	11,0	11,0	0,0
Allokering			-0,1
Kassa och valuta*			0,1
Totalt 2004 exklusive fastigheter m.m.	11,4	11,4	0,0
Totalt 2003 exklusive fastigheter m.m.	17,1	17,3	-0,2
Totalt 2002 exklusive fastigheter m.m.	-13,8	-13,4	-0,4
Totalt 2001	-5,6	-4,6	-1,0

*) Exklusive strategisk och taktisk allokering.

Positiva bidrag till fondens aktiva avkastning kommer från intern och extern aktieförvaltning samt valutaförvaltningen. Inom aktieförvaltningen har förvaltningen av utländska aktier, exklusive tillväxtmarknader, lämnat ett positivt bidrag. Negativa bidrag kommer från strategisk allokering och ränteförvaltningen där förvaltningen av utländska obligationer har lämnat ett negativt bidrag.

Efter beslut i styrelsen ökade fonden under första kvartalet 2004 valutaexponeringen med fem procentenheter till 20 procent av fondkapitalet. Styrelsen beslutade också att inkludera aktier i börsnoterade amerikanska småbolag i referensindex. Andelen utgör fyra procent av utländska aktier, exklusive tillväxtmarknader, och motsvarar 1,6 procent av de totala placeringarnas marknadsvärde.

Tabell 4.2 Första AP-fondens portfölj 2003–2004

	2004		2003	
	Mdkr	%	Mdkr	%
Svenska aktier	18,9	12,0	17,1	12,2
Utländska aktier	63,5	40,5	55,0	39,5
Tillväxtmarknader	8,3	5,3	6,8	4,9
Svenska obligationer	15,7	10,0	14,4	10,4
Utländska obligationer	34,3	21,9	30,3	21,7
Realränteobligationer	12,4	7,9	10,7	7,7
Kassa	0,5	0,3	1,7	1,2
Övrigt (inkl. fastigheter)	3,2	2,1	3,3	2,3
Summa	156,8	100,0	139,3	100,0
Varav utomlands	106,6	68,0	92,2	66,2
Varav valutaexponering	32,8	20,9	20,5	14,7

*) Inklusive derivatpositioner var fondens faktiska exponering mot aktiemarknaderna 1,1 procentenheter högre än som framgår av portföljstrukturen och exponeringen mot räntemarknaden, främst utländska räntor, var 1,8 procentenheter lägre än vad som framgår av portföljstrukturen. Fondens totala marknadsexponering 0,9 procentenheter lägre än fondkapitalet.

4.1.2 Andra AP-fondens resultat

Andra AP-fondens resultat 2004 uppgick till 16 119 miljoner kr (20 693 miljoner kr föregående år), vilket motsvarar en avkastning på 11,6 procent exklusive förvaltningskostnader. Fondens aktiva avkastning, dvs. avkastning i förhållande till jämförelseindex, var -0,4 procent.

Verksamhetens kostnader uppgick till 330 miljoner kr 2004 (234 miljoner kr föregående år), vilket motsvarar 0,22 procent (0,18

procent) av ett schablonmässigt beräknat genomsnittligt fondkapital. Förvaltningskostnadsandelen för den externa förvaltningen motsvarade 0,13 procent. Av dessa utgjorde förvaltningskostnadsandelen för marknadsnoterade tillgångar 0,11 procent. Inslaget av resultatbaserade utgifter för externa förvaltningsuppdrag har ökat under året, vilket förväntas fortsätta under 2005. Om avkastningen på fastigheter, och andra illikvida tillgångar som inte förvaltas löpande, exkluderas blir Andra AP-fondens aktiva avkastning 2003 cirka -0,6 procent före kostnader.

Tabell 4.3 Andra AP-fondens redovisade avkastning 2004 (procent).

	Fonden	Index	Aktiv avkastning
Svenska aktier	19,0	20,2	-1,2
Utländska aktier	11,5	11,8	-0,3
Obligationer	7,3	7,6	-0,3
Fastigheter	15,1	7,3	7,8
Risikapitalfonder	2,1		
Hedgefonder	5,1	4,2	0,9
Totalt 2004	11,6	12,0	-0,4
Totalt 2003	17,7	18,5	-0,8
Totalt 2002	-15,3	-15,7	0,4
Totalt 2001	-3,7	-5,4	1,7

Andra AP-fonden utnyttjar extern förvaltning i betydande grad. Vid utgången av 2004 förvaltades 37 procent av fondens tillgångar av externa förvaltare. Fondens negativa aktiva avkastning i förhållande till index förklaras delvis av att innehav i hedgefonder inkluderats i tillgångsslaget svenska aktier, samt av värdepappersvalet i de svenska och utländska aktieportföljerna. Även en initial undervikt mot tillväxtmarknader har påverkat aktieavkastningen negativt. För räntebärande tillgångar redovisas en avkastning i nivå med index. För Andra AP-fondens del är detta ett sammanvägt resultat avseende svenska och utländska nominella obligationer samt realränteobligationer. Andra AP-fonden har en något större innehav av onoterade fastighetsbolag än övriga fonder.²¹

Tabell 4.4 Andra AP-fondens portfölj 2003–2004.

	2004		2003	
	Mdkr	%	Mdkr	%
Svenska aktier	32,8	20,7	28,4	20,2
Utländska aktier	63,8	40,4	56,7	40,4
Obligationer	54,6	34,5	50,4	35,9
Övrigt (inkl. fastigheter)	6,9	4,4	4,9	3,5
Summa	158,1	100	140,4	100,0
Varav utomlands*	86,3	54,6	77,9	55,5
Varav valutaexponering	11,5	7,3	11,5	8,2

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

*) Schablonmässig bedömning på grundval av normalportföljens sammansättning.

²¹ Utöver intressebolaget AP Fastigheter Holding, som Första–Fjärde AP-fonderna äger gemensamt, står Andra AP-fonden även för en tredjedel av ägandet i NS Holding AB (Fastighetsbolaget Norrporten AB). Det summerade marknadsvärdet för dessa innehav uppgår till 4,0 miljarder kr, exklusive förlagslån.

4.1.3 Tredje AP-fondens resultat

Skr. 2004/05:130

Tredje AP-fondens resultat 2004 var 16 067 miljoner kr (19 758 miljoner kr), vilket motsvarade en avkastning på 11,2 procent exklusive förvaltningskostnader. Om fastigheter och onoterade aktier exkluderas var avkastningen 11,4 procent, vilket fonden jämför med ett sammanvägt jämförelseindex som avkastade 11,4 procent. Fondens aktiva avkastning, dvs. avkastning utöver index, blev därmed 0,0 procent exklusive kostnader. Den aktiva risken, mätt som tracking error, uppgick till 0,5 procent.

Verksamhetens kostnader 2004 uppgick till 314 miljoner kr, en markant ökning jämfört med 2003 då kostnaderna uppgick till 235 miljoner kronor. Cirka 52 procent av fondens totala kostnader hänför sig till kostnader för externa förvaltningsmandat, inklusive investeringar i onoterade aktier. Kostnadsökningen förklaras av den ökade andelen aktiva mandat i den externa förvaltningen och satsningen på onoterade aktier. Vid utgången av år 2004 var 30 procent av fondkapitalet utlagt för extern förvaltning, varav 45 procent förvaltades passivt. Kostnaderna motsvarar 0,16 procent av ett schablonmässigt beräknat genomsnittligt fondkapital.

Tabell 4.5 Tredje AP-fondens redovisade avkastning 2004 (procent).

	Fonden	Index	Aktiv avkastning
Svenska aktier	20,1	20,8	-0,7
Europeiska aktier	11,9	12,9	-1,0
Amerikanska aktier	3,8	3,6	0,2
Asiatiska aktier	11,1	11,0	0,1
Nominella obligationer	5,1	4,9	0,2
Realränteobligationer	11,1	11,0	0,1
Fastigheter	12,5		
Onoterade aktier	8,9		
Totalt 2004 exkl. fastigheter m.m.	11,4	11,4	0,0
Totalt 2003 exkl. fastigheter m.m.	17,2	17,3	-0,1
Totalt 2002 exkl. fastigheter m.m.	-12,9	-13,5	0,6
Totalt 2001 exkl. fastigheter m.m.	-4,4	-4,6	0,2

De största positiva bidragen kom från den taktiska tillgångsallokeringen, dvs. kortsiktiga förändringar av portföljens struktur jämfört med normalportföljens sammansättning. Positiva bidrag kom också från de externa förvaltarna, som överträffade sina referensindex. Även ränteförvaltningen och valutförvaltningen bidrog positivt, medan fondens interna förvaltning av europeiska och svenska aktier inte nådde sina referensindex.

Tredje AP-fondens ALM-analys, som används som beslutsunderlag för den strategiska tillgångsallokeringen, pekade inför 2004 bland annat på att det var lämpligt att öka andelen realobligationer och asiatiska aktier och minska andelen nominella räntebärande obligationer och amerikanska aktier i fondens normalportfölj, vilket styrelsen också genomförde. Fonden valde också att öka valutarisken i referensportföljen från 10,8 procent till 19,3 procent. Under hösten 2004 genomfördes en uppdaterad ALM-analys, som utnyttjade makroekonomiska verktyg för att bedöma om ett tillgångsslag är under- eller övervärderat. Med utgångspunkt i denna analys beslutade Tredje AP-fondens styrelse att fondens innehav av realränteobligationer skulle avyttras, att den

genomsnittliga återstående löptiden i ränteportföljen skulle kortas och valutaexponeringen minskas. Dessa förändringar i referensportföljen trädde i kraft under 2005, vilket framgår av tabell 5.9. Skr. 2004/05:130

Tabell 4.6 Tredje AP-fondens portfölj 2003–2004.

	2004		2003	
	Mdkr	%	Mdkr	%
Svenska aktier	27,4	17,1	23,8	16,7
Utländska aktier	61,7	38,5	57,0	40,0
Svenska obligationer	24,7	15,4	21,5	15,1
Utländska obligationer	24,7	15,4	22,7	15,9
Realränteobligationer	14,6	9,1	10,2	7,2
Fastigheter*	7,2	4,5	7,3	5,1
Summa	160,3	100,0	142,5	100,0
Varav utomlands	91,5	57,1	79,7	55,9
Varav valutaexponering	30,0	18,7	12,8	9,0

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

4.1.4 Fjärde AP-fondens resultat

Fjärde AP-fondens resultat 2004 blev 14 277 miljoner kr (19 334 miljoner kr föregående år), vilket motsvarar en avkastning på 10,6 procent (17,0 procent) före kostnader. I förhållande till jämförelseindex var detta en relativ avkastning på -0,3 procent (-1,0 procent). Exklusive fastigheter var fondens avkastning 10,6 procent (17,6 procent), vilket motsvarar en aktiv avkastning på -0,3 procent (-0,4 procent). Fonden har därmed utvecklats sämre än jämförelseindex fyra år i följd. Verksamhetens kostnader uppgick till 246 miljoner kr (216 miljoner kr), vilket motsvarar 0,17 procent (0,17 procent) av ett schablonmässigt beräknat genomsnittligt fondkapital. Ökningen av kostnaderna i absoluta tal förklaras i sin helhet av stigande externa förvaltningskostnader, vilka uppgick till 100 miljoner kr (69 miljoner kr).

Tabell 4.7 Fjärde AP-fondens redovisade avkastning 2004 (procent).

	Fonden	Index	Aktiv avkastning
Svenska aktier	18,1	20,8	-2,7
Utländska aktier	6,7	5,8	0,9
Obligationer	7,0	6,1	0,9
Fastigheter	13,6		
Totalt 2004	10,6	10,9	-0,3
Totalt 2003	17,0	18,0	-1,0
Totalt 2002	-16,8	-16,3	-0,5
Totalt 2001	-5,0	-4,5	-0,5

Fjärde AP-fondens strategiska portfölj har en hög aktieandel, vilket under de två senaste åren har påverkat totalavkastningen positivt. Avkastningen för svenska aktier nådde inte upp till jämförelseindex, vilket främst förklaras av en undervikt i sektorn informationsteknik och aktieurvalet inom finans- och telekomsektorerna. Den globala aktieportföljen utvecklades positivt under året och överträffade dessutom jämförelseindex, vilket hänför sig till goda resultat inom både internt och externt förvaltade portföljer. Den räntebärande portföljen utvecklades också positivt under året både i absoluta tal och i jämförelse med referensindex. Fondens valutaexponering var vid årets utgång 20,4 procent, nära styrelsens mål som var 20 procent.

Tabell 4.8 Fjärde AP-fondens portfölj 2003–2004.

Skr. 2004/05:130

	2004		2003	
	Mdkr	%	Mdkr	%
Svenska aktier	29,4	19,4	27,3	20,1
Utländska aktier	64,5	42,6	57,6	42,5
Obligationer	54,6	36,0	47,4	35,0
Fastigheter	3,1	2,0	3,2	2,4
Summa	151,5	100,0	135,6	100,0
Varav utomlands*	90,4	59,7	83,7	56,7
Varav valutaexponering	30,9	20,4	25,1	18,5

*) Schablonmässig bedömning baserad på fondens normalportfölj.

4.2 Sjätte AP-fonden

Sjätte AP-fondens marknadsvärderade fondkapital ökade till 13,9 miljarder kr under 2004 från 12,8 miljarder kr föregående år. Vid utgången av 2004 hade 8,5 miljarder kr (61 procent) investerats i onoterade aktier, medan ytterligare 3,6 miljarder kr utfästs för framtida investeringar i kommanditbolag som i sin tur investerar i onoterade bolag, s.k. riskkapitalfonder. Det förvaltade kapitalet, dvs. summan av det investerade och utfästa kapitalet i onoterade aktier (private equity), uppgick därmed till 12,1 miljarder kr, dvs. 87 procent av fondens tillgångar (en ökning från 11,3 miljarder kr föregående år). Under året nyinvesterades 1,3 miljarder kr i onoterade aktier medan 1,2 miljarder kr återbetalades till Sjätte AP-fonden i samband med försäljningar av portföljbolag i riskkapitalfonder och direktägda bolag. Fonden ägde vid utgången av 2004 andelar i cirka 330 onoterade bolag, varav majoriteten ägdes på indirekt väg, genom fondens investeringar i sammanlagt 51 riskkapitalfonder (en ökning från 43 föregående år).

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

	2004	2003	2002	2001	2000	Andel 2004
Private equity	8 469	7 257	5 853	5 983	3 727	61 %
Likviditetsförvaltning	5 413	5 516	5 748	10 750	14 655	39 %
Total portfölj	13 882	12 773	11 601	16 733	18 382	
Övrigt	3	2	20	-5	26	
Fondkapital	13 885	12 775	11 621	16 728	18 408	100 %

Verksamheten i Sjätte AP-fonden är organiserad i två delar, dels riskkapitalverksamheten (den s.k. private equity-verksamheten) som omfattar placeringar i onoterade aktier, dels likviditetsförvaltningen som handhar fondens likviditetsbuffert. En aktör på riskkapitalmarknaden måste ha tillgång till en likviditetsbuffert – vanligen genom tidigare gjorda utfästelser från externa investerare – mot bakgrund av risken att annars råka ut för utspädning i samband med att ett eller flera portföljbolag anskaffar nytt kapital genom nyemission av aktier. Om en investerare på riskkapitalmarknaden inte kan bidra med nytt kapital motsvarande sin tidigare ägarandel (pro rata) i samband med nyemissioner i portföljbolag, blir resultatet en utspädning av ägandet som i sin tur försämrar möjligheterna att få en god avkastning framåt i tiden.

Sjätte AP-fondens resultat 2004 uppgick till 1 110 miljoner kr (1 153 miljoner kr 2003), vilket motsvarar en avkastning efter kostnader på 8,6 procent (10,7 procent). Enligt det av styrelsen definierade målet

skall avkastningen, sedan hänsyn tagits till fondens kostnader, överträffa ett absolut avkastningsmål i ett rullande femårsperspektiv. Avkastningsmålet 2004 var 6,4 procent (7,4 procent 2003). Avkastningen har under de senaste två åren överträffat dessa mål och är därför konsistent med en långsiktig måluppfyllelse. Före 2003 var fondens mål knutet till borsindex. Som framgår av tabell 16 har Sjätte AP-fonden överträffat ett sammanvägt långsiktigt mål under femårsperioden 2000–2004.

Målet för fondens avkastning (6,4 procent 2004) har de två senaste åren baserats på förväntade riskpremier i olika delar av verksamheten. Det innebär att avkastningskraven är högre i riskkapitalverksamheten. Här var det övergripande målet 2004 att uppnå en avkastning på minst 8,7 procent (9,7 procent 2003) medan målet för likviditetsförvaltningen var 3,7 procent (4,9 procent föregående år). Båda delmålen överträffades 2003 och 2004.

Tabell 4.10 Sjätte AP-fondens avkastning efter kostnader 2000–2004 (procent p.a.).

	2004	2003	2002	2001	2000	Genomsnitt
Private equity	11,9	14,6	-21,7	11,1	17,0	5,5
Likviditetsförvaltning	4,4	6,7	-34,7	-13,8	-6,3	-10,1
Totalavkastning	8,6	10,7	-30,9	-8,0	-1,3	-5,5
Jämförelseindex*	6,4	7,4	-35,7	-14,2	-11,9	-11,1
Differens	2,2	3,3	4,8	6,2	10,6	5,6

*) SIX RX exklusive Nokia 2000–2002, absolut avkastningsmål 2003 och 2004.

Som framgår av tabell 4.10 var Sjätte AP-fondens sammanlagda avkastning negativ (-5,5 procent) under femårsperioden 2000–2004, vilket i sin tur har samband med det långsiktiga resultatet i likviditetsförvaltningen (tidigare benämnd kapitalförvaltningen). Riskkapitalverksamhetens resultat har varit positivt varje år, med tydligt undantag för 2002, vilket i sin tur hade samband med nyemissioner i portföljbolagen på låga nivåer som, enligt branschens riktlinjer, skall åtföljas av nedskrivningar av de tidigare innehavens värde.

Mot bakgrund av det växande inslaget av onoterade aktier beslutade styrelsen att Sjätte AP-fonden fr.o.m. 2003 skulle ha samma typ av mål på övergripande nivå som i riskkapitalverksamheten, dvs. ett krav på absolut avkastning över rullande femårsperioder. Vid samma tillfälle sänktes, genom styrelsens beslut om förändrade mål, risken i likviditetsförvaltningen eftersom denna gavs en uttalad stödfunktion i förhållande till riskkapitalverksamheten. Eftersom risken i likviditetsförvaltningen sänktes efter borsnedgången 2000–2002, men innan den följande uppgången, har detta bidragit till likviditetsförvaltningens sämre långsiktiga avkastning jämfört med vad en oförändrad exponering mot Stockholmsbörsen hade inneburit under femårsperioden.²²

Fondens förvaltningskostnader uppgick till 340 miljoner kr 2004, vilket motsvarar 2,6 procent av ett schablonmässigt beräknat genomsnittligt fondkapital. Huvuddelen av kostnaderna avser riskkapitalverksamheten, som i stor utsträckning bedrivs i form av extern förvaltning. Kostnaderna för extern förvaltning fortsatte att öka 2004 genom att Sjätte AP-fonden utfäste kapital i ett antal nya riskkapitalfonder

²² Likviditetsförvaltningen (tidigare kapitalförvaltningen) gynnades även fullt ut av borsuppgången 1999, vilket dock inte framgår av tabellen.

samtidigt som de interna kostnaderna minskade med drygt 30 miljoner kr, vilket kan ses som ett trendbrott. Sjätte AP-fondens interna förvaltningskostnader uppgick till cirka 150 miljoner kr 2001–2003, med en svagt stigande trend, men 121 miljoner kr 2004, ungefär samma nivå som fyra år tidigare (när andelen onoterade aktier i Sjätte AP-fondens portfölj var väsentligt mindre, se tabell 4.11).

Tabell 4.11 Sjätte AP-fondens redovisade resultat 2000–2004 (miljoner kr).

	2004	2003	2002	2001	2000
Private equity	1 152	1 099	-1 276	503	624
Likviditetsförvaltning	298	394	-3 529	-1 911	-870
Kostnader	-340	-340	-302	-272	-182
Varav externa kostnader*	-219	-187	-152	-124	-60
Årets resultat	1 110	1 153	-5 107	-1 680	-428

*) Arvoden till externa förvaltare.

Private equity-verksamheten

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

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

Riskkapitalverksamhetens resultat 2004 blev 1 152 miljoner kr före kostnader (1 099 miljoner kr föregående år). Som framgår av tabell 4.12 har alla verksamhetsområden bidragit positivt (före kostnader).

Tabell 4.12 Den onoterade portföljens resultat före kostnader 2000–2004

	%	Miljoner kr				
		2004	2003	2002	2001	2000
Life science	2,1	47	274	-526	217	338
Technology	17,0	170	-46	-201	-145	324
Products & Services	22,1	398	235	-443	-	-
AP Direktinvesteringar	23,3	537	636	-106	-	-
Totalt		1 152	1 099	-1 276	503	624

Riskkapitalverksamhetens sammanlagda avkastning efter kostnader (11,9 procent) översteg det av styrelsen fastlagda målet 2004 som var 8,7 procent. AP Direktinvesteringar och Products & Services överträffade båda sina kortsiktiga mål efter kostnader och bidrog därmed till riskkapitalverksamhetens sammanlagda resultat.

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

Likviditetsförvaltningens resultat 2004 blev 298 miljoner kr före kostnader (394 miljoner kr föregående år). Resultatet efter kostnader blev 243 miljoner kr, dvs. 55 miljoner kr mindre, vilket motsvarar en avkastning efter kostnader på 4,4 procent (6,7 procent). Detta överträffade det sammanvägda målet med 0,7 procentenheter, vilket är ett resultat uppmätt efter kostnader. Övriga avkastningssiffror i tabell 4.13 är beräknade före kostnader, varför man med säkerhet endast kan säga att aktiva räntor och absolutavkastande aktier bidrog till likviditetsförvaltningens måluppfyllelse detta år.

Tabell 4.13 Likviditetsförvaltningens kapital och resultat 2004 (mnkr respektive procent)

	Kapital	Avkastning	Mål	Differens
Kassa	1 379	1,9	2,2	-0,3
Korta räntor	0	2,5	2,3	0,2
Aktiva räntor	1 568	3,9	2,4	1,5
Breda likvida aktier	0	-	4,4	-
Absolutavkastande aktier	2 125	6,4	4,4	2,0
Hedgefonder	341	4,9	6,7	-1,8
Totalt	5 413	4,4	3,7	0,7

Som framgår av tabell 4.13 bidrog en exponering mot aktiemarknaden till att likviditetsförvaltningens kortsiktigt uppnådde styrelsens mål detta år. Under året uppgick den genomsnittliga aktieexponeringen till cirka nio procent av likviditetsförvaltningens kapital, dvs. cirka 500 miljoner kr. Den totala exponeringen mot aktiemarknaden skall, enligt styrelsens instruktion, ligga inom intervallet -15 till 80 procent av likviditetsförvaltningens hela portfölj. Huvuddelen av likviditetsförvaltningens kapital förvaltas externt.

4.3 Sjunde AP-fonden

Sjunde AP-fonden förvaltar två fonder inom premiepensionssystemet, Premiesparfonden och Premievalsfonden. För den individ som avstår från att välja någon annan fond skall premiepensionsmedlen föras till Premiesparfonden. Eftersom ett stort antal pensionssparare avstått från att välja annan fond är Premiesparfonden den klart största premiepensionsfonden. Vid utgången av 2004 var Premiesparfondens andel av det totala premiepensionskapitalet 32,2 procent. Därutöver förvaltar Sjunde AP-fonden Premievalsfonden som är det valbara statliga alternativet inom premiepensionssystemet.

För Premiesparfonden har Sjunde AP-fondens styrelse definierat målet att fondens avkastning under löpande femårsperioder skall motsvara minst genomsnittet för samtliga fonder som deltar i premiepensionssystemet, men med lägre risk. På den grunden har styrelsen beslutat om fondens strategiska placeringsinriktning, s.k. normalportfölj. För den

operativa förvaltningen finns dessutom ett mål att överträffa jämförelseindex med minst 0,5 procentenheter per år. Jämförelsen med övriga fonder i pensionssystemet görs med avkastning mätt enligt NAV-kursmodellen (dvs. fondkurser beräknade vid tidpunkten för den svenska marknadens stängning). Vid utvärdering av den operativa förvaltningen i förhållande till jämförelseindex beräknas däremot avkastningen enligt stängningskursmodellen (fondernas innehav av värdepapper värderas vid tidpunkten för stängning av respektive marknad). Därmed erhålls konsistenta jämförelser, såväl med andra fonder i premiepensionssystemet som med fondens sammanvägda jämförelseindex.

Premiepensionssystemet startade under hösten 2000. Någon utvärdering för en hel femårsperiod kan därför inte göras. Under år 2004 var avkastningen för genomsnittet av samtliga fonder som deltar i premiepensionssystemet (Sjunde AP-fondens s.k. PPM-index) 8,8 procent och risken mätt med standardavvikelse 10,1 procent. Premiesparfondens överavkastning mot PPM-index var alltså 1,3 procentenheter under året samtidigt som risken var 0,9 procentenheter lägre. Under perioden 2001–2004 har fondens genomsnittliga avkastning överträffat premiepensionsfondernas genomsnitt (PPM-index) med 2,8 procent per år, samtidigt som fondens risk mätt med standardavvikelse tangerat eller understigit motsvarande genomsnitt, varför styrelsens strategiska mål har uppnåtts under perioden.²³

Tabell 4.14 Premiesparfondens avkastning 2001–2004 (procent p.a.)

	2004	2003	2002	2001	Genomsnitt
NAV-kursberäknad					
Premiesparfonden	10,1	18,7	-27,0	-10,5	-3,9
PPM-index*	8,8	16,2	-33,1	-10,6	-6,7
Differens	1,3	2,5	6,1	0,1	2,8
Stängningskursberäknad					
Premiesparfonden	10,8	19,8	-27,1	-9,3	-3,2
Jämförelseindex	11,2	19,5	-26,5	-9,1	-2,9
Differens	-0,4	0,3	-0,6	-0,2	-0,3

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

Premiesparfonden tillfördes drygt 7,6 miljarder kr 2004, varav 150 miljoner kr avsåg förstagångsväljare. Av förstagångsväljarna avstod denna gång 91 procent från att aktivt välja någon annan fond. Det betyder att Premiesparfonden sedan hösten 2000 tillförts totalt 42,8 miljarder kr av de premiepensionsmedel som PPM har fördelat på fonder. I motsatt riktning verkar det utflöde som blir resultatet om premiepensionssparare aktivt väljer annan fond. Detta utflöde uppgick under 2004 till 787 miljoner kr. Vid utgången av året hade drygt två miljoner sparare sina premiepensionsmedel placerade i Premiesparfonden.

Premievalsfonden tillfördes cirka 168 miljoner kr netto under 2004. Vid utgången av året hade nästan 114 000 sparare sina premiepensionsmedel placerade i Premievalsfonden, med ett sammanlagt marknadsvärde på cirka 1,2 miljarder kr. Detta motsvarade en procent av

²³ En noggrannare beräkning, med hjälp av s.k. geometriska genomsnitt, visar att Premiesparfonden i själva verket har överträffat PPM-index med 3,1 procent per år i genomsnitt (snarare än 2,8 procent). Skillnaden beror på Premiesparfondens lägre volatilitet.

det totala premiepensionskapitalet, vilket gjorde Premievalsfonden till den femtonde största av de cirka 680 aktivt valbara fonderna inom premiepensionssystemet.

Till och med utgången av 2003 var det av styrelsen beslutade långsiktiga målet för Premievalsfonden att avkastningen under löpande femårsperioder skulle motsvara minst den övre kvartilen av samtliga fonder som deltar i premiepensionssystemet. Detta mål uppnåddes aldrig. Med hänvisning bland annat till det förhållandevis stora inslaget av nischfonder, med begränsad diversifiering och hög risk, i premiepensionssystemet har styrelsen från och med 2004 ändrat målet till att Premievalsfonden under löpande femårsperioder i stället skall överträffa genomsnittet av premiepensionsfonder med 0,35 procentenheter per år (avkastning beräknad enligt NAV-kursmodellen). Detta mål uppnåddes under 2004.

Det operativa målet för den löpande förvaltningen av Premievalsfonden överensstämmer med Premiesparfondens operativa mål, dvs. avkastningen skall överstiga fondens jämförelseindex med minst 0,5 procentenheter per år (avkastning mätt enligt stängningskursmodellen). Målet har inte uppnåtts under den senaste fyraårsperioden.

Tabell 4.15 Premievalsfondens avkastning 2001–2004 (procent p.a.)

	2004	2003	2002	2001	Genomsnitt
NAV-kursberäknad					
Premievalsfonden	9,6	19,6	-30,6	-12,5	-5,5
PPM-index*	8,8	16,1	-33,1	-10,6	-6,8
Differens	0,8	3,5	2,5	-1,9	1,3
Stängningskursberäknad					
Premievalsfonden	10,5	21,2	-30,8	-11,2	-4,8
Jämförelseindex	11,7	21,4	-30,0	-10,5	-4,0
Differens	-1,2	-0,2	-0,8	-0,7	-0,8

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

4.4 Avvecklingsfonderna

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

Tabell 4.16 Avvecklingsfonderna 2004 (miljoner kr).

	Första AP-fondens avvecklingsfond	Fjärde AP-fonden, Särskilda förvaltningen
Ingående fondkapital	5 214	1 291
Överföringar	-515	-500
Årets resultat	225	15
Utgående fondkapital	4 924	806

I Första AP-fondens avvecklingsfond förvaltas fordringsrätter som inte är utgivna för allmän omsättning samt aktier i det av fonden helägda Första

AP-fonden Renting AB. Resultatet 2004 blev 225 miljoner kr (277 miljoner kr föregående år). Genom fortsatta avvecklingar av innehaven med nära 300 miljoner kr och en aktieutdelning om 80 miljoner kr kunde totalt 515 miljoner kr överföras till Första–Fjärde AP-fonderna (1 574 miljoner kr under 2003). Detta bidrog sammantaget till att fondkapitalet minskade från 5 214 miljoner kr till 4 924 miljoner kr under 2004. Sedan 2001 har Första AP-fondens avvecklingsfond överfört cirka 20 miljarder kr till Första–Fjärde AP-fonderna.

Fjärde AP-fonden, Särskilda förvaltningen förvaltar onoterade aktier och liknande instrument som Första–Fjärde AP-fonderna inte får inneha enligt nuvarande regler. Resultatet 2004 blev 15 miljoner kr (34 miljoner kr föregående år). Genom fortsatta utförsäljningar av portföljbolag kunde 500 miljoner kr överföras till Första–Fjärde AP-fonderna (120 miljoner kr under 2003). Sedan 2001 har Särskilda förvaltningen överfört 833 miljoner kr till de fyra buffertfonderna.

5 Regeringens utvärdering av AP-fondernas verksamhet

Skr. 2004/05:130

I detta avsnitt presenteras regeringens utvärdering av AP-fondernas verksamhet, vilket denna gång omfattar bedömningar av fondernas strategiska beslut och förvaltningsresultat under de första åren efter reformen. För Första–Fjärde AP-fondernas del avser utvärderingen perioden från halvårsskiftet 2001 till och med utgången av 2004 och för Sjunde AP-fondens del perioden sedan start senhösten 2000. Detta är alltså något för korta perioder för att definitiva slutsatser skall kunna dras beträffande fondernas resultat. Fem år har i tidigare års utvärderingar angivits som en lämplig avvägning mellan behovet av tillräcklig långsiktighet och behovet av uppföljning. Sjätte AP-fonden har verkat under oförändrade förutsättningar sedan fonden inrättades 1996 och kan därför utvärderas över en längre period. Dessutom ingår en utförlig granskning av AP-fondernas kostnader i årets utvärdering.

Utvärderingen av AP-fondernas förvaltning innehåller dels en bedömning av de strategiska mål och andra beslut av strategisk vikt som tagits av respektive fondstyrelse, dels en bedömning av hur resultatet ser ut i förhållande till de mål som ställts upp. Den senare delen kan benämnas operativ förvaltning eller implementering, alternativt genomförande (se avsnitt 2.2.2).

AP-fondernas mål kommer till uttryck i styrelsernas beslut om referens- eller normalportföljer, dvs. den långsiktiga placeringsinriktning som läggs till grund för fondernas operativa verksamhet. Styrelserna brukar också definiera en övre gräns för den s.k. aktiva risken, som anger hur mycket fonderna får avvika från sina normalportföljer. Valet av förvaltningsmodell kan också räknas till styrelsen strategiska beslut. Detta innefattar beslut om, respektive i vilken utsträckning, förvaltningen skall bedrivas aktivt eller passivt respektive externt eller internt.

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

Efter överenskommelse med Finansdepartementet exkluderar Wassums analys av Första–Fjärde AP-fondernas resultat fastigheter och onoterade aktier. Dessa tillgångsslag är inte likvida och kan inte marknadsvärderas fortlöpande. De kan inte heller omsättas på marknaden för att uttrycka taktiska marknadsbedömningar på det sätt som normalt sker i samband med förvaltning av likvida finansiella instrument. Fastigheter och onoterade aktier exkluderas därför från både portföljer och jämförelseindex vid utvärdering av den operativa förvaltningen. Resultaten kan därför komma att avvika något från den avkastning som redovisas i fondernas årsredovisningar. Avkastningen är även beräknad

före förvaltningskostnader, vilket har sin grund i behovet av jämförbarhet mellan fonderna. Den årliga avkastningen i förhållande till jämförelseindex skall tolkas mot bakgrund av fondernas förvaltningskostnader, som uppgår till som mest 0,2 procent per år.

Sjätte AP-fonden är inriktad mot förvaltning av onoterade aktier. Denna förvaltning utvärderas med beaktande av branschens riktlinjer. Sjunde AP-fondens förvaltning utvärderas på grundval av fondkurser (*net asset value*) eller motsvarande, vilka inkluderar samtliga tillgångsslag. Sjätte och Sjunde AP-fondernas avkastning inkluderar kostnader och behöver därför inte korrigeras ytterligare.

I fjolårets utvärdering konstaterade regeringen att kostnaderna för Första–Fjärde AP-fondernas förvaltning inte föreföll stå i proportion till graden av förvaltningsaktivitet, vilket regeringen avsåg att hålla under fortsatt uppsikt. Vid behandlingen av regeringens skrivelse framhöll Finansutskottet betydelsen av att AP-fonderna agerar kostnadseffektivt utifrån verksamhetens övergripande mål. Inte minst är detta viktigt för att upprätthålla allmänhetens förtroende för förvaltningen av pensionskapitalet. Utskottet ansåg därför att det är angeläget att kostnaderna hålls under uppsikt, samt att det vidtas ytterligare utvärderingar och analyser av fondernas kostnader (bet. 2004/05:FiU6 s. 12 f). I samband med svar på en riksdagsmotion i anslutning härtill utgick utskottet från att regeringen, vid en kommande utvärdering av AP-fondernas kostnader, tar hjälp av erforderlig expertis på området (bet. 2004/05:FiU6 s. 15). Mot denna bakgrund genomförde Finansdepartementet under vintern 2004/05 upphandling av en specialiserad bedömning av fondernas kostnader som ett kompletterande underlag till årets utvärdering av AP-fondernas verksamhet. Efter avslutad upphandling tilldelades KPMG uppdraget. Deras rapport sammanfattas i avsnitt 5.4 och återges i sin helhet i bilaga 8.

5.1 Utvärdering av Första–Fjärde AP-fondernas förvaltning

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

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

Regeringens skrivelse för 2003: Första–Fjärde AP-fonderna redovisar goda resultat i absoluta termer 2003 till följd av stigande kurser på de aktieplaceringar som tidigare år vållade stora förluster. Första–Fjärde AP-fondernas förvaltning har avsatt små avvikelser från respektive fonds

jämförelseindex, vilket kan bedömas ha samband med ett generellt sett lågt risktagande i den aktiva förvaltningen.

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

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

Wassums utvärdering: Även om 3,5 år är en kort period kan det konstateras att det utgående kapitalet skiljer sig åt mellan fonderna. Tredje AP-fondens kapital överstiger till exempel Fjärde AP-fondens kapital med 8,7 miljarder kr, vilket motsvarar nästan två procent per år i avkastningstermer. Huvudförklaringen är att Tredje AP-fondens valda strategi (normalportfölj) har givit en bättre avkastning under perioden. Detta förklarar 1,3 procentenheter av skillnaden. Samtidigt har Tredje AP-fonden, i motsats till Fjärde AP-fonden, överträffat sitt jämförelseindex, vilket förklarar ytterligare 0,7 procentenheter av skillnaden.

Fondernas aktivitetsnivå är lägre än den nivå som fonderna själva ansett värd att eftersträva, utnyttjandet av det maximalt tillåtna aktivitetsutrymmet är väldigt lågt. Fondernas avkastningar är i själva verket tätt sammankopplade med avkastningen i jämförelseindex. Det bör i sammanhanget noteras att det inte är ett mål i sig att AP-fonderna skall vara aktiva, men om AP-fonderna skall kunna motivera vald förvaltningsstruktur och uppnå sina egna mål för överavkastning bör aktivitetsnivåerna öka under den närmaste tiden. En ökad aktivitet måste självfallet åtföljas av tillräcklig skicklighet i fondernas aktiva förvaltningsbeslut.

Andelen aktivt förvaltade mandat, inklusive mer indexnära s.k. semiaktiva mandat, uppgick vid utgången av 2004 till cirka 91 procent av det samlade kapitalet, vilket motsvarar en ökning med två procentenheter under året. Den totala andelen externa mandat uppgick vid utgången av 2004 till 28 procent. Inom tillgångsslaget globala aktier hade fonderna vid utgången av 2004 anlitat 53 aktiva eller semiaktiva externa förvaltare för att förvalta cirka 45 procent av tillgångarna. Samtidigt har fonderna i detta tillgångsslag en aktiv risknivå som närmast måste betecknas som passiv (0,2–1,1 procent). Wassum ställer därför frågan varför det inte blir högre aktiv risk i de globala aktieportföljerna. En möjlig förklaring är att det stora antalet förvaltningsmandat leder till en utspädning av de aktiva ställningstaganden som görs av enskilda förvaltare.

Fondernas förvaltningsaktivitet har inte ökat, med undantag för Tredje AP-fonden som uppvisar en tendens till något ökad aktivitet. Att den uppmätta förvaltningsaktiviteten minskat är en erfarenhet som AP-fonderna delar med andra förvaltare. En förklaring till det är en generell minskning av volatiliteten på aktiemarknaderna. Vidare fångas

en del av förvaltningsaktiviteten upp genom styrelsernas beslut i något fall att förändra normalportföljens sammansättning under löpande år.

Skälen för regeringens bedömning: Det ingår i regeringens årliga utvärdering av AP-fondernas verksamhet att granska buffertfondernas oberoende sinsemellan. Av stor betydelse i det sammanhanget är en bedömning av de olika fondernas strategiska placeringsinriktning (prop. 1999/2000:46 s. 114 och 124). Som framgår av tabell 5.1 fanns det påtagliga skillnader mellan fondernas normalportföljer 2004, men också vissa likheter. Faktorer som hittills haft stor betydelse för att förklara skillnader i avkastning över tiden är fondernas olika innehav av realränteobligationer och varierande exponering för valutarisk. En låg valutaexponering har varit fördelaktig under denna period, eftersom kronan har förstärkts successivt. Som framgår av tabell 5.1 hade Andra AP-fonden en klart mindre valutaexponering 2004, medan de andra fonderna hade en påtagligt likartad valutaexponering under detta år. Innehaven av realränteobligationer uppvisar en större variation. Därutöver märks skillnader bl.a. gällande alternativa investeringar och fastigheter (övriga placeringar), samt beträffande relationen mellan svenska och utländska aktier (Första AP-fonden i förhållande till övriga fonder). Vid utgången av 2004 varierade de sammanlagda aktieandelarna mellan, som mest, 61 och 54,5 procent (avser Fjärde respektive Tredje AP-fonden).

Tabell 5.1 Första–Fjärde AP-fondernas placeringsstrategier 2004, andelar av fondkapitalet (procent)

	AP1	AP2	AP3	AP4
Svenska aktier	12	20	16	19
Utländska aktier	45	39	38,5	42
Nominella obligationer	32	31	27,5	37
Realränteobligationer	8	5	9,5	-
Övriga placeringar	3	5	8,5	2
Summa	100	100	100	100
Valutaexponering	20	8	19,3	20

Avkastning och risk

Fondstyrelsernas beslut rörande normalportföljernas sammansättning har stor betydelse för den avkastning och risk som därefter realiserar. AP-fondernas normalportföljer har utformats med utgångspunkt i pensionssystemets åtagande och kan därför inte jämföras enbart med ledning av hittillsvarande resultat.²⁴ En sådan jämförelse förutsätter en längre period för utvärdering eftersom fondernas grundläggande uppdrag inom pensionssystemet är av mycket långsiktig natur.

De av styrelserna beslutade normalportföljerna förklarar det mesta av skillnaderna mellan fonderna gällande realiserad avkastning och risk. De interna och externa förvaltare som anförtros förvaltningsuppdragen har därutöver ansvaret för fondernas avkastning i förhållande till normalportföljens avkastning (aktiv avkastning). Som framgår av tabell 5.2 kan den aktiva avkastningen vara positiv eller negativ, men är i

²⁴ Enligt AP-fondernas allmänt utformade uppdrag skall avkastning och risk tolkas i termer av utgående pensioner.

allmänhet en mindre storhet jämfört med normalportföljens avkastning. Skr. 2004/05:130
 Summan av normalportföljens avkastning och fondernas aktiva avkastning är fondernas redovisade totala avkastning.

Tabell 5.2 Första–Fjärde AP-fondernas genomsnittliga avkastning och risk från halvårsskiftet 2001 till utgången av 2004

	AP1	AP2	AP3	AP4
Fondavkastning (%)	2,8	2,9	3,4	1,5
Normalportfölj (%)	2,9	2,7	3,2	1,9
Aktiv avkastning (%)	-0,1	0,2	0,2	-0,5
Total risk (%)	9,8	10,3	9,5	11,0
Aktiv risk (%)	0,4	0,8	0,4	0,9
Informationskvot	-0,2	0,2	0,4	-0,6
Alfa (%)	-0,1	0,1	0,2	-0,4
Beta	1,00	0,96	1,00	1,04

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

Under den studerade perioden efter halvårsskiftet 2001 har Tredje AP-fondens totala avkastning varit högst (3,4 procent per år) och Fjärde AP-fondens avkastning lägst (1,5 procent per år), vilket förklaras av skillnader mellan fondernas strategier (olika normalportföljer) men också olika förvaltningsresultat (olika aktiv avkastning). Andra och Tredje AP-fonderna har överträffat jämförelseindex med liten marginal, dock innan hänsyn tagits till verksamhetens kostnader, medan Första och, framför allt, Fjärde AP-fondernas aktiva avkastning har varit negativ. Eftersom resultaten uppmätts före kostnader blir den aktiva avkastningen genomgående något sämre om hänsyn även tas till verksamheternas kostnader.

Var och en av Första–Fjärde AP-fondernas långsiktiga avkastning var positiv vid utgången av 2004, efter en turbulent inledning under de första åren efter reformen. Detta beror på aktiemarknadernas fortsatta återhämtning 2004, i kombination med fondernas samfälliga beslut att inte sälja aktier till vad som i efterhand kunde bedömas vara jämförelsevis låga kurser två år tidigare. Marknadsutvecklingen har premierat låg risk framför hög risk eftersom de fonder som har lyckats bättre under perioden även utmärks av en något lägre genomsnittlig risknivå (Andra AP-fonden genom ett lägre beta, dvs. lägre marknadsexponering, och Tredje AP-fonden genom en lägre total risk).

Förvaltningsstruktur

Om en fond investerar fondkapitalet på ett sätt som helt och hållet överensstämmer med normalportföljens sammansättning, blir resultatet en indexnära avkastning, dvs. en fondavkastning som ansluter mycket nära till normalportföljens avkastning. I tabell 5.2 skulle detta framgå genom en aktiv avkastning nära noll. Om fondens avkastning följer normalportföljens avkastning mycket nära även över tiden har man en stark indikation på att förvaltningen strävar efter att vara indexnära, eller passiv. I tabell 5.2 mäts detta med hjälp av aktiv risk, som är ett statistiskt mått på graden av samvariation mellan fondens och

normalportföljens avkastning, och därmed ett mått på förvaltningsaktivitet. Som framgår av tabellen har Andra och Fjärde AP-fonderna haft en högre genomsnittlig aktiv risk, medan Första och Tredje AP-fonderna uppvisar en lägre aktiv risk. Detta avser emellertid genomsnittliga aktiva risker sedan halvårsskiftet 2001 och illustrerar inte utvecklingen över tiden.

I tabell 5.3 återfinns Första–Fjärde AP-fondernas aktiva risker under de två senaste åren, med särredovisning av de svenska och utländska aktieportföljerna. Det framgår att fondernas aktiva risker fallit över tiden och att nivåerna generellt sett är låga eller mycket låga. Om de svenska aktieportföljerna utnyttjas som en indikation förefaller förvaltningsaktiviteten, mätt på detta sätt, vara låg även på mandatnivå. Första AP-fonden utmärks av särskilt låga aktiva risker.

Tabell 5.3 Första–Fjärde AP-fondernas aktiva risker 2003 och 2004 (procent)

	AP1		AP2		AP3		AP4	
	2004	2003	2004	2003	2004	2003	2004	2003
Svenska aktier	0,4	0,6	1,3	1,2	1,9	1,1	2,2	1,2
Utländska aktier	0,2	0,4	0,5	0,8	0,6	0,3	1,1	1,3
Totalt	0,2	0,3	0,4	0,5	0,7	0,3	0,6	0,7

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

Det är ett utmärkande drag för förvaltning av finansiella tillgångar som omsätts på de finansiella marknaderna att det genomsnittliga förvaltningsresultatet, dvs. index, är tillgängligt till låg kostnad. Indexförvaltning är den billigaste formen av förvaltning eftersom det inte ställs några krav på resurser för analys.

Första–Fjärde AP-fonderna har utformat organisationer enligt målsättningen att index skall överträffas, vilket förutsätter ett mått av aktiv förvaltning. Det är just förhållandet att styrelserna fattat beslut om ett dominerande inslag av aktiv eller semiaktiv förvaltning (91 procent av Första–Fjärde AP-fondernas samlade kapital) som gör det nödvändigt att utvärdera fondernas avkastning med utgångspunkt i jämförelseindex. Endast på detta sätt, och med beaktande av tillräcklig långsiktighet, kan det avgöras om fonderna gör skäl för sina kostnader.²⁵

Det är värt att notera att det inte är ett mål i sig att fonderna skall vara aktiva. Om styrelserna däremot beslutar om aktiv förvaltning krävs det att resultatet av denna verksamhet över tiden förväntas överstiga de merkostnader som blir resultatet. För att detta skall ske krävs att valda förvaltare uppvisar en tillräcklig grad av skicklighet och att de ges utrymme att demonstrera denna förmåga. AP-fonderna, liksom alla aktiva förvaltare, har anledning att göra en kritisk bedömning (på mandatnivå) om det finns förutsättningar att överträffa marknadernas genomsnitt, dvs. index, och om den interna organisationen kan anförtros uppdraget eller om detta bör upphandlas externt. En sådan bedömning bör inkludera angivandet av specifika skäl som utgör grund för bedömningen att överavkastning är sannolik i det enskilda fallet. Finns det inte goda sådana skäl bör förvaltningsuppdraget i fråga skötas på det mest kostnadseffektiva sättet, dvs. passivt.

²⁵ En viss andel av fondernas kostnader kan knytas till styrelsernas behov av beslutsunderlag och bör rätteligen utvärderas mot bakgrund av fondens absoluta avkastning och risk. Behovet av långsiktighet i detta sammanhang är dock mycket stort.

Som diskuterades i fjolårets utvärdering har Första–Fjärde AP-fonderna valt likartade förvaltningslösningar, vilket även det har bäring på graden av oberoende mellan fonderna. Dessa lösningar karaktäriseras av ett stort inslag av intern förvaltning och genom ett markerat inslag av aktiv förvaltning. Vid utgången av 2004 förvaltades mellan 21 och 37 procent av fondkapitalet externt, och resten internt (tabell 5.4). Andelen aktiv och semiaktiv förvaltning varierade vid samma tidpunkt mellan 77 och 100 procent. I fjolårets utvärdering påpekades att Sjunde AP-fonden, som inte tillhör inkomstpensions-systemets buffertfonder utan i stället konkurrerar med ett stort antal värdepappersfonder inom premiepensionssystemet, uppvisade en annorlunda struktur med betydligt lägre andelar extern respektive aktiv förvaltning. Förvaltningsstrukturen bedöms från ett kostnadsperspektiv i avsnitt 5.4.

Tabell 5.4 Första–Fjärde AP-fondernas förvaltningsstruktur 2004

	AP1	AP2	AP3	AP4
Andel intern förvaltning	0,76	0,63	0,69	0,79
Andel aktiv förvaltning*	0,77	0,90	0,88	1,00

*) Inkluderar indexnära s.k. semi-aktiv förvaltning.

AP-fondernas förvaltningsaktivitet har lagts till grund för kommentarer i regeringens utvärdering två år i följd. Mot bakgrund av fallande aktivitet och stigande förvaltningskostnader gjordes i fjolårets skrivelse bedömningen att kostnaderna inte stod i proportion till graden av förvaltningsaktivitet (skr. 2003/04:130 s. 38). Detta år utvärderas AP-fondernas förvaltningskostnader i särskild ordning (avsnitt 5.4). Dock framgår av tabell 5.3 att förvaltningsaktiviteten, såsom denna kan mätas i efterhand, alltså är låg. Det finns vissa tecken på ökad aktivitet i Tredje och Fjärde AP-fondernas svenska aktieportföljer, i övrigt överväger motsatsen. Detta har delvis sin förklaring i marknadsutvecklingen. Låg volatilitet i marknaderna kan som bieffekt antas ge upphov till låga aktiva risker, mätta på detta sätt.

Bolagsstyrning

I fjolårets utvärdering konstaterades att var och en av Första–Fjärde AP-fonderna hade utvecklat och skärpt sin ägarpolicy och att det fanns indikationer på att detta även följts upp av rimliga personella resurser (skr. 2003/04:130 s. 43). Fondernas aktivitet i ägarfrågor förväntades bidra positivt till fondernas långsiktiga avkastning. Dessa bedömningar kvarstår oförändrade.

AP-fondernas styrelser skall årligen fastställa en verksamhetsplan innehållande en placeringspolicy, en ägarpolicy och en riskhanteringsplan. En sådan ägarpolicy skall innehålla mål, medel, regler för beslutsfattande samt allmänna riktlinjer i ägarstyrningsfrågor (prop. 1999/2000:46 s. 82).

Under 2004 har frågor rörande bolagsstyrning rönt stor uppmärksamhet genom Förtroendekommissionens arbete, speciellt förslaget gällande en svensk kod för bolagsstyrning, där fonderna bl.a. bidragit med remissynpunkter. Första–Fjärde AP-fonderna bidrog även aktivt till

lösandet av den segslitna frågan om rösträttsskillnaden mellan A- och B-aktier i Ericsson, som under året reducerades från 1/1000 till 1/10. Detta arbete involverade bl.a. tillskapandet av ett nytt finansiellt instrument, s.k. omvandlingsrätter, som gav innehavare av rösträttsstarka A-aktier rätten att omvandla B-aktier till A-aktier. Ett antal institutionella investerare, däribland Första–Fjärde AP-fonderna, åtog sig i prospekt att köpa dessa omvandlingsrätter för 1,10 kr per styck och garanterade på så sätt instrumentens värde, vilket bidrog verksamt till att reformen kunde genomföras, till gagn för Ericsson-aktiens långsiktiga värde.

Första AP-fonden har under 2004 deltagit i sammanlagt 39 bolagsstämmor, vilket omfattade samtliga svenska bolag som fonden ägde aktier i. Första AP-fonden har bl.a. fört diskussioner med styrelsen i ett tiotal bolag om föreslagna incitamentsprogram.

Andra AP-fonden har deltagit i 57 bolagsstämmor och dessutom röstat för aktierna i de 50 största utländska innehaven genom Internetbaserad fullmaktsröstning. Andra AP-fonden har deltagit i nomineringsarbetet i tio bolag och därutöver medverkat i förberedande diskussioner om bl.a. incitamentsprogram och styrelsenomineringar. Andra AP-fonden har utarbetat en ny ägarpolicy som bl.a. tydliggör sambandet mellan bolagsstyrning och långsiktig avkastning och preciserar ett antal nya analysområden.

Tredje AP-fonden framhåller att bra bolagsstyrelser är den viktigaste ägarfrågan och lägger i enlighet härmed stor vikt vid nomineringsfrågor. Tredje AP-fonden har under året deltagit i 48 bolagsstämmor och bl.a. varit representerad i nomineringskommittén i tio bolag. Tredje AP-fonden eftersträvar en fördjupad relation med de 10–15 bolag där fonden tillhör de större ägarna.

Fjärde AP-fonden har bl.a. deltagit i 50 bolagsstämmor och varit representerad i 18 nomineringskommittéer under året, varav som ordförande i två fall. Ett viktigt nomineringsarbete avsåg styrelsen för det nya självregleringsorgan som skall förvalta koden för bolagsstyrning.

5.1.1 Första AP-fondens förvaltning

5.1.1.1 Strategiska beslut

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

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

Skälen för regeringens bedömning: Första AP-fonden har valt en något lägre andel aktiv förvaltning än de övriga buffertfonderna (tabell 5.4). Detta faktum kan dock inte förklara fondens hittillsvarande låga aktivitetsnivå. Det är dock ännu för tidigt att slutgiltigt bedöma fondernas

förvaltningsresultat. Som noteras på annan plats (avsnitt 5.4) var dock sannolikheten mycket låg för att Första AP-fonden skulle uppnå sina operativa mål under 2004, givet denna aktivitetsnivå.

Vid utgången av 2004 var den övergripande portföljstrukturen oförändrad jämfört med tidigare år, med 57 procent aktier, tre procent alternativa investeringar och 40 procent obligationer. Första AP-fonden utmärks av en, jämfört med övriga AP-fonder, låg andel svenska aktier. Istället har Första AP-fonden en större andel utländska aktier och en större exponering mot tillväxtmarknader.

Första AP-fondens jämförelseindex förefaller vara väl övervägt. Innehavet i AP Fastigheter utvärderas mot ett index som beskriver utvecklingen för fastighetsaktier, vilket överensstämmer med innehavets karaktär, och det långsiktiga avkastningskravet på riskkapitalfonder förefaller adekvat.

Tabell 5.5 Första AP-fondens normalportfölj (portföljandelar i procent)

	2005	2004	Index
Svenska aktier	12	12	MSCI
Globala aktier	40	40	MSCI
Tillväxtmarknadsaktier	5	5	MSCI
Svenska obligationer	10	10	Lehman Brothers
Utländska obligationer	22	22	Lehman Brothers
Realränteobligationer	8	8	Lehman Brothers
Alternativa investeringar	3	3	Carnegie Real Estate
Riskkapitalfonder			MSCI World + 4 %-enheter
Summa	100	100	Sammanvägt index

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

5.1.1.2 Operativ förvaltning

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

Regeringens skrivelse för 2003: Första AP-fondens resultat sedan halvårsskiftet 2001 är marginellt negativt och något sämre än jämförelseindex. Avvikelsena från index är små. För att nå styrelsens mål måste avkastningen överstiga fondens jämförelseindex betydligt framöver.

Wassums utvärdering: Under 2004 har den totala portföljens avkastning varit lika med avkastningen för jämförelseindex. Fondens operativa mål är att överträffa jämförelseindex med 0,5 procentenheter per år över rullande femårsperioder. Under de första tre och ett halvt åren har avkastningen emellertid varit lägre jämfört med index. För att nå målet under den första femårsperioden måste Första AP-fonden följaktligen åstadkomma mycket höga överavkastningsnivåer under kommande år.

Vidare framstår fondens aktivitetsnivå som mycket låg. Denna bedömning grundar sig på en jämförelse med den aktivitetsnivå som fonden ansett värd att eftersträva. Tendensen för Första AP-fonden är att aktivitetsnivån minskar både för den totala portföljen och för de strategiska tillgångsslagen.

En förutsättning för att fonden skall uppnå sitt mål är att både organisationens förmåga att generera positiva resultat och storleken på de aktiva portföljbesluten ökas.

Skälen för regeringens bedömning: En jämförelse mellan Första AP-fondens faktiska avkastning och normalportföljens avkastning sedan halvårsskiftet 2001 visar att fondens förvaltning resulterat i en underavkastning på 0,1 procentenheter per år, före avdrag för kostnader.

Precis som konstaterades i förra årets utvärdering är bidragen från enskilda tillgångsslag låga. Wassums utvärdering visar att de största negativa bidragen är jämnt fördelade mellan den taktiska tillgångsfördelningen och valen av värdepapper. Av tabellen nedan framgår att förvaltningen av svenska aktier och tillväxtmarknader, tillsammans med nominella obligationer, lämnat negativa resultatbidrag.

För att nå det mål om överavkastning som Första AP-fondens styrelse satt upp måste höga överavkastningsnivåer skapas framöver. Det kan även konstateras att aktivitetsnivån hittills varit mycket låg i förhållande till den aktivitetsnivå som fonden eftersträvar. Den studerade perioden är alltså något för kort för att definitiva slutsatser skall kunna dras. För att fonden ska lyckas uppnå sitt mål krävs dock goda resultat framöver.

Sedan halvårsskiftet 2001 har aktiviteten mätt med aktiv risk varit 0,4 procent i genomsnitt. Som framgår av tabell 5.3 är tendensen att aktivitetsnivån sjunker ytterligare. Under 2004 har Första AP-fonden inlett en utveckling av en ny riskbudgeteringsmodell med ambitionen att öka risktagandet och höja den aktiva avkastningen.

Tabell 5.6 Första AP-fondens resultat 2001–2004 (procent)

	2004		Genomsnitt		Riskjusterad avkastning*	
	Absolut	Relativt	Absolut	Relativt	Aktiv risk	Informationskvot
Svenska aktier	26,5	-0,2	-0,6	-0,1	0,6	-0,09
Globala aktier	12,1	0,4	0,5	0,1	0,5	0,13
Tillväxtmarknader	15,8	-0,2	3,0	-0,4	2,1	-0,20
Nominella obligationer	5,8	-0,3	6,9	-0,1	0,3	-0,30
Realränteobligationer	11,0	0,0	9,9	0,0	0,2	0,28
Total portfölj	11,4	0,0	2,8	-0,1	0,4	-0,18

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

Under 2004 var Första AP-fondens avkastning 11,4 procent, vilket överensstämde med jämförelseindex. Sedan halvårsskiftet 2001 är avkastningen något lägre än jämförelseindex före kostnader. Förvaltningen har hittills inte uppnått det långsiktiga mål som fastställts av styrelsen. Bidragsanalysen i Wassums utvärdering visar att bidragen varit mycket små. Sedan start har negativa bidrag kommit från den taktiska tillgångsfördelningen, tillväxtmarknadsaktier, nominella obligationer och svenska aktier, medan globala aktier lämnat ett positivt bidrag. Under 2004 utmärker sig förvaltningen av globala aktier som lämnat ett positivt bidrag (0,17 procentenheter) medan nominella obligationer lämnade ett negativt bidrag (-0,1 procentenheter).

5.1.2.1 Strategiska beslut

Regeringens bedömning: Andra AP-fonden utmärks av ett stort antal externa förvaltningsuppdrag. Detta gäller även efter den översyn av fondens strategi som genomfördes under 2004. Den avvikelse som hittills kunnat observeras mellan det stora antalet aktiva mandat och fondens låga aktivitet på övergripande nivå, kan betecknas som anmärkningsvärd.

Regeringens skrivelse för 2003: Andra AP-fonden har med måttliga förändringar tillämpat samma grundläggande placeringsstrategi under den period granskningen omfattar. Den största förändringen, efter genomförd portföljanpassning under 2001, kan sägas vara beslutet att under loppet av 2003 öka inslaget av småbolag i jämförelseindex för svenska aktier. Styrelsen har satt ett tak för aktiva risker vid tre procent, vilket även gäller svenska och utländska aktier. Det kan ifrågasättas om det är lämpligt att på detta sätt definiera förhållandevis snäva gränser för risktagandet i förhållande till index för enskilda tillgångsslag som avses varav aktivt förvaltade.

Skälen för regeringens bedömning: Andra AP-fonden utmärker sig genom en hög andel extern förvaltning i förhållande till övriga fonder, även om denna skillnad minskade under 2004. Som ett resultat av en översyn av fondens strategi avslutades under året tolv europeiska och fyra svenska aktiemandat, delvis mot bakgrund av de berörda förvaltarnas prestationer. Andra AP-fondens erfarenheter aktualiserar frågan om det är kostnadseffektivt att lägga ut ett stort antal angränsande mandat som kan tänkas vara delvis konkurrerande. Detta kan antas ha gynnsamma effekter i form av diversifiering men innehåller också den mindre önskvärda möjligheten av att de olika förvaltarnas resultat delvis tar ut varandra. Både Wassum och KPMG för ett resonemang om detta problem. Andra AP-fondens förvaltning är till 90 procent aktiv eller semiaktiv (tabell 5.4). Avvikelsen mellan det stora antalet aktiva mandat och resultaten på övergripande nivå är svår att förklara på annat sätt.

Andra AP-fonden har under 2004 genomfört en uppdaterad ALM-studie för att på nytt överväga fondens normalportfölj. Denna gång har fonden formulerat en dynamisk modell som har förmågan att beskriva förlopp över tiden, i enlighet med modern forskning på området. Man kan därför anta att Andra AP-fonden skaffat sig ett bättre och rikhaltigare beslutsunderlag än tidigare, givet de antaganden som lagts till grund för analysen. I syfte att vara till största möjliga nytta i samband med en negativ utveckling för pensionssystemet, bygger analysen på ett pessimistiskt demografiskt scenario från SCB.

Trots ett omfattande beräkningsarbete, och sannolikt fördjupade insikter beträffande pensionssystemets dynamik, förblir Andra AP-fondens normalportfölj i princip oförändrad 2005. De enda förändringar som genomförs avser en mindre ökning av valuta-exponeringen (från åtta till nio procent) och en förändrad sammansättning av denna valutakorg.

Andra AP-fonden är den fond som har den största andelen svenska tillgångar, inklusive kronor eftersom fonden har den lägsta andelen

öppen valutarisk. En låg valutaexponering har gynnat avkastningen under de senaste åren. Andra AP-fondens styrelse har även definierat ett annorlunda förvaltningsuppdrag beträffande svenska aktier, eftersom andelen småbolag är högre än vad som följer av ett vanligt kapitalvägt börsindex. Under 2004 har Andra AP-fonden definierat en strategisk aktieportfölj som avser långsiktiga innehav i svenska företag där fonden har möjlighet att utöva bolagsstyrning. Bland dessa innehav nämns Volvo, Handelsbanken, SCA, Skandia och Electrolux.

Tabell 5.7 Andra AP-fondens normalportfölj (portföljandelar i procent).

	2005	2004	Index
Svenska aktier	20	20	SBX, OSX, CSX*
Utländska aktier	39	39	MSCI
Svenska obligationer	16	16	SHB All Bond
Utländska obligationer	15	15	Lehman Brothers
Realränteobligationer	5	5	SHB Index Linked
Fastigheter	3	3	Svenskt Fastighetsindex
Private equity	1	1	11 % per år
Hedgefonder	1	1	SHB T-bills 1–3 mån + 3 %
Summa	100	100	Sammanvägt totalindex

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

Andra AP-fonden utvärderar innehavet i AP Fastigheter mot Svenskt Fastighetsindex. Som framhållits tidigare år är detta knappast en idealisk jämförelsenorm eftersom innehavet i AP Fastigheter är en aktie-exponering, som inkluderar en finansiell hävstång i form av upplåning. Dock erbjuder Svenskt Fastighetsindex en jämförelsenorm och ett avkastningskrav som torde underlätta tolkningen av fondens sammanlagda avkastning, jämfört med alternativet att inte utvärdera alls (Fjärde AP-fonden t.o.m. 2004 och Tredje AP-fonden 2005).

Styrelsen för Andra AP-fonden har definierat ett avkastningsmål som innebär att fonden långsiktigt skall överträffa jämförelseindex med 0,5 procentenheter per år över rullande femårsperioder. Som konstaterades i förra årets utvärdering bör fondens årsredovisning innehålla information om de avkastningsmål som gäller för verksamheten, vilket nu är fallet. Målet om överavkastning skall uppnås med en aktiv risk som inte överstiger tre procent på övergripande nivå.

5.1.2.2 Operativ förvaltning

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

Regeringens skrivelse för 2003: Andra AP-fondens resultat sedan halvårsskiftet 2001 är svagt negativt men något bättre än jämförelseindex. Avvikelserna från index är dock små. Styrelsens begränsning av fondens aktiva risker kan bedömas vara snäv i vissa avseenden.

Wassums utvärdering: Under 2004 har den totala portföljens avkastning varit väsentligt lägre än avkastningen för jämförelseindex.

Fondens operativa mål är att överträffa jämförelseindex med 0,5 procentenheter per år över femårsperioder. Under de första tre och ett halvt åren har den totala portföljen haft en överavkastning jämfört med index med 0,2 procentenheter i genomsnitt. Det bör i sammanhanget noteras att överavkastningen härstammar från tremånadersperioden som under år 2001 inföll omedelbart efter transitionsperioden. Den årliga avkastningen under de tre senaste åren har istället varit 0,5 procentenhet lägre än jämförelseindex. För att nå målet under den första femårsperioden måste Andra AP-fonden följaktligen åstadkomma högre överavkastning under de kommande ett och ett halvt åren jämfört med den som hittills har presterats.

Vidare framstår fondens aktivitetsnivå som låg. Denna bedömning grundar sig på en jämförelse med den aktivitetsnivå som fonden anser att den kan ta på sig. Tendensen för Andra AP-fonden är att aktivitetsnivån minskar för den totala portföljen. En förutsättning för att fonden skall uppnå sitt mål är att organisationens förmåga att generera positiva resultat förbättras.

Skälen för regeringens bedömning: Andra AP-fondens förvaltning har resulterat i en överavkastning på 0,2 procentenheter per år i förhållande till normalportföljens avkastning. Som tidigare påpekats är detta ett resultat som exkluderar förvaltningskostnader.

Resultatet är i sin helhet hänförligt till tredje kvartalet 2001. Därefter har den årliga avkastningen understigit jämförelseindex. För att uppnå styrelsens mål för den operativa verksamheten måste goda resultat skapas framöver.

Under 2004 var den totala portföljens avkastning 11,5 procent, vilket understeg avkastningen för jämförelseindex (-0,6 procentenheter). Wassums utvärdering visar att hedgefonderna har bidragit positivt till resultatet, medan både aktieförvaltningen och ränteförvaltningen har bidragit negativt.

Tabell 5.8 Andra AP-fondens resultat 2001–2004 (procent).

	2004		Genomsnitt		Riskjusterad avkastning*	
	Absolut	Relativt	Absolut	Relativt	Aktiv risk	Informationskvot
Svenska aktier	19,0	-1,2	-0,5	-1,1	1,5	-0,76
Utländska aktier	11,6	-0,3	-1,4	0,0	1,0	0,01
Räntebärande	7,1	-0,5	7,5	0,4	0,7	0,56
Hedgefonder**	5,1	1,4	5,1	1,4		
Total portfölj	11,5	-0,6	2,9	0,2	0,8	0,18

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

***) Observera att uppgifterna endast avser perioden mars–december 2004.

Den aktiva tillgångsfördelningen har bidragit i positiv riktning till Andra AP-fondens långsiktiga resultat. Detta framgår inte av tabellen ovan som redovisar avkastningen inom de huvudsakliga tillgångsslagen. Det framgår emellertid att värdepappersvalet i de svenska aktieportföljerna har bidragit negativt till fondens resultat medan förvaltningen av obligationsportföljen bidragit positivt. En betydande andel av obligationsportföljens långsiktiga överavkastning härrör från december 2001, dvs. en enda månad, vilket är svårt att förena med portföljens utveckling i förhållande till index övriga månader. Globala aktier har givit ett marginellt negativt bidrag. Under 2004 har värdepappersvalet

inom både förvaltningen av svenska och globala aktier samt obligationsportföljen lämnat negativa bidrag. Skr. 2004/05:130

5.1.3 Tredje AP-fondens förvaltning

5.1.3.1 Strategiska beslut

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

Regeringens skrivelse för 2003: Tredje AP-fonden är den fond som har valt lägst aktieandel vid 54,5 procent av fondens normalportfölj. Tredje AP-fonden har hittills gjort nya ALM-studier varje år för att ytterligare belysa relationen mellan förväntad avkastning och risk, mot bakgrund av pensionssystemets åtagande. Som en följd av detta utökades andelen realränteobligationer och andelen asiatiska aktier, på bekostnad av nominella obligationer respektive amerikanska aktier.

Skälen för regeringens bedömning: Tredje AP-fondens förvaltning är, som fallet är med de andra fonderna, till mycket stor del aktiv eller semiaktiv. Förvaltningen bedrivs till övervägande del internt (tabell 5.4). Tredje AP-fondens hittillsvarande resultat utgör i viss mån en bekräftelse på den valda strukturen, även om marginalerna alltså är små.

Tredje AP-fonden är den fond som har valt lägst aktieandel vid 54,5 procent av fondens normalportfölj. Eftersom de övriga fondernas aktieandelar alla ligger nära 60 procent kan detta beslut antas bidra i någon mån till riskspridning mellan fonderna. Fondens lägre risk och tidigare stora andel realränteobligationer har bidragit positivt till fondens avkastning jämfört med övriga fonder.

Tredje AP-fonden har hittills gjort nya ALM-studier varje år för att ytterligare belysa relationen mellan förväntad avkastning och risk, mot bakgrund av pensionssystemets åtagande. Under hösten 2004 genomfördes en uppdatering av ALM-studien. Makroekonomiska verktyg användes för att bedöma om tillgångsslagen är över- eller undervärderade. Detta ökar inslaget av framåtblickande analys och bör därför vara till nytta för den långsiktiga förvaltningen av pensionskapitalet. Med utgångspunkt i denna analys har styrelsen beslutat om flera förändringar av normalportföljen för 2005. Fondens innehav av realränteobligationer har avyttrats i början av året till förmån för utländska nominella obligationer. Samtidigt sänktes risken i obligationsportföljen genom förkortning av den genomsnittliga återstående löptiden. Även valutaexponeringen reducerades.

Tabell 5.9 Tredje AP-fondens normalportfölj (portföljdandelar i procent).

Skr. 2004/05:130

	2005	2004	Index
Svenska aktier	16	16	SIX RX
Utländska aktier	38,5	38,5	FTSE
Svenska obligationer	12,6	12,6	Merrill Lynch/SHB Mortgage Bond
Utländska obligationer	24,4	14,9	Merrill Lynch
Realränteobligationer	0	9,5	Merrill Lynch
Fastigheter	8,5	8,5	-
Summa	100	100	Sammanvägt index

Tredje AP-fonden har förändrat rapporteringen av innehavet i AP Fastigheter i syfte att skapa en bättre jämförbarhet med de andra fonderna. Detta har tyvärr medfört att Tredje AP-fonden strukit jämförelsen med svenskt Fastighetsindex utan att ange något alternativ. Det innebär i sin tur att Tredje AP-fondens balansräkning innehåller tillgångar för vilka något avkastningskrav inte angivits. Detta har i tidigare års utvärderingar ansetts vara en brist beträffande andra AP-fonder (skr. 2003/04:130 s. 53) och bör anses vara en brist även i detta fall.

Tredje AP-fondens styrelse definierade inför 2004 ett nytt långsiktigt mål för den operativa verksamheten. Fonden skall överträffa referensportföljens avkastning med 0,2–0,8 procentenheter per år efter kostnader, sett över rullande femårsperioder. Tidigare var målet 0,4 procentenheter per år efter kostnader. Det nya målet kan sägas brista något i tydlighet jämfört med det tidigare målet, eftersom det är lättare än tidigare att uppnå och samtidigt svårare att överträffa. Dock torde den undre gränsen vara mest relevant ur styrningssynpunkt, varför man kan uppfatta det nya målet som en sänkning av ambitionsnivån. Styrelsen har, i konsekvens härmed, sänkt spannet av normala aktiva risker från 1–2 procent till 0,5–1,8 procent. Detta kan uppfattas som en anpassning till rådande förhållanden. Som diskuteras i avsnitt 5.4 måste förvaltningsaktiviteten, mätt på detta sätt, relateras till verksamhetens kostnader. Det kan även diskuteras vilka mål för aktiv avkastning som skall anses motsvara en tillräcklig riskpremie som kompensation för de tillkommande risker som aktiv förvaltning för med sig.

5.1.3.2 Operativ förvaltning

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

Regeringens skrivelse för 2003: Tredje AP-fondens resultat sedan halvårsskiftet 2001 är positivt, både i absoluta tal och i förhållande till jämförelseindex. Fondens förmåga att åstadkomma en avkastning som överstiger index har hittills visat sig vara god, men avvikelserna från index är i allmänhet små. För att nå styrelsens mål måste avkastningen överstiga index påtagligt framöver.

Wassums utvärdering: Fonden har under 2004 haft hög omsättning bland beslutsfattare inom förvaltningsorganisationen. Denna omständighet leder till att det historiska resultatet sannolikt inte är representativt för den nuvarande organisationens förmåga att skapa mervärden.

Under 2004 har den totala portföljens avkastning varit lika med avkastningen för jämförelseindex. Fondens operativa mål har varit att överträffa jämförelseindex med 0,4 procentenheter per år över femårsperioder efter kostnader. Under de första tre och ett halvt åren har den totala portföljen i genomsnitt haft en överavkastning jämfört med index med 0,2 procentenheter per år före kostnader.

För att nå målet under den första femårsperioden måste Tredje AP-fonden följaktligen åstadkomma bra resultat under kommande år.

Tendensen för Tredje AP-fonden är att aktivitetsnivån ökar för såväl den totala portföljen som aktieportföljerna. Utvecklingen mot en högre aktivitet är en nödvändighet för att fonden skall nå målet för överavkastning under den första femårsperioden, givet att personalomsättningen inte försämrar organisationens förmåga att generera positiva resultat.

Skälen för regeringens bedömning: Tredje AP-fondens operativa förvaltning har överträffat jämförelseindex med 0,2 procentenheter per år. Från denna överavkastning skall fondens förvaltningskostnader för den aktiva förvaltningen subtraheras, vilket lämnar en mindre överavkastning också efter kostnader.

Wassums utvärdering visar att tendensen för Tredje AP-fonden är en stigande aktivitetsnivå under 2004 för såväl den totala portföljen som aktieportföljerna. Det innebär att förutsättningarna för att uppnå styrelsens operativa mål har förbättrats, allt annat lika. Dock måste bra resultat skapas framöver. En förutsättning för det är att organisationens förmåga att generera positiva resultat kan bibehållas.

Wassums utvärdering visar att framför allt förvaltningen av svenska och globala aktier har bidragit positivt till överavkastningen, medan taktisk allokering mellan tillgångsslagen har bidragit negativt med cirka 0,2 procentenheter per år.

Tabell 5.10 Tredje AP-fondens resultat 2001–2004 (procent).

	2004		Genomsnitt		Riskjusterad avkastning*	
	Absolut	Relativt	Absolut	Relativt	Aktiv risk	Informationskvot
Svenska aktier	20,3	-0,4	1,2	1,0	1,9	0,53
Utländska aktier	11,6	0,2	-1,4	0,5	0,6	0,72
Svenska obligationer	7,7	-0,1	7,1	0,1	0,4	0,27
Utländska obligationer	6,9	1,0	6,9	-0,1	1,3	-0,06
Realränteobligationer	11,2	0,1	9,9	0,0	0,5	0,06
Total portfölj	11,4	0,0	3,4	0,2	0,4	0,38

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

Som framgår av tabellen har endast utländska obligationer bidragit negativt till fondens långsiktiga resultat i förhållande till jämförelseindex, övriga tillgångsslag har bidragit positivt eller lämnat ett neutralt bidrag. Det är framför allt den aktiva allokeringen mellan tillgångsslag (taktisk tillgångsfördelning) som bidragit negativt till den genomsnittliga aktiva avkastningen. Förvaltningen av svenska aktier har resulterat i en låg genomsnittlig avkastning under perioden men det bästa resultatet i förhållande till index.

Under 2004 var Tredje AP-fondens avkastning 11,4 procent, vilket är i paritet med normalportföljens avkastning. Wassums utvärdering visar att det största positiva bidraget under årets lämnades av den utländska

ränteförvaltningen medan de största negativa bidragen lämnades av den aktiva taktiska tillgångsfördelningen och den svenska aktieförvaltningen. Skr. 2004/05:130

5.1.4 Fjärde AP-fondens förvaltning

5.1.4.1 Strategiska beslut

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

Regeringens skrivelse för 2003: Fjärde AP-fonden har genomfört en ny ALM-studie under 2003. Slutsatsen är för fondens del i princip oförändrad. Dock skapades ett utrymme i fondens normalportfölj för det av Första–Fjärde AP-fonderna gemensamt ägda fastighetsbolaget AP Fastigheter.

Skälen för regeringens bedömning: Fjärde AP-fonden utmärks av den högsta andelen intern förvaltning (79 procent) och den högsta andelen aktiv och semiaktiv förvaltning (100 procent) jämfört med övriga fonder. Det innebär att fondens förvaltning i dessa avseenden kan betecknas som jämförelsevis mer renodlad i förhållande till övriga fonder. Fjärde AP-fondens normalportfölj innehåller även den högsta aktieandelen (61 procent), vilket inte gynnat fonden under de första åren efter reformen 2001. Det förefaller som om även den obefintliga exponeringen mot realränteobligationer bidragit negativt till fondens hittillsvarande resultat. Dock kan självständighet i förhållande till övriga buffertfonder på lång sikt antas bidra positivt till riskspridning mellan fonderna.

Fjärde AP-fonden gjorde en djupgående analys av fondens strategiska placeringsinriktning 2003. Denna kompletterades under 2004, utan att detta medförde något behov att förändra Fjärde AP-fondens normalportfölj. På basis av interna analyser och studier från Riksbanken²⁶ har en ny valutastrategi beslutats som innebär att portföljens valutaexponering begränsas till 20 procent, mot tidigare 30 procent, och fördelas med utgångspunkt i importens valutamässiga sammansättning.

I tidigare utvärderingar har det påpekats som en brist att Fjärde AP-fonden saknar jämförelseindex för fastigheter, inte minst eftersom jämförbarheten med andra AP-fonder blir lidande. Fonden använder nu Svenskt Fastighetsindex som jämförelseindex för innehavet i AP Fastigheter. Detta är knappast en idealisk jämförelsenorm eftersom innehavet i AP Fastigheter är en aktieexponering, som inkluderar en finansiell hävstång i form av upplåning. Dock erbjuder Svenskt Fastighetsindex en jämförelsenorm och ett avkastningskrav som torde

²⁶ Enligt studier utförda av Riksbanken uppgår importprisförändringarnas genomslag på svensk inflation till 20 procent, trots att importens andel av svensk konsumtion uppgår till cirka 30 procent.

underlätta tolkningen av fondens sammanlagda avkastning, jämfört med Skr. 2004/05:130 alternativet att inte utvärdera alls.

Tabell 5.11 Fjärde AP-fondens normalportfölj (portföljandelar i procent).

	2005	2004	Index
Svenska aktier	19	19	SIX RX
Utländska aktier	42	42	MSCI World DNI
Obligationer	37	37	SHB, Merrill Lynch
Fastigheter	2	2	Svenskt Fastighetsindex
Summa	100	100	Sammanvägt index

Fjärde AP-fondens avkastningsmål är att överträffa jämförelseindex under en tvåårsperiod med 1,35 procent, dvs. med 0,67 procent per år, vilket även detta representerar en gynnsam avvikelse i förhållande till övriga AP-fonder. Risken, mätt som aktiv risk, skall inte varaktigt överstiga 4 procent.

5.1.4.2 Operativ förvaltning

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

Regeringens skrivelse för 2003: Fjärde AP-fondens avkastning sedan halvårsskiftet 2001 är negativ, både absolut och i förhållande till jämförelseindex. Avvikelserna från index är små. För att nå styrelsens mål måste avkastningen överstiga index betydligt framöver.

Wassums utvärdering: Under 2004 har den totala portföljens avkastning varit något lägre jämfört med avkastningen för index. Fondens operativa mål är att överträffa jämförelseindex med cirka 0,7 procentenheter per år över tvåårsperioder. Under de första tre och ett halvt åren har avkastningen emellertid varit lägre jämfört med index.

Det finns indikationer på att den aktiva förvaltningen totalt sett har bedrivits med låg kvalitet, vilket framgår av att informationskvoten för den totala portföljen understiger -0,5. En ytterligare analys visar tyvärr också att fonden inte har presterat överavkastning mot index under någon tvåårsperiod sedan halvårsskiftet 2001.

Vidare framstår fondens aktivitetsnivå som låg i jämförelse med den aktivitetsnivå som fonden ansett värd att eftersträva. Dessutom tenderar aktivitetsnivån att minska. En förutsättning för att fonden skall lyckas med sitt mål är självfallet att organisationens förmåga att generera positiva resultat förbättras.

Skälen för regeringens bedömning: Fjärde AP-fondens operativa förvaltning har resulterat i en ackumulerad avkastning som understiger jämförelseindex med 0,5 procentenheter per år sedan halvårsskiftet 2001. Som tidigare påpekats är detta ett resultat som exkluderar kostnader, varför avkastningen efter kostnader är lägre. Wassums utvärdering visar att det framför allt är förvaltningen av utländska aktier samt den taktiska tillgångsfördelningen som ligger bakom de negativa bidragen, medan valutaförvaltningen och ränteförvaltningen bidragit positivt. Även förvaltningen av svenska aktier har lämnat ett negativt bidrag.

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

Fjärde AP-fonden är den fond som under 2004 haft den högsta aktiviteten i förvaltningen av svenska och globala aktier. Trots det framstår aktivitetsnivån som låg i förhållande till den aktivitetsnivå som fonden eftersträvar. Tendensen är också att aktivitetsnivån minskar, vilket delvis kan antas ha sin grund i verksamhetens kortsiktiga resultat.

Tabell 5.12 Fjärde AP-fondens resultat 2001–2004 (procent).

	2004		Genomsnitt		Riskjusterad avkastning*	
	Absolut	Relativt	Absolut	Relativt	Aktiv risk	Informationskvot
Svenska aktier	18,1	-2,7	-0,4	-0,6	2,0	-0,32
Utländska aktier	6,7	0,9	-10,6	-0,7	1,6	-0,44
Räntebärande	6,8	0,7	7,0	0,1	0,4	0,26
Total portfölj	10,6	-0,2	1,5	-0,5	0,9	-0,55

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

Sedan start har i första hand förvaltningen av utländska aktier och i andra hand den taktiska tillgångsfördelningen bidragit negativt till Fjärde AP-fondens resultat. De positiva bidragen som har kommit från valuta-förvaltningen och förvaltningen av nominella obligationer har varit betydligt mindre.

Under 2004 var Fjärde AP-fondens avkastning 10,6 procent, vilket understeg jämförelseindex med 0,2 procentenheter (före kostnader). Wassums utvärdering visar att positiva bidrag till fondens relativa resultat detta år lämnades av förvaltningen av utländska aktier och obligationsförvaltningen, medan framförallt den svenska aktieportföljen och valutasäkringen bidrog negativt. Även den taktiska tillgångsfördelningen bidrog negativt till det relativa resultatet.

5.2 Utvärdering av Sjätte AP-fondens förvaltning

5.2.1 Strategiska beslut

Regeringens bedömning: Sjätte AP-fonden har renodlat verksamheten genom att till övervägande del utnyttja extern förvaltning, vilket bör vara effektivt inte minst mot bakgrund av fondens verksamhet som förvaltare av aktier i ett stort antal onoterade bolag.

Sjätte AP-fondens förändrade mål innebär en sänkning av avkastningskravet i den onoterade portföljen men framför allt gällande likviditetsförvaltningen. Den förra sänkningen förefaller, på en övergripande nivå, vara väl motiverad mot bakgrund av låga räntor och fallande riskpremier. Likviditetsförvaltningens nya mål är förenligt med Sjätte AP-fondens specialiserade uppdrag men kan i sig vara svårare att förena med pensionssystemets övergripande intresse av en hög långsiktig avkastning.

Regeringens skrivelse för 2003: Fondens mål består av riskfria räntan plus en sammanvägd riskpremie som beror på placeringarnas fördelning över bransch respektive mognadsfas. Riskpremien antas vara högre för snabbväxande och forskningsintensiva branscher som IT och bioteknik än beträffande mogna branscher som fastighet och industri. Riskpremien antas därutöver vara högre i tidiga mognadsfaser än i sena. Medan branschtillhörighet kan vara given varierar däremot portföljbolagens mognadsfas över tiden i takt med att bolagen utvecklar sin verksamhet och finner en marknad för sina produkter eller tjänster. För fonder med innehav i flera branscher definierar Sjätte AP-fonden avkastningskravet utifrån den mognadsfas som utmärker fondens största innehav. Eftersom placeringar i mogna faser i allmänhet involverar större belopp finns det en risk att de mogna innehaven alltid dominerar i dessa fall och att Sjätte AP-fondens avkastningskrav därför kommer att systematiskt underskatta det avkastningskrav som skulle följa av en mer strikt tillämpning av fondens egen riskpremiemodell.

Wassums utvärdering: Styrelsen reviderade i juni 2003 det avkastningsmål som tidigare hade fastställts för 2003. Sjätte AP-fonden har använt detta reviderade avkastningsmål från och med januari 2003. I förra årets utvärdering valde Wassum att utnyttja det gamla avkastningsmålet fram till juni och därefter ändra jämförelseindex vid tidpunkten för styrelsens formella beslut i juni 2003. Wassum har behållit denna justering i årets utvärdering.

Skälen för regeringens bedömning: Sjätte AP-fonden har förändrat förvaltningens struktur till att, med specifikt undantag för AP Direktinvesteringar, upphandla extern förvaltning. Detta bör vara en effektiv lösning med beaktande av att Sjätte AP-fonden för närvarande förvaltar aktier i cirka 330 onoterade bolag som vart och ett kräver betydande engagemang. Som en konsekvens av det har även de interna förvaltningskostnaderna fallit (se avsnitt 4.2). Den onoterade portföljen måste förvaltas aktivt eftersom sedvanliga marknadsindex saknas. I kontrast härtill innebär styrelsens instruktion för likviditetsförvaltningen att denna bedrivs med påtagligt låg risk.

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

Fondens styrelse ändrade under loppet av 2003 definitionen av riskfri ränta, från att avse marknadsräntan på femåriga statsobligationer till att avse riksbankens reporänta. Denna förändring genomfördes retroaktivt från årets början. Även om den praktiska betydelsen var begränsad är det på ett principiellt plan angeläget att mål för förvaltningsverksamheten fastställs i förväg så att organisationen vid varje tillfälle har kännedom om vilka mål och andra förutsättningar som gäller.

För 2004 var fondens mål att uppnå en absolut avkastning på minst 6,4 procent efter kostnader, vilket i sin tur bestod av ett högre mål för onoterade aktier (8,7 procent) och ett motsvarande lägre avkastningskrav för likviditetsförvaltningen (3,7 procent). Målet för riskkapitalverksam-

heten har därmed sjunkit över tiden – från 13 procent efter kostnader fram till och med 2002, till 9,9 procent 2003 och 8,7 procent 2004. Målet var tidigare uppbyggt av schablonmässiga antaganden beträffande såväl den riskfria räntans nivå som storleken på de riskpremier som antogs gälla för börsnoterade och onoterade aktier. Alla dessa komponenter har förändrats från och med 2003. Det är troligt att det uppdaterade målet för den onoterade portföljen är mer rättvisande än tidigare.

Likviditetsförvaltningens mål har förändrats mer påtagligt, från att överträffa börsindex till och med 2002, till att överträffa absoluta avkastningsmål 2003 och 2004 (5,1 respektive 3,7 procent). Detta i sin tur avspeglar förändringen av Sjätte AP-fondens övergripande mål. Det fanns mot denna bakgrund inte riskmässigt utrymme att utsätta likviditetsförvaltningens kapital för börsens svängningar från och med 2003. Detta kan vara väl övervägt ur fondens perspektiv men förefaller mindre ändamålsenligt mot bakgrund av pensionssystemets behov av en långsiktigt hög avkastning. Sjätte AP-fondens likviditetsförvaltning är en liten andel av buffertfondernas samlade kapital (5,4 miljarder kr eller 0,8 procent av det samlade kapitalet). Det faktum att denna andel förvaltas till påtagligt lägre risk än pensionssystemets övriga tillgångar torde likväl utgöra exempel på s.k. suboptimering ur pensionssystemets perspektiv.

5.2.2 Operativ förvaltning

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

Regeringens skrivelse för 2003: Sjätte AP-fondens avkastning uppnår styrelsens mål under den senaste femårsperioden. En viktig orsak till det är fondens långsiktigt positiva avkastning på aktier som inte noteras på någon börs (onoterade aktier). Styrelsens långsiktiga mål för denna del av verksamheten har trots detta inte uppnåtts. En jämförelse med börsindex visar att fondens innehav av onoterade aktier gett en avkastning som mer än kompenserar för risken i placeringarna. Resultaten kan mot bakgrund av ovanstående betecknas som goda.

Wassums utvärdering: Sjätte AP-fondens totala portfölj avkastade 8,6 procent efter kostnader 2004, vilket översteg jämförelseindex med 2,3 procentenheter. Under den senaste femårsperioden uppgick fondens genomsnittliga avkastning efter kostnader till -5,9 procent per år. Under samma tid föll jämförelseindex med 9,6 procent per år, varför Sjätte AP-fondens sammanlagda avkastning översteg jämförelseindex med hela 5,1 procentenheter per år. Resultatet kan därmed betecknas som mycket bra.

Likviditetsportföljen övertröffade jämförelseindex med 1,7 procentenheter under 2004 och med 2,3 procentenheter årligen under den senaste

femårsperioden. Dessa resultat är uppmätta före kostnader. Slutsatsen även vad gäller likviditetsportföljen är att resultatet är bra.

Investeringsportföljen har haft en internränta uppgående till 8,9 procent per år sedan den första investeringen i januari 1997. Efter justering för avgifter till externa förvaltare var internräntan 7,2 procent per år. Detta är en förbättring jämfört med 2003 då internräntan före kostnader uppgick till 7,0 procent per år sedan den första investeringen. Internräntan för de realiserade direkta investeringarna har dock sjunkit jämfört med 2003 (från 7,2 till 6,6 procent). Styrelsens mål för investeringsportföljen har inte uppnåtts sett över hela perioden. Avkastningen i investeringsportföljen (och därmed den totala portföljen) är till stor del beroende av den marknadsvärdering som gjordes vid utgången av 2004.

Om investeringarna i den onoterade portföljen jämförs med hypotetiska investeringar i börsindex, som är lika stora och som genomförs vid samma tillfällen, blir avkastningsskillnaden ganska stor (8,9 procent för den onoterade portföljen och 3,4 procent per år för den publika marknaden), även om skillnaden har minskat jämfört med 2003. Slutsatsen av denna jämförelse är att investeringsportföljens resultat bedöms som framgångsrikt, trots att målet inte uppnåtts.

Skälen för regeringens bedömning: Under femårsperioden 2000–2004 uppgick Sjätte AP-fondens sammanvägda avkastning till -5,9 procent efter avdrag för samtliga kostnader. Detta är en försämring i absoluta tal jämfört med förra året, eftersom den starka börsuppgången 1999 inte längre ingår i femårsgenomsnittet. Däremot ingår den efterföljande börsrekylen i sin helhet. Under femårsperioden utvecklades emellertid jämförelseindex betydligt sämre (-11,0 procent per år), varför Sjätte AP-fondens sammanvägda avkastning överträffade jämförelseindex med 5,1 procentenheter per år. Detta kan betecknas som ett gott resultat (tabell 5.13).

Fondens långsiktiga överavkastning på total nivå sammanhänger med en långsiktigt positiv avkastning i fondens onoterade portfölj (riskkapitalverksamheten). Samtidigt som den onoterade portföljen verksamt bidragit till Sjätte AP-fondens måluppfyllelse på övergripande nivå har fonden inte uppnått styrelsens mål i denna del av verksamheten. Likviditetsförvaltningens genomsnittliga avkastning under femårsperioden var kraftigt negativ (-9,6 procent per år) men bättre än jämförelseindex.

Tabell 5.13 Sjätte AP-fondens resultat 2000–2004 (procent).

	2004		Genomsnitt		Riskjusterad avkastning*	
	Absolut	Relativt	Absolut	Relativt	Aktiv risk	Informationskvot
Likviditetsförvaltning	5,4	1,7	-9,6	2,3	8,5	0,27
Fonden totalt	8,6	2,3	-5,9	5,1	12,6	0,41

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

Riskkapitalverksamheten

Avkastningen på onoterade aktier beräknas enligt branschens riktlinjer som en genomsnittlig internränta sedan start. Detta innebär att avkastningen i detta avsnitt har beräknats med utgångspunkt i den första

investeringen som gjordes i januari 1997. Perioden för avkastningsberäkning kan inte förkortas förrän alla investeringar som gjordes 1997 har realiserats. Det är även konsistent med branschens villkor att tillämpa en lång period för utvärdering.

Skr. 2004/05:130

Tabell 5.14 Sjätte AP-fondens investeringar i onoterade aktier sedan 1997 (miljoner kr).

Portfölj	Investerat belopp	Värde	Utbetalningar	Summa värde	Akkumulerad avkastning
Indirekt	6 309,3	4 554,6	2 290,5	6 845,1	4,0 %
Direkt orealiserat	4 148,1	3 914,0	1 902,9	5 816,9	16,7 %
Direkt realiserat	2 275,8	-	2 599,0	2 599,0	6,6 %
Totalt	12 733,3	8 468,5	6 792,5	15 261,0	8,9 %
Totalt, netto	-	-	-	-	7,2 %

Sjätte AP-fonden har sedan start investerat sammanlagt 12,7 miljarder kr i onoterade företag, vilket är 1,2 miljarder kr mer än för ett år sedan. Marknadsvärdet av ännu orealiserade tillgångar var knappt 8,5 miljarder kr enligt EVCA:s riktlinjer. Med beaktande av utbetalningar uppgående till sammanlagt knappt 6,8 miljarder kr, inklusive tidpunkten för varje sådan betalning, motsvarade detta en genomsnittlig avkastning på 8,9 procent per år, eller 7,2 procent per år efter externa förvaltningskostnader. Detta resultat är inte riktigt i nivå med styrelsens sammanlagda mål under perioden, men bör likväl vara konkurrenskraftigt. Orsaken kan återfinnas i ett negativt resultat 2002 (se t.ex. tabell 4.10) och därutöver i ett tidigare förhållandevis högt avkastningskrav.

Det negativa börsklimatet 2000–2002 har utgjort en försvårande omständighet även för riskkapitalmarknaden eftersom möjligheterna att avyttra onoterade bolag genom börsnotering eller försäljning till industriella köpare (*exit*) begränsats. Eftersom avkastning på onoterade aktier kan beskrivas som preliminär intill dess aktierna slutligen avyttrats har det under en period varit svårare än tidigare att realisera det fulla värdet av dessa placeringar. En rättvisande jämförelse med börsindex visar att Sjätte AP-fondens onoterade portfölj trots detta överträffat börsindex betydligt sedan fondens start. Genom att jämföra avkastningen på fondens onoterade portfölj med lika stora och tidsmässigt parallella investeringar i börsindex kan man beräkna vilken avkastning fonden skulle ha fått om medlen i stället hade investerats i börsindex (*public market equivalent*). En sådan beräkning visar att Sjätte AP-fondens avkastning skulle ha blivit 3,4 procent per år om kapitalet i stället hade placerats i börsindex, dvs. 5,5 procentenheter mindre årligen än som nu har blivit fallet genom fondens investeringar i onoterade aktier. Detta är en marginal som mer än väl kompenserar för fondens kostnader, men inte riktigt lämnar den typ av riskpremie som fondens styrelse kalkylerade med fram till 2002.

Tabell 5.15. Sjätte AP-fondens onoterade portfölj, fördelning på utvecklingsstadier (procent).

	Direkt	Indirekt	Totalt
Start	0,1	-	0,0
Expansion	5,1	55,7	32,3
Tillväxt/mognad	92,9	44,3	66,8
Noterat	1,8	-	0,8
Summa	100	100	100

Om det periodvis uppstår störningar i marknaden som försvårar möjligheten att avyttra bolag genom börsnotering eller försäljning till

industriell eller annan köpare, kan portföljens struktur komma att förändras genom ett ökat inslag av mogna företag. Så är inte fallet. Under 2004 har i stället inslaget av noterade innehav minskat och andelen företag inom expansionsfasen ökat något. Den nuvarande strukturen ligger dessutom nära fondens mål.

Likviditetsförvaltningen

Likviditetsförvaltningens resultat under femårsperioden är starkt negativt i absoluta tal (-9,6 procent per år) men positivt jämfört med jämförelseindex, vilket föll ännu mer (-11,9 procent per år). Jämförelseindex utgör en kombination av börsindex till och med 2002 och absoluta avkastningsmål därefter. Även om förmågan att bära risk, och därmed ambitionen att uppnå en hög avkastning, har reducerats efter 2002 har likviditetsförvaltningen konsistent överträffat jämförelseindex under den senaste femårsperioden. Detta resultat kan betecknas som gott.

Tabell 5.16. Likviditetsförvaltningens resultat 1999–2003 (procent)

	2004	2003	2002	2001	2000	Genomsnitt
Portfölj	5,4	6,8	-34,6	-12,9	-6,0	-9,6
Index*	3,7	5,1	-35,7	-14,2	-11,9	-11,9
Differens	1,7	1,7	1,1	1,3	5,8	2,3

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

5.3 Utvärdering av Sjunde AP-fondens förvaltning

5.3.1 Strategiska beslut

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

Regeringens skrivelse för 2003: Premiesparfonden innehåller 86 procent aktier, varav fyra procent onoterade aktier. Inriktningen är motiverad, mot bakgrund av kravet på låg risk och med hänsyn tagen till möjliga fördelningseffekter, eftersom den återstående tiden till pension i genomsnitt är förhållandevis lång. Dessutom utgör premiepensionen en mindre andel av äldre pensionssparares samlade pensionsrätt. Eftersom avsättningar till premiepension görs löpande har kortsiktiga förluster inte samma genomslag på det långsiktigt förväntade resultatet som fallet är beträffande fördelningssystemets buffertfonder. Som regeringen uttalade för ett år sedan bör det emellertid övervägas om inte denna inriktning mot en genomsnittlig pensionssparare på sikt kan ersättas av en mer varierad placeringsinriktning. En sådan förändring förutsätter dock en lagändring.

Skälen för regeringens bedömning: Sjunde AP-fonden förvaltar två fonder inom premiepensionssystemet, Premiesparfonden och

Premievalsfonden. Sjunde AP-fonden har därmed ett annat uppdrag än fördelningssystemets buffertfonder. Till Premiesparfonden förs premiepensionsmedel för de premiepensionssparare som inte har valt annan fond. Premievalsfonden är en valbar fond som konkurrerar fritt med privata alternativ inom premiepensionssystemet.

Sjunde AP-fondens val av placeringsinriktning för Premiesparfonden har kommenterats utförligt i tidigare utvärderingar.²⁷ Vi har däremot knappast anledning att kommentera Premievalsfondens inriktning eftersom denna fond är fullt konkurrensutsatt.

För Premiesparfondens del gäller ett krav på att den totala risknivån i förvaltningen skall vara låg. Förvaltningen skall dock inte vara så försiktig att den förväntade premiepensionen för dessa sparare avviker kraftigt negativt från den förväntade pensionsnivån för hela kollektivet av premiepensionssparare (prop. 1999/2000:46 s. 80 f). Det kan även uppstå fördelningseffekter om ickeväljarna, som förmodligen rymmer grupper som känner sig främmande inför fondsparande, skulle missgynnas genom systematiskt lägre pension.²⁸ Mot denna bakgrund kan Premiesparfondens placeringsinriktning bedömas vara rimligt väl övervägd, samtidigt som det alltjämt finns anledning att överväga om inte Sjunde AP-fondens inriktning mot en genomsnittlig pensionssparare på sikt kan ersättas av en mer varierad placeringsinriktning. Frågan övervägs för närvarande av Premiepensionsutredningen (dir. 2004:77).

Fram till utgången av år 2003 ingick likvida ränteplaceringar (kassa) i normalportföljen i båda fonderna med andelen en procent. Mot bakgrund av att behovet av likviditet för att kunna lösa in fondandelar visat sig vara betydligt mindre betraktas inte kassan som ett särskilt tillgångsslag i normalportföljen från och med år 2004, vilket bör vara i hög grad förenligt med pensionsspararnas intressen.

Tabell 5.17 Sjunde AP-fondens normalportföljer.

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

De av styrelsen definierade målen för Premiesparfonden är att den över rullande femårsperioder skall överträffa genomsnittet av fonder som kan väljas aktivt i premiepensionssystemet, men med lägre risk. Premievalsfonden har fram till och med år 2003 haft målet att ingå i den översta kvartilen, vilket från och med 2004 ändrats till att överträffa den genomsnittliga fonden med 0,35 procentenheter per år. På dessa grunder har styrelsen beslutat om fondernas normalportföljer (tabell 5.17).

För såväl Premiesparfonden som Premievalsfonden gäller det operativa målet att fonderna skall överträffa jämförelseindex med 0,5 procentenheter per år, med en aktiv risk som maximalt får uppgå till 3 procent. Beträffande Sjunde AP-fondens operativa mål kan sägas att dessa inkluderar förväntade riskpremier för alternativa investeringar

²⁷ Se t.ex. regeringens skrivelse 2002/03:130 s. 48 ff.

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

(onoterade aktier och hedgefonder) och därför kan bedömas vara cirka 0,2 procentenheter lägre i ett långsiktigt perspektiv än som framgår vid en första anblick. På kort sikt kan detta antas ha mindre betydelse eftersom riskpremier på onoterade tillgångar i allmänhet kräver långsiktiga innehav för att växla ut.

5.3.2 Operativ förvaltning

Regeringens bedömning: Sjunde AP-fonden har uppnått styrelsens strategiska mål att överträffa premiepensionssystemets genomsnittsfond, men skulle ha gjort detta i än högre utsträckning om fonden även uppnått styrelsens operativa mål att överträffa jämförelseindex med 0,5 procent per år. För att även detta skall uppnås måste mycket goda resultat skapas framöver.

Regeringens skrivelse för 2003: Styrelsens långsiktiga mål att Premiesparfonden skall ge en högre avkastning än genomsnittet av premiepensionsfonder, men med lägre risk, har uppnåtts sedan verksamheten inleddes hösten 2000. Däremot har styrelsens operativa mål, att Premiesparfonden och Premievals-fonden skall överträffa sina respektive jämförelseindex med viss marginal, inte uppnåtts under samma period.

Wassums utvärdering: Målet för Premiesparfonden är att över löpande femårsperioder överträffa det vägda genomsnittet av alla fonder i premiepensionssystemet (PPM-index). Under de första drygt fyra åren har Premiesparfonden överträffat PPM-index med 3,0 procentenheter per år. Mot bakgrund av vad som hittills presterats verkar det sannolikt att Premiesparfonden når det uppsatta målet under den första femårsperioden. Resultatet visar följaktligen att Sjunde AP-fondens utformning av investeringsstrategin hittills varit framgångsrik.

För Premievals-fonden är målet i sin tur att över löpande femårsperioder överträffa PPM-index med 0,35 procentenheter per år. Vid förra årets utvärdering låg Premievals-fondens resultat väsentligt efter sitt då gällande mål (-7,4 procentenheter per år). Under 2004 överträffade Premievals-fonden det nya målet med cirka 0,6 procentenhet vilket leder till att denna fond inte har överträffat målet under de första drygt fyra åren sammantagna. Mot bakgrund av vad som hittills presterats verkar det följaktligen osannolikt att Premievals-fonden når det uppsatta målet under den första femårsperioden.

Under 2004 uppvisar båda fonderna lägre avkastning än jämförelseindex (-0,6 för Premiesparfonden respektive -1,4 procentenheter för Premievals-fonden). Sedan start har fonderna haft en underavkastning på 0,5 respektive 1,0 procentenhet per år. Förvaltningen har således inte uppnått målet för överavkastning i förhållande till jämförelseindex. De relativt låga informationskvoterna indikerar också låg kvalitet i de aktiva förvaltningsbesluten under perioden.

Skälen för regeringens bedömning: Både Premiesparfonden och Premievals-fonden har gett en negativ ackumulerad avkastning sedan fondernas start hösten 2000. I genomsnitt har avkastningen varit -4,9 procent per år för Premiesparfonden och -5,9 procent per år för

Premievalsfondens. En jämförelse mellan Premiesparfonden och Premievalsfondens faktiska avkastning och respektive normalportföljs avkastning visar att fondernas förvaltning har resulterat i en relativ avkastning på -0,5 respektive -1,0 procent per år.

Under 2004 har avkastningen varit 10,5 procent för Premiesparfonden och 10,2 procent för Premievalsfondens. För Premiesparfonden och Premievalsfondens motsvarar detta en avkastning på -0,6 procentenheter respektive -1,4 procentenheter jämfört med normalportföljernas avkastning.

I förra årets utvärdering noterades att full överensstämmelse inte råde beträffande den metodik som används för beräkning av avkastning för jämförelseindex jämfört med avkastning för respektive fond. Den andel av jämförelseindex som motsvarade globala aktier innehöll inte avkastning i form av aktieutdelningar, vilket korrigerades av Sjunde AP-fonden under 2004. Utöver detta har fonden reviderat den historiska indexavkastningen beroende på några andra smärre felaktigheter vid indexberäkningen. Efter dessa förändringar är Sjunde AP-fondens resultat i förhållande till jämförelseindex klart sämre än vad som framkommit i tidigare års utvärderingar. För att få jämförbarhet med den metod som används vid beräkning av jämförelseindex har fonden, i likhet med tidigare år, valt att i årsredovisningen presentera avkastningssiffror som justerats i enlighet med de principer som tillämpas av indexleverantören när det gäller löpande resultat-effekter av valutasäkring. Wassum har valt att inte genomföra denna justering i sin utvärdering, eftersom det då uppstår avvikelser i förhållande till de andra fondernas avkastningsberäkningar. Därför finns det en skillnad mellan de uppgifter som redovisas i detta kapitel och de som lämnats i fondens årsredovisning och som återges i kapitel 4.

Tabell 5.18. Sjunde AP-fondens resultat 2000–2004 (procent).

	2004		Genomsnitt*		Riskjusterad avkastning*	
	Absolut	Relativt	Absolut	Relativt	Aktiv risk	Informationskvot
Premiesparfonden	10,5	-0,6	-4,9	-0,5	0,7	-0,64
Premievalsfondens	10,2	-1,4	-5,9	-1,0	1,0	-1,04

*) Avser genomsnittet på årsbasis sedan fondernas start hösten 2000 t.o.m. 2004. Observera att fonderna varit i drift olika länge. Informationskvoten uttrycker relationen mellan överavkastning och aktiv risk.

Sjunde AP-fonden har hittills uppnått styrelsens långsiktiga mål för Premiesparfonden att överträffa genomsnittet av premiepensionsfonder med lägre risk. Wassums rapport visar att Premiesparfonden har överträffat den genomsnittliga fonden med 3,0 procentenheter per år.

Vid förra årets utvärdering hade styrelsens då gällande långsiktiga mål för Premievalsfondens, att ingå i den översta kvartilen, inte uppnåtts. Premievalsfondens avkastning understeg den övre kvartilen med cirka 7,4 procentenheter per år. Under 2004 överträffade Premievalsfondens styrelsens nya mål med 0,6 procentenheter. Sammantaget har Sjunde AP-fonden hittills inte uppnått målet med denna fond.

Styrelsens operativa mål för Premiesparfonden och Premievalsfondens, att fonderna skall överträffa sitt respektive jämförelseindex med 0,5 procentenheter per år, har hittills inte uppnåtts. Fonderna har haft en underavkastning på 0,5 respektive 1,0 procentenhet per år. Under 2004

uppvisade båda fonderna en underavkastning i förhållande till jämförelseindex.

Som Wassum konstaterar i sin rapport är relationen mellan den aktiva avkastningen och den aktiva risken (informationskvoten) oförmånlig. Som ett resultat av den hittillsvarande utvecklingen avslutade Sjunde AP-fonden under 2004 ett större externt förvaltad mandat gällande europeiska aktier och halverade ett svenskt aktiemandat. Det återstår att se om dessa åtgärder räcker för att förbättra resultatet på längre sikt.

5.4 AP-fondernas kostnader

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

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

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

KPMG:s utvärdering: Kostnaderna för Första–Fjärde AP-fondernas förvaltning varierade mellan 0,16 och 0,21 procent av förvaltad kapital 2004. Om kostnaderna för onoterade aktier exkluderas varierade dessa kostnader i stället mellan 0,14 och 0,18 procent av förvaltad kapital. Dessa skillnader förklaras av fondernas val av förvaltningsmodeller. Givet denna förutsättning bedömer KPMG att Första–Fjärde AP-fonderna har samma kostnadsnivå för traditionell förvaltning.

Första–Fjärde AP-fondernas genomsnittliga förvaltningskostnad uppgick till 0,181 procent av förvaltad kapital 2004. Om kostnaderna för onoterade aktier undantas blir den genomsnittliga förvaltningskostnaden 0,159 procent av förvaltad kapital. Genomsnittet för jämförelseobjekten (benchmark) motsvarade 0,107 procent av förvaltad kapital. Jämförelsen försvåras av ett antal kvarstående skillnader mellan AP-fonderna och benchmark. KPMG drar emellertid slutsatsen att Första–Fjärde AP-fondernas förvaltningskostnader överstiger benchmark, även med beaktande av dessa skillnader.

KPMG bedömer att Första–Fjärde AP-fondernas högre kostnader beror på skillnader beträffande redovisning av kostnader för onoterade aktier, skillnader beträffande möjligheten att dra av momsutgifter samt

fondernas val av förvaltningsmodeller som bedöms innebära en förhållandevis dyr kombination av intern och extern förvaltning med en hög grad av komplexitet.

KPMG drar även slutsatsen att Första–Fjärde AP-fondernas förvaltningsaktivitet inte var tillräckligt hög för att motivera fondernas kostnader inom traditionell förvaltning 2004. Antingen bör aktiviteten öka för att motivera fondernas kostnadsnivå, eller kostnaderna anpassas nedåt.

Sjätte AP-fonden har högst kostnad av alla AP-fonder, vilket beror på fondens inriktning mot onoterade aktier. Kostnaderna för denna förvaltning motsvarar 2,47 procent av förvaltad kapital medan Sjätte AP-fondens likviditetsförvaltning kostar 0,73 procent av förvaltad kapital. Kostnaderna för den förra verksamheten bedöms ligga i nivå med branschens genomsnitt medan likviditetsförvaltningen kan anses vara förhållandevis dyr.

Kostnaderna för Sjunde AP-fondens förvaltning uppgår till 0,19 procent av förvaltad kapital, vilket bedöms vara i nivå med benchmark givet fondens portföljsammansättning och storlek.

Mot bakgrund av den kunskap som konsulterna erhållit under utredningen om AP-fondernas kostnader bedömer KPMG att det finns outnyttjade rationaliseringsmöjligheter. Sex förslag till kostnadsbesparingar diskuteras, varav tre kan genomföras inom ramen för nuvarande regelverk medan ytterligare tre förslag förutsätter strukturella förändringar. Förslagen avser främst Första–Fjärde AP-fonderna men kan i vissa delar även omfatta Sjätte och Sjunde AP-fonderna. KPMG:s analyser och förslag sammanfattas mer utförligt i kommande avsnitt.

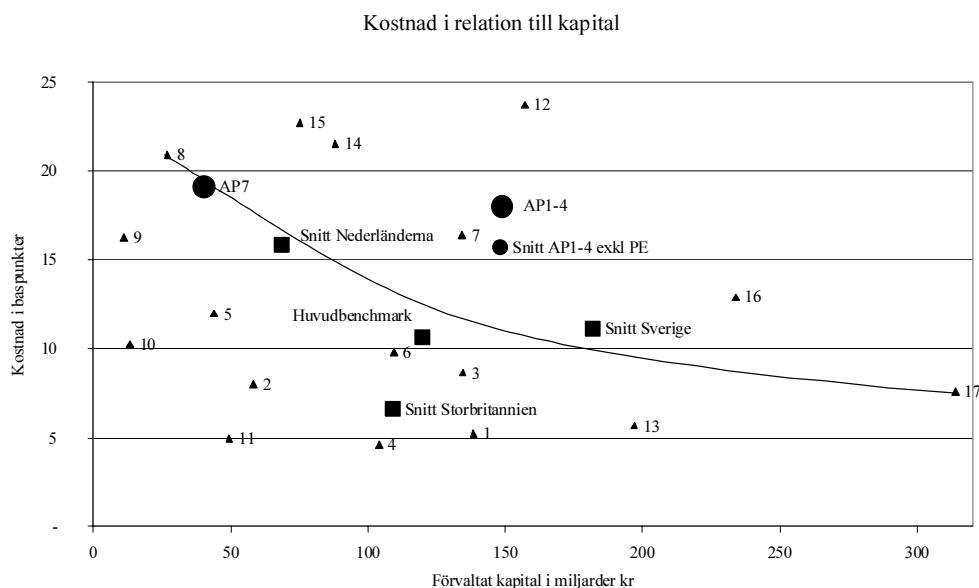
Skälen för regeringens bedömning: AP-fondernas förvaltningskostnader uppgick till 1 490 miljoner kr 2004 (efter korrigerings för extraordinära och därmed jämförelsestörande poster) varav drygt hälften avsåg avgifter till externa förvaltare.²⁹ Av de sammanlagda kostnaderna avsåg 1 044 miljoner kr förvaltning av marknadsnoterade och omsättningsbara instrument samt fastigheter (traditionell förvaltning) medan 456 miljoner kr, dvs. cirka 30 procent av de sammanlagda kostnaderna, avsåg förvaltning av onoterade aktier (private equity). Kostnaderna för traditionell förvaltning, i sin tur, kan fördelas på renodlade förvaltningskostnader (frontoffice), stödtjänster (mid/backoffice) respektive administration. De renodlade förvaltningskostnaderna (frontoffice) inkluderar avgifter till externa förvaltare. Vid en sådan funktionsuppdelning framgår det att frontoffice svarar för tre fjärdedelar av AP-fondernas kostnader.

Första–Fjärde AP-fondernas samlade förvaltningskostnader uppgick till 1 073 miljoner kr 2004, vilket motsvarade 0,181 procent av ett genomsnittligt förvaltad kapital. Detta översteg KPMG:s jämförelsenorm (benchmark) som avser jämförbara förvaltare i Sverige, Storbritannien och Nederländerna, vars förvaltningskostnader i genomsnitt motsvarade 0,107 procent av förvaltad kapital (figur 5.1). En rad faktorer försvårar en exakt jämförelse, bl.a. gällande olika räkenskapsår, olika redovis-

²⁹ De extraordinära kostnaderna uppgick till 60 miljoner kr 2004. För att uppnå jämförbarhet med tabell 3.6 måste hänsyn dessutom tas till Sjunde AP-fondens kostnader (77 miljoner kr) samt de s.k. avvecklingsfondernas kostnader (14 miljoner kr).

ningsprinciper beträffande kostnaderna för onoterade aktier och olika möjligheter att dra av utgifter för moms. AP-fondernas kostnader avser 2004 medan jämförelseobjektens kostnader avser 2003 eller 2002. AP-fonderna, liksom fallet även är beträffande holländska pensionsfonder, redovisar avgifter till riskkapitalfonder som en kostnad, medan andra jämförelseobjekt döljer dessa avgifter genom en netto redovisad avkastning (avgifterna subtraheras från den avkastning som rapporteras till riskkapitalfondernas andelsägare och kommer därmed till uttryck i en lägre avkastning, medan redovisade kostnader förblir opåverkade). AP-fonderna är inte skattskyldiga för moms och har därför inte heller några möjligheter att dra av moms, vilket jämförelseobjekten har i större eller mindre utsträckning.

Figur 5.1 Första–Fjärde samt Sjunde AP-fondernas kostnader jämförda med benchmark



Om Första–Fjärde AP-fondernas kostnader för private equity elimineras helt och hållet minskar den genomsnittliga kostnaden till 0,159 procent av förvalt kapital och differensen till benchmark krymper till 0,052 procent (se figur 5.1). Dock är just denna jämförelse knappast mer rättvisande eftersom jämförelseobjekten har vissa sådana kostnader (i Nederländerna är den redovisade kostnaden för private equity dessutom helt jämförbar). Om jämförelsen i stället baseras på Första–Fjärde AP-fondernas kostnader ett år tidigare minskar, vid en översiktlig analys, kostnadsdifferensen på motsvarande sätt till drygt 0,05 procent. KPMG bedömer emellertid att jämförelseobjektens förvaltningskostnader 2004 ligger nära kostnaderna 2003, dvs. att Första–Fjärde AP-fondernas kostnader har stigit förhållandevis mer under 2004.

KPMG drar slutsatsen att Första–Fjärde AP-fondernas förvaltningskostnader överstiger jämförelseobjektens förvaltningskostnader, även om hänsyn tas till kvarstående brister avseende jämförbarhet. Orsaken till AP-fondernas högre kostnader kan delvis hänföras till följande punkter:

- Öppen redovisning av kostnader för private equity
- AP-fondernas högre kostnader för moms
- Fondernas val av förvaltningsmodeller:
 - Höga kostnader för extern förvaltning i kombination med fullskalig intern förvaltning
 - Avancerade förvaltningsmodeller med hög komplexitet

Av dessa faktorer bedömer KPMG att fondernas val av förvaltningsmodeller är den huvudsakliga förklaringen. Andra jämförelser styrker denna uppfattning eftersom Första–Fjärde AP-fonderna har väsentligt högre kostnader för själva förvaltningen (frontoffice) än tillgängliga jämförelseobjekt. Första–Fjärde AP-fonderna har valt förvaltningsmodeller som innebär kombinationer av intern och extern förvaltning och som kan bedömas vara kostnadskrävande. De aktörer som har renodlat förvaltningen till övervägande (mer än 80 procent) intern eller extern förvaltning förefaller, enligt KPMG; ha en kostnadsfördel av detta. Dessutom har Första–Fjärde AP-fonderna utformat en förhållandevis komplex förvaltning, vilket innebär att fondkapitalet fördelats på ett stort antal separata förvaltningsmandat, i några fall i flera nivåer, vilket i sin tur kan försvåra tillvaratagandet av stordriftsfördelar.

KPMG drar dessutom slutsatsen att förvaltningsaktiviteten i Första–Fjärde AP-fonderna inte var tillräckligt hög för att motivera kostnaderna för traditionell förvaltning 2004. Denna slutsats baseras på relationen mellan fondernas avkastningsmål å ena sidan och fondernas redovisade avvikelser från jämförelseindex å andra sidan.

Sjätte AP-fonden bedriver den mest kostnadskrävande verksamheten. Kostnaderna uppgick till 340 miljoner kr 2004, vilket motsvarade 2,41 procent av förvaltad kapital. Denna kostnad kan fördelas på separata kostnader för Sjätte AP-fondens förvaltning av onoterade aktier respektive Sjätte AP-fondens förvaltning av likvida och omsättningsbara finansiella instrument, den s.k. likviditetsförvaltningen. Kostnaderna för Sjätte AP-fondens förvaltning av onoterade aktier uppgick till 299 miljoner kr, eller 2,47 procent av förvaltad kapital.³⁰ Detta är högt jämfört med annan typ av kapitalförvaltning men inte högre än kostnaderna för jämförbar verksamhet hos andra förvaltare. Samtidigt uppgick kostnaderna för Sjätte AP-fondens likviditetsförvaltning till 41,3 miljoner kr, vilket motsvarade 0,73 procent av förvaltad kapital. Detta är däremot förhållandevis mycket jämfört med andra förvaltare som bedriver motsvarande verksamhet. Dessutom är den förväntade avkastningen låg eftersom det inte finns utrymme i Sjätte AP-fondens balansräkning för att utsätta likviditetsportföljen för marknadsrisk (se även avsnitt 5.2).

Sjunde AP-fondens kostnader uppgick till 77 miljoner kr 2004, vilket motsvarade 0,19 procent av förvaltad kapital. Sjunde AP-fondens kostnader förefaller därmed vara jämförbara med Första–Fjärde AP-fondernas kostnader. Sjunde AP-fondens portföljsammansättning innebär en högre aktieandel än Första–Fjärde AP-fonderna. Dessutom är

³⁰ Förvaltad kapital i onoterade aktier benämns även utfäst kapital, vilket betecknar det belopp investerare förbinder sig att investera i riskkapitalfonder. Förvaltningsavgifter i sådana fonder baseras, i vart fall under investeringsfasen, på utfäst kapital.

fondkapitalet avsevärt mindre. Båda dessa omständigheter utgör kostnadsmässiga nackdelar, varför KPMG bedömer att Sjunde AP-fondens kostnader ligger i nivå med andra förvaltare av jämförbar storlek (figur 5.1).

Besparingsförslag

KPMG bedömer att det finns outnyttjade rationaliseringsmöjligheter och lämnar två typer av besparingsförslag, dels förslag som går att genomföra inom ramen för befintlig struktur, dels förslag som förutsätter en förändrad struktur. Förslagen avser främst Första–Fjärde AP-fonderna men kan i vissa delar även omfatta Sjätte och Sjunde AP-fonderna.

Den första typen av förslag omfattar ökat samarbete i form av gemensam upphandling av externa tjänster, förnyade överväganden av fondernas val av förvaltningsmodeller respektive ökad outsourcing. Detta är förslag som fonderna kan genomföra själva.

Första–Fjärde AP-fonderna skall vara inbördes oberoende och konkurrera med varandra när det gäller placeringsverksamheten. Det bör emellertid inte utgöra ett hinder för samarbete på andra områden om det upplevs som kostnadseffektivt. Exempelvis bör fonderna kunna samarbeta när det gäller administrativa tjänster (prop. 1999/2000:46 s. 124). Däremot bör en fondgemensam upphandling av externa tjänster inte avse aktiv förvaltning, eftersom detta utgör en vital del av fondernas placeringsverksamhet. Andra tjänster, såsom depåbanker, IT och administrativa tjänster, bör dock kunna upphandlas gemensamt utan att detta allvarligt hindrar förvaltningens oberoende. Även upphandling av passiv förvaltning bör kunna komma i fråga för gemensam upphandling eftersom detta är en homogen produkt som dessutom utmärks av utpräglade stordriftsfördelar. Frågor om outsourcing och gemensam upphandling måste dock föregås av ett analysarbete för att klargöra vilken struktur som är mest effektiv, med hänsyn tagen till verksamhetens kostnader. Hänsyn måste även tas till eventuella tillkommande momskostnader.

Valen av förvaltningsmodell ligger på fondernas styrelser. När det nu kommer fram ny information som indikerar att vissa kombinationer av intern och extern förvaltning kan vara särskilt kostnadskrävande bör det utgöra skäl för att pröva frågan på nytt. Hit hör även frågor om förvaltningens komplexitet i termer av antalet förvaltningsuppdrag.

Den andra typen av förslag innefattar någon typ av strukturförändring och förutsätter större eller mindre förändringar av regelverket. Förslagen omfattar samordning av AP-fondernas administration i en gemensam organisation, införande av budgetrestriktioner respektive minskning av antalet fonder genom sammanslagningar. Till detta kan även läggas de förslag som KPMG diskuterar rörande Sjätte och Sjunde AP-fonderna, exempelvis gällande samordning och renodling av Första–Fjärde respektive Sjätte AP-fondernas verksamhet.

Samordning av AP-fondernas administration i en gemensam organisation förutsätter ytterligare utredning och analys, i likhet med förslagen om ökad outsourcing respektive gemensam upphandling.

AP-fondernas styrelser bär det uteslutande ansvaret för fondernas förvaltning. Det har även, under arbetet med denna skrivelse, fram-

kommit kritiska synpunkter från AP-fondernas sida på KPMG:s analys och förslag. Denna kritik avser främst bristande jämförbarhet mellan fonderna och den av KPMG utnyttjade jämförelsenormen (benchmark). Flera fonder bestrider på den grunden KPMG:s slutsats att fondernas förvaltningskostnader överstiger motsvarande kostnader hos jämförbara förvaltare. Fullständig jämförbarhet torde dock vara mycket svår att åstadkomma. Det bör inte heller vara nödvändigt att göra exakta kostnadsjämförelser för att kunna identifiera, och åtgärda, outnyttjade besparingsmöjligheter. Det kan därför, mot bakgrund av styrelsernas roll och AP-fondernas kritik, vara lämpligt att inleda processen genom en dialog med styrelserna.

Sjätte AP-fonden ligger utanför pensionsöverenskommelsen. Förslag som berör de andra AP-fondernas regelverk övervägs i samråd med partierna bakom pensionsöverenskommelsen. Detta gäller exempelvis förslaget att införa budgetrestriktioner för AP-fonderna, i likhet med vad som gäller för norska Petroleumfonden.

Slutligen avser regeringen att överväga frågor som har samband med AP-fondernas styrning. Fondernas styrelser bär, som nyss nämnts, ansvaret för fondernas förvaltning medan regeringen utser styrelsernas ordförande, vice ordförande och övriga ledamöter, respektive fondernas revisorer, samt utvärderar AP-fondernas verksamhet i efterhand. Det är möjligt att utveckla fondernas styrning även inom dessa ramar, exempelvis genom att regeringen fastställer en tydlig policy som kan läggas till grund för kommande utvärderingar och för introduktionen av nya styrelseledamöter. Det kan inte uteslutas att en konsistent och väl kommunicerad grund för regeringens årliga utvärderingar förbättrar styrinstrumentets effektivitet.

Mot bakgrund av de kraftigt ökade kostnaderna för ålderspensions-systemets samlade administration har regeringen inlett en översyn. I denna översyn ingår samtliga kostnader som belastar pensionssystemet och därmed pensionerna. Detta innefattar kostnaderna för såväl pensionshandläggning som buffertfondernas förvaltning. Som ett resultat av denna översyn kommer regeringen att föreslå ytterligare åtgärder om detta bedöms nödvändigt.

5.4.1 Kartläggning av AP-fondernas kostnader

KPMG har kartlagt och jämfört AP-fondernas förvaltningskostnader för traditionell förvaltning och private equity – både sammantagna och tagna var för sig – mellan fonderna och i förhållande till en jämförelsenorm (benchmark) bestående av europeiska pensionsfonder och svenska livförsäkringsbolag. Rapporten sammanfattas i det följande.

5.4.1.1 Totala förvaltningskostnader

AP-fondernas summerade förvaltningskostnader uppgick till 1 490 miljoner kr 2004, vilket motsvarade 0,23 procent av ett genomsnittligt förvaltad kapital. Av Första–Fjärde AP-fonderna bedriver Andra AP-fonden den dyraste verksamheten (313 miljoner kr eller 0,21 procent av förvaltad kapital). Detta förklaras av Andra AP-fondens val av

förvaltningsmodell, innebärande höga externa förvaltningskostnader samtidigt som fonden har i princip lika höga kostnader för den interna förvaltningen som de andra fonderna. Medan Första–Fjärde AP-fondernas interna kostnader varierar mellan 0,08 och 0,10 procent är avvikelserna betydligt större gällande externa förvaltningskostnader. Dessa är högre för Andra och Tredje AP-fonderna respektive klart lägre för Första och Fjärde AP-fonderna. Första–Fjärde AP-fondernas sammanlagda förvaltningskostnader ligger i intervallet 0,16–0,21 procent av förvaltad kapital.

Tabell 5.19 AP-fondernas förvaltningskostnader 2004

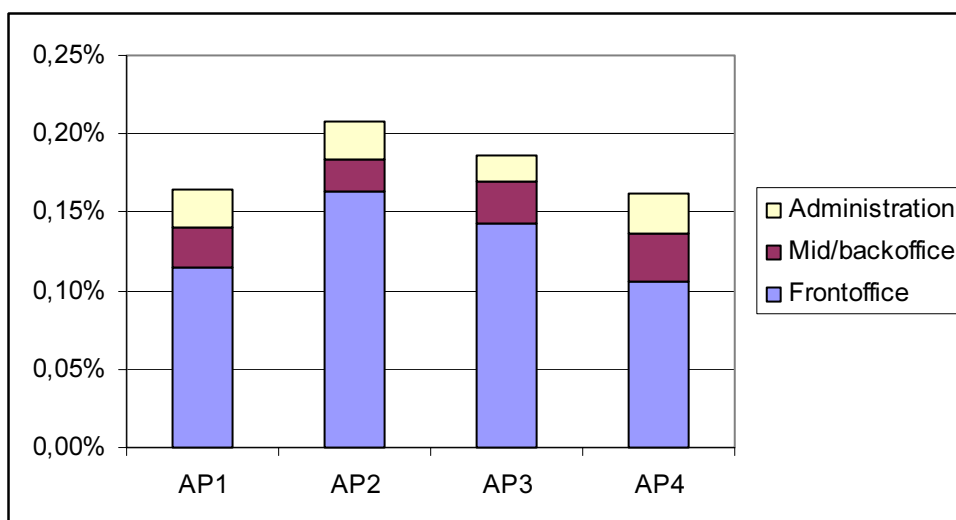
	Interna kostnader		Extern förvaltning		Total kostnad	
	Mnkr	Procent*	Mnkr	Procent*	Mnkr	Procent*
AP1	145	0,10	99	0,07	244	0,16
AP2	129	0,09	184	0,12	313	0,21
AP3	124	0,08	157	0,10	281	0,19
AP4	146	0,10	90	0,06	236	0,16
AP6	121	0,86	219	1,55	340	2,41
Delsumma	664	0,11	749	0,12	1 413	0,23
AP7	49	0,12	28	0,07	77	0,19
Summa	713	0,11	777	0,12	1 490	0,23

*) Kostnadernas andel av ett genomsnittligt förvaltad kapital.

Sjätte AP-fonden har den högsta kostnaden av samtliga AP-fonder, vilket beror på fondens inriktning mot private equity. Sjunde AP-fonden har den lägsta absoluta förvaltningskostnaden och även förhållandevis låga kostnader i relativa termer, givet fondens storlek. Stor hänsyn måste tas till Sjätte och Sjunde AP-fondernas speciella förutsättningar.

KPMG har justerat kostnaderna för extraordinära utgifter (60 miljoner kr) som kan störa jämförelsen. Detta avser främst kostnader för reserverad moms (Andra, Tredje och Fjärde AP-fonderna), engångskostnader i samband med IT-investeringar (Tredje AP-fonden) samt kapitalkostnader (Sjunde AP-fonden).

Figur 5.2 Första–Fjärde AP-fondernas kostnadsstruktur (funktionsuppdelning)



Kostnadsskillnaden mellan Första–Fjärde AP-fonderna beror främst på variationer i de renodlade förvaltningskostnaderna (kostnader för

frontoffice). Dessa kostnader inkluderar avgifter till externa förvaltare (figur 5.2). Skr. 2004/05:130

5.4.1.2 Traditionell förvaltning

AP-fondernas kostnader för traditionell förvaltning, dvs. all förvaltning bortsett från onoterade aktier, sammanfattas i tabell 5.20. Andra AP-fonden har den högsta kostnaden i absoluta tal. Sjätte AP-fondens likviditetsförvaltning kostar minst i absoluta termer men visar sig vara dyrast i förhållande till förvaltad kapital.

Kostnaderna för extern förvaltning varierar betydligt mellan Första–Fjärde AP-fonderna, medan personalkostnaderna varierar i mindre utsträckning. Eftersom den traditionella förvaltningen överväger beloppsmässigt slår detta förhållande även igenom i fondernas totala kostnader.

Tabell 5.20 Kostnader för traditionell förvaltning (mnkr respektive procent)

	Personal	Extern förvaltning	Övrigt	Summa kostnader	Relativa kostnader*
Första AP-fonden	79,4	88,2	59,8	227,4	0,15
Andra AP-fonden	61,3	150,0	63,3	274,7	0,18
Tredje AP-fonden	67,2	91,0	53,3	211,5	0,14
Fjärde AP-fonden	77,9	72,0	66,4	216,2	0,15
Sjätte AP-fonden	13,1	16,3	12,0	41,3	0,73
Sjunde AP-fonden	18,7	27,7	27,7	73,4	0,19
Totalt	317,6	445,2	281,8	1 044,5	0,16

*) Totala kostnader i förhållande till förvaltad kapital inom traditionell förvaltning.

Sjätte AP-fonden har den högsta kostnaden i relation till förvaltad kapital (0,73 procent varav 0,30 avser kostnader för extern förvaltning). I princip hela kapitalet förvaltas externt, det interna arbetet avser urval och uppföljning av externa förvaltare. Den interna kostnaden för denna verksamhet ligger högt över de kostnadsnivåer övriga fonder uppvisar för motsvarande verksamhet, vilket delvis förklaras av att det förvaltade kapitalet är betydligt mindre. Den externa förvaltningen av Sjätte AP-fondens likviditetsportfölj var vid utgången av 2004 fördelad på tolv mandat och omfattade både räntefonder, aktiefonder och hedgefonder.

Sjunde AP-fondens kostnader för traditionell förvaltning understiger Första–Fjärde AP-fondernas kostnader i absoluta tal men inte i relativa termer. Trots det bedöms Sjunde AP-fonden ha en lägre kostnadsnivå än övriga AP-fonder totalt sett, om man tar hänsyn till fondernas placeringsinriktning och storlek. Relativt enkla förvaltningsmodeller och en hög andel passiva externa mandat bidrar till att förklara detta.

Variationer i kostnaderna för traditionell förvaltning beror, enligt KPMG, på:

- Förvaltade belopp (kapitalförvaltning utmärks av stordriftsfördelar)
- Komplexitet (många delportföljer är ett tecken på hög komplexitet)
- Portföljsammansättning (aktier är dyrare att förvalta än obligationer)
- Valet mellan intern eller extern förvaltning
- Valet mellan aktiv eller passiv förvaltning

KPMG har bl.a. funnit att Första–Fjärde AP-fonderna utmärks av hög komplexitet i förvaltningen. Fonderna delar upp portföljen i flera tillgångsslag och mandat och kompletterar med s.k. overlay-portföljer.³¹ Andra AP-fonden har en relativt sett högre komplexitet genom ett stort antal externa portföljer och en uppdelning av mandat på branscher. Sjunde AP-fonden uppvisar en lägre komplexitet med färre delportföljer.

Valet mellan intern och extern förvaltning beror bl.a. på överväganden om hur stordriftsfördelar kan tas tillvara. Är volymen tillräckligt stor för att intern förvaltning skall vara ett realistiskt alternativ? Vilken kompetens finns att tillgå och vilka förvaltningstjänster finns att köpa? Intern förvaltning är normalt mer personalkrävande än extern förvaltning. Detta förutsätter dock att det sker en fortlöpande anpassning av organisationen, annars finns det en risk för stigande sammanlagda kostnader när andelen extern förvaltning ökar. Enligt KPMG finns det ett samband mellan andelen extern förvaltning och renodlade förvaltningskostnader (kostnader för frontoffice) som innebär att denna kostnad är högst vid en storleksmässigt jämn fördelning mellan intern och extern förvaltning. Skälet till detta kan vara att den interna förvaltningen är så pass omfattande att den kräver en fullskalig operation, samtidigt som kostnaderna för extern förvaltning är höga. KPMG bedömer att de fonder som har övervägande intern eller extern förvaltning kan anpassa sin organisation efter detta.

Slutligen är passiv förvaltning billigare än aktiv förvaltning. Detta gäller alltid vid extern förvaltning. Dessutom utmärks passiv förvaltning av tydliga stordriftsfördelar, varför det är svårt att konkurrera kostnads- mässigt med de största externa leverantörerna av passiv förvaltning. KPMG har inkluderat AP-fondernas semiaktiva förvaltning i kategorin aktiv förvaltning. Mätt på detta sätt har Fjärde AP-fonden enbart aktiv förvaltning (huvudsakligen intern) medan Sjunde AP-fonden har den största andelen passiv förvaltning. Andra AP-fonden har det största inslaget av extern aktiv förvaltning (och den största externt förvaltade volymen). Detta har bidragit till Andra AP-fondens högre kostnad för frontoffice. Sjunde AP-fonden har den högsta *andelen* extern förvaltning men trots det en förhållandevis låg kostnad för frontoffice, vilket torde bero på andelen passiva mandat.

KPMG anser att variationen mellan Första–Fjärde AP-fonderna förklaras väl av faktorerna ovan och att det därför är fondernas val av förvaltningsmodell som har resulterat i olika kostnadsnivåer. Givet fondernas förvaltningsmodeller bedömer KPMG att Första–Fjärde AP-fonderna har samma kostnader inom traditionell förvaltning.

KPMG har uppskattat kostnaden för att bedriva bolagsstyrning samt för uppföljning av miljö och etik till mellan en och två miljoner kr respektive 0,75–1,5 miljoner kr per fond.

³¹ En overlay-portfölj avser separat förvaltning av ett tillgångsslag genom utnyttjande av derivatinstrument, utan att förvaltningen av de underliggande portföljerna påverkas. Detta innebär således förvaltning av ett och samma tillgångsslag i flera nivåer.

KPMG konstaterar att förvaltningsaktiviteten i Första–Fjärde AP-fonderna inte var tillräckligt hög för att motivera fondernas kostnader inom traditionell förvaltning 2004. För att bedöma aktivitetsnivån utnyttjar KPMG uppmätt aktiv risk, mål för aktiv risk och mål för överavkastning. KPMG konstaterar att de faktiska aktiva riskerna i portföljerna generellt sett har varit låga. Även inom tillgångsslag som förväntas ha en högre aktiv risk har de varit mycket låga. Första AP-fonden har haft lägre aktiva risker än de övriga fonderna medan Fjärde AP-fonden har haft högre.

KPMG konstaterar sammanfattningsvis att sannolikheten var mycket låg under 2004 för att fonderna skulle nå sina mål för aktiv avkastning, givet fondernas aktiva risker detta år. En rimlig ansats borde vara att över tiden överträffa avkastningsmålet vartannat år, och därmed förhoppningsvis ge en långsiktig avkastning i linje med målet. I samtliga fall var sannolikheten för att uppnå avkastningsmålet låg eller mycket låg (långt under 50 procent).³² KPMG drar slutsatsen att de aktiva riskerna bör öka för att motivera fondernas kostnadsnivå, alternativt bör kostnaderna anpassas nedåt.

Under 2004 minskade marknadernas volatilitet, vilket påverkade fondernas aktiva risker under detta år. KPMG:s mätningar av aktiva risker har gjorts på aggregerad nivå, vilket rymmer både interna och externa mandat med väsentligt högre aktiva risker. Bortsett från detta kan orsaken till det låga riskutnyttjandet vara risken för dålig publicitet vid större avvikelser från index (i negativ riktning). En annan orsak är utnyttjandet av många förvaltare, vilket ger en hög grad av diversifiering. Detta är gynnsamt om alla eller merparten av mandaten levererar goda resultat. Om placeringsmöjligheterna är begränsade kan detta emellertid blir svårt att åstadkomma.

5.4.1.3 Private equity

Första–Fjärde AP-fonderna har endast rätt att investera i onoterade aktier på indirekt väg genom riskkapitalbolag som i sin tur investerar i onoterade bolag, s.k. riskkapitalfonder. Även Sjunde AP-fonden har en sådan möjlighet. Sjätte AP-fonden har ett annorlunda uppdrag och har därför obegränsade möjligheter att investera i onoterade bolag. Sjätte AP-fondens utfästelser på riskkapitalmarknaden motsvarar hälften av summan av AP-fondernas utfästelser, inklusive Sjunde AP-fonden, medan kostnaderna motsvarar två tredjedelar av de motsvarande kostnaderna.

AP-fondernas samlade kostnader för private equity uppgick till 456 miljoner kr 2004, vilket motsvarade 1,82 procent av utfäst kapital eller cirka 30 procent av AP-fondernas samlade kostnader. Samtidigt utgjorde det förvaltade kapitalet inom detta tillgångsslag 3,6 procent av fondernas samlade kapital vid utgången av 2004. Avgifter till externa

³² Den teoretiskt beräknade sannolikheten var cirka 5 procent för Första AP-fonden, cirka 15 procent för Andra och Tredje AP-fonderna samt knappt 25 procent för Fjärde AP-fonden.

förvaltare (342 miljoner kr) utgjorde cirka 75 procent av hela kostnaden för private equity. Skr. 2004/05:130

Tabell 5.21 Förvaltningskostnader för private equity

	Externa avgifter		Intern kostnad	Totala kostnader	
	Mnkr	Procent*	Mnkr	Mnkr	Procent*
Första AP-fonden	10,8	1,53	5,5	16,3	2,30
Andra AP-fonden	34,2	1,22	3,9	38,1	1,36
Tredje AP-fonden	65,9	1,15	3,6	69,5	1,21
Fjärde AP-fonden	18,0	0,85	1,9	20,0	0,94
Sjätte AP-fonden	202,8	1,68	95,7	298,5	2,47
Sjunde AP-fonden	10,2	0,65	3,1	13,3	0,85
Totalt	342,0	1,37	113,7	455,7	1,82

* Kostnader i förhållande till utfäst kapital.

Skillnaderna mellan fondernas aktiviteter inom detta tillgångsslag är mycket stora, speciellt mellan Sjätte AP-fonden och övriga AP-fonder. Faktorer som påverkar kostnaderna innefattar bl.a.:

- Storleken av förvaltad (utfäst) kapital
- Typ av investering (fond, fondandelsfond eller direkta investeringar i onoterade bolag)
- Portföljbolagens mognadsfas (tidig respektive mogen fas)
- Fondernas ålder (nystartade fonder är i allmänhet dyrare än äldre fonder)
- Andra faktorer som varierar mellan AP-fonderna är bl.a. graden av ägarstyrning och placeringarnas geografiska spridning

Sjätte AP-fonden är ensam bland AP-fonderna om att kunna utnyttja alla typer av investeringar, inklusive direkta investeringar. Andelen placeringar i fondandelsfonder har stor betydelse för de uppmätta kostnaderna eftersom dessa fonder inte särredovisar egna förvaltningsavgifter till underliggande riskkapitalfonder (de totala kostnaderna kommer därmed att underskattas).³³ Sjätte AP-fonden är även ensam om att bedriva aktivt ägande i förhållande till externa riskkapitalfonder. KPMG anser att skillnaderna mellan AP-fonderna är alltför stora för att kostnaderna i samband med private equity skall kunna jämföras på ett meningsfullt sätt. Enligt KPMG borde kostnaderna i stället sättas i relation till avkastning över en längre tidshorisont för att bedöma effektiviteten. Vissa preliminära sådana bedömningar kan göras beträffande Sjätte AP-fonden som bedrivit denna typ av verksamhet ett antal år. För de övriga AP-fondernas del är perioden sedan 2001, eller det senare datum när verksamheten påbörjades, alltför kort för att några slutsatser skall kunna dras.

Kostnaderna i förhållande till utfäst kapital varierar mindre när det gäller avgifter till externa förvaltare. Denna variation beror, som påpekats ovan, på typ av investering (fond eller fondandelsfond), mognadsfas och fondens årgång. Den interna kostnaden varierar betydligt mer, vilket bl.a. avspeglar Sjätte AP-fondens högre aktivitetsnivå. Av fondernas samlade interna kostnader (113,7 miljoner

³³ Dessa avgifter bruttoredo visas, som fallet är beträffande andra svenska eller brittiska aktörer som uppträder som investerare i riskkapitalfonder.

kr) utgjorde knappt hälften (52,7 miljoner kr) personalkostnader. Medan de andra AP-fonderna bedriver riskkapitalverksamhet med hjälp av 0,5–1,4 årsarbetskrafter sysselsätter Sjätte AP-fonden nära 20. Detta är ytterligare en indikation på att verksamheten bedrivs på helt olika sätt i Sjätte AP-fonden, jämfört med Första–Fjärde AP-fonderna.

I tabell 5.22 sammanfattas Sjätte AP-fondens interna kostnader som har direkt samband med investeringar i 51 riskkapitalfonder och 35 direkta investeringar (direkt och indirekt summerar detta till investeringar i cirka 330 onoterade bolag). Även om direkta investeringar medför lägst intern kostnad per investering måste det framhållas att de övriga investeringarna i 51 riskkapitalfonder medför indirekta placeringar i ett stort antal (cirka 300) onoterade bolag. Sjätte AP-fonden är aktiv (deltar i investeringskommittén) i 32 fonder och är mycket aktiv (deltar dessutom i fondens styrning) i ytterligare 14 fonder. Det lämnar fem riskkapitalfonder i vilka Sjätte AP-fonden är inaktiv, vilket trots det medfört tämligen höga kostnader i dessa fall. Fonderna är emellertid inte helt jämförbara eftersom de kan avse olika mognadsfaser, olika storlek och ställa olika krav på engagemang. KPMG drar slutsatsen att aktivt deltagande i styrningen av riskkapitalfonder driver kostnader.

Tabell 5.22 Sjätte AP-fondens kostnader utöver förvaltningsavgifter vid olika typer av investeringar (mnkr)

	Aktivitet	Kostnad	Kostnad/investering	Antal investeringar
32 fonder*	+	19	0,6	32
14 fonder**	++	12	0,9	14
5 fonder***	-	4	0,7	5
Direkta investeringar	++	14	0,4	35
Totalt		49	0,6	86

*) Sjätte AP-fonden är aktiv i fondens investeringskommitté.

**) Sjätte AP-fonden är aktiv i investeringskommittén och deltar dessutom med direkt styrning.

***) Sjätte AP-fonden är inaktiv placerare.

5.4.2 Utvärdering av AP-fondernas kostnader

5.4.2.1 Första–Fjärde AP-fonderna

KPMG jämför Första–Fjärde AP-fondernas förvaltningskostnader med motsvarande kostnader i utländska pensionsfonder och svenska livbolag, dvs. förvaltare av långsiktigt pensionskapital. En huvudsaklig jämförelsenorm (benchmark) definieras, bestående av fyra brittiska och åtta holländska pensionsfonder samt fem svenska livbolag. Jämförelsen omfattar Första–Fjärde AP-fondernas hela portföljer, inklusive private equity. Sjätte AP-fonden utvärderas separat.

Kvarstående hinder för full jämförbarhet mellan AP-fonderna och benchmark sägs bl.a. bero på:

- AP-fondernas kostnader avser 2004 medan benchmark avser 2003 (Sverige och Nederländerna) eller 2002 (Storbritannien).
- Kostnadsläget (framför allt personalkostnaderna) är högre i de utländska jämförelseobjekten.
- AP-fonderna har vissa utgifter för moms som inte drabbar de utländska jämförelseobjekten på samma sätt.
- AP-fondernas kostnader för private equity bruttoredovisas, vilket överensstämmer med praxis i Nederländerna men inte

med praxis i Storbritannien eller Sverige, vilket i dessa fall leder till lägre redovisade kostnader för samma typ av verksamhet.

- Portföljsammansättningen varierar. Brittiska pensionsfonder sägs likna Första–Fjärde AP-fonderna i detta avseende medan holländska pensionsfonder har mindre aktier och mer alternativa investeringar. Svenska livbolag har mindre aktier och en högre andel obligationer.
- Fördelningen aktiv/passiv förvaltning varierar. Enligt KPMG har brittiska pensionsfonder en större andel passiv förvaltning medan de svenska livbolagen bedriver övervägande aktiv förvaltning.
- Fördelningen intern/extern förvaltning varierar. De svenska aktörerna har i hög grad renodlat till antingen intern eller extern förvaltning. Merparten av kapitalet i Storbritannien och Holland är externt förvaltad.
- Det kan även finnas övriga skillnader, såsom olika uppdrag eller tillkommande sekundära mål.

Utan hänsynstagande till bristande jämförbarhet var Första–Fjärde AP-fondernas genomsnittliga förvaltningskostnad 0,181 procent av förvaltad kapital medan motsvarande kostnad för benchmark var 0,107 procent. KPMG drar slutsatsen att Första–Fjärde AP-fondernas genomsnittliga förvaltningskostnad överstiger benchmark även med beaktande av de olika förutsättningar som angivits ovan.

KPMG kompletterar analysen med två andra jämförelsenormer som inte anses vara lika relevanta för AP-fonderna. En jämförelse, baserad på uppgifter från McKinsey, indikerar att AP-fonderna har höga kostnader inom den renodlade förvaltningsverksamheten (frontoffice) medan en jämförelse med svenska kapitalförvaltare visar att dessa dessutom har lägre totalkostnad än AP-fonderna.

McKinsey publicerade 2004 en studie av 160 europeiska kapitalförvaltare som då täckte 60 procent av branschen. KPMG antar på denna grund att aktörerna i studien förvaltar både fonder och externa uppdrag och att detta medför att de erbjuder ett antal förvaltningsprodukter och förvaltar ett stort antal portföljer. Den mindre storleksgruppen i denna studie (cirka 155 miljarder kr i förvaltad kapital) är storleksmässigt jämförbar med AP-fonderna. Dessa hade en genomsnittlig förvaltningskostnad på 0,22 procent, vilket överstiger Första–Fjärde AP-fondernas genomsnittliga förvaltningskostnad med 0,04 procentenheter. KPMG anser att en stor del av skillnaden jämfört med den föregående jämförelsen med pensionsfonder kan hänföras till kostnader som är relaterade till den stora kundbasen. KPMG styrker denna slutsats med observationen att AP-fonderna har en mer än 30 procent högre kostnader för frontoffice, dvs. renodlade förvaltningskostnader (inklusive avgifter till externa förvaltare).

Den andra kompletterande jämförelsen görs med en grupp svenska kapitalförvaltare med ett genomsnittligt förvaltad kapital på 170 miljarder kr och som förvaltar både fonder och externa diskretionära uppdrag. Kostnaderna avser 2001 och jämförelseobjekten är normalt inte belastade av momskostnader (dvs. de hade möjlighet att dra av moms).

Den genomsnittliga kostnaden var 0,133 procent i detta fall, trots en uppenbar nackdel i form av större kundstockar. Dock är uppgifterna några år gamla. Även vid denna jämförelse har AP-fonderna betydligt högre kostnader inom frontoffice (i storleksordningen dubbelt så höga kostnader).

Utöver de kompletterande jämförelserna med underlaget från McKinsey och de svenska kapitalförvaltarna gör KPMG vissa jämförelser med utpräglade lågkostnadsförvaltare (*best in class*). Den genomsnittliga kostnaden för dessa förvaltare anges till 0,06 procent av förvaltad kapital, dvs. cirka tredjedelen av AP-fondernas kostnadsnivå. En aktör (Kammarkollegiet) inräknas i denna grupp trots att kostnaden är 0,12 procent av förvaltad kapital. Orsaken härtill är den i sammanhanget begränsade volymen (drygt 20 miljarder kr). En genomgående förklaring till mycket låga kostnader tycks vara enkla förvaltningslösningar, stor andel passiv förvaltning och en generell frånvaro av alternativa investeringar.

5.4.2.2 Sjätte AP-fonden

Förvaltning av private equity är mer komplex än traditionell förvaltning av marknadsnoterade och omsättningsbara instrument. Marknaden är inte heller genomlyst på samma sätt. Båda omständigheterna försvårar effektiva jämförelser. Med detta sagt jämför KPMG kostnaderna för Sjätte AP-fondens förvaltning av onoterade aktier med uppgifter som insamlats under de fyra senaste åren beträffande kostnader, avgifter och förvaltade volymer i europeiska riskkapitalfonder. Även ett antal amerikanska och nordiska aktörer ingår i jämförelsen. Både tidiga och sena mognadsfaser finns representerade. För att utvärdera Sjätte AP-fondens interna verksamhet, avseende kostnader för urval och uppföljning av investeringar i riskkapitalfonder, har KPMG även inkluderat uppgifter om avgifter i fondandelsfonder.

Även här finns det omständigheter som begränsar jämförbarheten:

- Benchmark avser till stor del andra länder medan Sjätte AP-fonden inte endast bedriver verksamhet i Sverige utan också är begränsad till att investera inom landet.
- Urvalet av fondandelsfonder är relativt begränsat (cirka tio bolag).
- Riskkapitalfonderna i benchmark kan vara äldre än genomsnittet av Sjätte AP-fondens placeringar (kostnaderna tenderar att vara högre i början).
- Investeringarnas storlek varierar (Sjätte AP-fonden har investerat i ett stort antal riskkapitalfonder, varav många placeringar avser mindre belopp).
- Sjätte AP-fonden är en aktiv investerare även i fonder, vilket har få internationella motsvarigheter.

Av tabell 5.23 framgår att Sjätte AP-fondens investeringar i tidig fas är mer kostnadskrävande än benchmark, men att investeringarna i mogen fas (buy out) kostar mindre. Detta gäller även vid en alternativ jämförelse som avser ett genomsnitt över en tioårsperiod. Det faktum att Sjätte AP-fondens förvaltningskostnader är högre i tidiga faser beror, enligt

KPMG, på fondens högre grad av aktivitet som ägare samt det faktum att Sjätte AP-fonden har ett antal mindre investeringar som drar resurser och därmed kostnader. I denna del av verksamheten kan Sjätte AP-fonden således inte utnyttja skal fördelar i tillräcklig utsträckning. Fondens lägre kostnader för mogen fas (buy out) beror, enligt KPMG, på att kostnaderna för AP Direktinvesteringar, som ingår i mogen fas, är mycket låga. Detta sägs i sin tur bero på Sjätte AP-fondens långsiktiga investeringar i ett fåtal bolag. Summan av de kostnader som direkt kan hänföras till tidig fas respektive buy out understiger benchmark något. Om jämförelsen utsträcks till att avse ett genomsnitt över en tioårsperiod blir Sjätte AP-fondens förvaltning mer kostnadskrävande (den alternativa jämförelsen). Detta är en relevant jämförelsenorm om Sjätte AP-fondens portfölj är jämnt spridd över yngre och äldre riskkapitalfonder, vilket dock inte är fallet.

Tabell 5.23 Sjätte AP-fondens förvaltningskostnader för private equity (procent av utfäst kapital)

	Sjätte AP-fonden	Benchmark	Alt. jämförelse
Tidig fas	2,85	2,40	2,00
Buy out	1,35	1,94	1,50
Delsumma	2,08	2,17	1,74
Fondandelsfonder	0,39	0,79	Uppgift saknas

Anm. Benchmark avser ett vägt genomsnitt av riskkapitalfonder. Den alternativa jämförelsen är ett schablonmässigt genomsnitt över en tioårsperiod (avser att belysa det faktum att kostnaderna tenderar att falla över tiden).

Det återstår att utvärdera Sjätte AP-fondens interna verksamhet beträffande urval och uppföljning av fondinvesteringar. Detta görs på sista raden i tabell 5.23 (fondandelsfonder). Det framgår att Sjätte AP-fonden har en lägre kostnad än branschen i detta avseende. Jämförelsen försvåras av att benchmark inte endast avser institutionella kunder utan även mindre kunder. Det bör även påpekas att kostnaderna för Sjätte AP-fondens verksamhet beräknats som en restpost, sedan kostnaderna för tidig fas och buy out dragits av. Det betyder att fördelningen av kostnader innehåller ett mått av subjektivitet.

KPMG drar sammantaget slutsatsen att kostnaderna för Sjätte AP-fondens förvaltning av onoterade aktier (private equity) ligger i nivå med benchmark.

5.4.2.3 Sjunde AP-fonden

Sjunde AP-fonden har en kostnad på 0,191 procent, vilket enligt KPMG:s bedömning ligger i nivå med benchmark. Sjunde AP-fonden har en kostnadsfri nackdel genom fondens mindre storlek (ett mindre förvaltad kapital) och högre aktieandel. Mot denna bakgrund anses Sjunde AP-fondens kostnader ligga i nivå med benchmark.

Om Sjunde AP-fondens externa avgifter gällande fondens investeringar i onoterade tillgångar (externa fondandelsfonder) adderas skulle Sjunde AP-fondens kostnader stiga till 0,26 procent av förvaltad kapital. Denna kostnad är emellertid inte jämförbar med fondens konkurrenter inom premiepensionssystemet som, om de hade gjort motsvarande investeringar, inte skulle redovisa kostnaden.

5.4.3 Besparingsförslag

Skr. 2004/05:130

5.4.3.1 Möjliga besparingar inom befintlig struktur

KPMG hade uppdraget att utvärdera AP-fondernas kostnader och att därutöver diskutera möjliga besparingsförslag. KPMG framför två typer av sådana förslag. Under denna rubrik ryms förslag som kan genomföras utan väsentliga förändringar av AP-fondernas regelverk.

- Ökat samarbete mellan fonderna
- Renodling av förhållanden mellan intern och extern förvaltning
- Ökad outsourcing

Ökat samarbete mellan fonderna

AP-fonderna anser själva att möjligheterna till administrativt samarbete, utöver det informations- och erfarenhetsutbyte som äger rum idag, är relativt begränsade eftersom det riskerar att motverka konkurrensen och hämma flexibiliteten. KPMG bedömer att det finns vissa rationaliseringsmöjligheter, om än begränsade, genom ökat samarbete. Exempel på detta kan vara gemensam upphandling av:

- Depåbanktjänster
- Externa förvaltare
- Konsulter
- IT (system och drift)

Första–Fjärde AP-fondernas samlade kostnader inom dessa områden uppgår till 240–250 miljoner kr. KPMG bedömer att rationaliseringspotentialen är relativt begränsad.

Renodling av förhållanden mellan intern och extern förvaltning

En anledning till AP-fondernas stigande kostnader är de ökade kostnaderna för extern förvaltning, utan att detta tillåtits påverka de interna kostnaderna. AP-fondernas interna förvaltningskostnader, tagna för sig, är konkurrenskraftiga jämfört med benchmark. Dock förutsätter en sådan jämförelse att den interna förvaltningen tillgodoser alla behov.

KPMG anser att förvaltare som arbetar kortsiktigt och aktivt med att byta externa förvaltare, eller ändra mixen mellan intern och extern förvaltning, tenderar att ha höga kostnader. Skälet till detta är att inga förändringar sker beträffande de interna resurserna. Snarare sker det en kostnadsökning eftersom det krävs resurser för urval och uppföljning av externa förvaltare. KPMG säger sig inte ha säkra bevis för vilken förvaltningsmodell som är mest effektiv men pekar på förekomsten av förvaltare som utmärks av mycket låga kostnader och som antingen har en stor andel extern förvaltning eller en stor andel intern förvaltning. AP-fonderna har en jämnare mix av interna och externa uppdrag och samtidigt högre kostnader (Andra AP-fonden, som har den jämnaste fördelningen av intern och extern förvaltning, har också de högsta kostnaderna). Det ser ut, enligt KPMG, som om aktörer med en jämn fördelning av interna och externa mandat inte uppnår tillräckliga stordriftsfördelar. Det skulle i så fall betyda att det är de enskilda förvaltningsuppdragens volym som bestämmer i vilken grad

Ökad outsourcing

Det pågår, enligt KPMG, en stor omvälvning inom kapitalförvaltningsbranschen som innebär att företagen fokuserar på områden där de är framgångsrika och lägger ut andra uppgifter till externa leverantörer (outsourcing). Detta beror på den kostnadspress som uppstått i spåren av minskade volymer och sänkta tillväxtantaganden efter 2000, vilket i sin tur hade samband med börsutvecklingen. Det har som en följd av denna utveckling uppstått specialister inom olika delområden som sammantaget fört med sig en generell prispress. Utvecklingen har tvingat aktörerna att hantera hela den kedja av delprocesser, som sammantaget utgör förvaltningsprocessen, på det bästa och mest effektiva sättet. I detta sammanhang har outsourcing varit mest förekommande inom:

- Frontoffice (extern förvaltning)
- Backoffice
- Administration
- Depåbank

Det är, enligt KPMG, en tydlig trend på marknaden att outsourcing ökar och även omfattar ett växande antal tjänster. Utvecklingen drivs av fortsatt effektivisering och möjligheten att finna bra samarbetspartners.

Av AP-fonderna har endast Sjunde AP-fonden valt att utnyttja outsourcing i större omfattning, medan Första–Fjärde AP-fonderna valt att behålla merparten av verksamheten i egen regi. AP-fonderna har för närvarande förutsättningar att hantera all verksamhet men det finns, enligt KPMG:s bedömning, inga hinder för att utnyttja outsourcing i betydligt större utsträckning. Vad som krävs i ett sådant fall är en fördjupad analys av AP-fondernas förvaltningsprocesser för att utvärdera möjligheten till kostnadseffektiva lösningar. Dessutom måste hänsyn tas till eventuella tillkommande moms-kostnader.

5.4.3.2 Möjliga besparingar inom ny struktur

KPMG diskuterar tre förslag som innebär ingrepp i den nuvarande strukturen.

- Samordning av administrationen i en gemensam organisation
- Införandet av en budgetrestriktion
- Minskning av antalet fonder

Samordning av administrationen

En möjlighet är att integrera all verksamhet som inte är konkurrensutsatt i en gemensam organisation (*shared service center*). En sådan lösning kan sägas vara en form av intern outsourcing. Bland fördelarna räknas möjligheten att spara kostnader och förbättrad tillgång till ”best

practice”. Nackdelarna inkluderar för det första en viss standardisering som gör det svårare att möta de behov som finns, för det andra bristen på äkta valfrihet vid upphandling av tjänster och, för det tredje, risken för att slutresultatet skall bli i en kostnadsöverföring snarare än besparing.

KPMG ser det som fullt möjligt att integrera AP-fondernas administration i en gemensam organisation, även om problem finns. Det finns idag etablerade rutiner hos samtliga AP-fonder som försvårar en framtida integration. Delar av administrationen kan därför ses som en integrerad del av förvaltningen – exempelvis system, bolagsstyrning och delar av midoffice. Beslut om samordning av administrationen måste föregås av analyser av delprocesser och rutiner för att identifiera de bästa möjligheterna att rationalisera. Det kommer, enligt KPMG, att finnas områden som är relativt enkla att integrera medan det finns andra områden som erbjuder sämre möjligheter i detta avseende. Personal och IT är två särskilt stora kostnadsposter som därför erbjuder störst möjlighet att åstadkomma besparingar. De samlade kostnaderna utöver frontoffice, dvs. administrationskostnader i vid mening, utgör för Första–Fjärde AP-fondernas del cirka 290 miljoner kr. En betydande del av denna kostnad bör, enligt KPMG, vara förenad med viss potential att spara pengar. Dock måste hänsyn tas till eventuella tillkommande momsutgifter. Fulla rationaliseringsvinster bör vara uppnådda inom ett par år.

KPMG ser möjligheter att integrera administrationen inom följande områden:

- Midoffice (kontroll av limiter, analys och rapportering av avkastning och risk)
- Backoffice (värdepappersadministration)
- IT (finansiell information, värdepapperssystem samt ekonomisystem m.m.)
- Stab (juridik)
- Ekonomi (redovisning, bokslut m.m.)
- Utvecklingsprojekt (avseende de tjänster som integrerats)
- Etik (etikpolicy, screening)

Införande av budgetrestriktion

Beträffande möjligheten att införa budgetrestriktioner hänvisar KPMG till Petroleumfonden som på den norska regeringens uppdrag förvaltas av Norges Bank. Finansdepartementet i Norge fastställer årligen ett kostnadstak som under 2004 låg vid 0,10 procent av förvaltad kapital, vilket dock exkluderade resultatberoende avgifter. Med undantag för startåret 1997 har fondens totala förvaltningskostnader, inklusive resultatberoende avgifter, därefter varierat mellan 0,06 och 0,11 procent, vilket inte hindrat fonden att leverera en konsistent överavkastning på cirka 0,4 procent årligen. Kostnadstaket måste dock sättas i relation till Petroleumfondens storlek som vid utgången av 2004 uppgick till 1 016 miljarder norska kronor, vilket då motsvarade cirka 1 100 miljarder svenska kronor.

En motsvarande budgetrestriktion skulle kunna införas för AP-fonderna. Konsekvensen skulle, enligt KPMG, bli bättre styrning och

kostnadskontroll. Om budgetrestriktioner skall införas bör detta ske successivt, genom att regeringen fastställer ett långsiktigt mål och föreskriver en stegvis anpassning till det långsiktiga målet.

Minskning av antal fonder

Slutligen finns alternativet att utnyttja stordriftsfördelar fullt ut genom att genomföra sammanslagningar av Första–Fjärde AP-fonderna. Stordriftsfördelar är allmänt förekommande inom kapitalförvaltande verksamhet. KPMG citerar bland annat forskning som visar att pensionsfonder har större skalfördelar än värdepappersfonder till följd av lägre komplexitet. Det konstateras vidare att skalfördelarna är större inom frontoffice, dvs. de kostnader som i AP-fondernas fall är särskilt höga.

KPMG uppskattar att en minskning av antalet fonder till en stor AP-fond skulle medföra en besparing på 0,055 procent av förvaltad kapital, motsvarande 300–350 miljoner kr per år.

5.4.3.3 Sjätte AP-fonden

Eftersom Sjätte AP-fonden bedriver en annorlunda verksamhet jämfört med övriga AP-fonder är rationaliseringsmöjligheterna inte lika goda. Dessutom har KPMG konstaterat att Sjätte AP-fondens kostnader inom private equity ligger i nivå med benchmark. KPMG bedömer att möjligheterna är små att spara pengar genom att involvera även Sjätte AP-fonden i de sparförslag som diskuteras ovan. I stället föreslår KPMG andra besparingar:

- Första–Fjärde AP-fondernas förvaltning av private equity överförs till Sjätte AP-fonden. Pensionssystemets behov av diversifiering tillgodoses väl av diversifieringen i Sjätte AP-fondens portfölj. Detta gäller än mer om fonden tillåts investera utanför Sverige.
- Sjätte AP-fonden överlåter till Första–Fjärde AP-fonderna att förvalta Sjätte AP-fondens likviditetsbuffert, vilket förbättrar utbytet mellan förväntad avkastning och risk till en nivå som bättre tillgodoser pensionssystemets behov.

Detta skulle medföra ett bättre utnyttjande av stordriftsfördelar, samtidigt som fonderna får en möjlighet att fokusera på sina kärnverksamheter. Stora besparingar skulle bli följden om investeringar i private equity helt avvecklades inom pensionssystemets ramar, eftersom denna typ av förvaltning kostar betydligt mer. Kostnadsaspekten är emellertid bara en sida av saken eftersom detta inte säger något om förväntad avkastning och risk. Det kan noteras i sammanhanget att det är vanligt att pensionsförvaltare både i Sverige och utomlands inkluderar en mindre andel s.k. alternativa placeringar i portföljen, inte minst onoterade aktier, eftersom detta antas förbättra utbytet mellan förväntad avkastning och risk på en övergripande portföljnivå.

5.4.3.4 Sjunde AP-fonden

Skr. 2004/05:130

Även om Sjunde AP-fonden har ett annat riktmärke för sin förvaltning (en annan normalportfölj) bedömer KPMG att det är fullt möjligt att låta även Sjunde AP-fonden omfattas av de förslag som diskuterats ovan. Hänsyn måste dock tas till att Sjunde AP-fonden uppvisar stora likheter med ett fondbolag, eftersom lagen (2004:46) om investeringsfonder delvis har gjorts tillämplig för fondens verksamhet.

Det av Sjunde AP-fonden förvaltade kapitalet är relativt begränsat i förhållande till den långsiktigt förväntade volymen. Det innebär att kostnaden i förhållande till förvaltad kapital kommer att förbättras över tiden. Enligt Sjunde AP-fondens egna beräkningar väntas kostnaden sjunka med 0,01 procent av förvaltad kapital per år. Om det är rimligt eller inte att involvera Sjunde AP-fonden beror därför på när i tiden olika besparingar väntas träda i kraft. Hänsyn måste även tas till att fulla rationaliseringsvinster inte uppstår omedelbart.

En möjlig rationalisering är att lägga samman Premiesparfonden och Premievals-fonden.